

2019년 03월 04일

키움증권 리서치센터 | 산업분석

유통 | Neutral (Initiate)

중국發 훈풍을 기다리며

제한적인 가계 구매력 개선과 부동산 경기에 대한 불확실성을 감안한다면, 유통 업종 투자는 경기민감도가 낮거나, 구조적인 중국 소비 성장에 초점을 맞추어 포트폴리오를 구축해야 한다. 따라서, 식품 비중이 높고, 출점 여력이 남아 있는 편의점과 견조한 타이공 수요 바탕으로 중국인 단체관광객 회복 기대감이 있는 면세점 업태를 중심으로 투자전략을 세워야 할 것이다.

음식료/유통 Analyst 박상준
02-3787-4807
sjpark@kiwoom.com

RA 이범근
02-3787-0335
bk.lee@kiwoom.com



Contents



I. 국내 소비 환경 점검:

오아시스는 어디에? 3

- > 내수 소비 Macro 환경 점검 3
- > 신규 수요 기대와 MS 변화 11

II. 중국發 훈풍을 기다리며 19

- > 면세점: 한중 관계 회복 효과 기대 19
- > 사업 다각화:
호텔신라/신세계에 주목 28

III. 유통 업종 투자전략 33

- > 편의점과 면세점 선호 33

기업분석 35

- > GS리테일 (007070) 36
- > BGF리테일 (282330) 39
- > 호텔신라 (008770) 42
- > 신세계 (004170) 46
- > 현대백화점 (069960) 49
- > 롯데쇼핑 (023530) 52
- > 이마트 (139480) 55

Compliance Notice

- 당사는 2월 28일 현재 종목명 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

중국發 훈풍을 기다리며

>>> Defensive Play에는 편의점

2019년 국내 소비 환경은 2018년 보다는 우려와 불확실성이 높은 편이다. 경기 전망에 대한 불확실성 증가와 정부 정책으로 인해, 가계 구매력과 부동산 경기 개선 측면에서 확신을 가지기 어렵기 때문이다. 따라서, 유통 업종의 매력은 반감되고 경기 방어적인 종목 중심의 포트폴리오 구축이 불가피하다. 식품 매출 비중이 높고, 여전히 출점 여력이 남아있는 편의점(GS리테일/BGF리테일)을 중심으로 투자할 것을 추천한다.

>>> 중국發 훈풍을 기다리며

유통업종 투자에서 조금 더 높은 Beta를 추구하기 위해서는 중국發 훈풍이 필수적이다. 1) 주요 대기업의 면세점 시장 진출에 따른 경쟁심화, 2) 중국 정부의 해외 소비 규제(리다오 면세정책, 전자상거래법)는 여전히 면세점 시장의 우려 요인이다. 하지만, 해외 여행을 하는 중국인들이 늘어나고, 그들의 구매력은 꾸준히 상승하고 있다. 또한, 최근 면세점 매출 데이터를 통해, 다이공 수요가 예상보다 견조하게 나타나고 있으며, 한중관계 회복을 통해 쇼핑 성향이 높은 단체관광객이 재유입 될 수 있다는 점도 향후 기대 요인으로 작용할 수 있다. 따라서, 호텔신라, 신세계, 현대백화점의 면세점 사업에서 견조한 실적 흐름이 이어질 것으로 기대된다.

>>> Top Pick: GS리테일, 호텔신라

유통업종에 대해 투자의견 **Neutral**을 제시하며 커버리지를 개시한다. 면세점 업체에 대한 기대감이 확대될 수 있는 점은 긍정적이나, 국내 소비 환경 측면에서 작년 보다 우려 요인이 많아진 것은 사실이다.

한편, 업종 Top Pick으로는 GS리테일과 호텔신라를 제시한다. **GS리테일**은 1) 편의점 점포 출점 및 HMR 중심의 기존점 성장, 2) 슈퍼/H&B의 구조개선을 통해, 올해 실적 개선 모멘텀이 높은 편이다. **호텔신라**는 1) 면세점 Pure Player로써 시장 수요 성장에 따른 호조가 기대되고, 2) 중장기적으로 해외 사업 확장 기대감이 유일한 유통 업체이기 때문에, 구조적인 밸류에이션 프리미엄이 가능할 전망이다.

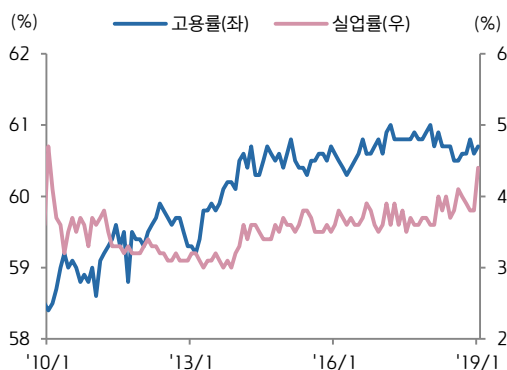
I. 국내 소비 환경 점검: 오아시스는 어디에?

>>> 내수 소비 Macro 환경 점검

가계 구매력 개선에 대한 확신이 약한 상황

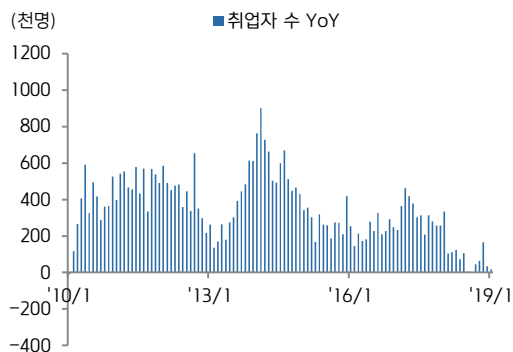
2018년 내수 소비경기는 비교적 양호한 편이었다. 고용 환경 악화에도 불구하고, 수출이 호조를 보이면서, 임금 증가율이 양호했기 때문이다. 하지만, **최근 들어 내수 소비에 대한 비관적 전망이 확대**되고 있다. 소비경기에 대한 선행성이 강한 소비자심리지수가 2018년 초부터 하락 전환되었는데, 이는 **향후 경기전망에 대한 불확실성이 증가했기 때문**으로 추산된다. 다행스럽게도 미국과 중국의 무역갈등이 최근 완화되고 있는 점은 긍정적이나, 실업률이 상승하면서 국내 고용 여건이 지속적으로 악화되고 있는 점을 감안한다면, 글로벌 경기의 강한 모멘텀 없이는 가계 구매력 개선에 대한 확신을 가지기 어려운 상황이다. 따라서, 내수 소비경기는 정부 정책에 대한 의존도가 높아질 수밖에 없고, **경기민감 소비재에 대한 투자심리도 변동성이 클 것으로 판단**된다.

고용률 정체 / 실업률 상승 추세



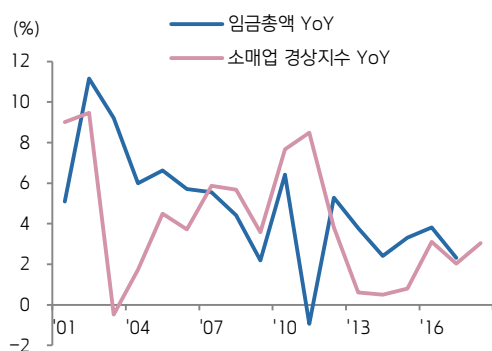
자료: 통계청(계절조정 기준)

취업자 수 증가세도 둔화



자료: 통계청

임금 vs 소매판매 증가율

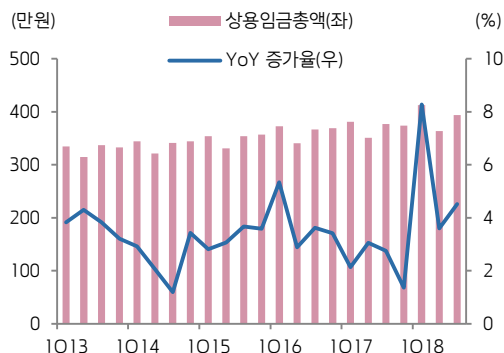


자료: 고용노동부, 통계청

주: 1) 임금총액은 상용근로자 5인 이상 사업체의 연평균 상용임금총액 기준

2) 소매업 경상지수는 자동차 소매업 제외 기준

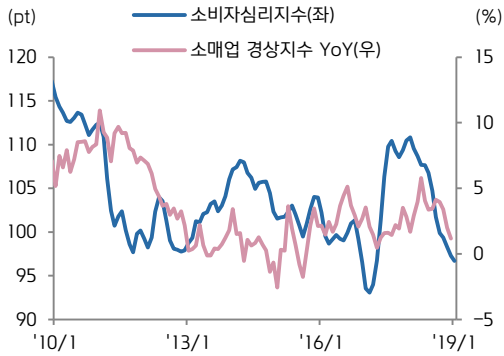
2018년 임금 증가율은 과거 대비 양호했던 편



자료: 고용노동부

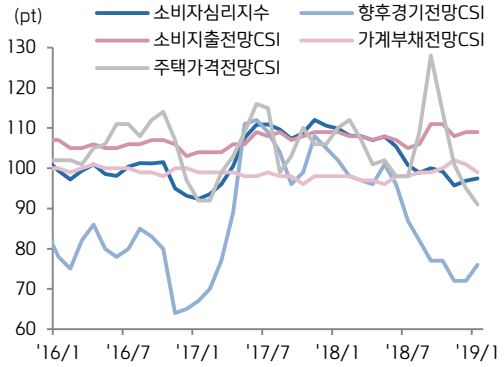
주: 1) 상용근로자 5인 이상 사업체의 분기평균 상용임금총액 기준

한편, 내수 소비에 대한 비관적 전망이 커지고 있음



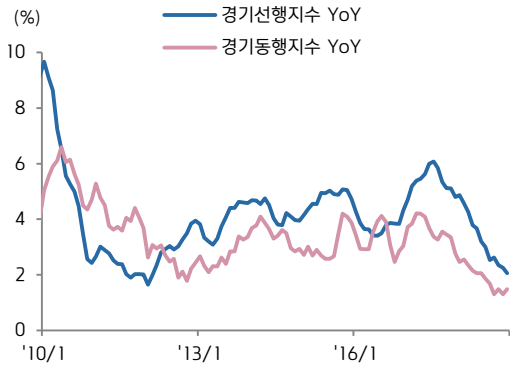
자료: 한국은행, 통계청(3개월 이동평균 기준)

소비심리 둔화는 경기전망에 대한 불확실성 증가 때문



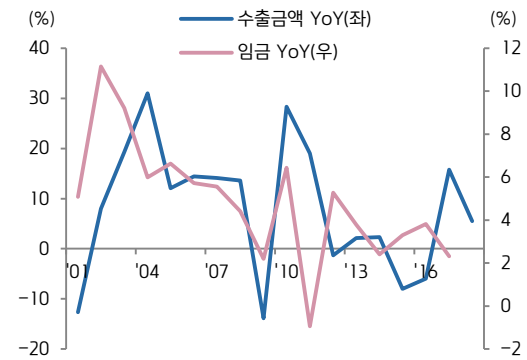
자료: 한국은행

경기선행지수/경기동행지수 YoY 증가율 추이



자료: 통계청

수출 vs 임금 증가율

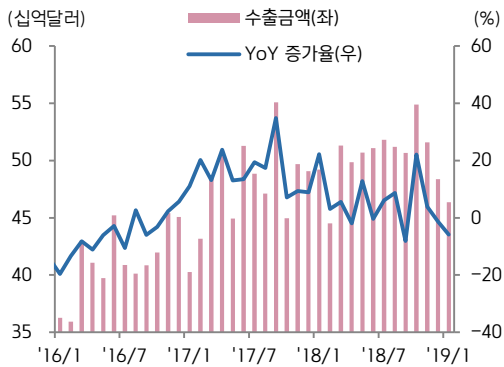


자료: 한국은행, 관세청, 고용노동부

주: 1) 수출금액은 달러기준

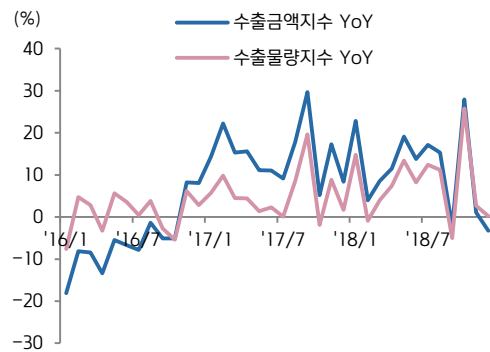
2) 임금은 상용근로자 5인 이상 사업체의 연평균 상용임금총액 기준

한국의 월별 수출액 추이



자료: 관세청

수출금액지수 vs 수출물량지수 YoY 증가율 비교



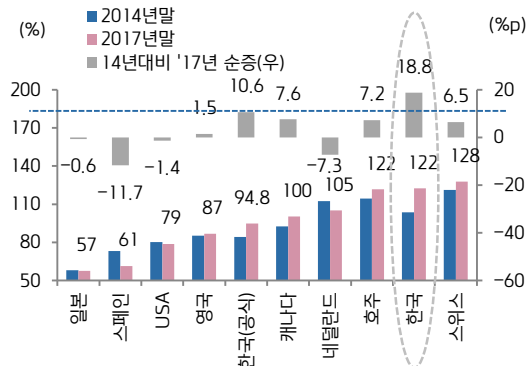
자료: 한국은행

정부규제 강화로 부동산 경기 둔화에 대한 우려 상존

전반적으로 한국의 가계 부채 레벨이 높아져, 가계의 신용소비 여력은 낮은 편으로 판단된다. 따라서, 현재소득과 미래소득을 바탕으로 한 구매력 확대에는 한계가 존재한다. 한편, 부동산 경기는 2014년에 바닥을 찍고 반등하면서, 2018년까지 호황이 지속되었다. 아파트 매매가격 지수가 가파르게 상승하고, 전망지수도 양호한 편이었다. 이로 인해, 많은 투자자들이 자산효과에 기인한 내수 소비 호조를 기대했던 것이 사실이다.

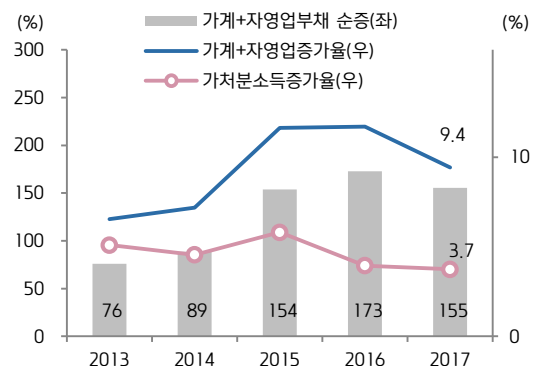
하지만, **정부에서 아파트 투기 세력을 잡기 위한 강력한 부동산 정책**을 내놓으면서, 매매거래량이 감소하고, 아파트 매매가격에 대한 전망도 많이 악화된 상황이다. 이로 인해, **주택에 의한 자산효과가 가계 소비에 미치는 영향이 점차 부정적으로 바뀔 수가 있다.** 구매력 개선의 한계가 노출된 상황에서 자산효과에도 불확실성이 생긴 것이다. 따라서, 現 상황에서는 내수 소비 경기 회복에 대해 과거대비 높은 기대를 가지기는 어려운 것으로 판단된다.

GDP 대비 가계 부채 비교



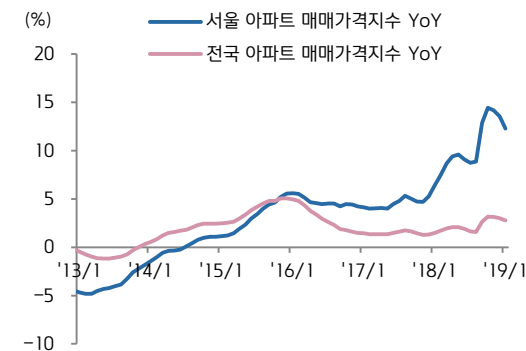
자료: 한국은행, BIS, 키움증권 리서치
주: 1) 가계부채는 자금순환표상 가계부채 + 전세 보증금 합계

가계부채 순증금액과 증가율 비교



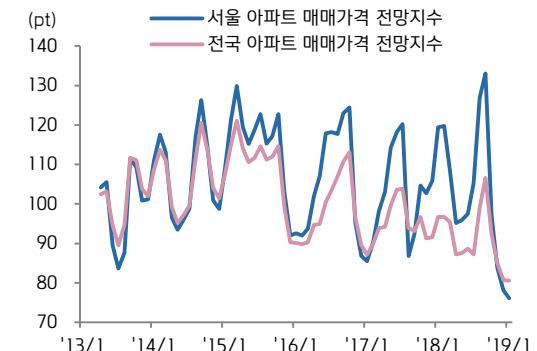
자료: 한국은행, 키움증권 리서치
주: 1) 자영업부채는 개인사업자 대출을 말함

아파트 매매가격지수 추이



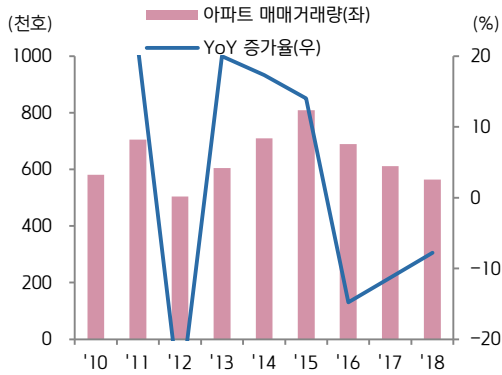
자료: KB국민은행

아파트 매매가격 전망지수 추이



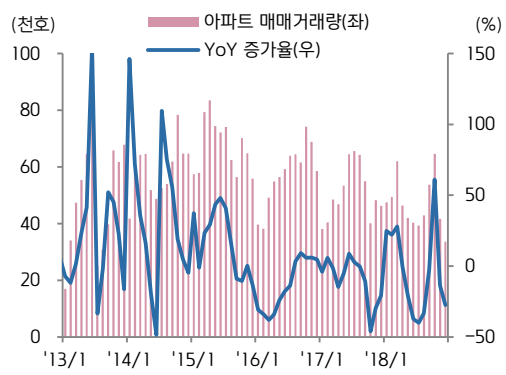
자료: KB국민은행

연도별 아파트 매매거래량 추이



자료: 국토교통부

월별 아파트 매매거래량 추이



자료: 국토교통부

문재인 정부의 부동산 정책 추진 동향

| 시기 | 제목 | 내용 |
|------------|---------------------------------|--|
| 6.19 | 주택시장의 선별적 맞춤형 대응 방안 | 조정대상지역 추가 지정 조정대상지역내 청약, LTV, DTI 등 대출 규제 강화 |
| 8.2 | 실수요 보호와 단기 투자 수요 억제 방안 | 투기지역·투기과열지구 지정 재건축·재개발 규제 정비, 양도소득세 강화 LTV·DTI 금융규제 강화 자금조달계획 신고 의무화 특별사법경찰제 도입 등 |
| 2017 10.24 | 가계부채종합대책 | 2018년 신 DTI 도입, DSR 조기 도입 가계부채 증가율 8% 이내 관리 부동산 임대업자 규제 강화 부실가구 및 생계형 자영업자 등 취약차주 맞춤형 지원 등 |
| 11.29 | 사회통합형 주거 사다리 구축을 위한 주거복지로드맵 | 청년, 신혼부부, 고령자, 저소득 생애주기·계층별 주거지원 방안 향후 5년간 공적지원주택 100만호 공급 계획 수립 등 |
| 12.13 | 임대주택 등록 활성화 방안 | 양도소득세·종합부동산세 등 세제혜택을 통한 임대주택 등록 활성화 전세금반환보증 활성화 등 임차인 권리 보호 강화 |
| 2018 7.5 | 행복한 결혼과 육아를 위한 신혼부부, 청년 주거지원 방안 | 신혼희망타운 10만호 공급 청년 우대형 청약통장 등 신혼·청년 지원 프로그램 확대·구체화 |
| 8.27 | 수도권 주택공급 확대 추진 및 투기지역 지정 | 수도권 내 30만호 이상 주택공급 가능한 공공택지 30여곳 추가 개발 서울 및 경기 일부 지역 투기지역, 투기과열지구 등 추가 지정 |
| 9.13 | 주택시장 안정대책 | 조정대상지역 2주택 이상 보유자 주택분 중부 최고세율 최고 3.2% 증과 세부담 상한 150%에서 300%로 상향 과표 3억~6억원 구간을 신설 및 세율 0.2%p 인상 등 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

>>> 점포 출점: 편의점/면세점 출점 여력 유효

편의점: 출점 여력이 가장 높은 오프라인 유통 업체

대부분의 주요 오프라인 업체는 추가 출점이 쉽지 않은 상황이다. 주요 오프라인 업체의 추가 출점이 어려운 이유는 1) 출점규제, 2) 영업시간 규제, 3) 제한적인 대형 상권 개발 때문으로 판단된다.

정부는 유통산업발전법을 통해 대형 유통업체들의 출점을 규제하고 있다. 특히, 백화점과 대형마트는 법적으로 대규모점포로 분류되어 있고, SSM도 준대규모점포로 분류되어 있어서, 전통상업보전구역으로부터 1km 내 출점이 제한된 상태이다. 이는 백화점과 같은 대형점포가 기존의 자영업자 중심의 재래 시장 상권을 위협하기 때문에, 법적으로 공정한 경쟁으로 보지 않고 있는 것이다.

또한, 신선식품 및 가공식품 중심의 대형마트와 SSM은 2012년부터 유통산업발전법의 몇 차례 개정을 통해 영업시간 규제가 강화되었다. 오전 0시부터 10시까지 영업을 제한하고, 매월 두 번의 일요일은 의무휴업을 해야 한다. 주말의 매출액이 평일 대비 1.5~2배 수준임을 감안한다면, 고정비 부담이 큰 대규모 점포에는 굉장히 부담스러운 규정이다.

경제성장률이 둔화되고 대형 상권 개발이 줄어드는 점도 백화점/할인점과 같은 대규모점포의 증가를 어렵게 만들고 있는 것으로 판단된다. 서울/수도권의 중요한 입지에는 백화점/할인점 혹은 복합쇼핑몰 등이 이미 위치해 있는 상황이다. 높은 인구밀도와 가게 구매력을 필요로 하는 좋은 입지가 추가로 나타나기 어렵기 때문에, 대규모점포의 개발은 갈수록 어려워지고 있다.

결과적으로, 중국인 소비 영향이 있는 면세점을 제외한다면, 오프라인 업체 중에서는 편의점의 출점이 가장 용이하다. 실제로 경제성장률이 정체된 2010년대에도 꾸준히 출점을 가속화 한 업체가 편의점이다. 편의점은 다른 업체 대비 점포의 사이즈가 매우 작고, 백화점/대형마트 대비 출점규제나 영업시간 규제도 없는 편이다. 또한, 대규모 상권이 대체로 개발되었기 때문에, 향후 추가적인 상권 공략은 소규모 점포를 활용하여 중소형 상권 중심으로 이뤄질 수밖에 없다.

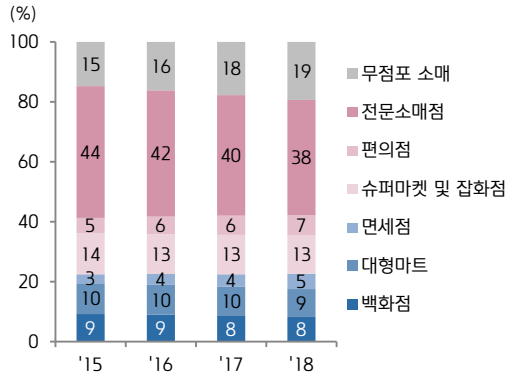
실제 편의점의 출점은 최저임금 인상에 따른 우려에도 불구하고 꾸준히 이어지고 있다. 편의점 본사에서 가맹점주에게 별도로 장려금을 지원하면서, 개별 점포의 BEP 상승에 대한 부담을 일부 보전해주고 있기 때문이다. 2018~19년은 위와 같은 편의점 개별 점포의 BEP 상승 부담으로 인해, 점포 수 증가율이 예년대비 둔화될 것으로 판단되나, 여전히 +5% 이상의 점포 성장률은 가능할 것으로 판단된다. 또한, 올해는 최저임금 인상에 대한 정부의 스탠스가 예전보다 완화되고 있기 때문에, 출점여력이 다시 확대 될 여지도 있는 것으로 판단된다.

주요 업체별 특징 비교

| 구분 | 백화점 | 대형마트(할인점) | SSM(기업형 슈퍼마켓) | 편의점 |
|--------------|--|--|---|--|
| 영업면적 | 법적으로 3000m ² 이상 (평균 3.6~4 만 m ²) | 법적으로 3000m ² 이상 (평균 8 천~1 만 m ²) | 법적으로 3000m ² 미만 | 평균 660m ² 수준 |
| 법적구분 | 대규모점포 | 대규모점포 | 준대규모점포 | 체인사업 |
| 점포당 매출 | 평균 월 300~350 억원 | 평균 월 50~60 억원 | 평균 월 3.5~4 억원 | 평균 월 5000~5500 만원 |
| 객단가 | 7~8 만원 | 4~5 만원 | 1.5 만원 내외 | 5~6 천원 |
| 주요 상품 | 패션/잡화 | 신선식품/가공식품/생활용품 | 신선식품/가공식품 | 가공식품/담배 |
| 출점형태 | 대기업 직영 | 대기업 직영 | 대기업 직영 or 프랜차이즈 | 주로 프랜차이즈(직영도 있음) |
| 출점규제 | 전통상업보전구역으로부터 1km 내 출점 제한 | 전통상업보전구역으로부터 1km 내 출점 제한 | 전통상업보전구역으로부터 1km 내 출점 제한 | 담배 소매점 거리제한 100m 준용 (2019년 3월 시행 예정, 종전 50m) |
| 영업시간 | 없음 | 오전 0시~10시 영업제한 월 2회 일요일 의무휴업 | 오전 0시~10시 영업제한 월 2회 일요일 의무휴업 | 24시간 or 16시간 운영 |
| 18년 출점/폐점 동향 | 없음 | 이마트: 출점 1, 폐점 3 홈플러스: 폐점 2 롯데마트: 출점 2, 폐점 1 | GS슈퍼 19개 순증 에브리데이 1개 순증 롯데슈퍼 15개 순감 | 연간 순증 2,800개 내외 |

자료: 산업통상자원부, 각 사 자료, 키움증권 리서치

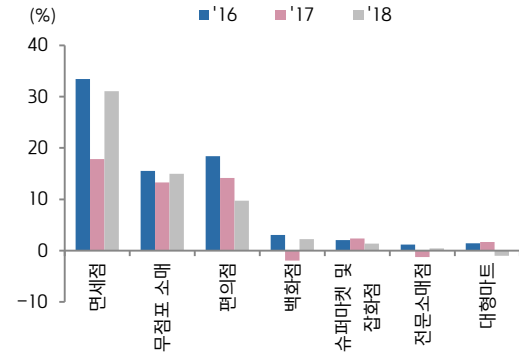
소매 업체별 MS 추이



자료: 통계청

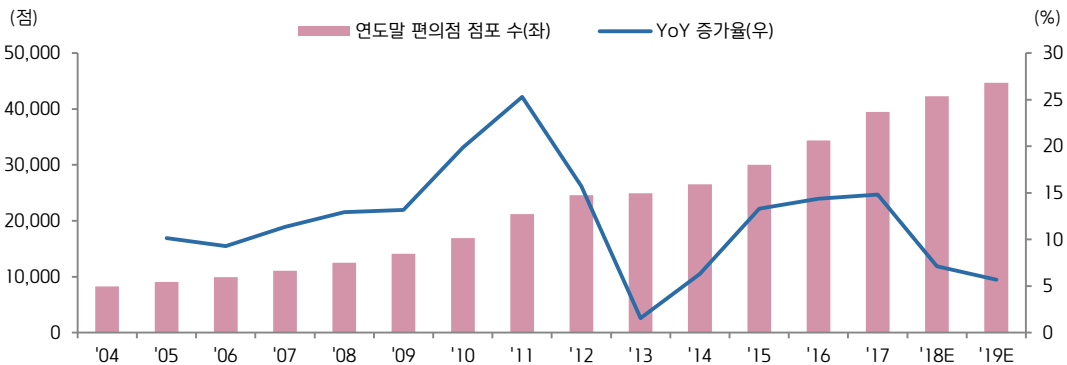
주: 1) 승용차 및 연료소매점 제외 기준

소매 업체별 매출 성장률 추이



자료: 통계청

한국 편의점 점포 수 추이 및 전망



자료: 한국편의점협회, 각 사 자료, 키움증권 리서치(이마트24 점포 수가 포함된 수치 기준임)

면세점: 향후 출점 여력의 핵심은 중국인 단체관광객 회복 여부

면세점은 편의점과 함께 국내에 출점 여력이 있는 업태이다. 2016년 7월, 주한미군에 사드를 배치하기로 결정하면서, 중국인 관광객 감소로 한국 면세점 시장은 어려움을 겪었다. 타이공 유입으로 중국인 관광객 매출 감소를 방어할 수 있었으나, 중국 정부의 전자상거래법 시행으로 인해 타이공에 대한 규제 리스크가 있는 상황이다.

한편, 타이공 수요 호조로 인해, 국내 유통 업체들은 공격적으로 면세점 점포를 확장해왔다. **2016년 이후 대기업이 신규로 오픈하거나 영업면적을 확장한 점포들이 10개가 넘는데, 개별 점포들의 年 매출 목표를 합산하면 약 7조원 수준이다.** 2015년과 2016년 시장규모가 각각 9.2조원, 12.3조원이었던 점을 감안하면, 굉장히 공격적인 점포 확장으로 판단된다. 특히, **2018년에는 인천공항 T2, 신세계 강남점, 현대백화점 무역센터점이 오픈하면서 면세점 영업면적이 더욱 확장된 상황이며, 해당 신규점포들의 합산 연간 매출 목표는 약 3조원 수준으로 추산된다.** **2018년 한국 면세점 시장규모가 19조원인 점을 감안한다면, 약 20% 내외의 시장 성장이 필요한 상황이다.**

다행스럽게도 중국인 입국자 수는 2018년에 증가세로 전환되었다. 하지만, 1) 중장기적으로 타이공에 대한 규제 리스크가 여전히 유효하고, 2) 現 중국인 입국자들은 개별관광객 비중이 높아서 쇼핑 성향이 상대적으로 낮은 편이다. 따라서, 향후 서울 신규면세점 특히 발급과 같은 신규 출점을 위해서는 중국인 단체관광객 회복이 선행되어야 할 것으로 판단된다.

2016년 이후 대기업의 주요 신규 면세점 점포 오픈 동향

| 오픈 시점 | 회사명 | 위치 | 유형 | 영업면적(㎡) | 오픈 초기 年 매출목표 |
|----------|-------|------------|----|---------|-------------------------------------|
| 2016.03. | 신라 | 웅산(신라아이파크) | 시내 | 27,200 | 5,000~6,000 억원 / 2 년차 이후 연 1 조원 목표 |
| 2016.05. | 신세계 | 명동 | 시내 | 13,884 | 첫 해 1.5 조원, 5 년간 매출 10 조원 |
| 2018.01. | 롯데 | 인천공항 T2 | 공항 | 1,407 | 2018 년 1 ~ 7 월 매출 1,033 억원 달성 |
| 2018.01. | 신라 | 인천공항 T2 | 공항 | 2,105 | 첫 해 2,500 억원 |
| 2018.01. | 신세계 | 인천공항 T2 | 공항 | 4,278 | 첫 해 1,800 억원 |
| 2018.07. | 신세계 | 강남 | 시내 | 13,570 | 명동점과 합해 서울 시내에서만 연간 2.5 조 매출 기대 |
| 2018.11. | 현대백화점 | 무역센터 | 시내 | 14,005 | 2019 년 6~7 천억/ 2020 년 1 조원 상회 |
| 2019 년 내 | 미정 | 서울 | 시내 | | 정부에서 신규면세점 특허를 최소 1 개 이상 발급할 계획이 있음 |

자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

주: 1) 다른 사업자로부터 가져온 점포는 제외

2016년 이후 대기업의 주요 면세점 영업면적 확장 동향

| 오픈 시점 | 회사명 | 위치 | 유형 | 영업면적(㎡) | | | 오픈 초기 年 매출목표 | 비고 |
|---------|-----|---------|----|---------|--------|------|---------------|-----------------------|
| | | | | 확장전 | 확장후 | 증가율 | | |
| 2016.03 | 신세계 | 부산 센텀시티 | 시내 | 6,490 | 8,600 | 33% | 2,000 억원 | 부산 파라다이스면세점을 이전하면서 확장 |
| 2016.08 | 롯데 | 소공동 | 시내 | 13,355 | 16,115 | 21% | 2.78 조원 | |
| 2016.12 | 롯데 | 김해 | 공항 | 158 | 980 | 519% | 1,200 억원 | 신세계에서 가져오면서 확장 |
| 2017.06 | 롯데 | 잠실 월드타워 | 시내 | 11,411 | 17,334 | 52% | 2020 년 1.5 조원 | |
| 미정 | 롯데 | 제주 | 시내 | 1,500 | 8,100 | 440% | | 2018. 10 관세청 확장 허가 통과 |
| 미정 | 신라 | 제주 | 시내 | 6,600 | 7,300 | 11% | | 2018. 10 관세청 확장 허가 통과 |

자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치

한국 면세점 시장규모 및 출입국자 수 추이 (단위: 조원, 십억달러, 백만명)

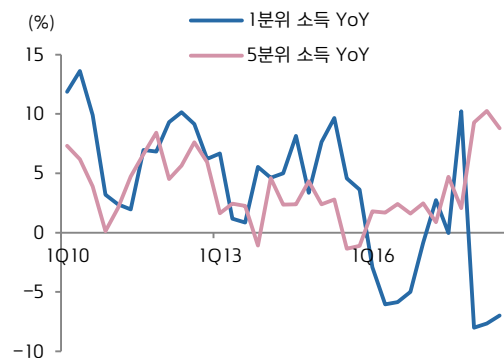
>>> 신규 수요 기대와 MS 변화

수요의 구조적 성장: VIP소비(명품) / HMR / 생활가전

한국의 가계 구매력 개선과 부동산 경기 및 이사수요는 불확실성이 높은 상황이다. 하지만, 이러한 불확실성에도 불구하고 신규 수요가 창출되면서, 구조적인 소비 성장이 나오는 테마로 1) VIP 소비(명품), 2) HMR, 3) 생활가전에 관심을 가질 필요가 있다.

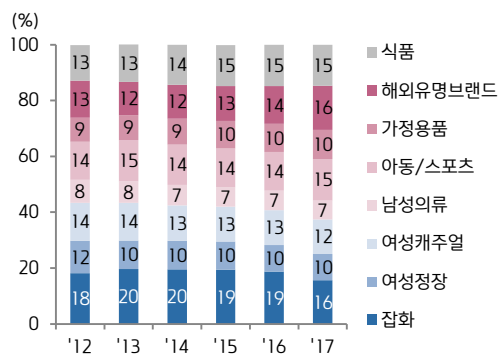
부동산 경기에 대한 불확실성으로 인해, 소득 수준이 높은 가계의 자산효과에 변동성이 발생할 수 있으나, 백화점 해외유명브랜드(명품)의 성장률은 다른 카테고리 대비 비교적 높은 수준으로 유지되고 있다. 해당 카테고리의 백화점 내 매출 비중은 2017년에 16%까지 확대되었고, 작년에도 10% 이상의 성장률을 보이며, 그 비중이 20%까지 확대된 것으로 추산된다. 이러한 해외유명브랜드의 매출 비중 확대는 가계 소득의 양극화에 기인한다. 따라서, 백화점의 기존점 성장률은 의류 카테고리의 경기 변동 효과가 없다면, 해외유명브랜드 수요의 구조적 성장에 힘입어 +2% 내외는 지지될 것으로 판단된다.

2016년 이후 가계 소득 양극화 심화



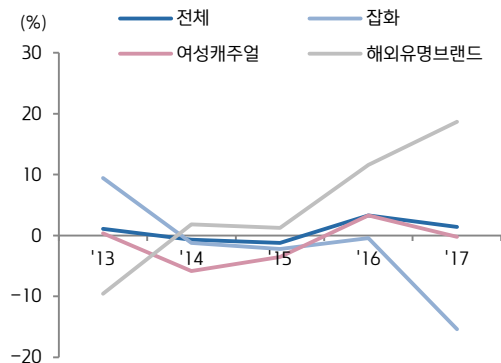
자료: 통계청

백화점 명품(해외유명브랜드) 매출 비중 확대 추세



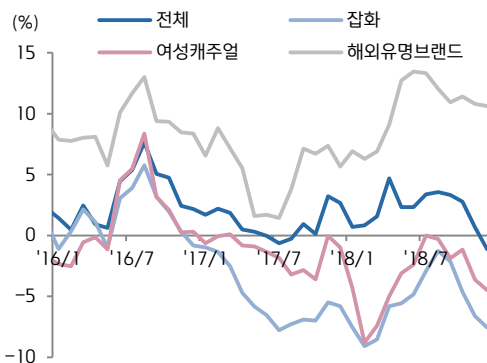
자료: 산업통상자원부

백화점 주요 상품군별/연도별 매출 성장률 비교



자료: 산업통상자원부

백화점 주요 상품군별/월별 매출 성장률 비교

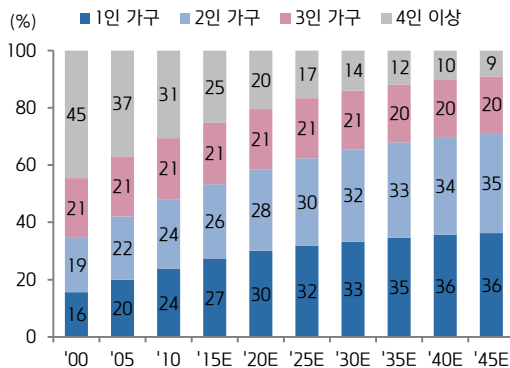


자료: 산업통상자원부(3개월 이동평균 기준)

한편, 1) 1~2인 가구의 비중 증가와 2) 맞벌이 증가로 HMR의 매출도 고성장하고 있다. 이로 인해, 편의점에서는 즉석식품의 매출 성장률이 전체 매출 성장률을 꾸준히 아웃퍼폼 하고 있다. 기존에는 신선식품 코너의 도시락/샌드위치/김밥 등의 수요 성장이 컸으나, 최근에는 가공식품의 업체들의 공격적인 신제품 출시로 HMR의 영역이 지속적으로 확대되고 있다(컵밥/냉동식품 등).

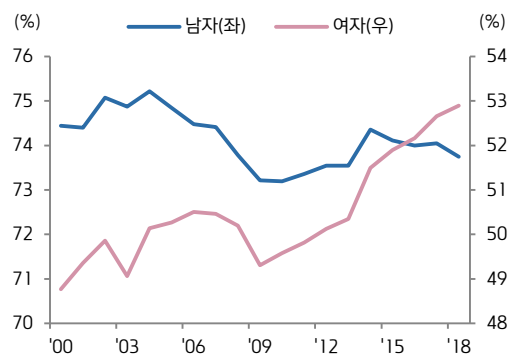
이러한 HMR의 성장은 편의점의 점포 확대와 함께 지속적으로 촉진될 전망이다. 편의점은 내수 유통 업체 중에 유일하게 출점 여력이 있는 업체이다. 더불어, 최근에 가속화되고 있는 **최저임금의 인상으로 객단가가 낮은 음식점들은 수익성이 하락하면서 어려움을 겪을 가능성**이 높기 때문에, 편의점의 즉석식품이 반사 수혜를 볼 가능성이 높다. **HMR 시장이 평균 +15% 내외의 성장률을 보이고 있는 점을 감안한다면, 편의점의 시장 성장률은 +1.5~2% 정도는 담보된 셈**이다(당사 2018년 7월 25일 음식료 산업 자료 참조).

1~2인가구 비중: '10년 48%, '15년 53%, '20년 58%



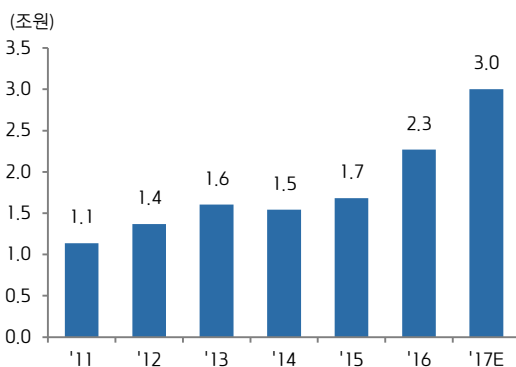
자료: 통계청

남자/여자 경제활동 참가율 추이



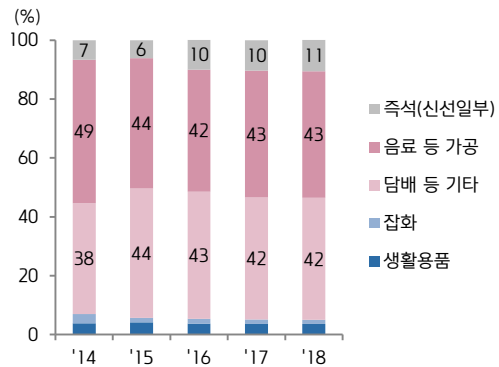
자료: 통계청

HMR 시장규모 추이



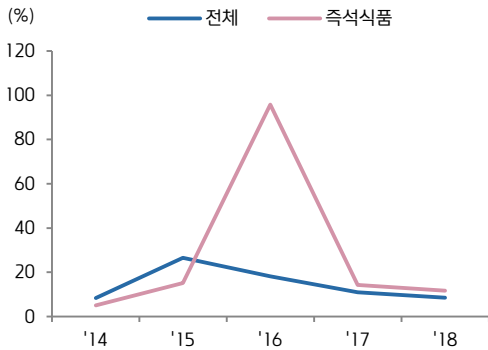
자료: 식품산업통계정보, 식품의약품안전처(협회의 간편식 기준)

편의점 즉석식품 매출 비중 확대 추세



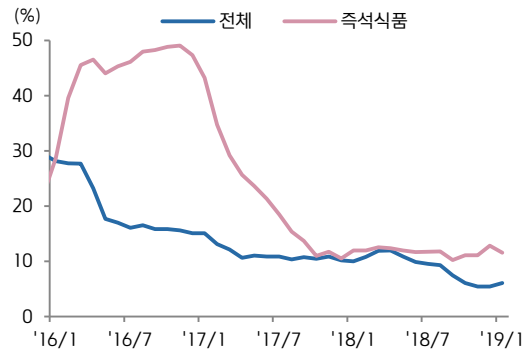
자료: 산업통상자원부

편의점 연도별 매출 성장률: 전체 vs 즉석식품



자료: 산업통상자원부

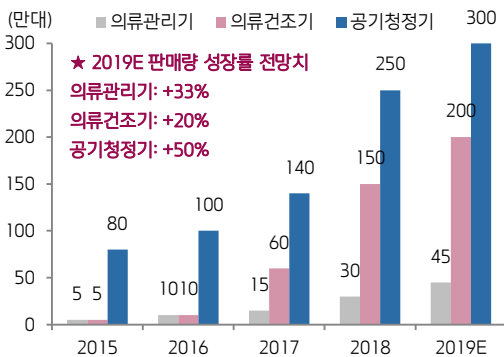
편의점 월별 매출 성장률: 전체 vs 즉석식품



자료: 산업통상자원부(3개월 이동평균 기준)

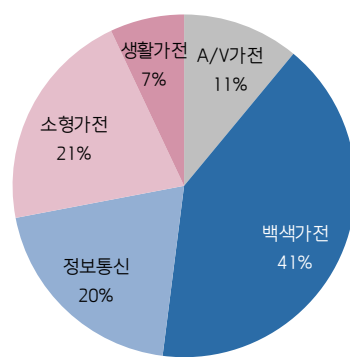
가전양판점에서는 생활가전의 성장성에 주목해야 한다. 1) 생활수준의 향상과 2) 미세먼지 증가로 인해, 의류관리기/의류건조기/공기청정기에 대한 수요가 고성장을 보이고 있기 때문이다. 가전 업계에서는 올해도 +20~50% 정도 수준의 성장률을 전망하고 있는데, 가전양판점 1위 업체인 롯데하이마트 매출에서 해당 품목들이 차지하는 비중은 약 7%로 추산된다. 따라서, **가전양판점은 생활가전 수요의 구조적 성장을 통해 +2% 내외의 매출 성장률이 가능할 것으로 판단된다.** 다만, 가전양판점은 他 카테고리의 교체주기와 부동산 경기에 따라 매출 성장률의 변동성이 더 크게 발생할 수 있기 때문에, 생활가전 수요만으로 투자 타이밍을 판단하는 데에는 한계가 있을 것으로 판단된다.

신규 생활가전 수요의 고성장 추세 지속



자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

롯데하이마트 상품군별 매출 Mix(2018년 기준)



자료: 롯데하이마트, 키움증권 리서치
 주: 1) 생활가전=의류관리기+의류건조기+공기청정기

유통업의 온라인화 지속: 1) 가격 경쟁력의 패권이 온라인 유통업체로 이동 중

한편, 업태간 점유율 변화 측면에서는 온라인/모바일 채널의 점유율 상승이 지속되고 있다. 백화점/할인점과 같은 대규모 오프라인 점포는 초기 투자비용과 인건비 부담이 높은 편이다. 상품 진열과 매장 관리에 들어가는 인력 소요가 온라인 업체 대비 높기 때문이다. 실제 오프라인 업체들과 온라인 업체들의 재무지표를 비교해보면, 매출액 대비 유형자산과 인건비 측면에서 큰 차이가 있음을 알 수 있다.

이러한 가벼운 비용 구조를 바탕으로 온라인 유통업체들은 MS 상승을 위해 적극적인 가격 전략을 펼치고 있다. 상시 할인은 물론이고, 간헐적으로 파격적인 프로모션도 진행되고 있다. 대부분의 오프라인 유통 업체들이 영향을 받고 있는데, 업태의 성격상 할인점이 가장 고전하고 있는 것으로 판단된다. 대규모점포인 할인점은 기본적으로 상품의 저가 판매를 강점으로 하는 업태이다. 그래서 소비자들은 통상적으로 차량을 이용해서 할인점을 방문하고, 한 번에 많은 상품들을 구매하는 편이다. 따라서, 가격 경쟁력의 패권이 오프라인에서 온라인 업체로 이동하는 흐름은 할인점에 가장 큰 타격이 될 수밖에 없다. 편의점/SSM도 비교적 중저가에 포지셔닝 되어 있으나, 편의점은 소규모 점포이고 근거리에 위치했기 때문에, 구매 빈도가 높아서 온라인 업체가 해당 업태를 대체하는 데 한계가 있다. SSM은 할인점 대비 근거리에 위치해 있고, 식품 매출 비중이 현저히 높아서, 할인점 보다 타격이 적은 편이다. 이러한 업태의 특성은 실제 할인점의 매출 Mix 변화에서도 나타나고 있다. 식품 매출은 어느 정도 방어가 되는 편이나, 의류/생활용품 등의 내구재는 매출 감소가 상대적으로 더 높게 나타나고 있기 때문이다.

연도별 유통 업태별 매출 성장률 비교 (단위: %)

| 연도 | '14 | '15 | '16 | '17 | '18 |
|------|------|------|------|------|------|
| 온라인 | 17.7 | 16.0 | 18.1 | 13.2 | 15.9 |
| 오프라인 | -0.4 | 3.5 | 4.5 | 3.0 | 1.9 |
| 백화점 | -0.7 | -1.2 | 3.3 | 1.4 | 1.3 |
| 할인점 | -3.4 | -2.1 | -1.4 | -0.1 | -2.3 |
| 편의점 | 8.3 | 26.5 | 18.2 | 10.9 | 8.5 |

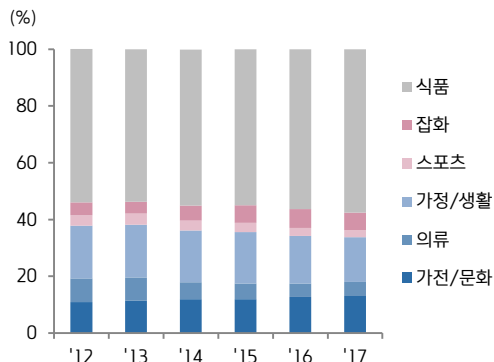
자료: 산업통상자원부

2017년 기준 주요 유통업체 매출액/인건비/유형자산 비교 (단위: 십억원)

| 2017년 기준 | 현대백화점 | 신세계 | 이마트 | 쿠팡 | 이베이코리아 |
|----------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 매출액 | 1,848 | 1,666 | 12,451 | 2,685 | 952 |
| 인건비 | 246 | 218 | 1,122 | 655 | 80 |
| 유형자산 | 4,811 | 2,417 | 8,987 | 350 | 68 |

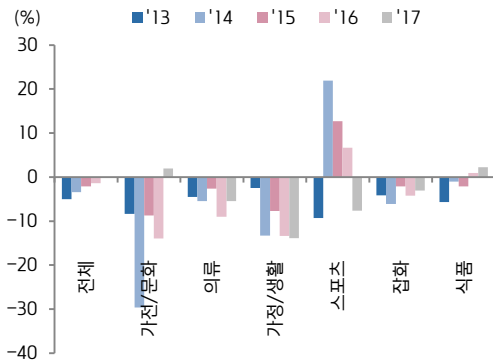
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치(신세계/이마트는 별도기준)

할인점 매출 Mix 추이



자료: 산업통상자원부

할인점 카테고리별 매출 성장률 추이

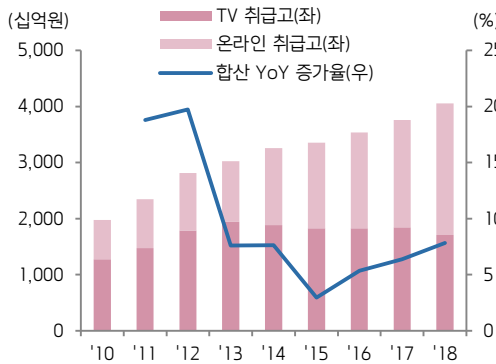


자료: 산업통상자원부

한편, **상장사 중에서는 홈쇼핑 업체들이 유통업의 온라인화 트렌드에 가장 적합한 업태**를 가지고 있다. 홈쇼핑은 무점포판매 업체이기 때문에 점포 초기 투자 비용과 인건비 부담이 매우 적은 편이다. 이러한 이점을 활용하여 합리적인 가격에 특정 킬러 아이템을 홈쇼핑 방송을 통해 판매하고 있다.

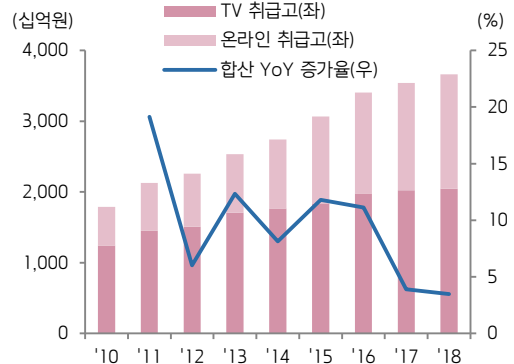
하지만, **고객들이 TV를 시청하는 시간이 줄어들고, CATV와 IPTV 업체들이 SO 송출수수료를 지속적으로 인상하면서, 홈쇼핑 업체들의 이익이 늘어나지 못하고 있는 상황**이다. TV 시청 시간이 줄어드는 것을 방어하기 위해 온라인/모바일 미디어라는 대체 채널을 활용해서 전체 취급고를 성장시켰지만, SO 송출수수료 부담 증가로 수익성이 하락하고 있다. 특히, 통신 3사가 IPTV를 중심으로 CATV의 MS를 잠식하고, 유료방송 업계는 Market Consolidation이 일부 진행되고 있는 반면에, 홈쇼핑 업체들은 T-커머스 확대 등으로 업체 수가 오히려 늘어나고 있는 상황이다. 이로 인해, **홈쇼핑 업체들의 송출수수료 협상력은 지속적으로 약화되고, 이익 성장의 가시성이 떨어지고 있기 때문에, 투자자들로부터 낮은 밸류에이션을 받고 있는 상황**이다.

GS홈쇼핑 TV/온라인 취급고 추이



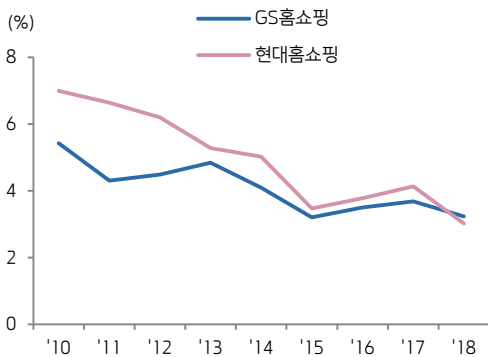
자료: GS홈쇼핑
주: 1) 별도기준, 온라인은 PC와 모바일 합산 기준

현대홈쇼핑 TV/온라인 취급고 추이



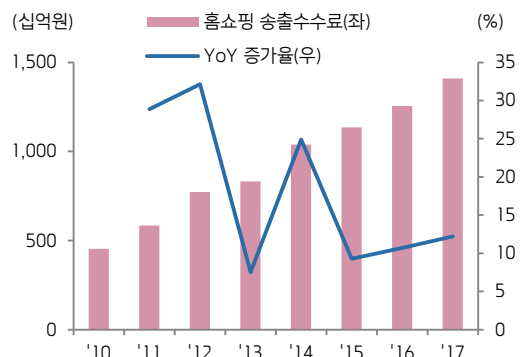
자료: 현대홈쇼핑
주: 1) 별도기준, 온라인은 PC와 모바일 합산 기준

홈쇼핑 2社の 취급고 대비 영업이익(수익성) 추이



자료: 각 사 자료(별도기준), 키움증권 리서치

홈쇼핑 7社 합산 송출수수료 추이



자료: 방송통신위원회

유통업의 온라인화 지속: 2) 오프라인 업체 중에서는 신세계/이마트가 잘 대응하고 있음
한편, 오프라인 업체들 중에서는 신세계와 이마트가 유통산업의 온라인화에 비교적 잘 대응하고 있는 것으로 판단된다. 신세계와 이마트는 1) 통합 플랫폼을 구축하고, 2) 온라인 전용 물류센터 투자를 통해 배송 Capa를 확대하고 있다.

2014년에 통합 온라인몰 SSG.com(쓱닷컴)을 설립하고, 신세계그룹의 고객 트래픽을 한 곳으로 집중 시켜, 대형 유통업체 중에 가장 먼저 플랫폼 가치의 극대화를 추진하였다. 이러한 통합몰 설립은 고객들에게 하나의 플랫폼을 인지시키고, 향후 부가서비스 매출을 창출할 수 있다는 점에서 긍정적이다. 또한, 이마트는 온라인몰 전용 물류센터 네오(NE.O)를 통해 배송 Capa 확대를 지속 추진하고 있다. 이마트는 네오를 2014년 9월에 최초 오픈하였고(용인 보정동), 2016년 1월에 김포 고촌읍에 네오 002를 오픈하면서, 현재 형태의 표준화된 물류센터 모델을 정립하였다. 이마트는 현재 2개의 온라인 전용 물류센터를 보유하고 있으며, 2019년말에 김포 고촌읍에 신규 물류센터를 오픈할 예정이다.

이마트에 따르면, 향후 서울/수도권 신선식품 물류를 원활하게 커버하기 위해서는 10개 정도의 물류센터가 필요할 것으로 추산된다. 이에 따라, 신세계그룹은 선제적 투자를 통한 물류센터 확보를 위해, 이마트와 신세계로부터 온라인 사업부를 분사하였고, 별도의 온라인몰 합병법인이 2019년 3월에 출범할 예정이다.

위와 같은 온라인 사업에 대한 적절한 투자와 대응은 장기적인 기업가치 확대 측면에서 긍정적으로 판단된다. 다만, 이마트와 신세계는 여전히 오프라인 채널 중심의 유통업체이다. 온라인 사업의 과감한 확대는 기존 오프라인 채널에 부담을 줄 수 있기 때문에, 온라인 유통만 영위하는 업체 대비 변화의 속도가 더딜 수밖에 없다. 또한, 온라인 유통 업체 수가 굉장히 많고, 파격적인 프로모션 활동이 빈번하게 일어나고 있기 때문에, 산업의 경쟁강도도 매우 높은 상황이다. 따라서, 투자자 입장에서는 이마트/신세계의 온라인 사업의 성과에 대해 장기적인 안목으로 지켜볼 필요가 있다.

신세계그룹 온라인 사업 변천사

| 시기 | 내용 |
|----------|------------------------------------|
| 1997. 7 | 신세계몰 설립 |
| 2000. 12 | 이마트몰 설립 |
| 2012. 10 | 이마트몰, 신세계몰 사업부 통합 |
| 2014. 1 | 통합 온라인몰 쓱닷컴(SSG.com) 설립 |
| 2014. 6 | 온라인 전용 물류센터 보정점 완공 |
| 2016. 2 | 온라인 전용 물류센터 김포점 완공 |
| 2018. 1 | 신세계그룹-투자사, 온라인 사업 투자 MOU 체결 |
| 2018. 10 | 신세계그룹-투자사, 온라인 신설 법인 신주 인수 계약 체결 |
| 2018. 12 | 이마트, 신세계의 양사 온라인 사업부 물적분할 완료 |
| 2019. 3 | 이마트몰이 신세계몰을 흡수합병하여 온라인 통합 법인 출범 예정 |

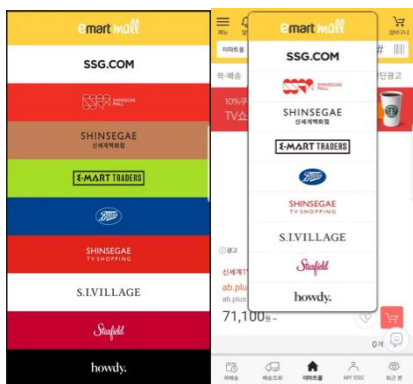
자료: 이마트, 신세계, 언론보도, 키움증권 리서치 정리

이마트 온라인 전용 물류센터 투자 현황(NE.O(네오): Next Generation Online Store)

| 물류센터 | 오픈 시기 | 위치 | 투자규모 | 배송 Capa |
|--------|------------|--------|---------------|---------------|
| 네오 001 | 2014. 9 | 용인 보정동 | 약 800 억원 | 일일 배송 1 만건 처리 |
| 네오 002 | 2016. 1 | 김포 고촌읍 | 약 1,400 억원 | 일일 배송 2 만건 처리 |
| 네오 003 | 2019 년말 예정 | 김포 고촌읍 | 약 1,400 억원 추산 | 일일 배송 2 만건 처리 |

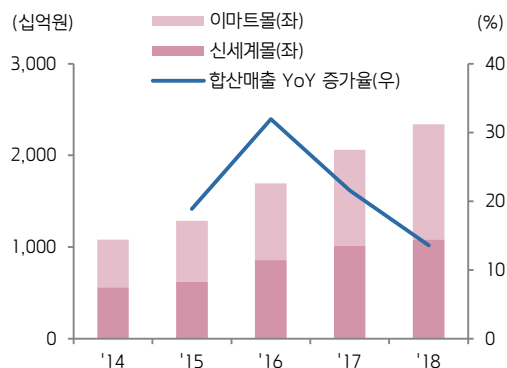
자료: 이마트, 키움증권 리서치

SSG.com 통합 플랫폼 출시로 트래픽 흡수 강화



자료: 이마트몰 초기화면

이마트몰/신세계몰 GMV 추이



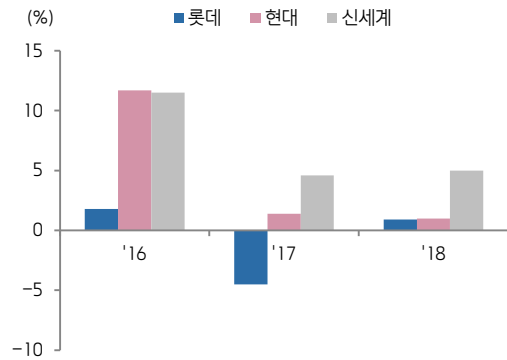
자료: 이마트, 신세계

개별 업체 內 MS 상승은 신세계와 이마트가 주도하고 있음

개별 업체 내에서의 점유율 상승 측면에서도 신세계와 이마트의 성과가 돋보인다. 백화점, 할인점에서는 매출 성장률이 경쟁사 보다 높은 편이고, 편의점에서도 이마트24의 시장 점유율이 지속적으로 상승하고 있다. 백화점은 지역 1번점 전략이 통하고 있고, 할인점은 전문점과 온라인몰 역량 강화를 통해 점유율이 상승하고 있다.

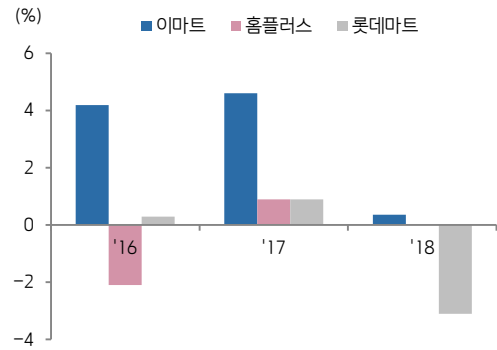
특히, 이마트24는 가맹점 주에게 경쟁사와 다른 수익 구조를 제시하면서, 편의점 시장에서 점유율이 꾸준히 상승하고 있다. 가맹점주로부터 매출총이익에 대한 높은 로열티(30~40%)를 받는 대신에, 고정비 성격의 Membership Fee와 상품 유통 마진(5% 내외)을 수취하고 있다. 최저임금 인상으로 편의점 가맹점주의 BEP 레벨이 상승하고, 대형 점포 출점이 어려워진 시장 상황에서 점포를 출점하려는 가맹점주에게 크게 어필하고 있는 것으로 판단된다. 다만, 이마트24의 점포당 매출액은 상위 업체인 CU와 GS25의 60% 수준에 불과하기 때문에, 수익성 측면에서는 좀 더 검증이 필요할 것으로 판단된다.

백화점 3社 총매출 성장률 비교



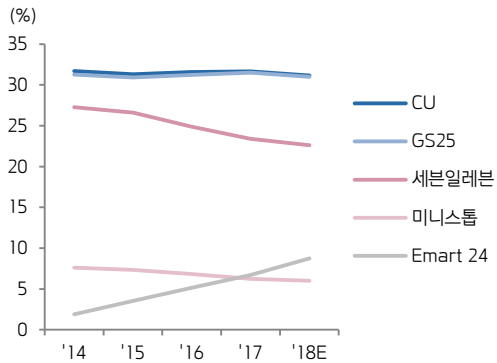
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) 온라인몰에서 발생하는 매출이 포함된 수치임

할인점 3社 총매출 성장률 비교



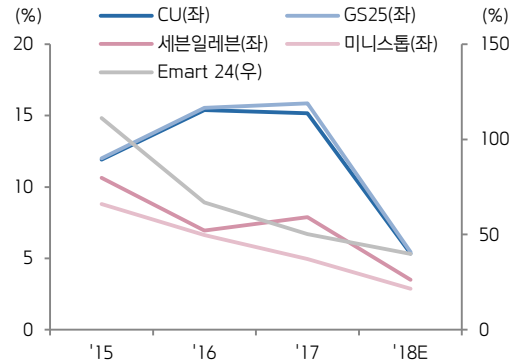
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치
주: 1) 온라인몰에서 발생하는 매출이 포함된 수치임
2) 홈플러스는 매출액 성장률 기준이고 2월말 결산임 ('17년은 2017. 3 ~ 2018. 2 을 의미)

편의점 점포 수 기준 MS 추이



자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치
주: 1) 기말 점포 수 기준

편의점 점포 수 증가율 비교



자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치
주: 1) 기말 점포 수 기준

II. 중국發 훈풍을 기다리며

>>> 면세점: 한중 관계 회복 효과 기대

리다오 면세정책: 해외 소비로부터 국내 소비를 보호하려는 중국 정부

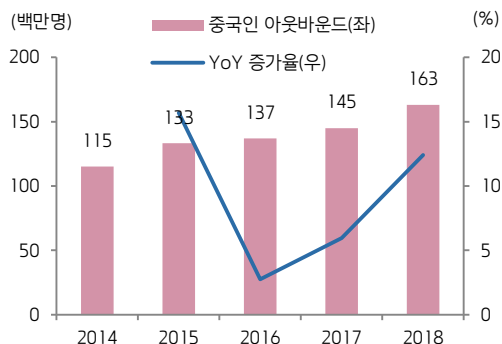
어떤 국가의 정부도 국내에서 소비가 해외로 많이 이탈하는 것을 원하지 않는다. 내수 소비의 해외 이탈은 1) 자국 내 세수 확보와 2) 내수 소비 경기에 부정적인 영향을 미치기 때문이다.

중국인들의 해외 여행이 증가하면서, 그들의 해외 소비도 급격히 증가하고 있다. 2018년 기준 중국인 아웃바운드는 1.6억명 수준이고, 홍콩/마카오를 제외한 수치도 8,600만명 수준이다. 그 결과 중국인이 글로벌 면세점 매출에서 차지하는 비중은 13% 수준으로 높아진 상황이다. 이러한 **중국인들의 해외 소비 증가는 중국 정부 입장에서 반가운 일만은 아니다. 전술한 것처럼 자국 내 세수 확보와 내수 소비 경기에 부정적 영향을 줄 수 있기 때문이다.**

중국 정부도 오래 전부터 이를 인지하고 있었던 것으로 판단된다. 이에 그들이 시행한 대표적인 정책이 **리다오 면세(离岛免税) 정책**이다. 중국의 하와이로 알려진 휴양지 하이난 섬에 입국장 면세점을 설치하고, 과감한 면세혜택을 부여하고 있다. 이를 통해, 내국인들은 출국을 하지 않아도 외국인 관광객처럼 섬을 떠날 때 면세점에서 소비가 가능하다. 이러한 중국 내 면세점 장려 정책은 중국을 글로벌 면세 시장에서 2위 국가로 만들었고, 2017년에 20% 이상의 높은 시장 성장률이 가능했던 요인이었다.

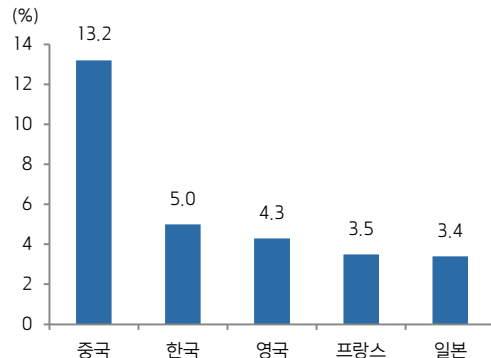
하지만, 아직까지는 한국 면세점 시장이 글로벌에서 가장 큰 시장이고, 여전히 중국 면세점 시장의 2배 수준의 규모를 자랑하고 있다. 중국 면세점의 쇼핑 인프라와 상품 소싱 경쟁력이 아직 한국 면세점 업체들에게 미치지 못하기 때문이다. 또한, 해외 여행의 기본적 수요가 모국에서 벗어나 새로운 국가를 가보고 싶다는 감성에서 비롯되는 점을 감안한다면, 중국인 아웃바운드 성장에 따른 기회는 여전히 유효한 것으로 판단된다.

중국인 아웃바운드 추이



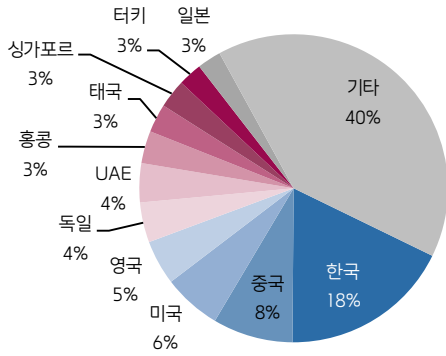
자료: 중국출경연구원(COTRI), Bloomberg

중국인이 글로벌 면세점 매출에서 가장 큰 비중 차지



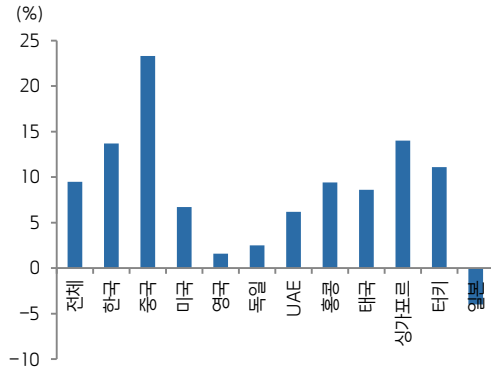
자료: Dufry

2017년 기준 글로벌 면세점 시장 국가별 MS



자료: 언론보도, Generation Research

2017년 국가별 면세점 시장 성장률 비교



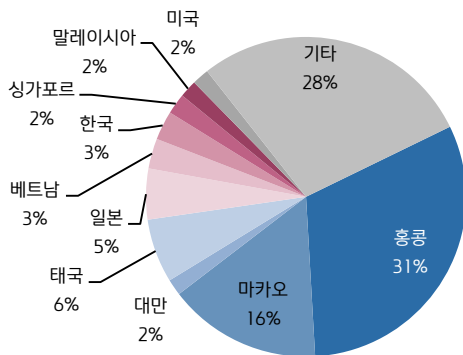
자료: 언론보도, Generation Research(달러 기준)

중국의 리다오 면세(离岛免税) 정책 변화 추이

| 시행일 | 연간 면세쇼핑 한도액 | 연간 이용 횟수 | 면세 혜택 범위 | 면세점 출점 |
|-----------|-------------|----------------|--|------------------------------|
| 2011년 4월 | 5천 위안 | 2회(하이난섬 주민 1회) | 18종(액세서리, 공예품, 시계, 향수, 화장품, 필기구, 안경(선글라스 포함), 손수건, 넥타이, 벨트, 모직품, 면제품, 가방, 의류, 신발과 모자, 사탕과 과자, 스포츠용품) | 2곳(하이커우, 쑤아) |
| 2012년 11월 | 8천 위안 | 2회 | 3종 추가(미용 및 건강 관리 장비, 식기류 및 주방 용품, 장난감(유모차 포함)) | |
| 2015년 3월 | 8천 위안 | 2회 | 17종 추가(분유, 커피, 건강 식품 등), 향수·화장품·시계·의류 및 소형 가족 제품 등 10종 단일 구매 횟수 일부 완화 | |
| 2016년 2월 | 1.6만 위안 | 무제한 | 온라인을 통해서도 구매 가능 | |
| 2018년 12월 | 3만 위안 | 무제한 | 일부 가정용 의료 기기 추가 (인당 1회 2개 제한) | 2곳의 면세점 추가 설립 (하이커우, 보아오) |

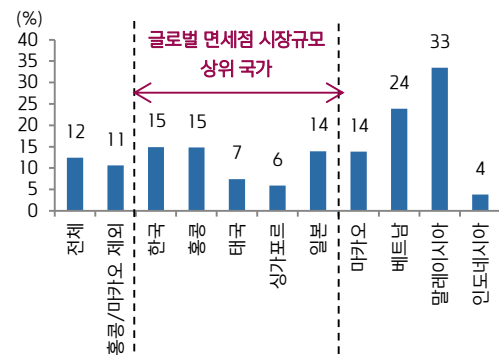
자료: 하이난관광청

중국인 아웃바운드의 방문국가별 Mix 현황



자료: 중국출경유연연구소(COTRI), Bloomberg(2018년 기준)

국가별 중국인 아웃바운드 성장률 비교



자료: 중국출경유연연구소(COTRI), Bloomberg(2018년 기준)

중국 타이공의 경쟁력 약화 리스크 존재하지만, 수요 증가 추세는 아직 유효

중국은 1) 지역별 구매력/지대 차이, 2) 소비자간 정보 불균형, 3) 복잡한 유통 구조로 인해, 동일 상품이 다양한 판매 가격으로 유통되는 경향이 높은 편이다. 하지만, 최근 타이공/웨이상/왕홍 등 온라인 플랫폼을 이용한 상인들이 증가하고 있다. 이들은 동일 상품에 대한 가격 차이를 이용하여, 한국 면세점 등에서 저가 대량 구매 후, 중국 내 온라인/모바일 플랫폼 등에 재판매하여 마진을 수취하고 있다.

이러한 유통 환경 변화는 한국 면세점 시장에도 영향을 주었다. 한국은 글로벌 면세점 시장규모 1위 국가이기 때문에, 구매 볼륨이 커서, 구매 단가가 매력적인 편이었다. 2016년 하반기부터 타이공(Daigou, 代工) 수요가 유입된 것으로 추산되는데, 2017년 사드 이슈로 한국 면세점 업체들이 어려움을 겪으면서, 타이공에 대한 프로모션이 강화되고 시장 규모가 급성장하였다. 그 결과, 일반 관광객 객단가의 3배 수준으로 추산되는 타이공 매출이 폭발적으로 증가하였고, 현재 **중국 타이공이 한국 면세점 시장규모에서 차지하는 비중은 약 35~40%** 수준까지 확대된 것으로 추산된다(약 6.7~7.6조원).

타이공이 중국 내 경쟁적 유통 환경 조성으로 상품의 가격 거품을 축소한다는 점은 긍정적이다. 하지만, 1) 중소상인들은 대형 유통업체 대비 소비자 권익 보호에 미숙했고, 2) 他 유통업체와 달리 세금 부담이 적다는 비판을 피하기 어려웠다. 이에 따라 2019년 1월부터 중국 정부는 개정된 전자상거래법을 시행하여, 위의 두 가지 문제 해소를 추진하고 있다.

이러한 **중국 정부의 규제 방침은 중장기적으로 타이공 수요에 부정적으로 작용**할 수밖에 없다. 타이공의 마진 여력을 축소하고 가격경쟁력을 훼손하여, 경쟁력 없는 타이공의 퇴출을 촉진하고 시장 신규 진입 매력도를 축소시키기 때문이다. **하지만, 단기적으로 타이공 시장이 사라지거나 역성장 한다고 가정하기에는 무리**가 있다. 1) 큰 흐름에서 온라인 유통 업체들이 오프라인 업체들로부터 점유율을 가져오고 있고, 2) 정부 정책도 타이공 시장의 양성화에 좀 더 초점을 맞추고 있기 때문이다.

2019년 1월부터 시행된 중국 전자상거래법의 주요 내용

| 항목 | 주요 내용 | 정부 정책 의도 |
|-----------------|---|-----------------|
| 전자상거래 사업자 범위 확대 | <ul style="list-style-type: none"> 타이공/웨이상/왕홍 등 인터넷을 이용한 모든 상인과 손으로 직접 들고 와서 파는 상인들 모두 전자상거래 사업자 범위에 포함 모든 상거래자는 중국정부의 사업자등록(영업집조)을 받아야 하고, 세금을 내야 하며, 정식 통관한 제품만 판매해야 함 | 유통업체간 과세 형평성 강화 |
| 상품 후기나 댓글 조작 금지 | <ul style="list-style-type: none"> 상품의 질이나 서비스가 매우 좋다는 식으로 현혹하거나 가짜 댓글을 다는 행위, 가짜 후기 등의 행위는 금지 또한, 기업에 불리한 악성 댓글은 기업 임의로 삭제할 수 없고, 바가지, 끼워팔기 등의 행위도 금지 | 소비자 권익 보호 |
| 보증금 반환 및 배송 책임 | <ul style="list-style-type: none"> 전자상거래 경영자는 보증금 반환에 불리한 조건을 설정하면 안되고, 소비자가 보증금 반환 요구시에는 환불조건에 부합하면 즉시 환불해야 함. 또한, 광군제처럼 온라인 주문이 몰리는 날에도 배송이 지연되지 않도록, 약속한 기한내 소비자에게 제품이나 서비스 교부해야 하고, 운송 중 리스크나 책임을 질 필요가 있는 사항은 별도로 밝혀야 함 | 소비자 권익 보호 |
| 지식재산권 침해 규정 강화 | <ul style="list-style-type: none"> 판매 상품이 특허/상표권/디자인/저작권 등 지재권 침해시, 전자상거래 플랫폼 경영자는 상품 삭제, 판매 중지 등의 조치를 취해야 함 조치를 취하지 않은 경우 플랫폼 경영자는 판매자와 함께 연대책임 지게 되며, 행정부서의 정정명령 대상이 됨 기한내 조치가 이루어지지 않으면, 최대 200 만 위안 이하의 벌금이 부과될 수 있고, 피해자가 지재권 침해로 소송을 걸면, 판매자는 관련 제품 몰수 및 손해배상, 형사적 처벌까지 받을 수 있음 위법행위에 대해서 사죄광고 및 후에 자신의 홈페이지에 이러한 행위를 공시하도록 규정함 | 소비자 권익 보호 |

자료: 언론보도, KOTRA, 키움증권 리서치 정리

이처럼 **파이공 수요에 대한 전망은 단기와 중장기 측면에서 갭이 존재**한다. 따라서, 투자자 입장에서는 **면세점 매출 데이터에 대한 면밀한 해석을 통해, 파이공 수요의 동향을 파악하는 것이 매우 중요**해졌다. 당사는 **단기적으로 파이공 수요 호조가 유효한 구간으로 판단**하고 있다. **면세점 시장의 성장을 중국인 인바운드 증가로 설명하는 데 한계가 있기 때문이다. 파이공 수요의 방향성 판단을 위해서는 서울 면세점 외국인 매출에 대한 해석이 중요하다.** 현재 한국 면세점 시장에서 파이공 수요가 집중된 곳은 서울과 제주 면세점인데, 서울 면세점의 외국인 매출액이 전체 시장의 61%를 차지할 정도로 절대적이다(2018년 기준). 서울 면세점은 김포공항 면세점을 제외하면 대부분 시내 면세점이다. 시내 면세점 외국인 매출에서 중국인 파이공 매출과 중국인 관광객 매출 비중은 각각 63%, 24%로 추산된다(시내 면세점의 외국인 매출은 전체 매출에서 80% 차지).

따라서, **최근 중국인 인바운드 증가율(+30~40%)을 감안한다면, 서울 면세점의 외국인 매출 성장률을 중국인 관광객 수요 회복으로 평가하기에는 한계가 있다.** 첫째, **서울 면세점의 외국인 구매단가가 큰 하락 없이 유지되고 있기 때문**이다. 통상적으로 파이공은 관광객의 객단가 대비 3배 수준이기 때문에, 관광객이 매출에서 차지하는 비중이 크게 늘어난다면, 평균 구매단가는 급격히 하락할 수밖에 없다. 둘째, **최근 회복된 중국인 관광객은 대체로 개별 관광객이기 때문에, 쇼핑 성향이 과거의 단체관광객 대비는 상대적으로 낮은 편**이다. 따라서, 중국인 인바운드 증가율만큼 시내 면세점 매출 성장에 기여하지 못할 가능성이 높다. 결과적으로, 시내 면세점에서 파이공 매출 비중 변화는 크지 않은 것으로 추산되며, **2019년 1월 기준 중국 파이공 매출의 성장률은 최소 +7~8%로 추산**된다. 다만, 장기적으로는 파이공 수요가 위축될 수 있기 때문에, 면세점 업체 입장에서는 다른 대체 수요로 다각화 하는 것이 중요할 것이다.

한국 면세점 시장규모와 출입국자 증감을 비교

| 시기 | 한국 면세점 전체 매출 | 서울 면세점 외국인 매출 | 내국인 출국자 | 중국인 입국자 | 중국인 외 입국자 |
|--------|--------------|---------------|---------|---------|-----------|
| '17/1 | 29 | 37 | 11 | 8 | 18 |
| '17/2 | 62 | 96 | 20 | 8 | 14 |
| '17/3 | 13 | 17 | 25 | -40 | 11 |
| '17/4 | 2 | 0 | 24 | -67 | 8 |
| '17/5 | 7 | 19 | 22 | -64 | -8 |
| '17/6 | 11 | 24 | 19 | -66 | -7 |
| '17/7 | 9 | 22 | 15 | -69 | -7 |
| '17/8 | 27 | 46 | 15 | -61 | -3 |
| '17/9 | 31 | 54 | 18 | -56 | -5 |
| '17/10 | 12 | 27 | 20 | -49 | -10 |
| '17/11 | 34 | 53 | 23 | -42 | 0 |
| '17/12 | 26 | 38 | 20 | -38 | -1 |
| '18/1 | 42 | 69 | 23 | -46 | -1 |
| '18/2 | 4 | 5 | 3 | -42 | 6 |
| '18/3 | 67 | 97 | 17 | 12 | 10 |
| '18/4 | 71 | 112 | 11 | 61 | 14 |
| '18/5 | 59 | 79 | 17 | 46 | 20 |
| '18/6 | 47 | 62 | 11 | 49 | 22 |
| '18/7 | 37 | 51 | 5 | 46 | 16 |
| '18/8 | 21 | 35 | 6 | 41 | 20 |
| '18/9 | 23 | 34 | -1 | 36 | 11 |
| '18/10 | 29 | 36 | 5 | 38 | 28 |
| '18/11 | 19 | 25 | 3 | 35 | 19 |
| '18/12 | 16 | 20 | 4 | 25 | 13 |
| '19/1 | 11 | 12 | 1 | 29 | 9 |

자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

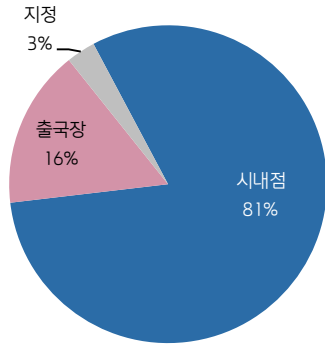
주: 1) 면세점 시장규모 성장률은 달러기준이고, 내국인 출국자 수 증감률은 승무원 제외 기준임

한국 면세점 시장규모의 권역별/국적별 성장률 분석

| 구분 | 단위 | 2016년 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 2017년 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 2018년 | Mix(%) |
|----------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-----------|
| 시장규모 | | | | | | | | | | | | | |
| 원/달러 | | 1,161 | 1,154 | 1,129 | 1,132 | 1,106 | 1,131 | 1,072 | 1,079 | 1,122 | 1,128 | 1,100 | |
| 면세점 전체 | (조원) | 12.3 | 3.5 | 3.2 | 3.9 | 4.0 | 14.5 | 4.4 | 4.8 | 4.9 | 4.9 | 19.0 | 100 |
| 내국인 | (조원) | 3.5 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 3.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 4.0 | 21 |
| 외국인 | (조원) | 8.8 | 2.6 | 2.2 | 2.9 | 3.0 | 10.7 | 3.5 | 3.8 | 3.9 | 3.9 | 15.0 | 79 |
| 서울+제주 | (조원) | 7.2 | 2.2 | 1.8 | 2.5 | 2.6 | 9.1 | 3.0 | 3.3 | 3.4 | 3.4 | 13.2 | 69 |
| 구매건수 | (백만건) | 11.5 | 2.4 | 1.3 | 1.6 | 1.9 | 7.3 | 2.0 | 2.4 | 2.4 | 2.6 | 9.3 | |
| 구매단가 | (천원/건) | 624 | 897 | 1,379 | 1,550 | 1,381 | 1,256 | 1,515 | 1,393 | 1,443 | 1,340 | 1,417 | |
| 서울 | (조원) | 6.1 | 1.9 | 1.6 | 2.2 | 2.3 | 8.0 | 2.7 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 11.5 | 61 |
| 구매건수 | (백만건) | 9.2 | 2.0 | 1.2 | 1.4 | 1.7 | 6.3 | 1.8 | 2.1 | 2.0 | 2.2 | 8.1 | |
| 구매단가 | (천원/건) | 663 | 929 | 1,370 | 1,550 | 1,378 | 1,272 | 1,495 | 1,396 | 1,483 | 1,351 | 1,427 | |
| 제주 | (조원) | 1.1 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 1.1 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 1.7 | 9 |
| 구매건수 | (백만건) | 2.3 | 0.4 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.9 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | 1.2 | |
| 구매단가 | (천원/건) | 470 | 736 | 1,453 | 1,547 | 1,401 | 1,154 | 1,679 | 1,372 | 1,226 | 1,275 | 1,353 | |
| 인천 | (조원) | 1.2 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 1.1 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 1.3 | 7 |
| 구매건수 | (백만건) | 7.8 | 1.8 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | 6.9 | 2.0 | 2.1 | 1.8 | 1.8 | 7.7 | |
| 구매단가 | (천원/건) | 148 | 156 | 159 | 162 | 164 | 161 | 170 | 160 | 172 | 200 | 174 | |
| 기타 | (조원) | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 3 |
| YoY 증가율 | | | | | | | | | | | | | |
| 원/달러 | | | -4 | -3 | 1 | -4 | -3 | -7 | -5 | -1 | 2 | -3 | |
| 면세점 전체 | (%) | | 28 | 4 | 24 | 18 | 18 | 26 | 52 | 25 | 23 | 30 | |
| 내국인 | (%) | | 14 | 14 | 8 | 6 | 10 | 4 | 5 | 2 | 4 | 4 | |
| 외국인 | (%) | | 34 | 0 | 30 | 22 | 21 | 34 | 72 | 33 | 29 | 40 | |
| 서울+제주 | (%) | | 39 | 4 | 36 | 29 | 27 | 38 | 79 | 40 | 32 | 45 | |
| 구매건수 | (%) | | -6 | -58 | -49 | -29 | -37 | -18 | 77 | 50 | 36 | 28 | |
| 구매단가 | (%) | | 48 | 146 | 166 | 81 | 101 | 69 | 1 | -7 | -3 | 13 | |
| 서울 | (%) | | 41 | 11 | 43 | 33 | 32 | 41 | 75 | 38 | 29 | 43 | |
| 구매건수 | (%) | | -3 | -52 | -43 | -22 | -31 | -12 | 72 | 44 | 32 | 28 | |
| 구매단가 | (%) | | 46 | 130 | 148 | 70 | 92 | 61 | 2 | -4 | -2 | 12 | |
| 제주 | (%) | | 28 | -30 | 2 | 3 | -1 | 19 | 111 | 52 | 50 | 53 | |
| 구매건수 | (%) | | -17 | -79 | -72 | -58 | -60 | -48 | 124 | 92 | 65 | 31 | |
| 구매단가 | (%) | | 54 | 240 | 258 | 148 | 146 | 128 | -6 | -21 | -9 | 17 | |
| 인천 | (%) | | 5 | -17 | -3 | -2 | -4 | 16 | 40 | 15 | 20 | 22 | |
| 구매건수 | (%) | | 3 | -23 | -17 | -9 | -12 | 7 | 39 | 9 | -1 | 12 | |
| 구매단가 | (%) | | 1 | 8 | 16 | 7 | 8 | 8 | 0 | 6 | 22 | 9 | |
| 기타 | (%) | | 28 | -24 | 20 | -17 | 0 | -2 | 33 | -29 | -2 | -4 | |
| QoQ 증가율 | | | | | | | | | | | | | |
| 원/달러 | | | 0 | -2 | 0 | -2 | | -3 | 1 | 4 | 1 | | |
| 면세점 전체 | (%) | | 5 | -10 | 24 | 1 | | 12 | 8 | 2 | 0 | | |
| 내국인 | (%) | | 2 | 7 | 4 | -7 | | 1 | 7 | 1 | -5 | | |
| 외국인 | (%) | | 6 | -16 | 32 | 4 | | 15 | 8 | 3 | 1 | | |
| 서울+제주 | (%) | | 8 | -16 | 33 | 6 | | 16 | 9 | 4 | 0 | | |
| 구매건수 | (%) | | -8 | -45 | 19 | 19 | | 6 | 19 | 0 | 8 | | |
| 구매단가 | (%) | | 17 | 54 | 12 | -11 | | 10 | -8 | 4 | -7 | | |
| 서울 | (%) | | 9 | -13 | 31 | 7 | | 15 | 8 | 4 | 0 | | |
| 구매건수 | (%) | | -5 | -41 | 16 | 20 | | 6 | 15 | -2 | 10 | | |
| 구매단가 | (%) | | 15 | 48 | 13 | -11 | | 8 | -7 | 6 | -9 | | |
| 제주 | (%) | | 5 | -33 | 49 | -2 | | 21 | 20 | 7 | -3 | | |
| 구매건수 | (%) | | -19 | -66 | 40 | 8 | | 1 | 46 | 20 | -7 | | |
| 구매단가 | (%) | | 30 | 98 | 6 | -9 | | 20 | -18 | -11 | 4 | | |
| 인천 | (%) | | -5 | -15 | 13 | 7 | | 13 | 3 | -7 | 13 | | |
| 구매건수 | (%) | | -7 | -16 | 10 | 6 | | 9 | 9 | -14 | -3 | | |
| 구매단가 | (%) | | 2 | 2 | 2 | 1 | | 3 | -6 | 7 | 16 | | |
| 기타 | (%) | | -8 | -24 | 67 | -29 | | 9 | 3 | -10 | -3 | | |

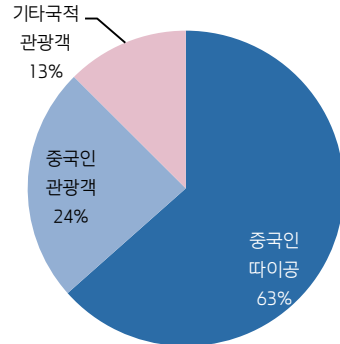
자료: 한국면세점협회, 한국은행, 키움증권 리서치

한국 면세점 시장에서 시내점이 81% 비중 차지



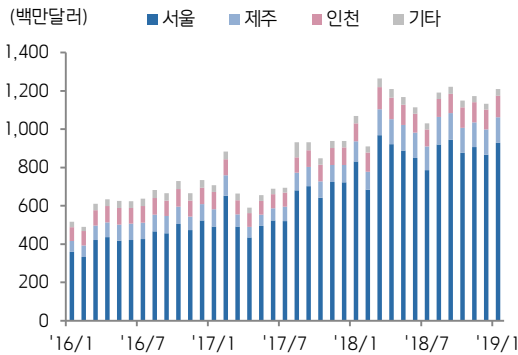
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치(2018년 기준)

시내면세점 외국인 매출의 63%는 타이공으로 추산



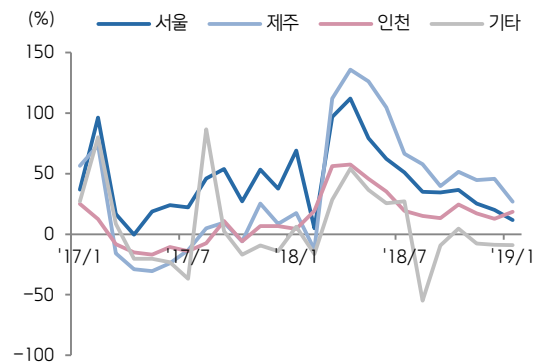
자료: 키움증권 리서치

권역별 면세점의 외국인 매출액 추이



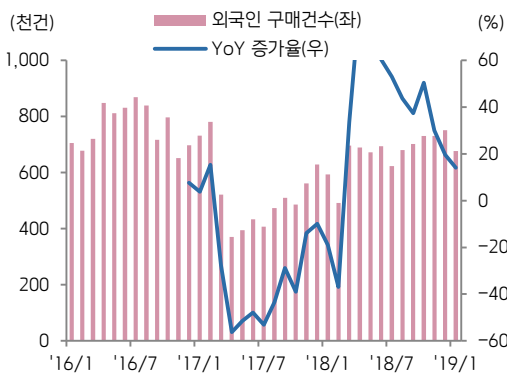
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

권역별 면세점의 외국인 매출 성장률 추이



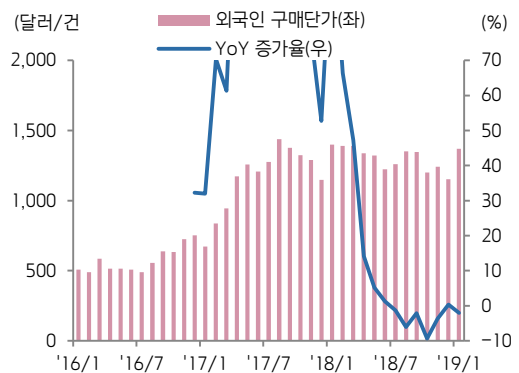
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치(달러기준)

서울 면세점의 외국인 구매건수 추이



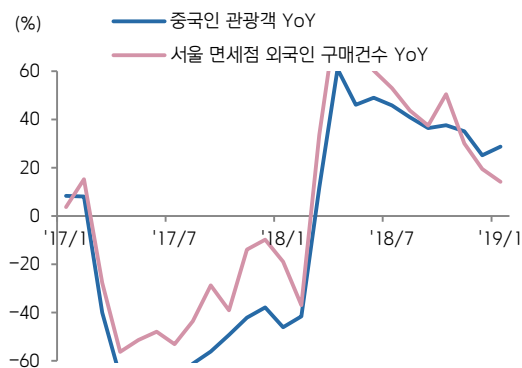
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

서울 면세점의 외국인 구매단가 추이



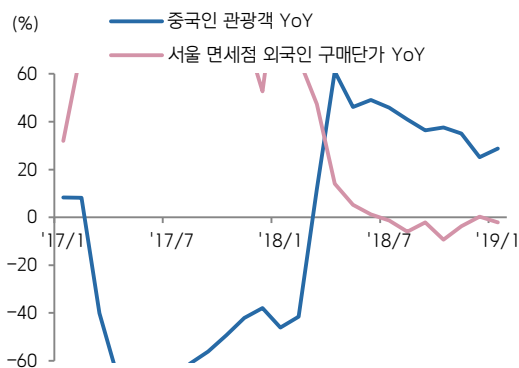
자료: 한국면세점협회, 키움증권 리서치

중국인 관광객 / 외국인 구매건수 증감률 비교



자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

중국인 관광객 / 외국인 구매단가 증감률 비교



자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치
주: 1) 구매단가 증감률은 달러기준임

한중 관계 회복에 따른 중국인 단체관광객 회복 기대: 향후 정치적 이벤트가 중요

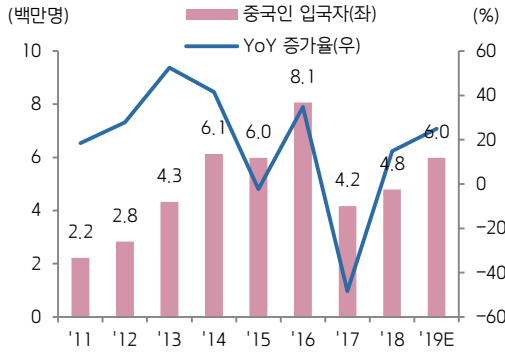
최근 발표된 월별 중국인 입국자 수 데이터를 통해 판단했을 때, 2019년 중국인 입국자 수는 보수적으로 봐도 2015년도 수준은 가능할 전망이다. 월별 계절성을 감안했을 때, 2018년 7월 ~ 2019년 1월 입국자 수가 2015년 레벨과 유사하기 때문이다. 만약, 2015년 수준으로 중국인이 한국을 방문한다면, 입국자 수는 25% 정도 증가할 것으로 판단된다. 2015년 여름에 메르스 발병으로 중국인 관광객이 줄어든 점을 감안한다면, 2015년 수준으로 수요가 회복된다는 가정을 공격적인 시나리오로 보기 어렵다.

하지만, 중국인 입국자들의 쇼핑 성향을 감안한다면, 면세점 입장에서는 중국인 단체관광객의 회복이 필수적이다. 개별관광객은 집객이 어렵고 자유로운 여행을 선호하기 때문에, 면세점 입장에서 효율이 떨어지는 인바운드이다. 반면, 여행사가 하나의 패키지 상품으로 모객한 단체관광객은 1) 여행시 쇼핑에 대한 수요가 높고, 2) 판매 효율성 증진 측면에서도 긍정적이다. 현재 중국인 입국자에서 단체관광객의 비중은 2015년 대비 낮을 것으로 추산된다. 중국 정부에서 사드 이슈 이후 한국 패키지 여행 상품(단체관광 상품)의 중국 내 판매를 어렵게 만들었기 때문이다. Ctrip의 패키지 상품 매출 성장률이 견조한 점을 감안한다면, 단체관광 수요가 위축된 것이 아니라, 한국 방문 상품에 대한 문제일 뿐이다.

하지만, 중국 정부의 한국 패키지 여행 상품에 대한 스탠스는 점차 우호적으로 변화하고 있다. 2017년 10월에 한국과의 모든 교류 협력 재개를 선언한 뒤, 중국 여행사들에게 한국 단체관광 상품 판매를 허용하기 시작했기 때문이다. 비록 중간에 단체관광 상품 판매를 허용했다가 다시 중단하는 해프닝들이 발생하기도 했지만(2018년 11월 Ctrip 온라인 상품 판매 해프닝 등), 중국 정부가 한국 단체관광 상품 판매를 허용할 의지는 충분한 것으로 판단된다. 다만, 중국 내에 아직 남아 있는 한국에 대한 반감 때문에, 급격한 변화를 원하지 않을 뿐이다.

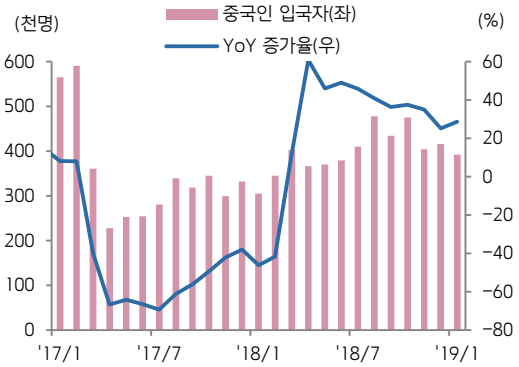
그렇다면, 온라인 모객과 전세기 허용 같은 핵심 사안에 대한 규제 완화는 언제쯤 가능할까? 과거 사례를 봤을 때, 한국과 중국 간의 정치적 관계를 통해, 규제 완화 시점을 미리 가능할 수 있을 것으로 판단된다. 2019년의 정치 캘린더를 감안한다면, 3월 주중대사 인사, 6월 오사카 G20 정상회의, 하반기 중국에서 개최될 한중일 정상회담이 가장 중요한 이벤트로 판단된다. 정치적으로 긍정적인 분위기가 형성될수록, 온라인 모객과 전세기 허용과 같은 핵심 사안에 대한 규제가 조기에 풀릴 수 있을 것으로 기대된다.

연도별 중국인 입국자 수 추이 및 전망



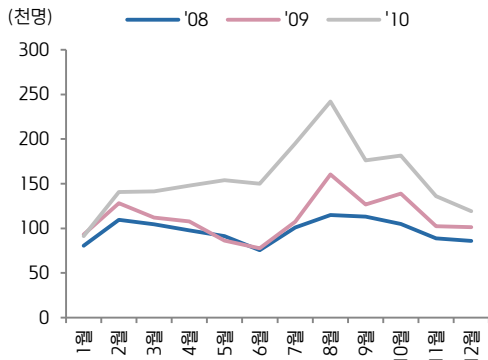
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

월별 중국인 입국자 수 및 증가율 추이



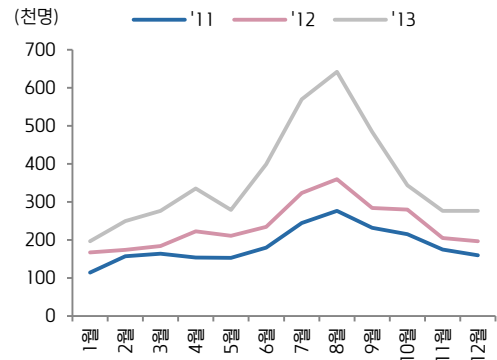
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

월별 중국인 입국자 수 추이(2008~10년)



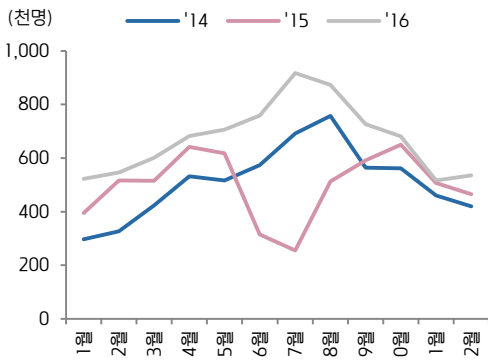
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

월별 중국인 입국자 수 추이(2011~13년)



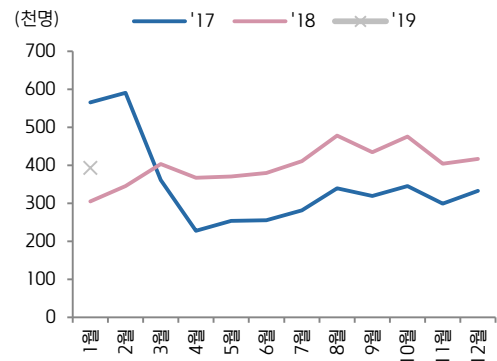
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

월별 중국인 입국자 수 추이(2014~16년)



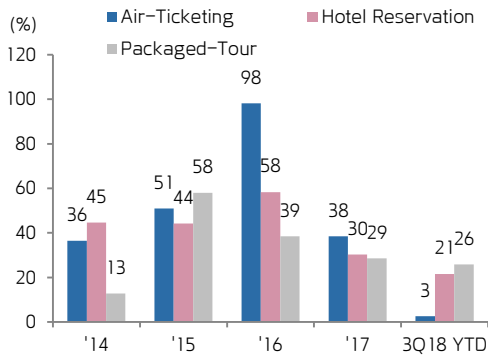
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

월별 중국인 입국자 수 추이(2017~19년)



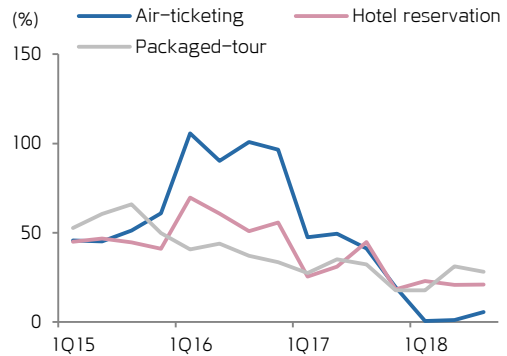
자료: 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

Ctrip의 사업부별/연도별 매출 성장을 추이



자료: Ctrip, Bloomberg

Ctrip의 사업부별/분기별 매출 성장을 추이



자료: Ctrip, Bloomberg

사드 이슈 이후 한중 관계 및 관광산업 관련 이벤트 동향

| 날짜 | 과거 보도 내용 및 향후 이벤트 |
|------------|---|
| 2016.07.08 | 韓美, 주한미군에 사드 배치하기로 결정 |
| 2016.07.08 | 中외교부 "사드배치, 단호한 반대...中전략적 이익 훼손" |
| 2016.07.13 | 국방부, 사드배치 부지 성주로 결정 |
| 2016.7 월말 | 중국 한류 보이콧 한한령(限韓令)기류 |
| 2016.08.12 | 中, 단체비자 요건 강화 "단체 관광비자 신청 때 반드시 여권 원본 제출" |
| 2016.09.30 | 軍, 사드 '성주골프장' 배치 발표 |
| 2016.10.25 | "中, 한국 관광객 20% 감축, 쇼핑 1인당 10만원 제한 명령" |
| 2016.11.04 | 브룩스 연합사령관 "8~10개월 안에 사드포대 한국 전개" |
| 2016.11.16 | 軍-롯데, 사드배치 성주골프장과 남양주 군(軍)용지 교환합의 |
| 2017.01.10 | 사드 갈등 속 중국, 한국 화장품 무더기 수입 불허. 한국산 화장품 11t 반품 조치 |
| 2017.01.02 | 中 1~2월 한국행 전세기 불허 |
| 2017.01.11 | 中, 최근 6개월 이내 사진 등 비자 사진 규정 강화. 한국인 일부 '발급 거절' |
| 2017.03.02 | 中, 한국행 단체관광은 물론 여행사 통한 예약 전면금지. 롯데 계열사 디도스 공격 |
| 2017.10.13 | 한중 통화스와프 만기연장...다른 분야 한중협력 활성화 기대 |
| 2017.10.24 | 사드로 냉각된 韓·中, 2년 만에 국방장관회담 전격 개최 |
| 2017.10.26 | 씨트립(携程), 한국 여행상품 판매 재개 적극 검토 중 |
| 2017.10.31 | 한중 "모든 교류협력 조속 회복"...사드갈등 '봉합' |
| 2017.11.12 | 韓中정상, 사드 마침표 찍고 관계복원 공식화..."새 출발" 다짐 |
| 2017.11.28 | 中, 베이징·산둥성 지역에 한해 일반 여행사를 韓단체관광 허용 |
| 2017.12.15 | 문재인 대통령 중국 국빈방문. 한중정상, 사드 수위 낮추며 관계복원에 방점 |
| 2017.12.20 | 中당국, 한국행 단체 관광 과열 조짐에 일부 중소형 여행사 규제 |
| 2017.12.28 | 중 베이징여유국, 주요 여행사에 한국 단체관광 재허용 통지 |
| 2017.12.29 | 베이징 이어 산둥성도 한국 단체관광 재허용 통지 |
| 2018.02.04 | '사드 해빙' 1년 9개월만에 한중경제장관회의로 가속도 |
| 2018.03.30 | 양체츠 중국 외교담당 정치국 위원 "단체관광-롯데 등 조기에 가시적 성과 볼 것" |
| 2018.05.03 | 중우한, 한국행 단체관광 허용...충칭도 뒤따를 듯 |
| 2018.05.07 | 중국 우한 이어 충칭도 한국행 단체관광 허용 |
| 2018.08.23 | 中사드 제재 추가로 풀리나...상하이도 한국행 단체관광 허용 |
| 2018.08.29 | 中, 사드 보복 해제 가속...장쑤성도 한국행 단체관광 허용 |
| 2018.10.11 | 주중 韓대사관 행사에 中차관급 참석...한중관계 개선 반영 |
| 2018.11.14 | 中, 온라인 韓단체관광 상품 판매 허용..."사실상 지역제한 없어" |
| 2018.11.14 | 中여행사 씨트립, 韓단체관광 상품 내놔다가 갑자기 취소 소동 |
| 2018.12.28 | 中 내년부터 '보따리상'에 과세...韓제품 판매도 타격 예상 |
| 2019년 3월 | 주한 중국대사관 인사 예정 |
| 2019년 6월 | G20 정상회의, 일본 오사카에서 개최 예정 |
| 2019년 하반기 | 한중일 3국 정상회담 중국에서 개최 예정 |

자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리

>>> 사업 다각화: 호텔신라/신세계에 주목

사업 및 지역 다각화 측면에서는 호텔신라와 신세계에 주목해야 한다. **호텔신라**는 올해 해외 면세점의 매출 비중이 20% 이상으로 확대된다. 창이/홍콩공항 면세점 운영 경험을 바탕으로 추가적인 해외 면세점 확대도 기대해 볼 수 있다. 유통업체 중에 유일하게 해외 확장성을 보유했다는 점에서 투자 메리트가 있는 업체이다. **신세계**는 올해 면세점의 매출이 오프라인 백화점의 매출을 상회할 가능성이 있다. 실질적으로 두 사업부의 매출 비중이 유사해진 셈이다. 면세점의 성장성이 백화점 보다 높다는 점을 감안한다면, 점차 면세점의 밸류에이션을 받을 가능성이 높다.

한편, **이마트**는 할인점(대형마트) 외에 다양한 사업 군을 확대하고 있다. 트레이더스, 이마트몰, 이마트 24 등을 통해 할인점의 구조적인 업황 부진을 방어하고 있는 상황이다. 하지만, 아직까지는 할인점의 매출 비중이 50%로 절대적이고, 他 사업 부문의 매출 비중이 분산되어 있기 때문에, 사업 다각화 효과는 점진적으로 주가에 반영될 것으로 판단된다.

주요 유통업체 사업/지역 다각화 현황 (1) (단위: 십억원, %)

| 종목명 | 롯데쇼핑 | | 현대백화점 | | 신세계 | | 호텔신라 | |
|-----------|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|
| 종목코드 | A023530 | | A069960 | | A004170 | | A008770 | |
| (총)매출 | 24,255 | | 6,295 | | 9,391 | | 5,203 | |
| 영업이익 | 713 | | 359 | | 428 | | 224 | |
| 영업이익률 | 2.9 | | 5.7 | | 4.6 | | 4.3 | |
| (총)매출 Mix | 국내 백화점 | 36 | 백화점 | 94 | 면세점 | 37 | 국내 면세점 | 70 |
| | 국내 할인점 | 24 | 면세점 | 6 | 백화점 | 36 | 해외 면세점 | 21 |
| | 하이마트 | 17 | | | 신세계인터 | 15 | | |
| 영업이익률 | 국내 백화점 | 6~7 | 백화점 | 6~7 | 백화점 | 6~7 | 국내 면세점 | 5~6 |
| | 국내 할인점 | 0~1 | 면세점 | -15 | 면세점 | 1~2 | 해외 면세점 | 0~1 |
| | 하이마트 | 4~5 | | | 신세계인터 | 6~7 | | |
| 영업이익 Mix | 국내 백화점 | 78 | 백화점 | 116 | 백화점 | 48 | 국내 면세점 | 89 |
| | 하이마트 | 26 | | | 신세계인터 | 20 | | |
| | 홈쇼핑 | 14 | | | 센트럴시티 | 20 | | |

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 (2019E 기준)

주: 1) OP Mix의 사업부별 합산이 100%를 넘는 이유는 적자 사업이 있기 때문임

2) 롯데쇼핑, 현대백화점, 신세계는 총매출액 기준

주요 유통업체 사업/지역 다각화 현황 (2) (단위: 십억원, %)

| 종목명 | 이마트 | | BGF 리테일 | | GS 리테일 | |
|-----------|---------|-------|---------|-----|---------|-----|
| 종목코드 | A139480 | | A282330 | | A007070 | |
| (총)매출 | 20,986 | | 6,057 | | 9,168 | |
| 영업이익 | 505 | | 221 | | 215 | |
| 영업이익률 | 2.4 | | 3.6 | | 2.3 | |
| (총)매출 Mix | 할인점 | 50 | 편의점 | 100 | 편의점 | 76 |
| | 트레이더스 | 11 | | | 슈퍼 | 17 |
| | 이마트24 | 7 | | | | |
| 영업이익률 | 할인점 | 4~5 | 편의점 | 3~4 | 편의점 | 3~4 |
| | 트레이더스 | 3~4 | | | 슈퍼 | 0~1 |
| | 이마트24 | -3~-2 | | | | |
| 영업이익 Mix | 할인점 | 94 | 편의점 | 100 | 편의점 | 102 |
| | 트레이더스 | 17 | | | 파르나스 | 29 |

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 (2019E 기준)

주: 1) OP Mix의 사업부별 합산이 100%를 넘는 이유는 적자 사업이 있기 때문임

2) 이마트는 총매출액 기준

호텔신라: 해외 확장성을 보유한 유일한 유통 업체

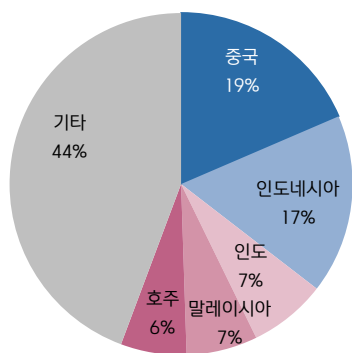
롯데그룹과 신세계그룹이 해외 유통 사업에서 어려움을 겪으면서, 유통업의 해외 확장에 기대를 걸고 있는 투자자들은 많지 않은 편이다. 다만, 호텔신라는 인천공항 외에도 중국인 여행객이 많은 창이공항, 홍콩공항의 면세점 입찰을 따내면서, 해외 면세점 매출 비중을 늘려나가고 있다.

기본적으로 **창이공항과 홍콩공항은 1) 중국인 여행객이 많고, 2) 쇼핑 수요가 높으며, 3) 환승객도 많아**서 **고객들의 공항 체류시간도 높은 편**이다. 위의 두 공항은 인천공항과 함께 아시아 3대 공항이고, 호텔신라는 여기에서 화장품과 향수를 모두 판매하고 있다. 이와 같은 전략적 입지 확보와 상품 전개는 향후 상품 공급자에 대한 교섭력 개선 측면에서 긍정적이다. 통합 구매를 통해, 해외 면세점 뿐만 아니라 국내 면세점의 수익성도 개선 시킬 수 있는 것이다.

더불어, 향후 해외 면세점 신규 입찰 과정에서도 높은 점수를 받을 수 있다. **면세점 업체 선정에 있어 가격 요소 못지 않게 중요한 것이 과거 면세점 트랙 레코드**이다. 동사는 한국의 시내 면세점과 인천공항 면세점, 그리고 싱가포르의 창이공항과 홍콩공항 면세점 운영 경험을 가지고 있다. 경쟁사 대비 다양한 여행객 트래픽과 운영 노하우를 바탕으로 해외 면세점 입찰 과정에서 높은 성공 확률을 가져갈 수 있다.

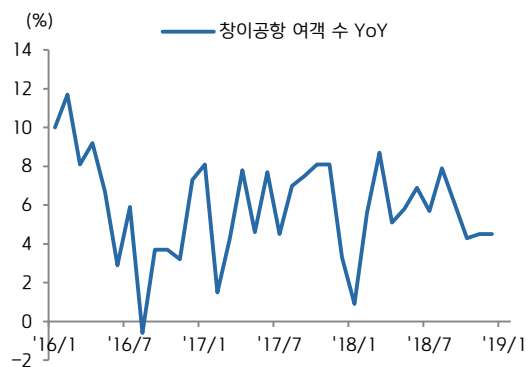
한편, 호텔신라는 창이공항과 홍콩공항에서 이미 훌륭한 성과를 보여주고 있다. 창이공항 면세점은 동사의 해외 첫 번째 면세점이다. 마진 구조는 다소 터프한 것이 사실이나, 공항 여행객 수 이상으로 매출액을 확대시키며, 영업이익자를 점차 축소해 나가고 있다(18년에 100억원 내외 축소). 홍콩공항은 창이공항 입찰 경험을 바탕으로 좀 더 양호한 마진 구조를 만들었으며, 사실상 운영 첫 해인 18년부터 영업이익자를 달성하였다(20~30억원 수준).

싱가포르 국적별 인바운드 Mix(2017년 기준)



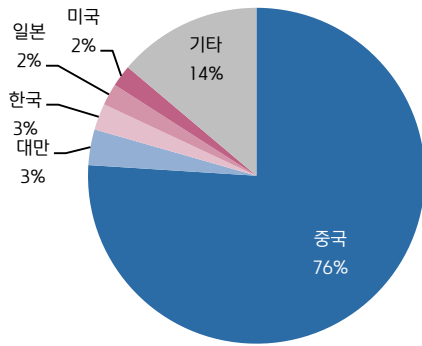
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

싱가포르 창이공항 여객 수 추이



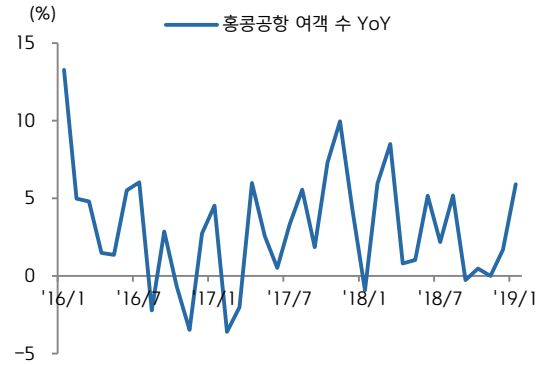
자료: 창이공항

홍콩 국적별 인바운드 Mix(2017년 기준)



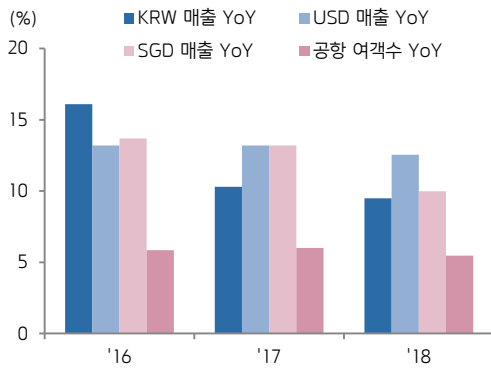
자료: 한국관광공사, 키움증권 리서치

홍콩책랍콕공항 여객 수 추이



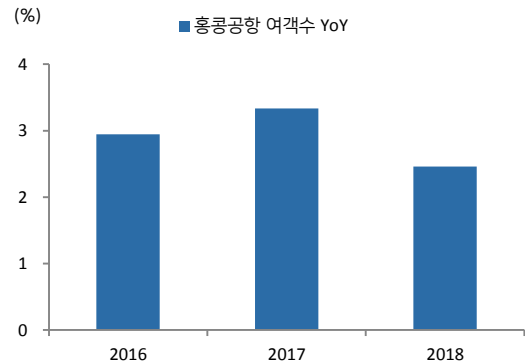
자료: 홍콩책랍콕공항

싱가포르 창이공항 신라면세점 매출 YoY vs 여객 수 YoY



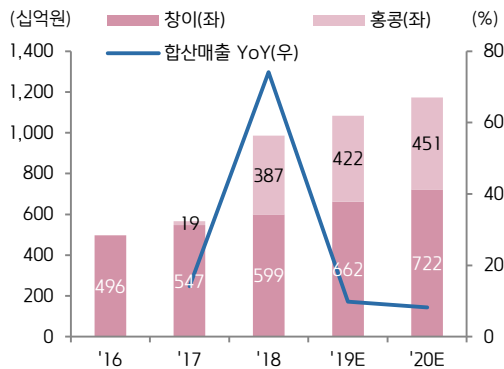
자료: 창이공항, 키움증권 리서치

홍콩책랍콕공항 여객 수 YoY 증가율 추이



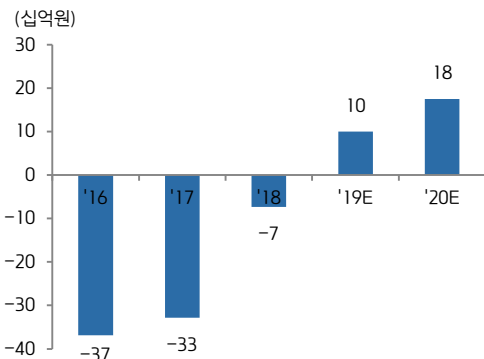
자료: 홍콩책랍콕공항, 키움증권 리서치

창이/홍콩공항 면세점 매출액 추이 및 전망



자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

중속기업 TR 부문 영업이익 추이 및 전망



자료: 호텔신라, 키움증권 리서치

주: 1) 연결 TR 영업이익에 별도 TR 영업이익을 제외한 기준임

신세계: 백화점에서 면세점으로 사업 다각화

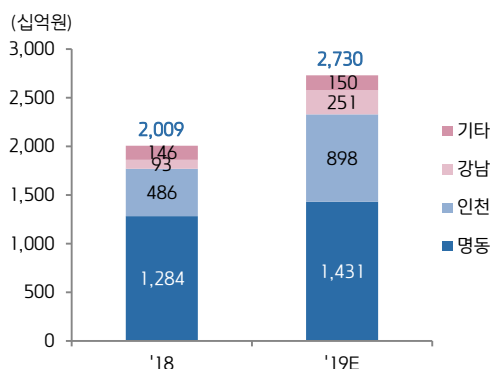
신세계는 2016년 5월 명동 면세점 오픈을 기점으로 면세점 사업을 본격 확장하기 시작하였다. 동사는 분명 롯데와 신라에 비하면 후발주자였다. 하지만, 1) 면세점 시장이 2016~18년까지 연평균 30% 이상 성장하였고, 2) 롯데가 사드 이슈 이후 어려움을 겪었으며, 3) 동사가 가지고 있는 백화점 업체로서의 기본적인 상품 매입력이 있었기 때문에, 면세점 시장의 3위 사업자로 자리매김 할 수 있었다.

신세계는 면세점 사업 확장 이전에는 백화점 사업에 대한 의존도가 매우 높은 편이었다. 자회사 신세계인터내셔널도 의류 업체이긴 했지만, 주로 백화점 채널에 유통하고 있었기 때문에, 백화점 업황에 노출되어 있기는 마찬가지였다. 이로 인해, 국내 소비 경기 모멘텀이 둔화되는 국면에서 주가가 부진을 피하기 어려웠다.

하지만, 명동 면세점 오픈, 인천공항 사업자 선정, 강남 면세점 오픈 등에 힘입어 올해 면세점 매출 비중은 거의 40%에 근접할 것으로 기대된다. 사실상 오프라인 백화점 매출과 규모 측면에서 거의 동일한 수준에 이르게 된다. 향후 면세점 시장의 성장률과 점포 확장 여력을 감안한다면, 백화점 보다 면세점 매출이 더 커질 수 있다. 이러한 사업구조 다각화를 통해, 동사는 국내 백화점 업황에 대한 민감도를 낮추고, 중국인 소비에 대한 노출도를 늘리면서, 중장기적으로 해외 사업 확장의 발판을 마련한 것으로 판단된다.

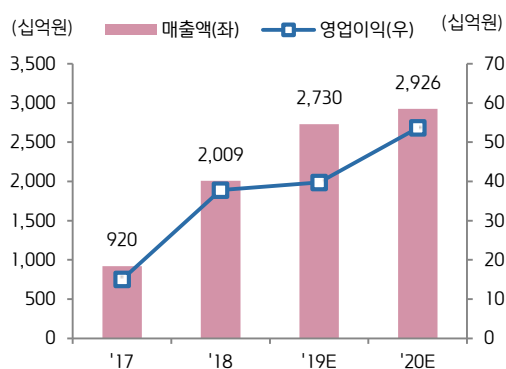
동사는 2018년에 강남 시내 면세점을 오픈하고, 인천공항 T1, T2에서 신규 점포를 확보하면서, 자회사 신세계디에프의 매출액이 전년대비 +118% 성장하였다. 2019년에도 중국인 타이공 수요 및 인바운드 증가와 강남점, 인천공항점 온기 실적 반영에 힘입어, 신세계디에프의 매출액이 전년대비 +36% 성장할 것으로 기대된다.

신세계 면세점 점포별 매출 전망



자료: 신세계, 키움증권 리서치

신세계디에프 실적 추이 및 전망



자료: 신세계, 키움증권 리서치

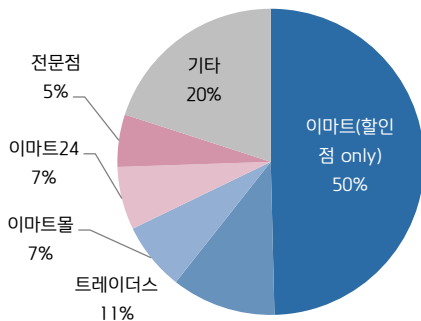
이마트: 사업 다각화 성과는 긍정적이나, 여전히 할인점 의존도가 높은 편

이마트도 비교적 순조롭게 사업 다각화를 진행하고 있다. 가계 소비 양극화와 유통산업의 온라인화 가속화로 할인점 업황이 부진한 상황이다. 당사는 이러한 업황 부진을 만회하기 위해, 트레이더스, 이마트몰, 이마트24와 같은 대체 채널을 육성하였고, 각 업태에서 경쟁사 대비 양호한 성과를 시현하고 있다.

트레이더스는 올해 총매출액 2조원 돌파를 눈 앞에 두고 있다. 1) 할인점 이상의 가격 메리트와 2) 식품 소싱 차별화를 통해, 외형과 수익성을 동시에 개선시키고 있다. 올해는 위례점과 월계점을 포함하여 총 4개 점포를 오픈할 예정이다. 할인점과 겹치는 상권을 피하고 있고, 상품 구성을 해외 소싱 위주로 달리 가져가면서, 카니발을 최소화하고 있는 점도 긍정적이다.

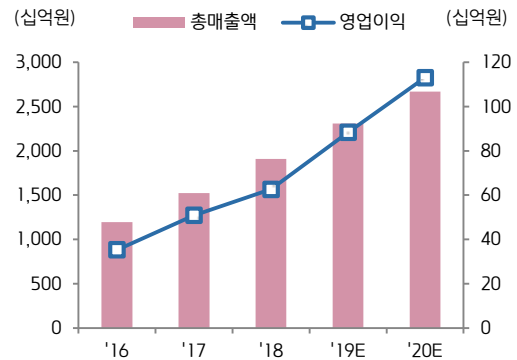
이마트몰과 **이마트24**의 영업상황도 양호한 편이다. 전술한 것처럼, 이마트몰은 통합 플랫폼과 온라인 전용 물류센터 구축을 통해 외형 성장에 집중하고 있고, 이마트24는 가맹점 주에게 차별적인 수익 구조를 제시함으로써, 점포 수 기준 MS를 확대해 나가고 있다. **하지만, 당사는 아직까지 할인점 비중이 50%이고, 온라인 전용 물류센터에 대한 투자 부담이 존재하고 있기 때문에, 사업 다각화 효과가 주가에 반영되는 것은 점진적으로 일어날 것으로 판단**된다.

이마트 총매출액 Mix(2019E 기준)



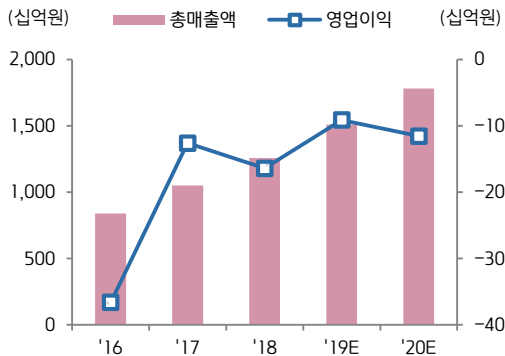
자료: 이마트, 키움증권 리서치

트레이더스 실적 추이 및 전망



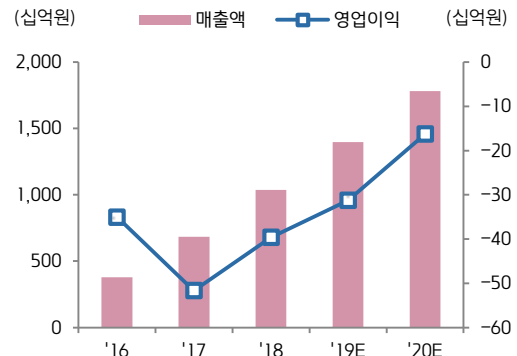
자료: 이마트, 키움증권 리서치

이마트몰 실적 추이 및 전망



자료: 이마트, 키움증권 리서치

이마트24 실적 추이 및 전망



자료: 이마트, 키움증권 리서치

Ⅲ. 유통 업종 투자전략

>>> 편의점과 면세점 선호

유통 업체별 성장률 전망: 면세점 > 편의점 > 백화점 > 할인점

제한적인 가게 구매력의 개선과 부동산 경기에 대한 불확실성을 감안한다면, **중국 소비 Exposure가 있는 면세점과 경기방어적 업태인 편의점이 선호 업태로 판단된다.**

면세점은 1) 타이공 수요가 견조한 가운데, 2) 중국인 인바운드 증가와 단체관광객 회복에 대한 기대가 여전히 유효하다. 중국 전자상거래법 시행에 따른 우려에도 불구하고, 연초 중국 타이공 수요는 +high single 정도 성장하고 있는 것으로 추산된다. 또한, 올해 한중 정치적 이벤트와 관계회복을 통해 단체 관광객 수요가 회복될 수 있다는 점도 긍정적이다. 따라서, 올해 면세점 시장규모는 +10~15% 정도 성장 가능할 것으로 추산된다.

편의점은 1) 식품 매출 비중이 높아서 경기변동에 민감하지 않고, 2) 점포 출점 여력이 있기 때문에, 매출 성장률도 다른 업태 대비 높은 편이다. 또한, 즉석식품 매출이 구조적으로 성장하고 있기 때문에, 일반상품의 기존점 성장률이 +2~3% 정도 가능할 것으로 기대된다.

한편, 백화점과 할인점은 상대적으로 부진한 업태로 판단된다. **백화점**은 1) 제한적인 가게 구매력 개선과 2) 부동산 경기에 대한 불확실성으로 기존점 성장률이 +2%를 넘기 어려워 보이고, 성장률 전망치도 하향될 가능성이 높다. **할인점**은 1) 가게 소비 양극화와 2) 유통산업 온라인화 영향(식품 외의 상품 카테고리 부진)으로 기존점 매출이 -1~-2% 정도 역성장 할 것으로 추산된다.

유통 산업 Key Table

| YoY 증가율(%) | '18. 1 | '18. 2 | '18. 3 | '18. 4 | '18. 5 | '18. 6 | '18. 7 | '18. 8 | '18. 9 | '18. 10 | '18. 11 | '18. 12 | '19. 1 | '17 | '18 |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|-------|------|
| 오프라인 매출 | -9.2 | 15.1 | 5.4 | 1.0 | 1.2 | 4.8 | 2.3 | 2.9 | 6.0 | -3.6 | -0.5 | -0.1 | 6.5 | 3.0 | 1.9 |
| 대형마트 | -5.6 | 2.0 | 0.4 | -5.1 | -5.7 | 1.6 | -3.5 | -1.8 | 0.2 | -11.4 | -5.5 | -5.0 | 6.3 | -0.1 | -2.3 |
| 백화점 | -9.6 | 8.9 | 5.4 | -0.2 | 1.8 | 5.4 | 2.9 | 2.4 | 4.7 | 1.2 | -3.9 | -0.7 | 7.6 | 1.4 | 1.3 |
| SSM | -2.4 | 8.1 | 0.1 | 0.3 | -1.2 | 3.1 | 1.8 | 4.6 | 3.9 | 1.0 | 1.4 | 3.8 | 3.7 | 0.4 | 2.0 |
| 편의점 | 9.8 | 12.5 | 13.4 | 10.0 | 9.1 | 10.5 | 8.9 | 8.4 | 5.1 | 4.7 | 6.5 | 5.0 | 6.6 | 10.9 | 8.5 |
| 점포 수 | 12.8 | 12.1 | 11.2 | 9.9 | 8.9 | 7.9 | 7.1 | 6.4 | 5.7 | 4.9 | 4.6 | 4.4 | 4.1 | | |
| 점포당 매출 | -2.6 | 0.4 | 2.0 | 0.1 | 0.1 | 2.4 | 1.7 | 2.0 | -0.6 | -0.2 | 1.8 | 0.5 | 2.4 | | |
| 온라인 매출 | 21.6 | 12.1 | 17.0 | 15.9 | 17.2 | 14.0 | 17.8 | 13.3 | 8.6 | 28.3 | 12.7 | 14.3 | 17.3 | 13.2 | 15.9 |
| 온라인판매증가 | 20.4 | 10.3 | 16.6 | 12.4 | 15.6 | 12.5 | 16.3 | 13.2 | 9.4 | 27.2 | 10.9 | 12.9 | 15.9 | 8.6 | 14.7 |
| 온라인판매 | 25.5 | 16.9 | 18.1 | 25.0 | 21.3 | 17.9 | 21.5 | 13.7 | 6.9 | 31.1 | 17.5 | 17.8 | 20.8 | 27.0 | 19.2 |
| 면세점 매출 | 42.4 | 4.1 | 67.4 | 71.4 | 59.2 | 46.7 | 36.7 | 21.4 | 23.3 | 28.6 | 19.0 | 15.5 | 10.5 | 21.2 | 34.1 |
| 서울 - 외국인 | 69.0 | 4.8 | 96.8 | 112.0 | 79.4 | 62.3 | 51.0 | 35.0 | 34.5 | 36.5 | 25.3 | 19.9 | 11.8 | 31.7 | 43.5 |
| 중국인 인바운드 | -46.0 | -41.5 | 11.8 | 60.9 | 46.1 | 49.0 | 45.9 | 40.9 | 36.4 | 37.6 | 35.1 | 25.2 | 28.7 | -48.3 | 14.9 |

자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

유통 업종 투자전략: GS리테일, 호텔신라 선호

면세점에서는 **호텔신라**를 선호한다. 부동산 경기에 대한 불확실성과 인천터미널 백화점 종료 효과를 감안한다면, 신세계의 백화점 사업 부문은 올해 이익이 감소할 가능성이 있다. 비록 호텔신라의 밸류에이션 레벨이 신세계 보다 높은 점은 부담이지만, 신세계의 他 사업부에 리스크가 존재하기 때문에, 면세점 Pure Player 가 좀 더 매력적일 것으로 판단된다. 또한, 호텔신라는 유일한 해외 확장성을 보유하고 있는 유통업체이다. 인천공항 외의 아시아 3대 공항인 창이공항, 홍콩공항 면세점에서 화장품/향수 등을 주로 판매하고 있다. 향후 해외 면세점 트랙 레코드를 바탕으로 글로벌 면세점 시장에서 추가적인 점포 확장이 기대된다.

편의점에서는 **GS리테일**을 선호한다. BGF리테일이 편의점 Pure Player 라는 장점이 있는 것은 사실이다. 다만, GS리테일의 밸류에이션이 BGF리테일 보다 상대적으로 낮고, 편의점 외의 다른 사업부의 수익성 개선 가능성(수퍼/H&B)도 있기 때문에, BGF리테일 못지 않은 실적 가시성을 보유하고 있는 것으로 판단된다.

유통업 Coverage 실적 전망과 Valuation Table (단위: 십억원, %, 배)

| 종목명 | 시가총액 | FY | 매출액 | 영업이익 | OPM | 순이익 | PER | PBR | EV/EBITDA | ROE |
|---------|-------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----------|------|
| BGF 리테일 | 3,681 | 2018 | 5,776 | 190 | 3.3 | 154 | 22.9 | 6.7 | 10.6 | 33.7 |
| | | 2019E | 6,057 | 221 | 3.6 | 182 | 20.3 | 5.6 | 9.5 | 30.6 |
| | | 2020E | 6,363 | 249 | 3.9 | 204 | 18.1 | 4.5 | 8.2 | 27.5 |
| GS 리테일 | 2,980 | 2018 | 8,692 | 180 | 2.1 | 121 | 25.9 | 1.5 | 9.0 | 5.4 |
| | | 2019E | 9,168 | 215 | 2.3 | 156 | 19.1 | 1.3 | 7.8 | 6.8 |
| | | 2020E | 9,614 | 244 | 2.5 | 181 | 16.5 | 1.3 | 7.0 | 7.4 |
| 호텔신라 | 3,218 | 2018 | 4,714 | 209 | 4.4 | 110 | 27.7 | 4.0 | 12.0 | 15.4 |
| | | 2019E | 5,203 | 224 | 4.3 | 167 | 19.7 | 3.6 | 11.7 | 19.8 |
| | | 2020E | 5,612 | 255 | 4.5 | 194 | 16.9 | 3.0 | 10.1 | 19.2 |
| 신세계 | 2,811 | 2018 | 5,186 | 397 | 7.7 | 239 | 10.5 | 0.8 | 8.4 | 5.8 |
| | | 2019E | 6,008 | 428 | 7.1 | 246 | 11.4 | 0.8 | 8.2 | 6.1 |
| | | 2020E | 6,371 | 489 | 7.7 | 290 | 9.7 | 0.7 | 7.2 | 6.8 |
| 현대백화점 | 2,265 | 2018 | 1,862 | 357 | 19.2 | 239 | 8.9 | 0.5 | 5.0 | 6.1 |
| | | 2019E | 2,110 | 359 | 17.0 | 235 | 9.6 | 0.5 | 5.3 | 5.7 |
| | | 2020E | 2,241 | 402 | 18.0 | 271 | 8.4 | 0.5 | 4.6 | 6.2 |
| 롯데쇼핑 | 5,403 | 2018 | 17,843 | 489 | 2.7 | -544 | -11.0 | 0.5 | 8.5 | -3.6 |
| | | 2019E | 17,836 | 713 | 4.0 | 226 | 23.9 | 0.5 | 8.9 | 2.5 |
| | | 2020E | 17,837 | 718 | 4.0 | 235 | 23.0 | 0.5 | 8.8 | 2.6 |
| 이마트 | 5,018 | 2018 | 17,049 | 463 | 2.7 | 438 | 11.8 | 0.6 | 8.9 | 5.3 |
| | | 2019E | 19,096 | 505 | 2.6 | 430 | 11.7 | 0.6 | 8.3 | 5.1 |
| | | 2020E | 20,263 | 543 | 2.7 | 467 | 10.7 | 0.6 | 7.9 | 5.3 |

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

주: 1) 순이익은 지배주주순이익 기준임



기업분석

GS리테일
(007070)

BUY(Initiate)/목표주가 48,000원
H&B만 괜찮다면

BGF리테일
(282330)

BUY(Initiate)/목표주가 250,000원
Pure CVS Player

호텔신라
(008770)

BUY(Initiate)/목표주가 113,000원
유일한 해외사업 확장성

신세계
(004170)

BUY(Initiate)/목표주가 350,000원
백화점에서 면세점으로

현대백화점
(069960)

Outperform(Initiate)/목표주가 108,000원
면세점이라는 아직 작은 씨앗

롯데쇼핑
(023530)

Outperform(Initiate)/목표주가 210,000원
정상 궤도를 찾아서

이마트
(139480)

BUY(Initiate)/목표주가 225,000원
할인점의 한계를 넘어서라

GS리테일 (007070)



BUY(Initiate)

주가(2/28) 38,700원

목표주가 48,000원

GS리테일은 올해 편의점 점포 순증과 HMR 중심의 기존점 성장을 통해, 편의점 부문의 영업이익이 전년대비 +14% 성장할 것으로 기대된다. 더불어, 슈퍼와 H&B도 수익성 중심의 점포 운영을 계획하고 있기 때문에, 전사 실적 개선 모멘텀이 강하게 나타날 전망이다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 48,000원을 제시한다.

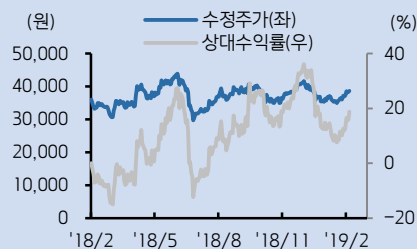
Stock Data

| | | |
|--------------|---------|------------|
| KOSPI (2/28) | | 2,195.44pt |
| 시가총액 | | 29,799억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 43,950원 | 29,750원 |
| 최고/최저가대비 등락 | -11.95% | 30.08% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 5.6% 4.7% |
| | 6M | -1.8% 3.0% |
| | 1Y | 7.5% 18.9% |

Company Data

| | |
|-------------|------------|
| 발행주식수 | 77,000천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 195천주 |
| 외국인 지분율 | 21.68% |
| 배당수익률(18.E) | 1.60% |
| BP (18.E) | 27,255원 |
| 주요 주주 | GS 외 65.8% |

Price Trend



H&B만 괜찮다면

>>> 성장은 그래도 편의점에서

GS리테일은 올해 편의점 점포 600개 순증을 목표로 하고 있다. 최저임금 인상에 따른 가맹점주의 손익구조 악화를 장려금 지급으로 방어하고, 내실 있는 점포 확장을 계획하고 있다. 한편, 향후 추가적인 장려금 부담은 제한적이고, 정부의 최저임금에 대한 스탠스도 완화되는 추세여서 점포 출점 여력 훼손은 없는 상황이다. 더불어, HMR 중심의 소비 성장으로 일반상품의 기존점 매출도 +2~3% 정도 성장이 가능하기 때문에, 구조적인 이익 성장이 가능할 것으로 기대된다.

>>> H&B만 괜찮다면

슈퍼는 점포 구조조정과 리뉴얼을 바탕으로 수익성이 개선되면서 영업적자가 대부분 사라진 상황이다. H&B가 유일한 리스크로 판단되는데, 동사는 올해 점포 확장을 자제하고 수익성 중심의 운영을 계획하고 있다. 따라서, 편의점 외의 기타 사업부도 수익성이 개선되는 흐름을 기대한다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 48,000원

GS리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 48,000원을 제시한다. 동사는 편의점의 구조적인 이익 성장과 슈퍼/H&B 사업부의 수익성 개선을 통해, 올해 전사 영업이익이 전년대비 +19% 증가할 것으로 기대된다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 74,020 | 82,666 | 86,916 | 91,676 | 96,145 |
| 보고영업이익(억원) | 2,181 | 1,657 | 1,803 | 2,152 | 2,439 |
| 핵심영업이익(억원) | 2,181 | 1,657 | 1,803 | 2,152 | 2,439 |
| EBITDA(억원) | 4,521 | 4,368 | 4,813 | 5,266 | 5,657 |
| 세전이익(억원) | 3,646 | 1,892 | 1,795 | 2,257 | 2,592 |
| 순이익(억원) | 2,735 | 1,151 | 1,323 | 1,711 | 1,965 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 2,743 | 1,182 | 1,206 | 1,557 | 1,808 |
| EPS(원) | 3,562 | 1,535 | 1,566 | 2,022 | 2,348 |
| 증감율(YoY) | 67.0 | -56.9 | 2.1 | 29.1 | 16.1 |
| PER(배) | 13.4 | 26.3 | 25.9 | 19.1 | 16.5 |
| PBR(배) | 1.8 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.3 |
| EV/EBITDA(배) | 9.2 | 8.8 | 9.0 | 7.8 | 7.0 |
| 보고영업이익률(%) | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.5 |
| 핵심영업이익률(%) | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.5 |
| ROE (%) | 12.1 | 4.8 | 5.4 | 6.8 | 7.4 |
| 순부채비율(%) | 21.9 | 34.1 | 36.0 | 31.7 | 26.0 |

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018P | 2019E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,994.8 | 2,198.9 | 2,325.4 | 2,172.5 | 2,127.0 | 2,320.8 | 2,445.1 | 2,274.7 | 8,266.6 | 8,691.6 | 9,167.6 |
| (YoY) | 8.1% | 5.3% | 2.9% | 4.8% | 6.6% | 5.5% | 5.1% | 4.7% | 11.7% | 5.1% | 5.5% |
| 편의점 | 1,479.2 | 1,669.7 | 1,756.5 | 1,645.6 | 1,599.1 | 1,777.1 | 1,865.4 | 1,744.3 | 6,278.0 | 6,551.0 | 6,985.9 |
| (YoY) | 7.0% | 4.3% | 1.6% | 5.1% | 8.1% | 6.4% | 6.2% | 6.0% | 12.1% | 4.3% | 6.6% |
| 평균 점포 수(개) | 12,532 | 12,704 | 12,875 | 13,042 | 13,182 | 13,332 | 13,482 | 13,632 | 11,579 | 12,768 | 13,407 |
| 기말 점포 수(개) | 12,635 | 12,772 | 12,977 | 13,107 | 13,257 | 13,407 | 13,557 | 13,707 | 12,429 | 13,107 | 13,707 |
| 점포당 매출액(백만원) | 118.0 | 131.4 | 136.4 | 126.2 | 121.3 | 133.3 | 138.4 | 128.0 | 542.2 | 513.1 | 521.1 |
| (YoY) | -6.3% | -5.6% | -5.4% | -0.7% | 2.8% | 1.4% | 1.4% | 1.4% | -3.2% | -5.4% | 1.6% |
| 수퍼 | 364.8 | 373.2 | 409.0 | 359.9 | 383.0 | 394.2 | 428.2 | 369.8 | 1,459.9 | 1,506.9 | 1,575.2 |
| (YoY) | 2.9% | 2.0% | 3.4% | 4.6% | 5.0% | 5.6% | 4.7% | 2.8% | 2.5% | 3.2% | 4.5% |
| 호텔 | 66.7 | 73.0 | 69.9 | 79.9 | 68.0 | 74.5 | 71.3 | 81.5 | 245.2 | 289.5 | 295.3 |
| (YoY) | 26.3% | 29.2% | 15.5% | 6.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 17.3% | 18.1% | 2.0% |
| 기타 | 84.1 | 83.0 | 90.0 | 87.1 | 76.9 | 75.0 | 80.2 | 79.1 | 283.4 | 344.2 | 311.3 |
| (YoY) | 48.6% | 28.3% | 21.6% | -1.1% | -8.6% | -9.6% | -10.9% | -9.2% | 70.9% | 21.5% | -9.6% |
| 매출총이익 | 413.4 | 471.5 | 499.5 | 454.4 | 437.0 | 491.9 | 518.8 | 474.0 | 1,559.3 | 1,838.7 | 1,921.7 |
| (매출액 대비%) | 20.7% | 21.4% | 21.5% | 20.9% | 20.5% | 21.2% | 21.2% | 20.8% | 18.9% | 21.2% | 21.0% |
| 판매비 | 391.8 | 415.8 | 421.8 | 429.1 | 406.9 | 430.0 | 435.6 | 434.0 | 1,393.6 | 1,658.5 | 1,706.5 |
| (YoY) | 25.2% | 22.7% | 12.6% | 16.9% | 3.9% | 3.4% | 3.3% | 1.1% | 19.2% | 19.0% | 2.9% |
| (매출액 대비%) | 19.6% | 18.9% | 18.1% | 19.7% | 19.1% | 18.5% | 17.8% | 19.1% | 16.9% | 19.1% | 18.6% |
| 영업이익 | 21.6 | 55.7 | 77.6 | 25.3 | 30.0 | 61.9 | 83.2 | 40.0 | 165.7 | 180.3 | 215.2 |
| (YoY) | -17.2% | 4.9% | 39.7% | -18.3% | 39.1% | 11.1% | 7.2% | 58.1% | -24.0% | 8.8% | 19.4% |
| (매출액 대비%) | 1.1% | 2.5% | 3.3% | 1.2% | 1.4% | 2.7% | 3.4% | 1.8% | 2.0% | 2.1% | 2.3% |
| 편의점 | 27.8 | 55.4 | 65.1 | 42.0 | 34.9 | 62.9 | 72.4 | 42.7 | 209.0 | 192.2 | 218.4 |
| (YoY) | -27.4% | -17.9% | -16.9% | -14.5% | 25.4% | 13.6% | 11.2% | 1.6% | -2.0% | -8.0% | 13.6% |
| (매출액 대비%) | 1.9% | 3.3% | 3.7% | 2.6% | 2.2% | 3.5% | 3.9% | 2.4% | 3.3% | 2.9% | 3.1% |
| 수퍼 | 1.0 | 1.1 | 5.7 | -9.8 | 1.5 | 1.7 | 6.3 | -4.5 | -13.2 | -2.0 | 5.0 |
| (매출액 대비%) | 0.3% | 0.3% | 1.4% | -2.7% | 0.4% | 0.4% | 1.5% | -1.2% | -0.9% | -0.1% | 0.3% |
| 호텔 | 14.6 | 10.9 | 14.0 | 17.9 | 14.9 | 11.1 | 14.3 | 22.3 | 29.1 | 57.4 | 62.5 |
| (매출액 대비%) | 21.9% | 14.9% | 20.0% | 22.4% | 21.9% | 14.9% | 20.0% | 27.3% | 11.9% | 19.8% | 21.2% |
| 기타 | -13.9 | -21.5 | -18.5 | -13.4 | -12.9 | -20.0 | -17.5 | -20.4 | -59.2 | -67.3 | -70.8 |
| 세전이익 | 26.2 | 63.2 | 83.6 | 6.6 | 29.8 | 61.9 | 83.3 | 50.7 | 189.2 | 179.5 | 225.7 |
| 당기순이익 | 19.1 | 45.8 | 61.6 | 5.9 | 22.6 | 46.9 | 63.2 | 38.4 | 115.1 | 132.3 | 171.1 |
| 지배주주순이익 | 16.0 | 44.2 | 58.9 | 1.5 | 18.9 | 44.2 | 59.7 | 33.0 | 118.2 | 120.6 | 155.7 |
| (YoY) | -29.9% | 5.2% | 54.1% | -90.1% | 17.8% | 0.0% | 1.3% | 2119.9% | -56.9% | 2.1% | 29.1% |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 목표주가 산출 내역

| | | |
|---------------|--------|---------------------------------|
| EPS(원) | 2,185 | '19E EPS * 50% + '20E EPS * 50% |
| Target PER(배) | 22 | 최근 1년 FW12M PER 상단 |
| 목표주가(원) | 48,000 | 천원 이하 반올림 |

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 74,020 | 82,666 | 86,916 | 91,676 | 96,145 |
| 매출원가 | 60,151 | 67,073 | 68,529 | 72,460 | 76,028 |
| 매출총이익 | 13,869 | 15,593 | 18,387 | 19,217 | 20,116 |
| 판매비및일반관리비 | 11,688 | 13,936 | 16,585 | 17,065 | 17,677 |
| 영업이익(보고) | 2,181 | 1,657 | 1,803 | 2,152 | 2,439 |
| 영업이익(핵심) | 2,181 | 1,657 | 1,803 | 2,152 | 2,439 |
| 영업외손익 | 1,465 | 234 | -7 | 105 | 154 |
| 이자수익 | 207 | 256 | 245 | 268 | 281 |
| 배당금수익 | 12 | 12 | 18 | 18 | 18 |
| 외환이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 485 | 280 | 295 | 281 | 251 |
| 외환손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | -22 | 24 | -11 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | -90 | -23 | -16 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 |
| 기타 | 1,843 | 245 | 49 | 101 | 106 |
| 법인세차감전이익 | 3,646 | 1,892 | 1,795 | 2,257 | 2,592 |
| 법인세비용 | 910 | 741 | 472 | 546 | 627 |
| 유효법인세율 (%) | 25.0% | 39.1% | 26.3% | 24.2% | 24.2% |
| 당기순이익 | 2,735 | 1,151 | 1,323 | 1,711 | 1,965 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 2,743 | 1,182 | 1,206 | 1,557 | 1,808 |
| EBITDA | 4,521 | 4,368 | 4,813 | 5,266 | 5,657 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 5,076 | 3,862 | 4,333 | 4,825 | 5,183 |
| 수정당기순이익 | 2,803 | 1,165 | 1,334 | 1,711 | 1,965 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 18.0 | 11.7 | 5.1 | 5.5 | 4.9 |
| 영업이익(보고) | -3.4 | -24.0 | 8.8 | 19.4 | 13.4 |
| 영업이익(핵심) | -3.4 | -24.0 | 8.8 | 19.4 | 13.4 |
| EBITDA | 6.4 | -3.4 | 10.2 | 9.4 | 7.4 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 67.0 | -56.9 | 2.1 | 29.1 | 16.1 |
| EPS | 67.0 | -56.9 | 2.1 | 29.1 | 16.1 |
| 수정순이익 | 66.0 | -58.4 | 14.5 | 28.3 | 14.9 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 4,345 | 4,422 | 5,915 | 4,634 | 4,991 |
| 당기순이익 | 2,735 | 1,151 | 1,323 | 1,711 | 1,965 |
| 감가상각비 | 1,909 | 2,246 | 2,503 | 2,605 | 2,708 |
| 무형자산상각비 | 431 | 465 | 507 | 510 | 510 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 119 | 94 | 16 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 24 | -6 | 11 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | 260 | 595 | -1,283 | -146 | -175 |
| 기타 | -1,133 | -123 | 2,839 | -46 | -18 |
| 투자활동현금흐름 | 78 | -4,233 | -5,322 | -3,647 | -3,643 |
| 투자자산의 처분 | 6,400 | -1,053 | -2,425 | -147 | -143 |
| 유형자산의 처분 | 35 | 122 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -3,110 | -3,809 | -2,876 | -3,000 | -3,000 |
| 무형자산의 처분 | -398 | -397 | 0 | -500 | -500 |
| 기타 | -2,849 | 904 | -22 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | -4,635 | 282 | -883 | -976 | -1,374 |
| 단기차입금의 증가 | -1,409 | 1,132 | 3,600 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | -2,565 | 0 | -4,098 | -642 | -1,049 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -662 | -850 | -462 | -501 | -501 |
| 기타 | 0 | 0 | 77 | 166 | 175 |
| 현금및현금성자산의순증가 | -213 | 467 | -290 | 11 | -26 |
| 기초현금및현금성자산 | 653 | 440 | 907 | 617 | 628 |
| 기말현금및현금성자산 | 440 | 907 | 617 | 628 | 602 |
| Gross Cash Flow | 4,085 | 3,828 | 7,199 | 4,780 | 5,166 |
| Op Free Cash Flow | 729 | 108 | 180 | 1,100 | 1,392 |

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 7,483 | 7,430 | 7,202 | 7,505 | 7,815 |
| 현금및현금성자산 | 440 | 907 | 617 | 628 | 602 |
| 유동금융자산 | 2,589 | 792 | 1,154 | 1,201 | 1,259 |
| 매출채권및유동채권 | 2,883 | 3,388 | 3,149 | 3,286 | 3,446 |
| 재고자산 | 1,545 | 2,306 | 2,246 | 2,351 | 2,465 |
| 기타유동비금융자산 | 25 | 36 | 37 | 40 | 42 |
| 비유동자산 | 39,731 | 43,493 | 43,894 | 44,881 | 45,792 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 8,849 | 10,210 | 10,334 | 10,818 | 11,345 |
| 투자자산 | 6,505 | 7,648 | 8,439 | 8,557 | 8,658 |
| 유형자산 | 22,824 | 23,926 | 23,465 | 23,860 | 24,152 |
| 무형자산 | 1,553 | 1,708 | 1,651 | 1,641 | 1,631 |
| 기타비유동자산 | 1 | 1 | 6 | 6 | 6 |
| 자산총계 | 47,214 | 50,923 | 51,095 | 52,386 | 53,606 |
| 유동부채 | 12,186 | 17,956 | 17,204 | 17,021 | 17,546 |
| 매입채무및기타유동채무 | 8,772 | 10,468 | 9,002 | 9,451 | 9,912 |
| 단기차입금 | 0 | 2,350 | 5,950 | 5,950 | 5,950 |
| 유동성장기차입금 | 2,430 | 4,871 | 1,967 | 1,325 | 1,375 |
| 기타유동부채 | 984 | 266 | 286 | 295 | 310 |
| 비유동부채 | 11,453 | 9,033 | 9,201 | 9,492 | 8,722 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 2,469 | 3,050 | 3,038 | 3,163 | 3,317 |
| 사채및장기차입금 | 5,760 | 2,645 | 2,748 | 2,748 | 1,649 |
| 기타비유동부채 | 3,224 | 3,338 | 3,414 | 3,581 | 3,756 |
| 부채총계 | 23,638 | 26,989 | 26,405 | 26,513 | 26,268 |
| 자본금 | 770 | 770 | 770 | 770 | 770 |
| 주식발행초과금 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521 | 1,521 |
| 이익잉여금 | 17,575 | 18,017 | 18,713 | 19,844 | 21,224 |
| 기타자본 | 32 | -4 | -17 | -17 | -17 |
| 지배주주지분자본총계 | 19,898 | 20,304 | 20,987 | 22,118 | 23,498 |
| 비지배주주지분자본총계 | 3,677 | 3,629 | 3,704 | 3,756 | 3,840 |
| 자본총계 | 23,575 | 23,933 | 24,691 | 25,874 | 27,338 |
| 순차입금 | 5,161 | 8,167 | 8,894 | 8,194 | 7,112 |
| 총차입금 | 8,190 | 9,867 | 10,665 | 10,023 | 8,974 |

투자지표

(단위: 원, 배, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 3,562 | 1,535 | 1,566 | 2,022 | 2,348 |
| BPS | 25,842 | 26,369 | 27,255 | 28,725 | 30,517 |
| 주당EBITDA | 5,871 | 5,673 | 6,250 | 6,839 | 7,347 |
| CFPS | 6,592 | 5,016 | 5,628 | 6,267 | 6,732 |
| DPS | 1,100 | 600 | 650 | 650 | 650 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 13.4 | 26.3 | 25.9 | 19.1 | 16.5 |
| PBR | 1.8 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 9.2 | 8.8 | 9.0 | 7.8 | 7.0 |
| PCFR | 7.2 | 8.0 | 7.2 | 6.2 | 5.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.5 |
| 영업이익률(핵심) | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.3 | 2.5 |
| EBITDA margin | 6.1 | 5.3 | 5.5 | 5.7 | 5.9 |
| 순이익률 | 3.7 | 1.4 | 1.5 | 1.9 | 2.0 |
| 자기자본이익률(ROE) | 12.1 | 4.8 | 5.4 | 6.8 | 7.4 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 6.7 | 3.8 | 4.7 | 5.7 | 6.3 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 100.3 | 112.8 | 106.9 | 102.5 | 96.1 |
| 순차입금비율 | 21.9 | 34.1 | 36.0 | 31.7 | 26.0 |
| 이자보상배율(배) | 4.5 | 5.9 | 6.1 | 7.7 | 9.7 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 29.7 | 26.4 | 26.6 | 28.5 | 28.6 |
| 재고자산회전율 | 54.7 | 42.9 | 38.2 | 39.9 | 39.9 |
| 매입채무회전율 | 9.6 | 8.6 | 8.9 | 9.9 | 9.9 |

BGF리테일 (282330)



BUY(Initiate)

주가(2/28) 213,000원

목표주가 250,000원

BGF리테일은 HMR 중심의 기존점 성장과 점포 500개 순증을 통해, 올해도 안정적인 이익 성장이 가능할 전망이다. 경기 측면에서 불확실성이 높은 내수 소비 환경을 감안한다면, 편의점 Pure Player에 대한 투자 선호도는 더욱 올라갈 수밖에 없다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 25만원을 제시한다.

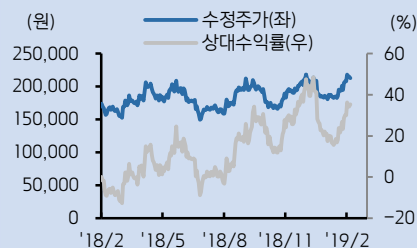
Stock Data

| | | | |
|--------------|----------|------------|-------|
| KOSPI (2/28) | | 2,195.44pt | |
| 시가총액 | | 36,815억원 | |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 | |
| | 218,000원 | 149,500원 | |
| 최고/최저가 대비 등락 | -2.29% | 42.47% | |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 | |
| | 1M | 14.2% | 13.3% |
| | 6M | 18.3% | 24.1% |
| | 1Y | 22.4% | 35.3% |

Company Data

| | |
|-------------|---------------------|
| 발행주식수 | 17,284천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 26천주 |
| 외국인 지분율 | 34.58% |
| 배당수익률(18.E) | 1.31% |
| BPS (18.E) | 30,410원 |
| <hr/> | |
| 주요 주주 | BGF 외 23인 55.4% |
| | Matthews Intl. 6.8% |
| | Gvmt of Sgp 5.6% |
| | Inv |

Price Trend



Pure CVS Player

>>> 성장은 그래도 편의점에서

BGF리테일은 올해 편의점 점포 500개 순증을 목표로 하고 있다. GS리테일과 마찬가지로 내실 있는 점포 확장을 계획하고 있다. 한편, 향후 추가적인 장려금 부담은 제한적이고, 정부의 최저임금에 대한 스탠스도 완화되는 추세여서 점포 출점 여력 훼손은 없는 상황이다. 더불어, HMR 중심의 소비 성장으로 일반상품의 기존점 매출도 +2~3% 정도 성장이 가능하기 때문에, 구조적인 이익 성장이 가능할 것으로 기대된다.

>>> Pure CVS Player

제한적인 가게 구매력 개선 가능성과 부동산 경기의 불확실성 증가는 식품 매출 비중이 높은 유통 업체에 밸류에이션 프리미엄으로 작용할 수밖에 없다. 할인점은 가게 소비 양극화로 식품 외의 매출이 부진하고, 편의점은 점포 출점 여력도 남아 있기 때문에, Pure CVS Player인 BGF리테일의 상대적 매력도가 부각될 수밖에 없다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 25만원

BGF리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 25만원을 제시한다. 내수 소비 환경을 감안한다면, 올해 편의점 Pure Player에 대한 투자 선호도는 높을 수밖에 없기 때문에, 동사의 상대적 매력도가 부각될 것으로 판단된다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020 |
|---------------|------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | | 9,387 | 57,759 | 60,574 | 63,629 |
| 보고영업이익(억원) | | 265 | 1,895 | 2,208 | 2,487 |
| 핵심영업이익(억원) | | 265 | 1,895 | 2,208 | 2,487 |
| EBITDA(억원) | | 451 | 3,115 | 3,486 | 3,809 |
| 세전이익(억원) | | 350 | 2,025 | 2,398 | 2,686 |
| 순이익(억원) | | 280 | 1,542 | 1,817 | 2,036 |
| 지배주주지분순이익(억원) | | 280 | 1,542 | 1,817 | 2,036 |
| EPS(원) | | 1,619 | 8,924 | 10,515 | 11,781 |
| 증감율(%YoY) | | N/A | 451.2 | 17.8 | 12.0 |
| PER(배) | | 129.7 | 22.9 | 20.3 | 18.1 |
| PBR(배) | | 9.3 | 6.7 | 5.6 | 4.5 |
| EV/EBITDA(배) | | 75.0 | 10.6 | 9.5 | 8.2 |
| 보고영업이익률(%) | | 2.8 | 3.3 | 3.6 | 3.9 |
| 핵심영업이익률(%) | | 2.8 | 3.3 | 3.6 | 3.9 |
| ROE(%) | | 7.2 | 33.7 | 30.6 | 27.5 |
| 순부채비율(%) | | -62.2 | -43.9 | -57.2 | -67.5 |

BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018P | 2019E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 1,316.6 | 1,478.5 | 1,539.4 | 1,441.4 | 1,377.2 | 1,544.2 | 1,620.5 | 1,515.6 | | 5,775.9 | 6,057.4 |
| (YoY) | | | | | 4.6% | 4.4% | 5.3% | 5.1% | | | 4.9% |
| 별도기준(편의점) | 1,316.1 | 1,478.0 | 1,539.0 | 1,441.0 | 1,376.7 | 1,543.7 | 1,620.0 | 1,515.2 | 5,583.2 | 5,774.2 | 6,055.6 |
| (YoY) | | | | | 4.6% | 4.4% | 5.3% | 5.1% | 13.0% | 3.4% | 4.9% |
| 평균 점포 수(개) | 12,619 | 12,816 | 12,973 | 13,109 | 13,232 | 13,357 | 13,482 | 13,607 | 11,680 | 12,836 | 13,419 |
| 기말 점포 수(개) | 12,735 | 12,897 | 13,048 | 13,169 | 13,294 | 13,419 | 13,544 | 13,669 | 12,503 | 13,169 | 13,669 |
| 점포당 매출액(백만원) | 104.3 | 115.3 | 118.6 | 109.9 | 104.0 | 115.6 | 120.2 | 111.4 | 478.0 | 449.8 | 451.3 |
| (YoY) | -2.6% | -4.2% | -8.5% | -6.3% | -0.2% | 0.2% | 1.3% | 1.3% | -2.0% | -5.9% | 0.3% |
| 매출총이익 | 223.3 | 263.2 | 280.6 | 252.5 | 236.5 | 277.3 | 295.7 | 269.6 | | 1,019.6 | 1,079.2 |
| (매출액 대비%) | 17.0% | 17.8% | 18.2% | 17.5% | 17.2% | 18.0% | 18.3% | 17.8% | | 17.7% | 17.8% |
| 판매비 | 197.2 | 206.8 | 215.0 | 211.1 | 203.4 | 213.4 | 222.8 | 218.7 | | 830.1 | 858.3 |
| (YoY) | | | | | 3.1% | 3.2% | 3.6% | 3.6% | | | 3.4% |
| (매출액 대비%) | 15.0% | 14.0% | 14.0% | 14.6% | 14.8% | 13.8% | 13.8% | 14.4% | | 14.4% | 14.2% |
| 영업이익 | 26.1 | 56.4 | 65.6 | 41.4 | 33.1 | 64.0 | 72.9 | 50.8 | | 189.5 | 220.8 |
| (YoY) | | | | | 27.1% | 13.4% | 11.1% | 22.8% | | | 16.5% |
| (매출액 대비%) | 2.0% | 3.8% | 4.3% | 2.9% | 2.4% | 4.1% | 4.5% | 3.4% | | 3.3% | 3.6% |
| 별도기준(편의점) | 27.8 | 55.4 | 65.1 | 42.0 | 34.9 | 62.9 | 72.4 | 51.4 | 233.2 | 190.3 | 221.7 |
| (YoY) | -27.4% | -17.9% | -16.9% | -14.5% | 25.4% | 13.6% | 11.2% | 22.5% | 18.4% | -18.4% | 16.5% |
| (매출액 대비%) | 2.1% | 3.7% | 4.2% | 2.9% | 2.5% | 4.1% | 4.5% | 3.4% | 4.2% | 3.3% | 3.7% |
| 세전이익 | 29.2 | 59.6 | 69.6 | 44.2 | 37.6 | 68.7 | 77.8 | 55.6 | | 202.5 | 239.8 |
| 당기순이익 | 22.1 | 45.3 | 53.1 | 33.8 | 28.5 | 52.1 | 59.0 | 42.2 | | 154.2 | 181.7 |
| 지배주주순이익 | 22.1 | 45.3 | 53.1 | 33.8 | 28.5 | 52.1 | 59.0 | 42.2 | | 154.2 | 181.7 |
| (YoY) | | | | | 28.8% | 15.1% | 11.2% | 24.8% | | | 17.8% |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

BGF리테일 목표주가 산출 내역

| | | |
|---------------|----------------|---------------------------------|
| 예상 EPS(원) | 11,148 | '19E EPS * 50% + '20E EPS * 50% |
| Target PER(배) | 22.0 | 최근 1년 FW12M PER 상단 |
| 목표주가(원) | 250,000 | 만원 이하 반올림 |

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | | 9,387 | 57,759 | 60,574 | 63,629 |
| 매출원가 | | 7,695 | 47,563 | 49,782 | 52,320 |
| 매출총이익 | | 1,692 | 10,196 | 10,792 | 11,309 |
| 판매비및일반관리비 | | 1,427 | 8,301 | 8,583 | 8,822 |
| 영업이익(보고) | | 265 | 1,895 | 2,208 | 2,487 |
| 영업이익(핵심) | | 265 | 1,895 | 2,208 | 2,487 |
| 영업외손익 | | 85 | 130 | 189 | 199 |
| 이자수익 | | 21 | 75 | 80 | 84 |
| 배당금수익 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | | 11 | 1 | 0 | 0 |
| 외환손실 | | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 투자및기타자산처분손익 | | 72 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | | 4 | 57 | 109 | 115 |
| 법인세차감전이익 | | 350 | 2,025 | 2,398 | 2,686 |
| 법인세비용 | | 70 | 483 | 580 | 650 |
| 유효법인세율 (%) | | 20.1% | 23.8% | 24.2% | 24.2% |
| 당기순이익 | | 280 | 1,542 | 1,817 | 2,036 |
| 지배주주지분순이익(억원) | | 280 | 1,542 | 1,817 | 2,036 |
| EBITDA | | 451 | 3,115 | 3,486 | 3,809 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | | 466 | 2,762 | 3,095 | 3,358 |
| 수정당기순이익 | | 218 | 1,542 | 1,817 | 2,036 |
| 증감률(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | | N/A | 515.3 | 4.9 | 5.0 |
| 영업이익(보고) | | N/A | 614.7 | 16.5 | 12.6 |
| 영업이익(핵심) | | N/A | 614.7 | 16.5 | 12.6 |
| EBITDA | | N/A | 590.0 | 11.9 | 9.3 |
| 지배주주지분 당기순이익 | | N/A | 451.2 | 17.8 | 12.0 |
| EPS | | N/A | 451.2 | 17.8 | 12.0 |
| 수정순이익 | | N/A | 608.0 | 17.8 | 12.0 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | | -553 | 2,107 | 3,272 | 3,560 |
| 당기순이익 | | 280 | 1,542 | 1,817 | 2,036 |
| 감가상각비 | | 161 | 1,066 | 1,118 | 1,162 |
| 무형자산상각비 | | 25 | 154 | 160 | 160 |
| 외환손익 | | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | | 7 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 영업활동자산부채 증감 | | -1,037 | -680 | 176 | 202 |
| 기타 | | 5 | 25 | 0 | 0 |
| 투자활동현금흐름 | | 319 | -1,949 | -1,467 | -1,477 |
| 투자자산의 처분 | | 537 | 131 | -117 | -127 |
| 유형자산의 처분 | | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | | -238 | -1,930 | -1,200 | -1,200 |
| 무형자산의 처분 | | -21 | -150 | -150 | -150 |
| 기타 | | 39 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | | 288 | -95 | -480 | -442 |
| 단기차입금의 증가 | | 305 | 23 | -51 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본의 증가 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | | 0 | -173 | -463 | -463 |
| 기타 | | -17 | 55 | 34 | 21 |
| 현금및현금성자산의순증가 | | 54 | 62 | 1,325 | 1,641 |
| 기초현금및현금성자산 | | 233 | 288 | 350 | 1,675 |
| 기말현금및현금성자산 | | 288 | 350 | 1,675 | 3,316 |
| Gross Cash Flow | | 484 | 2,787 | 3,095 | 3,358 |
| Op Free Cash Flow | | -897 | -97 | 1,778 | 2,059 |

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | | 5,666 | 7,000 | 8,649 | 10,642 |
| 현금및현금성자산 | | 288 | 350 | 1,675 | 3,316 |
| 유동금융자산 | | 2,159 | 2,006 | 2,104 | 2,210 |
| 매출채권및유동채권 | | 2,275 | 3,610 | 3,786 | 3,977 |
| 재고자산 | | 944 | 1,034 | 1,085 | 1,139 |
| 기타유동비금융자산 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | | 7,107 | 7,865 | 8,011 | 8,109 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | | 2,153 | 2,053 | 2,108 | 2,157 |
| 투자자산 | | 364 | 387 | 406 | 426 |
| 유형자산 | | 4,022 | 4,861 | 4,943 | 4,981 |
| 무형자산 | | 544 | 540 | 530 | 520 |
| 기타비유동자산 | | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 자산총계 | | 12,773 | 14,865 | 16,660 | 18,750 |
| 유동부채 | | 6,814 | 7,637 | 7,952 | 8,350 |
| 매입채무및기타유동채무 | | 6,631 | 7,427 | 7,789 | 8,182 |
| 단기차입금 | | 28 | 51 | 0 | 0 |
| 유동성장기차입금 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | | 155 | 159 | 163 | 168 |
| 비유동부채 | | 2,073 | 1,972 | 2,097 | 2,218 |
| 장기매입채무및비유동채무 | | 2,028 | 1,872 | 1,963 | 2,062 |
| 사채및장기차입금 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | | 45 | 100 | 134 | 155 |
| 부채총계 | | 8,887 | 9,609 | 10,049 | 10,567 |
| 자본금 | | 173 | 173 | 173 | 173 |
| 주식발행초과금 | | 3,216 | 3,216 | 3,216 | 3,216 |
| 이익잉여금 | | 287 | 1,656 | 3,011 | 4,584 |
| 기타자본 | | 210 | 210 | 210 | 210 |
| 지배주주지분자본총계 | | 3,886 | 5,256 | 6,610 | 8,183 |
| 비지배주주지분자본총계 | | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | | 3,886 | 5,256 | 6,610 | 8,183 |
| 순차입금 | | -2,419 | -2,305 | -3,778 | -5,526 |
| 총차입금 | | 28 | 51 | 0 | 0 |

투자지표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|------|--------|---------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | | 1,619 | 8,924 | 10,515 | 11,781 |
| BPS | | 22,486 | 30,410 | 38,245 | 47,347 |
| 주당EBITDA | | 2,612 | 18,021 | 20,169 | 22,038 |
| CFPS | | 2,697 | 15,981 | 17,908 | 19,427 |
| DPS | | 1,000 | 2,680 | 2,680 | 2,680 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | | 129.7 | 22.9 | 20.3 | 18.1 |
| PBR | | 9.3 | 6.7 | 5.6 | 4.5 |
| EV/EBITDA | | 75.0 | 10.6 | 9.5 | 8.2 |
| PCFR | | 77.9 | 12.8 | 11.9 | 11.0 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | | 2.8 | 3.3 | 3.6 | 3.9 |
| 영업이익률(핵심) | | 2.8 | 3.3 | 3.6 | 3.9 |
| EBITDA margin | | 4.8 | 5.4 | 5.8 | 6.0 |
| 순이익률 | | 3.0 | 2.7 | 3.0 | 3.2 |
| 자기자본이익률(ROE) | | 7.2 | 33.7 | 30.6 | 27.5 |
| 투자자본이익률(ROIC) | | 19.0 | 77.0 | 64.9 | 77.2 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | | 228.7 | 182.8 | 152.0 | 129.1 |
| 순차입금비율 | | -62.2 | -43.9 | -57.2 | -67.5 |
| 이자보상배율(배) | | 23.3 | 1,486.3 | N/A | N/A |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | | 4.1 | 19.6 | 16.4 | 16.4 |
| 재고자산회전율 | | 9.9 | 58.4 | 57.2 | 57.2 |
| 매입채무회전율 | | 1.4 | 8.2 | 8.0 | 8.0 |

호텔신라 (008770)



BUY(Initiate)

주가(2/28) 82,000원

목표주가 113,000원

예상보다 견조한 한국 면세점 매출 데이 터는 타이공 수요에 대한 불확실성을 상당 부분 완화시켜 주었다. 향후에는 한중 관계 개선에 따라 중국인 단체관광이 회복될 수 있고, 아시아 3대 공항을 거점으로 해외 면세점 사업을 확대해 나가고 있다는 점에 주목해야 할 것이다. 동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 11.3만원 을 제시한다.

Stock Data

| | | |
|--------------|----------|------------------|
| KOSPI (2/28) | | 2,195.44pt |
| 시가총액 | | 32,533억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 132,000원 | 69,500원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -37.88% | 17.99% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 7.0% 6.2% |
| | 6M | -22.3% -18.5% |
| | 1Y | 0.2% 10.8% |

Company Data

| | | |
|-------------|----------|-------|
| 발행주식수 | 40,000천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 762천주 | |
| 외국인 지분율 | 22.22% | |
| 배당수익률(18.E) | 0.46% | |
| BPS (18.E) | 19,114원 | |
| 주요 주주 | 삼성생명 외 | 17.3% |
| | 국민연금공단 | 12.1% |

Price Trend



유일한 해외사업 확장성

>>> 면세점, 예상보다 견조한 수요

19년 1월 한국 면세점 전체 매출과 서울 면세점 외국인 매출은 각각 전년동기 대비 +11%, +12% 성장하였다(달러기준). 시장에서는 중국 전자상거래법 시행에 따른 타이공 수요 약화를 우려하였으나, 예상보다는 견조한 수요를 보이고 있고, 올해 한중 관계 회복에 따른 단체관광객 회복 기대감도 여전히 유효하다. 동사는 전체 매출에서 한국 면세점 매출이 70%를 차지하고 있기 때문에, 면세점 시장 성장의 가장 큰 수혜주로 판단된다.

>>> 유일한 해외사업 확장성에 주목

18년에 창이공항 면세점은 영업적자가 -100억원으로 축소되었고, 홍콩공항 면세점은 영업 첫 해에 30억원 내외의 흑자를 기록하였다. 동사는 아시아 3대 공항(인천/창이/홍콩)을 거점으로 화장품/향수 중심의 해외 유통망을 확장해 나가고 있는데, 수익성 측면에서도 반등하는 모습이 나타나고 있다. 특히, 호텔신라는 유통 업종 내에서 유일한 해외사업 확장성을 보유하고 있고, 중국인 소비 확대에 따른 수혜가 크기 때문에, 업종 내 밸류에이션 프리미엄이 지지될 것으로 판단된다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 11.3만원

호텔신라에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 11.3만원을 제시한다. 중국 타이공 수요가 예상보다 견조한 수준으로 파악되면서, 동사에 대한 시장의 우려는 완화되고 있다. 향후 중국인 단체관광객 회복과 해외 사업 확장성에 대한 기대감에 주목할 시점이다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 37,153 | 40,115 | 47,137 | 52,030 | 56,121 |
| 보고영업이익(억원) | 790 | 731 | 2,091 | 2,238 | 2,550 |
| 핵심영업이익(억원) | 790 | 731 | 2,091 | 2,238 | 2,550 |
| EBITDA(억원) | 1,535 | 1,445 | 2,837 | 3,000 | 3,332 |
| 세전이익(억원) | 524 | 447 | 1,470 | 2,199 | 2,560 |
| 순이익(억원) | 278 | 253 | 1,103 | 1,667 | 1,940 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 278 | 253 | 1,103 | 1,667 | 1,940 |
| EPS(원) | 696 | 632 | 2,758 | 4,167 | 4,851 |
| 증감율(%YoY) | 50.6 | -9.1 | 336.4 | 51.1 | 16.4 |
| PER(배) | 69.2 | 134.3 | 27.7 | 19.7 | 16.9 |
| PBR(배) | 2.9 | 5.1 | 4.0 | 3.6 | 3.0 |
| EV/EBITDA(배) | 15.1 | 26.0 | 12.0 | 11.7 | 10.1 |
| 보고영업이익률(%) | 2.1 | 1.8 | 4.4 | 4.3 | 4.5 |
| 핵심영업이익률(%) | 2.1 | 1.8 | 4.4 | 4.3 | 4.5 |
| ROE(%) | 4.0 | 3.8 | 15.4 | 19.8 | 19.2 |
| 순부채비율(%) | 61.1 | 58.7 | 47.4 | 28.3 | 11.0 |

호텔신라 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018P | 2019E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 영업수익 | 1,125.5 | 1,174.9 | 1,220.4 | 1,192.8 | 1,265.5 | 1,316.4 | 1,326.3 | 1,294.8 | 3,514.7 | 4,713.7 | 5,203.0 |
| (YoY) | 28.1% | 46.7% | 29.4% | 33.7% | 12.4% | 12.0% | 8.7% | 8.5% | -5.4% | 34.1% | 10.4% |
| 별도기준 | 864.0 | 918.6 | 940.0 | 921.3 | 976.0 | 1,033.6 | 1,022.7 | 1,001.9 | 2,866.2 | 3,643.9 | 4,034.2 |
| (YoY) | 19.2% | 41.1% | 20.6% | 29.5% | 13.0% | 12.5% | 8.8% | 8.8% | -9.2% | 27.1% | 10.7% |
| TR | 771.5 | 818.5 | 834.7 | 824.0 | 881.7 | 931.6 | 915.4 | 902.7 | 2,502.7 | 3,248.7 | 3,631.4 |
| (YoY) | 19.6% | 46.2% | 22.4% | 33.8% | 14.3% | 13.8% | 9.7% | 9.6% | -11.2% | 29.8% | 11.8% |
| 호텔&레저 | 92.5 | 100.1 | 105.3 | 97.3 | 94.2 | 102.0 | 107.3 | 99.2 | 363.4 | 395.2 | 402.7 |
| (YoY) | 16.1% | 10.2% | 8.0% | 2.0% | 1.9% | 1.9% | 1.9% | 2.0% | 7.5% | 8.8% | 1.9% |
| 연결-별도 | 261.5 | 256.3 | 280.3 | 271.6 | 289.5 | 282.8 | 303.6 | 292.9 | 648.5 | 1,069.7 | 1,168.8 |
| (YoY) | 70.0% | 70.8% | 71.1% | 50.2% | 10.7% | 10.3% | 8.3% | 7.8% | 15.8% | 65.0% | 9.3% |
| TR | 242.2 | 236.4 | 258.8 | 247.5 | 269.8 | 262.4 | 281.5 | 268.4 | 572.6 | 984.9 | 1,082.2 |
| (YoY) | 75.9% | 80.0% | 80.6% | 54.4% | 11.4% | 11.0% | 8.8% | 8.4% | 12.6% | 72.0% | 9.9% |
| 호텔&레저 | 19.3 | 19.9 | 21.6 | 24.0 | 19.7 | 20.4 | 22.1 | 24.5 | 76.1 | 84.8 | 86.7 |
| (YoY) | 19.1% | 5.3% | 5.4% | 17.1% | 2.2% | 2.4% | 2.3% | 2.1% | 47.5% | 11.4% | 2.2% |
| 영업이익 | 44.2 | 69.5 | 68.0 | 27.5 | 42.2 | 63.3 | 66.8 | 51.5 | 73.1 | 209.1 | 223.8 |
| (YoY) | 342.2% | 302.6% | 124.2% | 77.0% | -4.4% | -8.9% | -1.8% | 87.6% | -7.4% | 186.1% | 7.0% |
| (영업수익 대비%) | 3.9% | 5.9% | 5.6% | 2.3% | 3.3% | 4.8% | 5.0% | 4.0% | 2.1% | 4.4% | 4.3% |
| 별도기준 | 45.6 | 69.5 | 62.1 | 25.7 | 35.8 | 59.8 | 59.0 | 45.3 | 99.4 | 202.9 | 199.8 |
| (영업수익 대비%) | 5.3% | 7.6% | 6.6% | 2.8% | 3.7% | 5.8% | 5.8% | 4.5% | 3.5% | 5.6% | 5.0% |
| TR | 50.2 | 70.2 | 56.4 | 26.6 | 40.4 | 60.4 | 53.2 | 46.1 | 91.3 | 203.4 | 200.0 |
| (영업수익 대비%) | 6.5% | 8.6% | 6.8% | 3.2% | 4.6% | 6.5% | 5.8% | 5.1% | 3.6% | 6.3% | 5.5% |
| 호텔&레저 | -4.7 | -0.7 | 5.7 | -0.9 | -4.6 | -0.6 | 5.8 | -0.8 | 8.0 | -0.6 | -0.2 |
| (영업수익 대비%) | -5.1% | -0.7% | 5.4% | -0.9% | -4.9% | -0.6% | 5.4% | -0.8% | 2.2% | -0.2% | -0.1% |
| 연결-별도 | -1.4 | 0.0 | 5.9 | 1.8 | 6.4 | 3.5 | 7.8 | 6.3 | -26.3 | 6.2 | 24.0 |
| TR | -2.6 | -6.2 | 3.0 | -1.5 | 5.1 | -2.8 | 4.8 | 2.9 | -32.8 | -7.3 | 10.0 |
| 호텔&레저 | 1.3 | 6.2 | 2.9 | 3.3 | 1.3 | 6.3 | 3.0 | 3.4 | 6.6 | 13.7 | 14.0 |
| 세전이익 | 41.5 | 64.8 | 65.7 | -25.0 | 40.9 | 62.2 | 66.0 | 50.8 | 44.7 | 147.0 | 219.9 |
| 당기순이익 | 31.7 | 52.6 | 47.2 | -21.2 | 31.0 | 47.2 | 50.0 | 38.5 | 25.3 | 110.3 | 166.7 |
| 지배주주순이익 | 31.7 | 52.6 | 47.2 | -21.2 | 31.0 | 47.2 | 50.0 | 38.5 | 25.3 | 110.3 | 166.7 |
| (YoY) | 1074.1% | 1668.0% | 274.9% | 적전 | -2.3% | -10.3% | 5.9% | 흑전 | -9.1% | 336.4% | 51.1% |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

호텔신라 연결기준 매출 가정 상세

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018P | 2019E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 영업수익 | 1,125.5 | 1,174.9 | 1,220.4 | 1,192.8 | 1,265.5 | 1,316.4 | 1,326.3 | 1,294.8 | 3,514.7 | 4,713.7 | 5,203.0 |
| (YoY) | 28.1% | 46.7% | 29.4% | 33.7% | 12.4% | 12.0% | 8.7% | 8.5% | -5.4% | 34.1% | 10.4% |
| TR | 1,013.7 | 1,054.9 | 1,093.5 | 1,071.5 | 1,151.5 | 1,194.0 | 1,196.9 | 1,171.1 | 3,075.3 | 4,233.6 | 4,713.6 |
| (YoY) | 29.5% | 52.6% | 32.5% | 38.0% | 13.6% | 13.2% | 9.5% | 9.3% | -7.5% | 37.7% | 11.3% |
| 시내 | 581.4 | 613.2 | 625.5 | 620.9 | 672.6 | 705.8 | 689.5 | 683.4 | 1,859.8 | 2,441.0 | 2,751.2 |
| (YoY) | 22.0% | 54.0% | 22.7% | 30.7% | 15.7% | 15.1% | 10.2% | 10.1% | -10.1% | 31.3% | 12.7% |
| 공항 | 432.3 | 441.7 | 468.0 | 450.6 | 478.9 | 488.3 | 507.5 | 487.7 | 1,215.4 | 1,792.6 | 1,962.4 |
| (YoY) | 41.2% | 50.7% | 48.5% | 49.8% | 10.8% | 10.5% | 8.4% | 8.2% | -3.3% | 47.5% | 9.5% |
| 호텔&레저 | 111.8 | 120.0 | 126.9 | 121.3 | 114.0 | 122.4 | 129.4 | 123.7 | 439.5 | 480.0 | 489.4 |
| (YoY) | 16.6% | 9.4% | 7.5% | 4.7% | 1.9% | 2.0% | 1.9% | 2.0% | 12.8% | 9.2% | 2.0% |
| 서울 | 34.0 | 39.6 | 39.5 | 42.6 | 34.7 | 40.4 | 40.3 | 43.5 | 145.2 | 155.7 | 158.8 |
| 제주 | 16.4 | 19.4 | 23.7 | 14.5 | 16.7 | 19.8 | 24.2 | 14.8 | 76.4 | 74.0 | 75.5 |
| 스테이 | 28.7 | 31.8 | 33.5 | 35.1 | 29.3 | 32.4 | 34.2 | 35.8 | 114.8 | 129.1 | 131.7 |
| 레저 | 29.4 | 28.8 | 26.6 | 27.8 | 30.0 | 29.4 | 27.1 | 28.4 | 95.2 | 112.6 | 114.9 |
| 기타 | 3.3 | 0.4 | 3.6 | 1.3 | 3.3 | 0.4 | 3.6 | 1.3 | 7.9 | 8.6 | 8.6 |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

호텔신라 목표주가 산출 내역

| | | |
|---------------|---------|---------------------------------|
| EPS(원) | 4,509 | '19E EPS * 50% + '20E EPS * 50% |
| Target PER(배) | 25 | 최근 1년 FW12M PER 중단 |
| 목표주가(원) | 113,000 | 천원 이하 반올림 |

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 37,153 | 40,115 | 47,137 | 52,030 | 56,121 |
| 매출원가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매출총이익 | 37,153 | 40,115 | 47,137 | 52,030 | 56,121 |
| 판매비및일반관리비 | 36,363 | 39,384 | 45,046 | 49,792 | 53,571 |
| 영업이익(보고) | 790 | 731 | 2,091 | 2,238 | 2,550 |
| 영업이익(핵심) | 790 | 731 | 2,091 | 2,238 | 2,550 |
| 영업외손익 | -265 | -283 | -621 | -39 | 10 |
| 이자수익 | 148 | 76 | 109 | 108 | 117 |
| 배당금수익 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 외환이익 | 230 | 246 | 200 | 200 | 200 |
| 이자비용 | 325 | 225 | 186 | 153 | 113 |
| 외환손실 | 226 | 185 | 250 | 200 | 200 |
| 관계기업지분법손익 | -111 | -80 | -8 | 6 | 6 |
| 투자및기타자산처분손익 | 79 | -24 | 0 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -63 | -92 | -486 | 0 | 0 |
| 법인세차감전이익 | 524 | 447 | 1,470 | 2,199 | 2,560 |
| 법인세비용 | 246 | 195 | 367 | 532 | 619 |
| 유효법인세율 (%) | 46.9% | 43.5% | 24.9% | 24.2% | 24.2% |
| 당기순이익 | 278 | 253 | 1,103 | 1,667 | 1,940 |
| 지배주주지분손이익(억원) | 278 | 253 | 1,103 | 1,667 | 1,940 |
| EBITDA | 1,535 | 1,445 | 2,837 | 3,000 | 3,332 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 1,023 | 967 | 1,850 | 2,429 | 2,722 |
| 수정당기순이익 | 237 | 266 | 1,103 | 1,667 | 1,940 |
| 증감률(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 14.3 | 8.0 | 17.5 | 10.4 | 7.9 |
| 영업이익(보고) | 2.4 | -7.4 | 186.1 | 7.0 | 13.9 |
| 영업이익(핵심) | 2.4 | -7.4 | 186.1 | 7.0 | 13.9 |
| EBITDA | 1.5 | -5.8 | 96.3 | 5.7 | 11.1 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 50.6 | -9.1 | 336.4 | 51.1 | 16.4 |
| EPS | 50.6 | -9.1 | 336.4 | 51.1 | 16.4 |
| 수정순이익 | 17.2 | 12.6 | 314.3 | 51.1 | 16.4 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 1,144 | 1,996 | 1,483 | 2,148 | 2,486 |
| 당기순이익 | 278 | 253 | 1,103 | 1,667 | 1,940 |
| 감가상각비 | 605 | 581 | 623 | 627 | 638 |
| 무형자산상각비 | 140 | 133 | 123 | 135 | 144 |
| 외환손익 | 8 | 4 | 50 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 31 | 45 | 0 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | 8 | -6 | -6 |
| 영업활동자산부채 증감 | -291 | 588 | -492 | -275 | -230 |
| 기타 | 372 | 391 | 67 | 0 | 0 |
| 투자활동현금흐름 | 1,458 | -1,633 | -1,249 | -1,026 | -1,000 |
| 투자자산의 처분 | 1,807 | -1,035 | -152 | -110 | -84 |
| 유형자산의 처분 | 2 | 44 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -668 | -649 | -778 | -750 | -750 |
| 무형자산의 처분 | 7 | 7 | -166 | -166 | -166 |
| 기타 | 311 | 0 | -153 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | -2,363 | 941 | -2,160 | -1,261 | -1,541 |
| 단기차입금의 증가 | -983 | -1,201 | -118 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | 0 | 2,491 | -1,995 | -1,153 | -1,430 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -138 | -133 | -133 | -133 | -133 |
| 기타 | -1,242 | -216 | 86 | 26 | 22 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 208 | 1,278 | -1,926 | -139 | -56 |
| 기초현금및현금성자산 | 3,258 | 3,467 | 4,744 | 2,818 | 2,679 |
| 기말현금및현금성자산 | 3,467 | 4,744 | 2,818 | 2,679 | 2,624 |
| Gross Cash Flow | 1,435 | 1,407 | 1,975 | 2,423 | 2,716 |
| Op Free Cash Flow | 212 | 1,074 | 880 | 1,267 | 1,569 |

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 10,791 | 11,984 | 12,722 | 13,611 | 14,415 |
| 현금및현금성자산 | 3,467 | 4,744 | 2,818 | 2,679 | 2,624 |
| 유동금융자산 | 5 | 35 | 146 | 161 | 174 |
| 매출채권및유동채권 | 2,607 | 2,207 | 2,722 | 3,004 | 3,240 |
| 재고자산 | 4,713 | 4,998 | 7,036 | 7,767 | 8,378 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 9,618 | 10,515 | 10,316 | 10,724 | 11,065 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 1,004 | 1,942 | 1,477 | 1,630 | 1,758 |
| 투자자산 | 1,031 | 1,127 | 1,160 | 1,261 | 1,339 |
| 유형자산 | 7,069 | 6,931 | 6,969 | 7,092 | 7,205 |
| 무형자산 | 482 | 438 | 481 | 511 | 533 |
| 기타비유동자산 | 32 | 76 | 230 | 230 | 230 |
| 자산총계 | 20,410 | 22,499 | 23,038 | 24,336 | 25,480 |
| 유동부채 | 7,399 | 9,101 | 10,027 | 10,745 | 11,443 |
| 매입채무및기타유동채무 | 5,701 | 6,677 | 7,970 | 8,798 | 9,490 |
| 단기차입금 | 526 | 216 | 98 | 98 | 98 |
| 유동성장기차입금 | 1,000 | 2,000 | 1,500 | 1,347 | 1,317 |
| 기타유동부채 | 172 | 208 | 458 | 502 | 539 |
| 비유동부채 | 6,395 | 6,717 | 5,359 | 4,405 | 3,043 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 296 | 142 | 193 | 213 | 230 |
| 사채및장기차입금 | 5,989 | 6,486 | 4,991 | 3,991 | 2,591 |
| 기타비유동부채 | 110 | 90 | 175 | 201 | 222 |
| 부채총계 | 13,794 | 15,818 | 15,386 | 15,150 | 14,487 |
| 자본금 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 주식발행초과금 | 1,033 | 1,033 | 1,033 | 1,033 | 1,033 |
| 이익잉여금 | 3,713 | 3,816 | 4,786 | 6,320 | 8,128 |
| 기타자본 | -131 | -174 | -174 | -174 | -174 |
| 지배주주지분자본총계 | 6,615 | 6,675 | 7,645 | 9,180 | 10,987 |
| 비지배주주지분자본총계 | 0 | 7 | 7 | 6 | 6 |
| 자본총계 | 6,615 | 6,681 | 7,652 | 9,186 | 10,993 |
| 순차입금 | 4,044 | 3,922 | 3,624 | 2,595 | 1,208 |
| 총차입금 | 7,515 | 8,701 | 6,589 | 5,436 | 4,006 |

투자지표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 696 | 632 | 2,758 | 4,167 | 4,851 |
| BPS | 16,539 | 16,687 | 19,114 | 22,949 | 27,468 |
| 주당EBITDA | 3,836 | 3,613 | 7,094 | 7,500 | 8,329 |
| CFPS | 2,558 | 2,418 | 4,624 | 6,072 | 6,805 |
| DPS | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 69.2 | 134.3 | 27.7 | 19.7 | 16.9 |
| PBR | 2.9 | 5.1 | 4.0 | 3.6 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 15.1 | 26.0 | 12.0 | 11.7 | 10.1 |
| PCFR | 18.8 | 35.1 | 16.5 | 13.5 | 12.1 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 2.1 | 1.8 | 4.4 | 4.3 | 4.5 |
| 영업이익률(핵심) | 2.1 | 1.8 | 4.4 | 4.3 | 4.5 |
| EBITDA margin | 4.1 | 3.6 | 6.0 | 5.8 | 5.9 |
| 순이익률 | 0.7 | 0.6 | 2.3 | 3.2 | 3.5 |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.0 | 3.8 | 15.4 | 19.8 | 19.2 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 3.9 | 4.3 | 16.1 | 16.5 | 18.1 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 208.5 | 236.7 | 201.1 | 164.9 | 131.8 |
| 순차입금비율 | 61.1 | 58.7 | 47.4 | 28.3 | 11.0 |
| 이자보상배율(배) | 2.4 | 3.3 | 11.3 | 14.6 | 22.6 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 15.9 | 16.7 | 19.1 | 18.2 | 18.0 |
| 재고자산회전율 | 7.9 | 8.3 | 7.8 | 7.0 | 7.0 |
| 매입채무회전율 | 7.6 | 6.5 | 6.4 | 6.2 | 6.1 |



BUY(Initiate)

주가(2/28) 285,500원

목표주가 350,000원

백화점은 약해진 매크로 모멘텀과 인천 터미널점 종료 영향으로 올해 실적 모멘텀 둔화가 불가피하지만, 면세점의 업황은 예상보다 좋은 상황이다. 이미 면세점은 동사에게 오프라인 백화점 못지 않은 중요한 사업으로 확대된 상황이다. 이러한 사업구조의 다각화는 중장기적으로 동사의 밸류에이션 레벨 상승에도 긍정적이다. 동사에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 35만원을 제시한다.

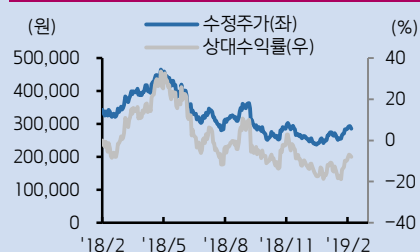
Stock Data

| | | |
|--------------|----------|--------------|
| KOSPI (2/28) | | 2,195.44pt |
| 시가총액 | | 28,108억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 465,500원 | 236,500원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -38.67% | 20.72% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 4.0% 3.1% |
| | 6M | -9.7% -5.2% |
| | 1Y | -16.8% -8.0% |

Company Data

| | | |
|-------------|----------|-------|
| 발행주식수 | 9,845천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 80천주 | |
| 외국인 지분율 | 28.13% | |
| 배당수익률(18.E) | 0.78% | |
| BP (18.E) | 334,692원 | |
| 주요 주주 | 이명희 외 2인 | 28.1% |
| | 국민연금공단 | 13.2% |

Price Trend



백화점에서 면세점으로

>>> 인천터미널점 종료는 아쉽지만

백화점은 1) 약해진 매크로 모멘텀과 2) 인천터미널점 종료 영향으로 인해, 19년 영업이익은 전년 대비 감소할 가능성이 높다. 하지만, 지역 1번점 전략과 대형 점포 위주의 운영으로 기존점 성장률은 경쟁사 대비 양호할 것으로 판단된다(SSG +3% 전망).

>>> 백화점에서 면세점으로

이러한 백화점 사업의 정체는 면세점 사업의 확장으로 극복될 전망이다. 올해 면세점 매출은 백화점 오프라인 매출 수준과 유사한 레벨로 올라설 전망이다. 견조한 타이공 수요와 중국인 인바운드 회복으로 명동점 매출은 +11% 정도 성장할 것으로 기대되고, 인천공항과 강남점은 올해 온기로 반영되면서, 작년 대비 각각 4,000억원, 1,500억원 이상 매출이 증가할 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 35만원

본업인 백화점의 실적 모멘텀은 올해 둔화가 불가피하다. 하지만, 면세점 사업으로의 확장을 통해, 사업구조가 다각화 되고 있다. 더불어, 예상보다 양호한 타이공 수요와 중국인 단체관광객 회복 기대감도 긍정적이다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 29,475 | 38,714 | 51,857 | 60,079 | 63,707 |
| 보고영업이익(억원) | 2,514 | 3,457 | 3,974 | 4,280 | 4,890 |
| 핵심영업이익(억원) | 2,514 | 3,457 | 3,974 | 4,280 | 4,890 |
| EBITDA(억원) | 4,601 | 6,148 | 6,913 | 7,248 | 7,918 |
| 세전이익(억원) | 4,154 | 2,914 | 3,548 | 4,003 | 4,730 |
| 순이익(억원) | 3,234 | 2,136 | 2,849 | 3,034 | 3,586 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 2,271 | 1,823 | 2,390 | 2,464 | 2,897 |
| EPS(원) | 23,071 | 18,513 | 24,273 | 25,030 | 29,431 |
| 증감율(%YoY) | -43.5 | -19.8 | 31.1 | 3.1 | 17.6 |
| PER(배) | 7.6 | 16.2 | 10.5 | 11.4 | 9.7 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA(배) | 10.9 | 9.6 | 8.4 | 8.2 | 7.2 |
| 보고영업이익률(%) | 8.5 | 8.9 | 7.7 | 7.1 | 7.7 |
| 핵심영업이익률(%) | 8.5 | 8.9 | 7.7 | 7.1 | 7.7 |
| ROE(%) | 7.4 | 4.4 | 5.8 | 6.1 | 6.8 |
| 순부채비율(%) | 54.3 | 49.9 | 58.0 | 48.0 | 41.1 |

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018P | 2019E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 총매출액 | 2,004.0 | 2,019.7 | 2,176.8 | 2,505.3 | 2,302.5 | 2,274.2 | 2,281.2 | 2,533.6 | 7,366.9 | 8,705.8 | 9,391.4 |
| (YoY) | 13.2% | 18.8% | 20.0% | 20.3% | 14.9% | 12.6% | 4.8% | 1.1% | 26.2% | 18.2% | 7.9% |
| 별도기준 | 1,180.7 | 1,088.7 | 1,060.8 | 1,220.6 | 981.9 | 972.6 | 972.2 | 1,116.8 | 4,634.2 | 4,550.8 | 4,043.4 |
| (YoY) | 4.2% | -2.0% | -3.8% | -5.2% | -16.8% | -10.7% | -8.4% | -8.5% | 4.6% | -1.8% | -11.1% |
| 신세계동대구 | 117.5 | 113.8 | 119.4 | 144.1 | 121.0 | 117.2 | 122.9 | 148.4 | 465.5 | 494.7 | 509.6 |
| (YoY) | 1.6% | 8.1% | 8.4% | 7.2% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | | 6.3% | 3.0% |
| 신세계인터내셔널 | 304.4 | 283.4 | 311.8 | 363.1 | 336.0 | 311.2 | 339.6 | 405.0 | 1,102.5 | 1,262.7 | 1,391.8 |
| (YoY) | 11.8% | 18.3% | 16.0% | 12.7% | 10.4% | 9.8% | 8.9% | 11.5% | 8.0% | 14.5% | 10.2% |
| 까사미아 | | 31.0 | 24.0 | 26.5 | 27.2 | 31.3 | 24.2 | 26.8 | | 81.5 | 109.5 |
| (YoY) | | | | | | 1.0% | 1.0% | 1.0% | | | 34.4% |
| 센트럴시티 | 45.0 | 47.0 | 57.0 | 68.4 | 63.0 | 63.0 | 64.0 | 68.4 | 257.0 | 217.4 | 258.4 |
| (YoY) | -28.6% | -25.4% | -10.9% | 2.1% | 40.0% | 34.0% | 12.3% | 0.0% | 56.7% | -15.4% | 18.9% |
| 신세계 DF | 423.2 | 557.2 | 708.9 | 814.2 | 849.3 | 866.2 | 848.9 | 869.5 | 1,164.7 | 2,503.6 | 3,433.9 |
| (YoY) | 69.8% | 130.7% | 111.5% | 140.3% | 100.7% | 55.5% | 19.8% | 6.8% | 275.6% | 114.9% | 37.2% |
| 기타 및 연결조정 | -66.8 | -101.5 | -105.0 | -131.7 | -75.8 | -87.4 | -90.7 | -101.3 | -257.1 | -404.9 | -355.2 |
| 영업이익 | 113.3 | 79.8 | 70.2 | 134.1 | 97.9 | 76.1 | 93.7 | 160.4 | 345.7 | 397.4 | 428.0 |
| (YoY) | 45.9% | 93.1% | -5.5% | -12.0% | -13.6% | -4.6% | 33.4% | 19.6% | 37.5% | 14.9% | 7.7% |
| (총매출액 대비%) | 5.7% | 3.9% | 3.2% | 5.4% | 4.3% | 3.3% | 4.1% | 6.3% | 4.7% | 4.6% | 4.6% |
| 별도기준 | 59.2 | 42.0 | 47.0 | 94.1 | 49.6 | 35.0 | 38.9 | 89.3 | 219.8 | 242.3 | 212.7 |
| (YoY) | 13.7% | 15.9% | 18.4% | 2.5% | -16.2% | -16.6% | -17.2% | -5.2% | 11.1% | 10.2% | -12.2% |
| (총매출액 대비%) | 5.0% | 3.9% | 4.4% | 7.7% | 5.1% | 3.6% | 4.0% | 8.0% | 4.7% | 5.3% | 5.3% |
| 신세계동대구 | 1.9 | -0.5 | 2.3 | 7.0 | 2.5 | 0.1 | 3.0 | 9.6 | -7.9 | 10.7 | 15.3 |
| (총매출액 대비%) | 1.6% | -0.4% | 2.0% | 4.9% | 2.1% | 0.1% | 2.5% | 6.5% | -1.7% | 2.2% | 3.0% |
| 신세계인터내셔널 | 11.8 | 14.3 | 11.5 | 17.9 | 18.6 | 20.5 | 17.0 | 30.2 | 25.4 | 55.5 | 86.3 |
| (총매출액 대비%) | 3.9% | 5.0% | 3.7% | 4.9% | 5.5% | 6.6% | 5.0% | 7.4% | 2.3% | 4.4% | 6.2% |
| 까사미아 | | 3.0 | -1.0 | -3.1 | 1.8 | 3.0 | -1.0 | -3.1 | | -1.1 | 0.8 |
| (총매출액 대비%) | | 9.7% | -4.2% | -11.7% | 6.8% | 9.6% | -4.1% | -11.5% | | -1.3% | 0.7% |
| 센트럴시티 | 16.0 | 5.0 | 17.0 | 25.9 | 23.0 | 12.0 | 24.0 | 25.9 | 93.0 | 63.9 | 84.9 |
| (총매출액 대비%) | 35.6% | 10.6% | 29.8% | 37.9% | 36.5% | 19.0% | 37.5% | 37.9% | 36.2% | 29.4% | 32.9% |
| 신세계 DF | 23.6 | 22.6 | -3.2 | -5.3 | 1.7 | 12.0 | 15.1 | 10.9 | 15.0 | 37.8 | 39.7 |
| (총매출액 대비%) | 5.6% | 4.1% | -0.5% | -0.7% | 0.2% | 1.4% | 1.8% | 1.3% | 1.3% | 1.5% | 1.2% |
| 기타 및 연결조정 | 0.7 | -6.6 | -3.4 | -2.4 | 0.7 | -6.6 | -3.4 | -2.4 | 0.4 | -11.7 | -11.7 |
| 세전이익 | 106.3 | 66.0 | 54.5 | 128.0 | 95.8 | 67.1 | 85.2 | 152.3 | 291.4 | 354.8 | 400.3 |
| 당기순이익 | 84.2 | 52.1 | 38.0 | 110.6 | 72.6 | 50.8 | 64.6 | 115.4 | 213.6 | 284.9 | 303.4 |
| 지배주주순이익 | 75.8 | 50.1 | 28.5 | 84.6 | 60.7 | 45.1 | 51.6 | 89.1 | 182.3 | 239.0 | 246.4 |
| (YoY) | 203.9% | 4.6% | -27.5% | 20.7% | -20.0% | -10.0% | 80.7% | 5.4% | -19.8% | 31.1% | 3.1% |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 목표주가 산출 내역

| | | |
|---------------|---------|---------------------------------|
| EPS(원) | 27,230 | '19E EPS * 50% + '20E EPS * 50% |
| Target PER(배) | 13 | 최근 1년 FW12M PER 중단 |
| 목표주가(원) | 350,000 | 만원 이하 반올림 |

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 29,475 | 38,714 | 51,857 | 60,079 | 63,707 |
| 매출원가 | 10,574 | 15,594 | 22,916 | 28,162 | 29,853 |
| 매출총이익 | 18,901 | 23,121 | 28,941 | 31,916 | 33,854 |
| 판매비및일반관리비 | 16,387 | 19,664 | 24,967 | 27,637 | 28,964 |
| 영업이익(보고) | 2,514 | 3,457 | 3,974 | 4,280 | 4,890 |
| 영업이익(핵심) | 2,514 | 3,457 | 3,974 | 4,280 | 4,890 |
| 영업외손익 | 1,640 | -543 | -426 | -277 | -160 |
| 이자수익 | 176 | 125 | 106 | 108 | 115 |
| 배당금수익 | 84 | 54 | 89 | 75 | 74 |
| 외환이익 | 111 | 312 | 155 | 200 | 200 |
| 이자비용 | 631 | 762 | 789 | 720 | 662 |
| 외환손실 | 122 | 80 | 227 | 200 | 200 |
| 관계기업지분법손익 | 1,869 | 211 | 201 | 200 | 250 |
| 투자및기타자산처분손익 | -25 | 270 | -124 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 122 | -574 | 158 | 0 | 0 |
| 기타 | 57 | -99 | 7 | 60 | 64 |
| 법인세차감전이익 | 4,154 | 2,914 | 3,548 | 4,003 | 4,730 |
| 법인세비용 | 921 | 777 | 699 | 969 | 1,145 |
| 유효법인세율 (%) | 22.2% | 26.7% | 19.7% | 24.2% | 24.2% |
| 당기순이익 | 3,234 | 2,136 | 2,849 | 3,034 | 3,586 |
| 지배주주지분손이익(억원) | 2,271 | 1,823 | 2,390 | 2,464 | 2,897 |
| EBITDA | 4,601 | 6,148 | 6,913 | 7,248 | 7,918 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 5,321 | 4,827 | 5,788 | 6,002 | 6,613 |
| 수정당기순이익 | 3,158 | 2,359 | 2,822 | 3,034 | 3,586 |
| 증감률(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 15.0 | 31.3 | 33.9 | 15.9 | 6.0 |
| 영업이익(보고) | -4.1 | 37.5 | 14.9 | 7.7 | 14.3 |
| 영업이익(핵심) | -4.1 | 37.5 | 14.9 | 7.7 | 14.3 |
| EBITDA | 5.2 | 33.6 | 12.4 | 4.8 | 9.2 |
| 지배주주지분 당기순이익 | -43.5 | -19.8 | 31.1 | 3.1 | 17.6 |
| EPS | -43.5 | -19.8 | 31.1 | 3.1 | 17.6 |
| 수정순이익 | 69.7 | -25.3 | 19.6 | 7.5 | 18.2 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 3,594 | 3,574 | -1,466 | 8,361 | 6,401 |
| 당기순이익 | 3,234 | 2,136 | 2,849 | 3,034 | 3,586 |
| 감가상각비 | 1,933 | 2,520 | 2,748 | 2,776 | 2,838 |
| 무형자산상각비 | 154 | 171 | 191 | 193 | 190 |
| 외환손익 | 41 | -172 | 73 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 273 | 359 | 124 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -237 | -211 | -201 | -200 | -250 |
| 영업활동자산부채 증감 | 270 | -1,425 | -1,963 | 2,568 | 113 |
| 기타 | -2,073 | 196 | -5,287 | -10 | -75 |
| 투자활동현금흐름 | -8,956 | -2,646 | -3,112 | -4,860 | -4,741 |
| 투자자산의 처분 | -716 | 785 | 1,711 | -380 | -261 |
| 유형자산의 처분 | 1,276 | 431 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -7,926 | -3,956 | -4,635 | -4,300 | -4,300 |
| 무형자산의 처분 | -73 | -33 | -180 | -180 | -180 |
| 기타 | -1,518 | 127 | -8 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 5,703 | 44 | 6,191 | -3,049 | -1,848 |
| 단기차입금의 증가 | -2,902 | -354 | 5,408 | -2,800 | -1,300 |
| 장기차입금의 증가 | 8,883 | 518 | 294 | -84 | -1,000 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -296 | -357 | -123 | -197 | -197 |
| 기타 | 18 | 236 | 611 | 31 | 649 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 340 | 972 | 1,613 | 451 | -188 |
| 기초현금및현금성자산 | 443 | 783 | 1,755 | 3,368 | 3,819 |
| 기말현금및현금성자산 | 783 | 1,755 | 3,368 | 3,819 | 3,631 |
| Gross Cash Flow | 3,324 | 4,999 | 496 | 5,793 | 6,288 |
| Op Free Cash Flow | -3,685 | -188 | -648 | 4,301 | 2,367 |

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 9,875 | 12,691 | 18,482 | 20,060 | 20,853 |
| 현금및현금성자산 | 783 | 1,755 | 3,368 | 3,819 | 3,631 |
| 유동금융자산 | 280 | 310 | 308 | 421 | 446 |
| 매출채권및유동채권 | 4,524 | 5,739 | 4,972 | 5,270 | 5,588 |
| 재고자산 | 3,926 | 4,639 | 9,187 | 9,769 | 10,359 |
| 기타유동비금융자산 | 362 | 249 | 647 | 781 | 828 |
| 비유동자산 | 89,670 | 88,826 | 90,852 | 93,334 | 95,710 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 5,062 | 4,740 | 5,595 | 6,008 | 6,371 |
| 투자자산 | 15,101 | 14,568 | 13,156 | 13,713 | 14,274 |
| 유형자산 | 66,256 | 66,322 | 67,697 | 69,221 | 70,683 |
| 무형자산 | 3,043 | 2,965 | 4,288 | 4,276 | 4,266 |
| 기타비유동자산 | 208 | 232 | 116 | 116 | 116 |
| 자산총계 | 99,545 | 101,517 | 109,335 | 113,394 | 116,563 |
| 유동부채 | 24,350 | 28,921 | 32,591 | 33,624 | 33,703 |
| 매입채무및기타유동채무 | 16,095 | 15,611 | 18,798 | 22,671 | 24,041 |
| 단기차입금 | 2,916 | 2,529 | 7,937 | 5,137 | 3,837 |
| 유동성장기차입금 | 4,648 | 10,056 | 5,159 | 5,075 | 5,075 |
| 기타유동부채 | 691 | 725 | 696 | 740 | 749 |
| 비유동부채 | 28,266 | 23,401 | 28,473 | 28,583 | 28,284 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 935 | 873 | 786 | 865 | 917 |
| 사채및장기차입금 | 18,965 | 14,032 | 18,579 | 18,579 | 17,579 |
| 기타비유동부채 | 8,366 | 8,497 | 9,108 | 9,139 | 9,788 |
| 부채총계 | 52,616 | 52,322 | 61,063 | 62,206 | 61,986 |
| 자본금 | 492 | 492 | 492 | 492 | 492 |
| 주식발행초과금 | 724 | 724 | 724 | 724 | 724 |
| 이익잉여금 | 21,000 | 22,460 | 24,617 | 26,947 | 29,709 |
| 기타자본 | 6,952 | 7,368 | 7,117 | 7,117 | 7,117 |
| 지배주주지분자본총계 | 32,341 | 34,218 | 32,951 | 35,281 | 38,043 |
| 비지배주주지분자본총계 | 14,588 | 14,978 | 15,320 | 15,907 | 16,534 |
| 자본총계 | 46,929 | 49,195 | 48,271 | 51,188 | 54,577 |
| 순차입금 | 25,466 | 24,552 | 27,999 | 24,552 | 22,414 |
| 총차입금 | 26,529 | 26,616 | 31,675 | 28,792 | 26,492 |

투자지표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 23,071 | 18,513 | 24,273 | 25,030 | 29,431 |
| BPS | 328,499 | 347,557 | 334,692 | 358,358 | 386,411 |
| 주당EBITDA | 46,735 | 62,448 | 70,216 | 73,619 | 80,421 |
| CFPS | 54,045 | 49,032 | 58,792 | 60,696 | 67,172 |
| DPS | 1,250 | 1,250 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 7.6 | 16.2 | 10.5 | 11.4 | 9.7 |
| PBR | 0.5 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 10.9 | 9.6 | 8.4 | 8.2 | 7.2 |
| PCFR | 3.3 | 6.1 | 4.4 | 4.7 | 4.3 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 8.5 | 8.9 | 7.7 | 7.1 | 7.7 |
| 영업이익률(핵심) | 8.5 | 8.9 | 7.7 | 7.1 | 7.7 |
| EBITDA margin | 15.6 | 15.9 | 13.3 | 12.1 | 12.4 |
| 순이익률 | 11.0 | 5.5 | 5.5 | 5.1 | 5.6 |
| 자기자본이익률(ROE) | 7.4 | 4.4 | 5.8 | 6.1 | 6.8 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 3.5 | 3.9 | 4.8 | 4.8 | 5.4 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 112.1 | 106.4 | 126.5 | 121.5 | 113.6 |
| 순차입금비율 | 54.3 | 49.9 | 58.0 | 48.0 | 41.1 |
| 이자보상배율(배) | 4.0 | 4.5 | 5.0 | 5.9 | 7.4 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 8.6 | 7.5 | 9.7 | 11.7 | 11.7 |
| 재고자산회전율 | 8.7 | 9.0 | 7.5 | 6.3 | 6.3 |
| 매입채무회전율 | 2.1 | 2.4 | 3.0 | 2.9 | 2.7 |

현대백화점 (069960)



Outperform(Initiate)

주가(2/28) 96,800원

목표주가 108,000원

현대백화점은 총매출에서 백화점의 비중이 94%, 면세점의 비중이 6% 수준이다. 면세점에 대한 우려가 해소되고 있기는 하지만, 백화점 업황 개선 없이는 전사 실적 모멘텀이 강하기 어려운 구조이다. 다만, 우려 보다 견조한 타이공 수요와 중국인 단체관광객 회복 기대감을 감안 하면, 20년부터는 면세점 사업의 수익성 개선을 기대할만하다. 동사에 대해 투자 의견 Outperform, 목표주가 10.8만원 을 제시한다.

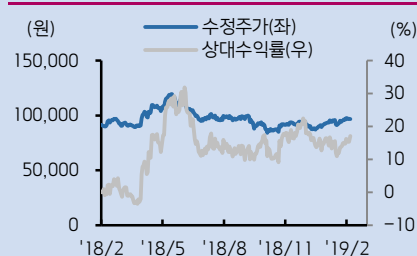
Stock Data

| | | |
|--------------|----------|------------|
| KOSPI (2/28) | | 2,195.44pt |
| 시가총액 | | 22,654억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 119,500원 | 84,200원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -19.00% | 14.96% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | 1.1% 0.3% |
| | 6M | -2.7% 2.1% |
| | 1Y | 5.9% 17.1% |

Company Data

| | | |
|-------------|----------|-------|
| 발행주식수 | 23,402천주 | |
| 일평균 거래량(3M) | 71천주 | |
| 외국인 지분율 | 31.63% | |
| 배당수익률(18.E) | 1.00% | |
| BP (18.E) | 176.613원 | |
| 주요 주주 | 정지선 외 3인 | 36.1% |
| | 국민연금공단 | 11.3% |

Price Trend



면세점이라는 아직 작은 씨앗

>>> 백화점 업황 개선은 제한적

가계 구매력과 부동산 자산 효과 측면에서 19년도 백화점 업황은 18년 대비 다소 둔화가 불가피하다(SSG +2% 전망). 동사는 20년도에 아울렛 출점을 준비하고 있기 때문에, 점포 출점에 따른 매출 및 이익의 성장은 21년도부터 기대할 수 있을 것이다.

>>> 면세점이라는 아직 작은 씨앗

동사의 총매출에서 면세점 비중은 아직 6% 수준에 불과하다. 본업인 백화점의 실적 개선 없이는 전사 실적이 개선되기는 아직 어려운 구조이다. 18년 11월에 오픈한 무역센터 면세점도 초기 알선수수료 지급과 점포 정상화 기간을 감안한다면, 19년에 -550억원 내외의 영업적자가 불가피하다. 다만, 최근 중국 타이공 수요가 예상보다 견조하고, 중국인 단체관광객 회복 기대감이 유효하기 때문에, 20년부터는 연간 영업적자의 축소가 가능할 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 10.8만원

현대백화점에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 10.8만원을 제시한다. 백화점 업황 개선은 제한적이지만, 한국 면세점 시장 수요는 우려 보다 견조한 편이다. 면세점이 전사 매출에서 차지하는 비중은 아직 작지만, 점차 비중이 확대되고, 20년부터는 수익성 개선도 가능할 것으로 기대된다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(억원) | 18,318 | 18,481 | 18,622 | 21,104 | 22,407 |
| 보고영업이익(억원) | 3,832 | 3,937 | 3,567 | 3,585 | 4,025 |
| 핵심영업이익(억원) | 3,832 | 3,937 | 3,567 | 3,585 | 4,025 |
| EBITDA(억원) | 5,267 | 5,365 | 5,101 | 5,138 | 5,614 |
| 세전이익(억원) | 4,359 | 4,456 | 3,983 | 3,926 | 4,396 |
| 순이익(억원) | 3,211 | 3,022 | 2,874 | 2,847 | 3,257 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 2,758 | 2,537 | 2,390 | 2,353 | 2,713 |
| EPS(원) | 11,784 | 10,841 | 10,212 | 10,055 | 11,593 |
| 증감율(%YoY) | 14.5 | -8.0 | -5.8 | -1.5 | 15.3 |
| PER(배) | 9.2 | 9.6 | 8.9 | 9.6 | 8.4 |
| PBR(배) | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA(배) | 6.4 | 6.1 | 5.0 | 5.3 | 4.6 |
| 보고영업이익률(%) | 20.9 | 21.3 | 19.2 | 17.0 | 18.0 |
| 핵심영업이익률(%) | 20.9 | 21.3 | 19.2 | 17.0 | 18.0 |
| ROE(%) | 7.7 | 6.8 | 6.1 | 5.7 | 6.2 |
| 순부채비율(%) | 9.4 | 7.3 | 0.4 | -0.4 | -2.4 |

현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018P | 2019E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 총매출액 | 1,432.4 | 1,391.6 | 1,374.2 | 1,680.7 | 1,541.7 | 1,508.6 | 1,499.3 | 1,745.7 | 5,752.0 | 5,878.8 | 6,295.4 |
| (YoY) | -1.5% | 2.3% | 2.0% | 5.6% | 7.6% | 8.4% | 9.1% | 3.9% | 1.4% | 2.2% | 7.1% |
| 별도기준 | 1,038.4 | 1,014.4 | 999.1 | 1,166.6 | 1,059.2 | 1,034.7 | 1,019.0 | 1,190.0 | 4,160.4 | 4,218.5 | 4,302.9 |
| (YoY) | -1.0% | 2.8% | 2.3% | 1.6% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 1.1% | 1.4% | 2.0% |
| 한무쇼핑 | 413.6 | 396.5 | 395.1 | 469.7 | 421.8 | 404.4 | 403.0 | 479.1 | 1,672.1 | 1,674.8 | 1,708.3 |
| (YoY) | -3.1% | 1.0% | 1.9% | 1.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 1.9% | 0.2% | 2.0% |
| 현대백화점면세점 | | | | 70.0 | 80.8 | 89.3 | 97.8 | 102.9 | | 70.0 | 370.6 |
| (YoY) | | | | | | | | 46.9% | | | 429.4% |
| 기타 및 연결조정 | -19.6 | -19.3 | -20.0 | -25.6 | -20.1 | -19.7 | -20.4 | -26.1 | -80.5 | -84.5 | -86.4 |
| 순매출액 | 451.9 | 442.3 | 437.0 | 531.0 | 506.9 | 507.3 | 512.2 | 584.0 | 1,848.1 | 1,862.2 | 2,110.4 |
| (YoY) | -8.7% | 1.5% | 3.5% | 7.3% | 12.2% | 14.7% | 17.2% | 10.0% | 0.9% | 0.8% | 13.3% |
| 매출총이익 | 365.8 | 362.9 | 355.2 | 427.8 | 392.3 | 395.6 | 400.1 | 462.8 | 1,536.2 | 1,511.7 | 1,650.8 |
| (총매출액 대비%) | 25.5% | 26.1% | 25.9% | 25.5% | 25.4% | 26.2% | 26.7% | 26.5% | 26.7% | 25.7% | 26.2% |
| 판매비 | 263.0 | 287.6 | 275.3 | 329.2 | 301.1 | 328.5 | 318.6 | 344.2 | 1,966.4 | 2,496.7 | 2,763.7 |
| (YoY) | -1.3% | -3.1% | -1.4% | 9.8% | 14.5% | 14.2% | 15.7% | 4.6% | 20.0% | 27.0% | 10.7% |
| (총매출액 대비%) | 18.4% | 20.7% | 20.0% | 19.6% | 19.5% | 21.8% | 21.2% | 19.7% | 34.2% | 42.5% | 43.9% |
| 영업이익 | 102.8 | 75.3 | 79.9 | 98.7 | 91.2 | 67.1 | 81.5 | 118.6 | 393.7 | 356.7 | 358.5 |
| (YoY) | -25.8% | 9.1% | 14.9% | -15.4% | -11.2% | -10.8% | 2.1% | 20.2% | 2.7% | -9.4% | 0.5% |
| (총매출액 대비%) | 7.2% | 5.4% | 5.8% | 5.9% | 5.9% | 4.5% | 5.4% | 6.8% | 6.8% | 6.1% | 5.7% |
| 세전이익 | 125.4 | 66.2 | 92.3 | 114.3 | 101.1 | 75.2 | 89.6 | 126.7 | 445.6 | 398.3 | 392.6 |
| 당기순이익 | 91.3 | 48.7 | 65.8 | 81.6 | 72.4 | 53.7 | 65.5 | 93.2 | 302.2 | 287.4 | 284.7 |
| 자배주순이익 | 78.7 | 39.7 | 54.5 | 66.1 | 59.4 | 44.5 | 53.6 | 77.9 | 253.7 | 239.0 | 235.3 |
| (YoY) | -23.6% | -23.8% | 9.6% | 35.3% | -24.5% | 12.0% | -1.6% | 17.7% | -8.0% | -5.8% | -1.5% |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

현대백화점 목표주가 산출 내역

| | | |
|---------------|----------------|---------------------------------|
| EPS(원) | 10,824 | '19E EPS * 50% + '20E EPS * 50% |
| Target PER(배) | 10 | 최근 1년 FW12M PER 상단 |
| 목표주가(원) | 108,000 | 천원 이하 반올림 |

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 18,318 | 18,481 | 18,622 | 21,104 | 22,407 |
| 매출원가 | 3,152 | 3,119 | 3,505 | 4,596 | 5,068 |
| 매출총이익 | 15,166 | 15,362 | 15,117 | 16,508 | 17,339 |
| 판매비및일반관리비 | 11,334 | 11,426 | 11,551 | 12,923 | 13,314 |
| 영업이익(보고) | 3,832 | 3,937 | 3,567 | 3,585 | 4,025 |
| 영업이익(핵심) | 3,832 | 3,937 | 3,567 | 3,585 | 4,025 |
| 영업외손익 | 527 | 519 | 416 | 341 | 371 |
| 이자수익 | 91 | 74 | 138 | 114 | 121 |
| 배당금수익 | 15 | 25 | 28 | 19 | 20 |
| 외환이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이자비용 | 162 | 123 | 155 | 112 | 90 |
| 외환손실 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업지분법손익 | 387 | 474 | 193 | 320 | 320 |
| 투자및기타자산처분손익 | -26 | -12 | -5 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 0 | -5 | 1 | 0 | 0 |
| 기타 | 222 | 85 | 215 | 0 | 0 |
| 법인세차감전이익 | 4,359 | 4,456 | 3,983 | 3,926 | 4,396 |
| 법인세비용 | 1,148 | 1,433 | 1,109 | 1,079 | 1,140 |
| 유효법인세율 (%) | 26.3% | 32.2% | 27.8% | 27.5% | 25.9% |
| 당기순이익 | 3,211 | 3,022 | 2,874 | 2,847 | 3,257 |
| 지배주주지분손이익(억원) | 2,758 | 2,537 | 2,390 | 2,353 | 2,713 |
| EBITDA | 5,267 | 5,365 | 5,101 | 5,138 | 5,614 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 4,646 | 4,450 | 4,408 | 4,400 | 4,845 |
| 수정당기순이익 | 3,230 | 3,034 | 2,877 | 2,847 | 3,257 |
| 증감률(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 10.6 | 0.9 | 0.8 | 13.3 | 6.2 |
| 영업이익(보고) | 5.6 | 2.7 | -9.4 | 0.5 | 12.3 |
| 영업이익(핵심) | 5.6 | 2.7 | -9.4 | 0.5 | 12.3 |
| EBITDA | 7.6 | 1.9 | -4.9 | 0.7 | 9.3 |
| 지배주주지분 당기순이익 | 14.5 | -8.0 | -5.8 | -1.5 | 15.3 |
| EPS | 14.5 | -8.0 | -5.8 | -1.5 | 15.3 |
| 수정순이익 | 14.8 | -6.1 | -5.2 | -1.0 | 14.4 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 4,420 | 4,372 | 6,209 | 4,361 | 4,652 |
| 당기순이익 | 3,211 | 3,022 | 2,874 | 2,847 | 3,257 |
| 감가상각비 | 1,419 | 1,412 | 1,518 | 1,537 | 1,573 |
| 무형자산상각비 | 16 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 외환손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 39 | 29 | 5 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | -193 | -320 | -320 |
| 영업활동자산부채 증감 | -424 | -418 | 974 | 202 | 146 |
| 기타 | 158 | 311 | 1,015 | 78 | -19 |
| 투자활동현금흐름 | -5,244 | -1,457 | -2,715 | -4,155 | -3,751 |
| 투자자산의 처분 | -1,916 | 1,848 | -317 | -1,455 | -251 |
| 유형자산의 처분 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -3,335 | -3,144 | -2,213 | -2,700 | -3,500 |
| 무형자산의 처분 | 3 | -1 | -180 | 0 | 0 |
| 기타 | 1 | -161 | -5 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 1,084 | -2,751 | -1,894 | 14 | -981 |
| 단기차입금의 증가 | 1,390 | -2,400 | -400 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | 0 | 0 | -847 | 0 | -1,000 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -160 | -159 | -180 | -203 | -203 |
| 기타 | -147 | -192 | -467 | 217 | 222 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 260 | 164 | 1,601 | 220 | -80 |
| 기초현금및현금성자산 | 439 | 700 | 864 | 2,465 | 2,685 |
| 기말현금및현금성자산 | 700 | 864 | 2,465 | 2,685 | 2,604 |
| Gross Cash Flow | 4,844 | 4,790 | 5,235 | 4,159 | 4,506 |
| Op Free Cash Flow | 502 | 536 | 2,689 | 1,655 | 1,216 |

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 11,500 | 10,028 | 12,604 | 13,437 | 14,020 |
| 현금및현금성자산 | 700 | 864 | 2,465 | 2,685 | 2,604 |
| 유동금융자산 | 3,839 | 1,949 | 2,356 | 2,511 | 2,666 |
| 매출채권및유동채권 | 6,366 | 6,610 | 6,637 | 7,035 | 7,469 |
| 재고자산 | 596 | 605 | 1,146 | 1,206 | 1,280 |
| 기타유동비금융자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 54,372 | 57,745 | 57,298 | 60,151 | 62,539 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 347 | 488 | 618 | 675 | 717 |
| 투자자산 | 7,802 | 8,711 | 7,320 | 8,969 | 9,405 |
| 유형자산 | 45,768 | 48,106 | 48,936 | 50,099 | 52,026 |
| 무형자산 | 455 | 439 | 423 | 407 | 391 |
| 기타비유동자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자산총계 | 65,873 | 67,773 | 69,902 | 73,587 | 76,559 |
| 유동부채 | 13,255 | 17,451 | 12,932 | 13,663 | 14,368 |
| 매입채무및기타유동채무 | 9,716 | 10,507 | 11,307 | 12,060 | 12,804 |
| 단기차입금 | 1,800 | 400 | 0 | 0 | 0 |
| 유동성장기차입금 | 999 | 5,797 | 0 | 0 | 0 |
| 기타유동부채 | 741 | 747 | 1,625 | 1,604 | 1,564 |
| 비유동부채 | 9,511 | 4,145 | 8,663 | 8,866 | 8,079 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 429 | 432 | 426 | 412 | 403 |
| 사채및장기차입금 | 5,792 | 0 | 4,991 | 4,991 | 3,991 |
| 기타비유동부채 | 3,290 | 3,713 | 3,246 | 3,464 | 3,686 |
| 부채총계 | 22,767 | 21,596 | 21,595 | 22,529 | 22,448 |
| 자본금 | 1,170 | 1,170 | 1,170 | 1,170 | 1,170 |
| 주식발행초과금 | 6,121 | 6,121 | 6,121 | 6,121 | 6,121 |
| 이익잉여금 | 30,350 | 32,871 | 34,974 | 37,154 | 39,694 |
| 기타자본 | -703 | -609 | -934 | -934 | -934 |
| 지배주주지분자본총계 | 36,938 | 39,554 | 41,332 | 43,511 | 46,051 |
| 비지배주주지분자본총계 | 6,168 | 6,623 | 6,975 | 7,547 | 8,060 |
| 자본총계 | 43,106 | 46,177 | 48,307 | 51,058 | 54,112 |
| 순차입금 | 4,052 | 3,384 | 169 | -205 | -1,280 |
| 총차입금 | 8,591 | 6,197 | 4,990 | 4,991 | 3,991 |

투자지표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 11,784 | 10,841 | 10,212 | 10,055 | 11,593 |
| BPS | 157,840 | 169,016 | 176,613 | 185,926 | 196,780 |
| 주당EBITDA | 22,504 | 22,923 | 21,796 | 21,956 | 23,988 |
| CFPS | 19,853 | 19,017 | 18,837 | 18,802 | 20,704 |
| DPS | 700 | 800 | 900 | 900 | 900 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 9.2 | 9.6 | 8.9 | 9.6 | 8.4 |
| PBR | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 6.4 | 6.1 | 5.0 | 5.3 | 4.6 |
| PCFR | 5.5 | 5.5 | 4.8 | 5.1 | 4.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 20.9 | 21.3 | 19.2 | 17.0 | 18.0 |
| 영업이익률(핵심) | 20.9 | 21.3 | 19.2 | 17.0 | 18.0 |
| EBITDA margin | 28.8 | 29.0 | 27.4 | 24.3 | 25.1 |
| 순이익률 | 17.5 | 16.4 | 15.4 | 13.5 | 14.5 |
| 자기자본이익률(ROE) | 7.7 | 6.8 | 6.1 | 5.7 | 6.2 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 6.8 | 6.1 | 5.8 | 5.8 | 6.5 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 52.8 | 46.8 | 44.7 | 44.1 | 41.5 |
| 순차입금비율 | 9.4 | 7.3 | 0.4 | -0.4 | -2.4 |
| 이자보상배율(배) | 23.6 | 32.0 | 23.1 | 31.9 | 44.8 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 2.9 | 2.8 | 2.8 | 3.1 | 3.1 |
| 재고자산회전율 | 30.7 | 30.8 | 21.3 | 17.9 | 18.0 |
| 매입채무회전율 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.8 | 1.8 |

롯데쇼핑 (023530)



Outperform(Initiate)

주가(2/28) 191,000원

목표주가 210,000원

롯데쇼핑은 19년에도 백화점/할인점/슈퍼/해외 사업의 구조조정을 통해 손익의 질적 개선에 집중할 계획이다. 이러한 구조조정 이후, 대규모 손상차손이 마무리되고, Book Value가 다시 증가한다면, 동사의 PBR 밸류에이션 레벨도 상승할 수 있을 것으로 기대된다. 동사에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 21만원 을 제시한다.

Stock Data

| | | | |
|--------------|-------|------------|----------|
| KOSPI (2/28) | | 2,195.44pt | |
| 시가총액 | | 54,032억원 | |
| 52주 주가동향 | | 최고가 | 최저가 |
| | | 264,000원 | 179,000원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | | -27.65% | 6.70% |
| 주가수익률 | | 절대 | 상대 |
| 1M | -2.1% | -2.9% | |
| 6M | 3.8% | 8.9% | |
| 1Y | -7.5% | 2.3% | |

Company Data

| | |
|-------------|------------------|
| 발행주식수 | 28,289천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 72천주 |
| 외국인 지분율 | 20.15% |
| 배당수익률(18.E) | 2.46% |
| BP (18.E) | 414.145원 |
| 주요 주주 | 롯데지주 외 국민연금공단 |
| | 60.7% 5.0% |

Price Trend



정상 궤도를 찾아서

>>> 쏘 사업 구조조정에 집중

롯데쇼핑은 올해도 쏘 사업 부문의 구조조정에 집중할 계획이다. 백화점은 인천터미널점 증가 효과와 부진점 폐점 및 판관비 절감 효과(500억 내외)로 수익성 개선이 가능할 것으로 기대된다. 할인점과 슈퍼는 MD 구조조정, 점포 리뉴얼, 비용 절감을 통해 수익성 개선을 시도 하고, 해외 사업은 중국 할인점 정리로 인해 영업적자 규모의 축소가 전망된다.

>>> 정상 궤도를 찾아서

위와 같은 쏘 사업 부문의 구조조정에 힘입어, 전사 영업이익은 전년대비 +47% 증가할 전망이다. 다만, 좀 더 탄력적인 주가 상승을 위해서는, 동사의 Book Value가 증가하는 모습을 보여야 한다. 동사는 영업흑자에도 불구하고, 중단사업과 유무형자산 관련 손상차손 등으로 인해, 자본총계가 2017년에 이어 2018년에도 전년대비 감소하는 모습을 보였기 때문이다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 21만원

롯데쇼핑에 대해 투자의견 Outperform, 목표주가 21만원을 제시한다. 동사는 쏘 사업 부문의 구조조정을 통해, 손익의 질적 개선에 집중하고 있다. 이러한 개선 작업을 통해 Book Value가 다시 증가하는 모습을 보인다면, 동사의 PBR Valuation 레벨도 점차 회복될 것으로 기대 된다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원) | 241,143 | 181,799 | 178,516 | 178,448 | 178,463 |
| 보고영업이익(억원) | 7,633 | 5,299 | 4,893 | 7,132 | 7,184 |
| 핵심영업이익(억원) | 7,633 | 5,299 | 4,893 | 7,132 | 7,184 |
| EBITDA(억원) | 17,365 | 14,346 | 12,623 | 14,814 | 14,955 |
| 세전이익(억원) | 3,195 | -1,701 | -939 | 4,518 | 4,668 |
| 순이익(억원) | 2,469 | -206 | -4,644 | 3,186 | 3,293 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,682 | -1,364 | -5,428 | 2,265 | 2,351 |
| EPS(원) | 5,341 | -4,437 | -19,252 | 8,008 | 8,310 |
| 증감율(%YoY) | N/A | N/A | N/A | N/A | 3.8 |
| PER(배) | 38.0 | -44.9 | -11.0 | 23.9 | 23.0 |
| PBR(배) | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA(배) | 7.3 | 3.3 | 8.5 | 8.9 | 8.8 |
| 보고영업이익률(%) | 3.2 | 2.9 | 2.7 | 4.0 | 4.0 |
| 핵심영업이익률(%) | 3.2 | 2.9 | 2.7 | 4.0 | 4.0 |
| ROE(%) | 1.4 | -0.1 | -3.6 | 2.5 | 2.6 |
| 순부채비율(%) | 13.9 | 29.5 | 45.1 | 43.9 | 43.8 |

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018P | 2019E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 총매출액 | 5,902 | 5,926 | 6,143 | 6,133 | 6,004 | 5,985 | 6,020 | 6,246 | 24,610 | 24,104 | 24,255 |
| (YoY) | -1.9% | -0.6% | 1.8% | -6.9% | 1.7% | 1.0% | -2.0% | 1.8% | -2.9% | -2.1% | 0.6% |
| 백화점 | 2,108 | 2,005 | 1,974 | 2,388 | 2,230 | 2,089 | 1,998 | 2,441 | 8,408 | 8,475 | 8,757 |
| (YoY) | 1.6% | 0.0% | 4.0% | -1.6% | 5.8% | 4.2% | 1.2% | 2.2% | -4.7% | 0.8% | 3.3% |
| 국내 | 2,079 | 1,977 | 1,947 | 2,361 | 2,205 | 2,064 | 1,973 | 2,416 | 8,292 | 8,364 | 8,659 |
| (YoY) | 1.8% | -0.1% | 4.1% | -1.6% | 6.1% | 4.4% | 1.4% | 2.3% | -4.5% | 0.9% | 3.5% |
| 해외 | 29 | 28 | 27 | 27 | 25 | 24 | 24 | 25 | 116 | 111 | 99 |
| 할인점 | 1,781 | 1,803 | 1,905 | 1,703 | 1,752 | 1,763 | 1,823 | 1,736 | 7,635 | 7,192 | 7,074 |
| (YoY) | -12.4% | -3.3% | 0.3% | -7.5% | -1.6% | -2.2% | -4.3% | 2.0% | -9.9% | -5.8% | -1.6% |
| 국내 | 1,455 | 1,418 | 1,572 | 1,381 | 1,439 | 1,388 | 1,490 | 1,414 | 6,013 | 5,826 | 5,731 |
| (YoY) | -1.4% | -2.5% | 0.3% | -8.8% | -1.1% | -2.1% | -5.2% | 2.4% | 0.9% | -3.1% | -1.6% |
| 해외 | 326 | 385 | 333 | 322 | 313 | 375 | 333 | 322 | 1,622 | 1,366 | 1,343 |
| 전자제품 전문점 | 952 | 1,087 | 1,113 | 960 | 961 | 1,103 | 1,137 | 976 | 4,099 | 4,113 | 4,178 |
| (YoY) | 6.3% | 2.4% | -5.7% | -0.3% | 0.9% | 1.5% | 2.1% | 1.7% | 4.1% | 0.3% | 1.6% |
| 슈퍼 | 520 | 534 | 554 | 491 | 510 | 523 | 532 | 491 | 2,200 | 2,099 | 2,056 |
| (YoY) | -4.6% | -4.8% | -2.8% | -6.5% | -2.0% | -2.0% | -4.0% | 0.0% | -5.4% | -4.6% | -2.1% |
| 기타 | 540 | 497 | 598 | 590 | 551 | 507 | 531 | 601 | 2,268 | 2,225 | 2,190 |
| (YoY) | 14.9% | 6.2% | 21.8% | -28.8% | 2.0% | 2.0% | -11.2% | 1.9% | 27.5% | -1.9% | -1.6% |
| 홈쇼핑 | 240 | 230 | 218 | 258 | 248 | 237 | 224 | 266 | 963 | 946 | 975 |
| 컬처웍스 | 175 | 150 | 262 | 187 | 179 | 153 | 190 | 191 | 709 | 774 | 712 |
| 기타 | 125 | 117 | 118 | 145 | 124 | 117 | 117 | 145 | 596 | 505 | 503 |
| 영업이익 | 165 | 35 | 199 | 90 | 224 | 112 | 172 | 204 | 530 | 489 | 713 |
| (YoY) | 6.6% | -17.0% | 15.3% | -73.0% | 36.1% | 220.6% | -13.5% | 126.3% | -30.6% | -7.7% | 45.7% |
| (총매출액 대비%) | 2.8% | 0.6% | 3.2% | 1.5% | 3.7% | 1.9% | 2.9% | 3.3% | 2.2% | 2.0% | 2.9% |
| 백화점 | 143 | 57 | 89 | 136 | 155 | 68 | 83 | 186 | 396 | 425 | 492 |
| (총매출액 대비%) | 6.8% | 2.8% | 4.5% | 5.7% | 7.0% | 3.2% | 4.1% | 7.6% | 4.7% | 5.0% | 5.6% |
| 할인점 | -44 | -78 | 32 | -8 | 7 | -15 | 23 | 11 | -229 | -98 | 25 |
| (총매출액 대비%) | -2.5% | -4.3% | 1.7% | -0.5% | 0.4% | -0.9% | 1.3% | 0.7% | -3.0% | -1.4% | 0.4% |
| 전자제품 전문점 | 41 | 67 | 65 | 13 | 40 | 67 | 67 | 13 | 207 | 186 | 188 |
| (총매출액 대비%) | 4.3% | 6.2% | 5.8% | 1.4% | 4.2% | 6.1% | 5.9% | 1.4% | 5.1% | 4.5% | 4.5% |
| 슈퍼 | -10 | -14 | -16 | -23 | -13 | -12 | -9 | -6 | -3 | -63 | -39 |
| (총매출액 대비%) | -1.9% | -2.6% | -2.9% | -4.7% | -2.5% | -2.2% | -1.6% | -1.2% | -0.1% | -3.0% | -1.9% |
| 기타 | 35 | 3 | 29 | -28 | 35 | 4 | 8 | -1 | 159 | 39 | 46 |
| (총매출액 대비%) | 6.5% | 0.6% | 4.8% | -4.7% | 6.3% | 0.7% | 1.6% | -0.1% | 7.0% | 1.8% | 2.1% |
| 홈쇼핑 | 32 | 22 | 19 | 26 | 33 | 23 | 19 | 27 | 113 | 99 | 102 |
| 컬처웍스 | 7 | -6 | 26 | -2 | 7 | -6 | 5 | -2 | 29 | 25 | 4 |
| 기타 | -5 | -13 | -16 | -52 | -5 | -13 | -16 | -26 | 17 | -86 | -60 |
| 세전이익 | 59 | -192 | 160 | -121 | 140 | 51 | 75 | 186 | -170 | -94 | 451 |
| 당기순이익 | -10 | -214 | 208 | -449 | 93 | 31 | 52 | 143 | -21 | -464 | 318 |
| 지배주주순이익 | -36 | -242 | 182 | -447 | 69 | 4 | 26 | 128 | -136 | -543 | 226 |
| (YoY) | 적전 | 적지 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 흑전 | -86.0% | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 목표주가 산출 내역

| | | |
|---------------|---------|---------------------------------|
| BPS(원) | 419,484 | '19E BPS * 50% + '20E BPS * 50% |
| Target PBR(배) | 0.5 | 최근 1년 FW12M PBR 중단 |
| 목표주가(원) | 210,000 | 천원 이하 반올림 |

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 241,143 | 181,799 | 178,516 | 178,448 | 178,463 |
| 매출원가 | 162,427 | 105,437 | 103,374 | 101,885 | 101,188 |
| 매출총이익 | 78,716 | 76,362 | 75,142 | 76,563 | 77,275 |
| 판매비및일반관리비 | 71,083 | 71,064 | 70,249 | 69,432 | 70,091 |
| 영업이익(보고) | 7,633 | 5,299 | 4,893 | 7,132 | 7,184 |
| 영업이익(핵심) | 7,633 | 5,299 | 4,893 | 7,132 | 7,184 |
| 영업외손익 | -4,438 | -6,999 | -5,832 | -2,613 | -2,517 |
| 이자수익 | 720 | 859 | 980 | 988 | 988 |
| 배당금수익 | 70 | 92 | 87 | 86 | 86 |
| 외환이익 | 522 | 2,422 | 1,212 | 1,200 | 1,200 |
| 이자비용 | 2,238 | 2,437 | 2,501 | 2,496 | 2,450 |
| 외환손실 | 1,018 | 771 | 1,596 | 1,200 | 1,200 |
| 관계기업지분법손익 | 664 | 673 | 895 | 950 | 1,000 |
| 투자및기타자산처분손익 | -35 | 12 | 1 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 81 | -1,665 | 560 | 0 | 0 |
| 기타 | -3,204 | -6,183 | -5,470 | -2,141 | -2,142 |
| 법인세차감전이익 | 3,195 | -1,701 | -939 | 4,518 | 4,668 |
| 법인세비용 | 1,950 | 2,735 | 4,766 | 1,332 | 1,375 |
| 유효법인세율 (%) | 61.0% | 160.8% | 507.7% | 29.5% | 29.5% |
| 당기순이익 | 2,469 | -206 | -4,644 | 3,186 | 3,293 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 1,682 | -1,364 | -5,428 | 2,265 | 2,351 |
| EBITDA | 17,365 | 14,346 | 12,623 | 14,814 | 14,955 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 12,200 | 8,841 | 3,086 | 10,868 | 11,064 |
| 수정당기순이익 | 2,451 | 4,105 | -7,420 | 3,186 | 3,293 |
| 증감율(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | -17.2 | -24.6 | -1.8 | 0.0 | 0.0 |
| 영업이익(보고) | -10.6 | -30.6 | -7.6 | 45.7 | 0.7 |
| 영업이익(핵심) | -10.6 | -30.6 | -7.6 | 45.7 | 0.7 |
| EBITDA | -5.6 | -17.4 | -12.0 | 17.4 | 1.0 |
| 지배주주지분 당기순이익 | N/A | N/A | N/A | N/A | 3.8 |
| EPS | N/A | N/A | N/A | N/A | 3.8 |
| 수정순이익 | N/A | 67.5 | N/A | N/A | 3.3 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 22,273 | 21,805 | 2,582 | 10,610 | 9,977 |
| 당기순이익 | 2,469 | -206 | -4,644 | 3,186 | 3,293 |
| 감가상각비 | 8,360 | 7,792 | 6,483 | 6,432 | 6,501 |
| 무형자산상각비 | 1,372 | 1,256 | 1,246 | 1,250 | 1,270 |
| 외환손익 | 576 | -1,388 | 384 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 306 | 500 | -1 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 0 | 0 | -895 | -950 | -1,000 |
| 영업활동자산부채 증감 | 1,012 | 5,333 | -9,660 | 313 | 0 |
| 기타 | 8,179 | 8,519 | 9,669 | 378 | -86 |
| 투자활동현금흐름 | -17,320 | -18,793 | -4,631 | -9,079 | -9,331 |
| 투자자산의 처분 | -5,470 | -10,885 | 1,378 | 251 | -1 |
| 유형자산의 처분 | 574 | 360 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -12,070 | -8,839 | -6,000 | -8,000 | -8,000 |
| 무형자산의 처분 | -1,022 | -694 | 0 | -1,330 | -1,330 |
| 기타 | 673 | 1,020 | -10 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 219 | 798 | -10,692 | 1,438 | -2,845 |
| 단기차입금의 증가 | -2,101 | 2,336 | -2,589 | 0 | 0 |
| 장기차입금의 증가 | 5,249 | 14,916 | -7,291 | 2,584 | -1,500 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -776 | -811 | -1,362 | -1,370 | -1,370 |
| 기타 | -2,153 | -15,643 | 550 | 224 | 25 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 5,179 | 3,571 | -12,742 | 2,969 | -2,199 |
| 기초현금및현금성자산 | 17,513 | 22,692 | 26,262 | 13,521 | 16,490 |
| 기말현금및현금성자산 | 22,692 | 26,262 | 13,521 | 16,490 | 14,291 |
| Gross Cash Flow | 21,261 | 16,472 | 12,242 | 10,297 | 9,977 |
| Op Free Cash Flow | 627 | 18,666 | 16,279 | 3,694 | 3,509 |

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 169,323 | 62,953 | 54,026 | 57,998 | 55,802 |
| 현금및현금성자산 | 22,692 | 26,262 | 13,521 | 16,490 | 14,291 |
| 유동금융자산 | 98,534 | 11,088 | 8,374 | 8,494 | 8,495 |
| 매출채권및유동채권 | 14,831 | 12,025 | 18,364 | 18,627 | 18,629 |
| 재고자산 | 33,244 | 13,540 | 12,665 | 13,268 | 13,269 |
| 기타유동비금융자산 | 23 | 36 | 1,102 | 1,119 | 1,119 |
| 비유동자산 | 249,836 | 216,532 | 212,654 | 215,237 | 217,885 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 27,368 | 21,339 | 19,128 | 19,397 | 19,399 |
| 투자자산 | 28,850 | 21,581 | 23,239 | 23,904 | 24,991 |
| 유형자산 | 159,322 | 149,183 | 145,523 | 147,091 | 148,590 |
| 무형자산 | 33,567 | 24,262 | 24,586 | 24,666 | 24,727 |
| 기타비유동자산 | 728 | 167 | 178 | 178 | 178 |
| 자산총계 | 419,159 | 279,485 | 266,680 | 273,235 | 273,686 |
| 유동부채 | 133,860 | 85,445 | 66,498 | 76,538 | 75,042 |
| 매입채무및기타유동채무 | 80,524 | 52,345 | 47,392 | 48,099 | 48,103 |
| 단기차입금 | 15,630 | 9,250 | 6,661 | 6,661 | 6,661 |
| 유동성장기차입금 | 35,214 | 21,554 | 10,772 | 19,356 | 17,856 |
| 기타유동부채 | 2,491 | 2,296 | 1,673 | 2,421 | 2,421 |
| 비유동부채 | 112,659 | 60,526 | 75,850 | 70,084 | 70,109 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 2,177 | 568 | 802 | 812 | 812 |
| 사채및장기차입금 | 94,442 | 45,973 | 60,514 | 54,514 | 54,514 |
| 기타비유동부채 | 16,041 | 13,984 | 14,534 | 14,758 | 14,783 |
| 부채총계 | 246,519 | 145,971 | 142,348 | 146,621 | 145,150 |
| 자본금 | 1,575 | 1,406 | 1,414 | 1,414 | 1,414 |
| 주식발행초과금 | 37,864 | 33,814 | 34,149 | 34,149 | 34,149 |
| 이익잉여금 | 119,956 | 117,303 | 110,336 | 111,310 | 112,382 |
| 기타자본 | 959 | -28,628 | -28,742 | -28,742 | -28,742 |
| 지배주주지분자본총계 | 163,045 | 126,586 | 117,156 | 118,131 | 119,203 |
| 비지배주주지분자본총계 | 9,595 | 6,928 | 7,176 | 8,483 | 9,333 |
| 자본총계 | 172,640 | 133,514 | 124,332 | 126,613 | 128,536 |
| 순차입금 | 24,060 | 39,427 | 56,052 | 55,547 | 56,246 |
| 총차입금 | 145,286 | 76,778 | 77,947 | 80,531 | 79,031 |

투자지표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 5,341 | -4,437 | -19,252 | 8,008 | 8,310 |
| BPS | 517,754 | 450,130 | 414,145 | 417,589 | 421,379 |
| 주당EBITDA | 55,143 | 46,665 | 44,774 | 52,366 | 52,867 |
| CFPS | 38,743 | 28,759 | 10,945 | 38,419 | 39,110 |
| DPS | 2,000 | 5,200 | 5,200 | 5,200 | 5,200 |
| 추가배수(배) | | | | | |
| PER | 38.0 | -44.9 | -11.0 | 23.9 | 23.0 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA | 7.3 | 3.3 | 8.5 | 8.9 | 8.8 |
| PCFR | 5.2 | 6.9 | 19.3 | 5.0 | 4.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 3.2 | 2.9 | 2.7 | 4.0 | 4.0 |
| 영업이익률(핵심) | 3.2 | 2.9 | 2.7 | 4.0 | 4.0 |
| EBITDA margin | 7.2 | 7.9 | 7.1 | 8.3 | 8.4 |
| 순이익률 | 1.0 | -0.1 | -2.6 | 1.8 | 1.8 |
| 자기자본이익률(ROE) | 1.4 | -0.1 | -3.6 | 2.5 | 2.6 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 1.9 | 9.1 | 16.3 | 3.3 | 3.3 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 142.8 | 109.3 | 114.5 | 115.8 | 112.9 |
| 순차입금비율 | 13.9 | 29.5 | 45.1 | 43.9 | 43.8 |
| 이자보상배율(배) | 3.4 | 2.2 | 2.0 | 2.9 | 2.9 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 16.4 | 13.5 | 11.7 | 9.6 | 9.6 |
| 재고자산회전율 | 7.3 | 7.8 | 13.6 | 13.8 | 13.5 |
| 매입채무회전율 | 3.1 | 2.7 | 3.6 | 3.7 | 3.7 |

이마트 (139480)



BUY(Initiate)

주가(2/28) 180,000원

목표주가 225,000원

가계 소비 양극화와 유통산업의 온라인화 가속화로 할인점 업황 부진이 지속될 전망이다. 이에 따라 동사는 다양한 대체 채널의 외형 확대를 통해 사업 다각화를 시도하고 있다. 現 시점에서 할인점 업황에 대한 우려가 이미 주가에 상당 부분 반영되었기 때문에, 중장기적인 사업 다각화 효과에 초점을 맞출 필요가 있다. 동사에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 22.5만원을 제시한다.

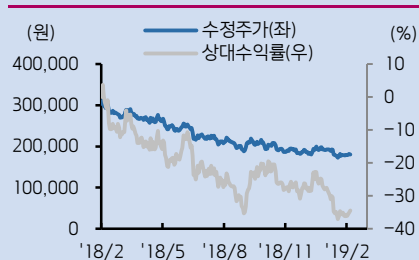
Stock Data

| | | |
|--------------|----------|------------------|
| KOSPI (2/28) | | 2,195.44pt |
| 시가총액 | | 50,176억원 |
| 52주 주가동향 | 최고가 | 최저가 |
| | 312,000원 | 172,500원 |
| 최고/최저가 대비 등락 | -42.31% | 4.35% |
| 주가수익률 | 절대 | 상대 |
| | 1M | -5.8% -6.5% |
| | 6M | -18.7% -14.8% |
| | 1Y | -40.8% -34.5% |

Company Data

| | |
|-------------|----------------|
| 발행주식수 | 27,876천주 |
| 일평균 거래량(3M) | 104천주 |
| 외국인 지분율 | 47.33% |
| 배당수익률(18.E) | 1.10% |
| BP (18.E) | 286,386원 |
| 주요 주주 | 이명희 외 3인 28.1% |
| | 국민연금공단 10.0% |

Price Trend



할인점의 한계를 넘어서

>>> 할인점 부진 극복이 관건

가계 소비 양극화와 유통산업의 온라인화 가속화로 할인점 업황 부진이 지속되고 있다(19년 SSG -1.5% 전망). 특히, 식품 외 상품 카테고리의 매출 부진으로 점포 효율성이 떨어지면서, 수익성 방어에도 어려움을 겪고 있다. 동사는 이와 같은 할인점 업황 부진을 극복하기 위해, 올해 1) 대체 채널의 외형 확대(트레이더스/온라인몰), 2) 전문점(노브랜드/일렉트로마트 등) 수익성 개선에 집중할 계획이다.

>>> 할인점의 한계를 넘어서

동사는 할인점 업황 부진을 극복하기 위해, 다양한 사업으로 다각화하고 있다. 아직 개별 사업의 매출 비중은 작지만, 1) 트레이더스, 2) 이마트몰, 3) 이마트24에서 조금씩 가시적인 성과가 나타나고 있다. 트레이더스는 매출 성장과 수익성 개선이 동시에 나타나고 있고, 이마트몰은 합병법인 출범을 통해 플랫폼 가치를 극대화하고 있으며, 이마트24는 경쟁사 대비 공격적인 점포 확장을 지속하고 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 22.5만원

이마트에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 22.5만원을 제시한다. 할인점 업황 부진에 대한 우려는 이미 주가에 상당 부분 반영된 것으로 판단된다. 중장기적으로 나타날 사업 다각화 효과에 초점을 맞출 시점이다.

| 투자지표, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액(억원) | 146,151 | 158,767 | 170,491 | 190,961 | 202,634 |
| 보고영업이익(억원) | 5,686 | 5,669 | 4,628 | 5,049 | 5,433 |
| 핵심영업이익(억원) | 5,686 | 5,669 | 4,628 | 5,049 | 5,433 |
| EBITDA(억원) | 10,251 | 10,487 | 9,877 | 10,345 | 10,932 |
| 세전이익(억원) | 5,068 | 7,514 | 5,850 | 5,878 | 6,377 |
| 순이익(억원) | 3,816 | 6,279 | 4,589 | 4,456 | 4,834 |
| 지배주주지분순이익(억원) | 3,762 | 6,161 | 4,329 | 4,296 | 4,674 |
| EPS(원) | 13,497 | 22,101 | 15,528 | 15,410 | 16,766 |
| 증감율(%YoY) | -17.3 | 63.8 | -29.7 | -0.8 | 8.8 |
| PER(배) | 13.6 | 12.3 | 11.8 | 11.7 | 10.7 |
| PBR(배) | 0.7 | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | 8.5 | 10.5 | 8.9 | 8.3 | 7.9 |
| 보고영업이익률(%) | 3.9 | 3.6 | 2.7 | 2.6 | 2.7 |
| 핵심영업이익률(%) | 3.9 | 3.6 | 2.7 | 2.6 | 2.7 |
| ROE(%) | 5.0 | 7.4 | 5.3 | 5.1 | 5.3 |
| 순부채비율(%) | 43.8 | 38.0 | 39.5 | 38.4 | 37.0 |

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

| (단위: 십억원) | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018P | 2019E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 총매출액 | 4,543 | 4,414 | 5,189 | 4,679 | 5,017 | 5,039 | 5,602 | 5,328 | 17,897 | 18,825 | 20,986 |
| (YoY) | 7.3% | 5.7% | 10.8% | 5.3% | 10.4% | 14.1% | 8.0% | 13.9% | 8.1% | 5.2% | 11.5% |
| 별도기준 | 3,724 | 3,533 | 4,079 | 3,588 | 3,813 | 3,673 | 4,194 | 3,944 | 14,471 | 14,924 | 15,625 |
| (YoY) | 5.0% | 3.5% | 5.9% | -1.9% | 2.4% | 4.0% | 2.8% | 9.9% | 6.7% | 3.1% | 4.7% |
| 할인점 | 2,905 | 2,727 | 3,157 | 2,733 | 2,886 | 2,732 | 3,078 | 2,876 | 11,683 | 11,522 | 11,572 |
| (YoY) | 0.3% | -1.0% | 1.5% | -6.4% | -0.7% | 0.2% | -2.5% | 5.2% | 3.1% | -1.4% | 0.4% |
| 트레이더스 | 459 | 452 | 537 | 462 | 512 | 528 | 660 | 609 | 1,521 | 1,910 | 2,309 |
| (YoY) | 30.3% | 27.0% | 30.9% | 14.6% | 11.7% | 16.7% | 22.9% | 31.8% | 27.2% | 25.5% | 20.9% |
| 온라인 | 304 | 297 | 323 | 334 | 358 | 356 | 394 | 401 | 1,050 | 1,257 | 1,509 |
| (YoY) | 24.6% | 18.1% | 16.2% | 20.3% | 18.0% | 20.0% | 22.0% | 20.0% | 25.2% | 19.7% | 20.0% |
| 기타 | 56 | 57 | 61 | 60 | 56 | 57 | 61 | 60 | 216 | 235 | 235 |
| 이마트 24 | 208 | 256 | 288 | 287 | 293 | 348 | 381 | 376 | 684 | 1,038 | 1,397 |
| (YoY) | 59.4% | 49.9% | 40.1% | 61.1% | 40.9% | 36.0% | 32.5% | 31.0% | 80.8% | 51.7% | 34.6% |
| 에브리데이 | 279 | 294 | 314 | 288 | 286 | 299 | 316 | 293 | 1,133 | 1,175 | 1,193 |
| (YoY) | 2.0% | 1.8% | 5.6% | 5.4% | 2.3% | 1.6% | 0.5% | 1.9% | 12.3% | 3.7% | 1.6% |
| 신세계푸드 | 318 | 310 | 337 | 313 | 329 | 334 | 366 | 337 | 1,208 | 1,279 | 1,365 |
| (YoY) | 11.6% | 2.4% | 5.0% | 4.9% | 3.3% | 7.7% | 8.5% | 7.6% | 13.0% | 5.9% | 6.8% |
| 기타 및 연결조정 | 14 | 22 | 171 | 202 | 297 | 385 | 346 | 377 | 401 | 409 | 1,405 |
| 신세계건설 | | | 287 | 208 | 195 | 282 | 287 | 208 | | 495 | 972 |
| 굿푸드홀딩스 | | | | | 175 | 175 | 175 | 175 | | | 700 |
| 기타 | 14 | 22 | -116 | -6 | -73 | -72 | -116 | -6 | 401 | -86 | -266 |
| 영업이익 | 154 | 53 | 195 | 61 | 148 | 61 | 181 | 114 | 567 | 463 | 505 |
| (YoY) | -8.4% | -18.0% | -4.1% | -58.9% | -3.3% | 14.8% | -6.9% | 85.6% | -0.3% | -18.4% | 9.1% |
| (총매출액 대비%) | 3.4% | 1.2% | 3.7% | 1.3% | 3.0% | 1.2% | 3.2% | 2.1% | 3.2% | 2.5% | 2.4% |
| 별도기준 | 162 | 55 | 198 | 75 | 155 | 53 | 178 | 121 | 638 | 489 | 507 |
| (총매출액 대비%) | 4.3% | 1.5% | 4.9% | 2.1% | 4.1% | 1.4% | 4.2% | 3.1% | 4.4% | 3.3% | 3.2% |
| 할인점 | 147 | 41 | 178 | 74 | 137 | 33 | 147 | 108 | 597 | 440 | 425 |
| (총매출액 대비%) | 5.1% | 1.5% | 5.6% | 2.7% | 4.7% | 1.2% | 4.8% | 3.7% | 5.1% | 3.8% | 3.7% |
| 트레이더스 | 13 | 16 | 24 | 9 | 14 | 20 | 33 | 21 | 51 | 63 | 88 |
| (총매출액 대비%) | 2.8% | 3.6% | 4.5% | 2.0% | 2.8% | 3.8% | 5.0% | 3.4% | 3.3% | 3.3% | 3.8% |
| 온라인 | 0 | -3 | -5 | -9 | 3 | -2 | -3 | -8 | -13 | -16 | -9 |
| (총매출액 대비%) | 0.1% | -0.9% | -1.5% | -2.7% | 0.9% | -0.5% | -0.6% | -2.0% | -1.2% | -1.3% | -0.6% |
| 기타 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| 이마트 24 | -12 | -10 | -7 | -10 | -10 | -6 | -3 | -11 | -52 | -40 | -31 |
| (총매출액 대비%) | -6.0% | -3.8% | -2.6% | -3.6% | -3.5% | -1.8% | -0.9% | -3.1% | -7.6% | -3.8% | -2.2% |
| 에브리데이 | 0 | 2 | 5 | -1 | 0 | 1 | 4 | 2 | 2 | 5 | 7 |
| (총매출액 대비%) | 0.1% | 0.6% | 1.5% | -0.5% | 0.0% | 0.4% | 1.2% | 0.7% | 0.2% | 0.5% | 0.6% |
| 신세계푸드 | 10 | 7 | 6 | 5 | 6 | 8 | 8 | 7 | 30 | 27 | 28 |
| (총매출액 대비%) | 3.1% | 2.2% | 1.7% | 1.5% | 1.9% | 2.3% | 2.2% | 2.0% | 2.5% | 2.1% | 2.1% |
| 기타 및 연결조정 | -6 | 0 | -7 | -7 | -3 | 6 | -5 | -5 | -52 | -20 | -7 |
| 신세계건설 | | | 7 | 2 | 1 | 5 | 7 | 2 | | 9 | 15 |
| 굿푸드홀딩스 | | | | | 2 | 2 | 2 | 2 | | | 7 |
| 기타 | -6 | 0 | -14 | -9 | -6 | 0 | -14 | -9 | -52 | -29 | -29 |
| 세전이익 | 167 | 121 | 253 | 44 | 156 | 71 | 204 | 157 | 751 | 585 | 588 |
| 당기순이익 | 125 | 95 | 194 | 51 | 118 | 54 | 155 | 119 | 628 | 459 | 446 |
| 지배주주순이익 | 118 | 91 | 192 | 38 | 114 | 50 | 151 | 115 | 616 | 433 | 430 |
| (YoY) | -8.7% | 275.5% | -49.4% | -55.1% | -3.3% | -45.4% | -21.4% | 205.1% | 63.8% | -29.7% | -0.8% |

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 목표주가 산출 내역

| | | |
|---------------|---------|---------------------------------|
| EPS(원) | 16,088 | '19E EPS * 50% + '20E EPS * 50% |
| Target PER(배) | 14 | 최근 1년 FW12M PER 중단 |
| 목표주가(원) | 225,000 | 천원 이하 반올림 |

자료: 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 146,151 | 158,767 | 170,491 | 190,961 | 202,634 |
| 매출원가 | 105,061 | 113,554 | 124,528 | 140,512 | 149,686 |
| 매출총이익 | 41,090 | 45,213 | 45,963 | 50,449 | 52,948 |
| 판매비및일반관리비 | 35,404 | 39,544 | 41,335 | 45,401 | 47,515 |
| 영업이익(보고) | 5,686 | 5,669 | 4,628 | 5,049 | 5,433 |
| 영업이익(핵심) | 5,686 | 5,669 | 4,628 | 5,049 | 5,433 |
| 영업외손익 | -618 | 1,844 | 1,221 | 830 | 944 |
| 이자수익 | 272 | 248 | 269 | 277 | 294 |
| 배당금수익 | 212 | 141 | 235 | 272 | 289 |
| 외환이익 | 213 | 841 | 122 | 150 | 150 |
| 이자비용 | 1,143 | 1,013 | 818 | 813 | 803 |
| 외환손실 | 424 | 47 | 362 | 150 | 150 |
| 관계기업지분법손익 | 185 | 547 | 488 | 750 | 800 |
| 투자및기타자산처분손익 | 3 | 393 | 872 | 0 | 0 |
| 금융상품평가및기타금융이익 | 188 | -771 | 255 | 0 | 0 |
| 기타 | -124 | 1,504 | 161 | 344 | 365 |
| 법인세차감전이익 | 5,068 | 7,514 | 5,850 | 5,878 | 6,377 |
| 법인세비용 | 1,375 | 1,917 | 1,206 | 1,423 | 1,543 |
| 유효법인세율 (%) | 27.1% | 25.5% | 20.6% | 24.2% | 24.2% |
| 당기순이익 | 3,816 | 6,279 | 4,589 | 4,456 | 4,834 |
| 지배주주지분손이익(억원) | 3,762 | 6,161 | 4,329 | 4,296 | 4,674 |
| EBITDA | 10,251 | 10,487 | 9,877 | 10,345 | 10,932 |
| 현금순이익(Cash Earnings) | 8,381 | 11,097 | 9,837 | 9,753 | 10,333 |
| 수정당기순이익 | 3,678 | 6,561 | 3,704 | 4,456 | 4,834 |
| 증감률(% YoY) | | | | | |
| 매출액 | 7.1 | 8.6 | 7.4 | 12.0 | 6.1 |
| 영업이익(보고) | 12.9 | -0.3 | -18.4 | 9.1 | 7.6 |
| 영업이익(핵심) | 12.9 | -0.3 | -18.4 | 9.1 | 7.6 |
| EBITDA | 9.3 | 2.3 | -5.8 | 4.7 | 5.7 |
| 지배주주지분 당기순이익 | -17.3 | 63.8 | -29.7 | -0.8 | 8.8 |
| EPS | -17.3 | 63.8 | -29.7 | -0.8 | 8.8 |
| 수정순이익 | 66.5 | 78.4 | -43.5 | 20.3 | 8.5 |

현금흐름표

(단위: 억원)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 영업활동현금흐름 | 7,223 | 8,784 | 2,166 | 21,902 | 10,652 |
| 당기순이익 | 4,819 | 7,082 | 4,589 | 4,456 | 4,834 |
| 감가상각비 | 4,319 | 4,553 | 4,984 | 5,202 | 5,392 |
| 무형자산상각비 | 246 | 265 | 265 | 95 | 108 |
| 외환손익 | 345 | -760 | 241 | 0 | 0 |
| 자산처분손익 | 10 | 127 | -872 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | -185 | -547 | -488 | -750 | -800 |
| 영업활동자산부채 증감 | -2,266 | -1,088 | 3,500 | 14,337 | 1,391 |
| 기타 | -64 | -849 | -10,052 | -1,437 | -272 |
| 투자활동현금흐름 | -10,692 | -5,039 | -3,283 | -22,332 | -10,722 |
| 투자자산의 처분 | -3,492 | 1,143 | 4,791 | -13,082 | -1,472 |
| 유형자산의 처분 | 394 | 1,297 | 0 | 0 | 0 |
| 유형자산의 취득 | -6,002 | -7,228 | -8,946 | -9,000 | -9,000 |
| 무형자산의 처분 | -169 | -234 | 0 | -250 | -250 |
| 기타 | -1,423 | -23 | 871 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 3,511 | -2,196 | 1,722 | 1,810 | -805 |
| 단기자입금의 증가 | 1,664 | -982 | 2,327 | 1,000 | -500 |
| 장기자입금의 증가 | -3,079 | -1,374 | 903 | 1,478 | 0 |
| 자본의 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -520 | -589 | -488 | -557 | -557 |
| 기타 | 5,445 | 749 | -1,021 | -110 | 252 |
| 현금및현금성자산의순증가 | 24 | 1,574 | 604 | 1,381 | -874 |
| 기초현금및현금성자산 | 634 | 658 | 2,232 | 2,837 | 4,217 |
| 기말현금및현금성자산 | 658 | 2,232 | 2,837 | 4,217 | 3,343 |
| Gross Cash Flow | 9,488 | 9,872 | -1,334 | 7,566 | 9,261 |
| Op Free Cash Flow | 270 | 490 | 3,434 | 14,210 | 1,759 |

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 17,409 | 18,952 | 21,847 | 26,041 | 26,501 |
| 현금및현금성자산 | 658 | 2,232 | 2,837 | 4,217 | 3,343 |
| 유동금융자산 | 2,506 | 986 | 1,152 | 2,120 | 2,249 |
| 매출채권및유동채권 | 4,440 | 5,293 | 6,502 | 6,387 | 6,777 |
| 재고자산 | 9,795 | 10,114 | 11,230 | 11,504 | 12,207 |
| 기타유동비금융자산 | 10 | 326 | 127 | 1,814 | 1,925 |
| 비유동자산 | 136,892 | 141,713 | 143,680 | 154,568 | 160,911 |
| 장기매출채권및기타비유동채권 | 9,136 | 9,263 | 9,086 | 2,922 | 3,100 |
| 투자자산 | 26,593 | 30,556 | 27,546 | 40,645 | 43,059 |
| 유형자산 | 97,092 | 97,999 | 104,039 | 107,837 | 111,445 |
| 무형자산 | 4,005 | 3,767 | 2,881 | 3,036 | 3,178 |
| 기타비유동자산 | 66 | 128 | 128 | 128 | 128 |
| 자산총계 | 154,301 | 160,665 | 165,526 | 180,609 | 187,412 |
| 유동부채 | 40,014 | 42,140 | 49,983 | 60,683 | 62,723 |
| 매입채무및기타유동채무 | 24,821 | 26,988 | 28,554 | 31,827 | 33,772 |
| 단기자입금 | 4,515 | 4,019 | 6,347 | 7,347 | 6,847 |
| 유동성장기자입금 | 9,382 | 10,256 | 10,292 | 11,770 | 11,770 |
| 기타유동부채 | 1,296 | 877 | 4,790 | 9,739 | 10,334 |
| 비유동부채 | 33,045 | 30,811 | 28,981 | 30,668 | 31,154 |
| 장기매입채무및비유동채무 | 2,736 | 2,054 | 2,023 | 3,819 | 4,053 |
| 사채및장기자입금 | 24,865 | 22,317 | 21,540 | 21,540 | 21,540 |
| 기타비유동부채 | 5,445 | 6,440 | 5,419 | 5,309 | 5,561 |
| 부채총계 | 73,059 | 72,951 | 78,964 | 91,350 | 93,877 |
| 자본금 | 1,394 | 1,394 | 1,394 | 1,394 | 1,394 |
| 주식발행초과금 | 41,935 | 41,935 | 41,935 | 41,935 | 41,935 |
| 이익잉여금 | 19,579 | 24,649 | 28,324 | 32,106 | 36,257 |
| 기타자본 | 10,264 | 10,649 | 8,180 | 8,180 | 8,180 |
| 지배주주지분자본총계 | 76,962 | 82,417 | 79,833 | 83,614 | 87,766 |
| 비지배주주지분자본총계 | 4,280 | 5,297 | 6,730 | 5,644 | 5,769 |
| 자본총계 | 81,242 | 87,714 | 86,562 | 89,259 | 93,535 |
| 순차입금 | 35,598 | 33,374 | 34,190 | 34,319 | 34,564 |
| 총차입금 | 38,762 | 36,593 | 38,178 | 40,656 | 40,156 |

투자지표

(단위: 원, 백, %)

| 12월 결산, IFRS 연결 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 13,497 | 22,101 | 15,528 | 15,410 | 16,766 |
| BPS | 276,088 | 295,657 | 286,386 | 299,953 | 314,846 |
| 주당EBITDA | 36,772 | 37,621 | 35,433 | 37,113 | 39,218 |
| CFPS | 30,066 | 39,810 | 35,290 | 34,986 | 37,069 |
| DPS | 1,500 | 1,750 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 주가배수(배) | | | | | |
| PER | 13.6 | 12.3 | 11.8 | 11.7 | 10.7 |
| PBR | 0.7 | 0.9 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| EV/EBITDA | 8.5 | 10.5 | 8.9 | 8.3 | 7.9 |
| PCFR | 6.1 | 6.8 | 5.2 | 5.1 | 4.9 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률(보고) | 3.9 | 3.6 | 2.7 | 2.6 | 2.7 |
| 영업이익률(핵심) | 3.9 | 3.6 | 2.7 | 2.6 | 2.7 |
| EBITDA margin | 7.0 | 6.6 | 5.8 | 5.4 | 5.4 |
| 순이익률 | 2.6 | 4.0 | 2.7 | 2.3 | 2.4 |
| 자기자본이익률(ROE) | 5.0 | 7.4 | 5.3 | 5.1 | 5.3 |
| 투자자본이익률(ROIC) | 4.4 | 4.5 | 3.8 | 4.2 | 4.7 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 89.9 | 83.2 | 91.2 | 102.3 | 100.4 |
| 순차입금비율 | 43.8 | 38.0 | 39.5 | 38.4 | 37.0 |
| 이자보상배율(배) | 5.0 | 5.6 | 5.7 | 6.2 | 6.8 |
| 활동성(배) | | | | | |
| 매출채권회전율 | 35.8 | 32.6 | 28.9 | 29.6 | 30.8 |
| 재고자산회전율 | 15.7 | 15.9 | 16.0 | 16.8 | 17.1 |
| 매입채무회전율 | 6.1 | 6.1 | 6.1 | 6.3 | 6.2 |

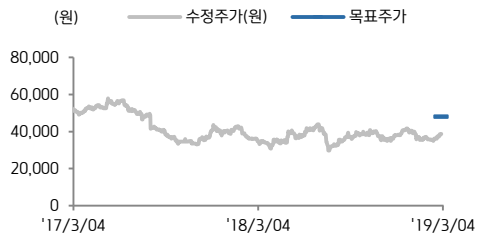
투자의견 변동내역 (2개년)

| 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표 주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 | 종목명 | 일자 | 투자의견 | 목표 주가 | 목표 가격 대상 시점 | 과리율(%) 평균 주가 대비 | 최고 주가 대비 |
|--------------------|------------|---------------|----------|----------------------|--------------------------|----------------|-------------------|------------|--------------------------|----------|----------------------|--------------------------|----------------|
| GS리테일 (007070) | 2019/03/04 | BUY(Initiate) | 48,000원 | 6개월 | | | 현대백화점 (069960) | 2019/03/04 | Outperform (Initiate) | 108,000원 | 6개월 | | |
| BGF리테일 (282330) | 2019/03/04 | BUY(Initiate) | 250,000원 | 6개월 | | | 롯데쇼핑 (023530) | 2019/03/04 | Outperform (Initiate) | 210,000원 | 6개월 | | |
| 호텔신라 (008770) | 2019/03/04 | BUY(Initiate) | 113,000원 | 6개월 | | | 이마트 (139480) | 2019/03/04 | BUY(Initiate) | 225,000원 | 6개월 | | |
| 신세계 (004170) | 2019/03/04 | BUY(Initiate) | 350,000원 | 6개월 | | | | | | | | | |

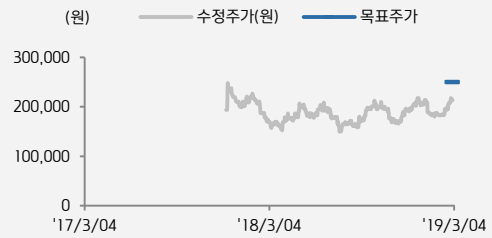
*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

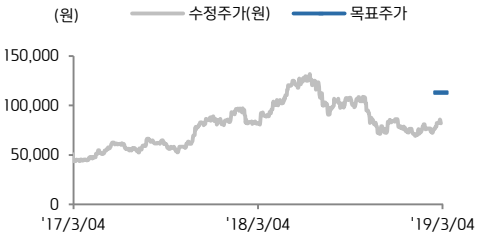
GS리테일(007070)



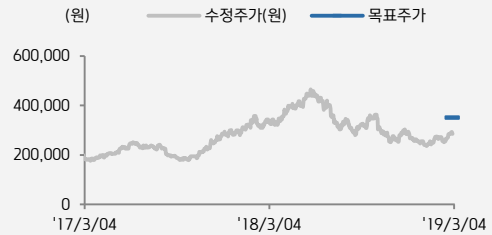
BGF리테일(282330)



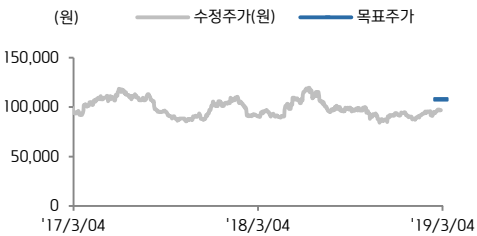
호텔신라(008770)



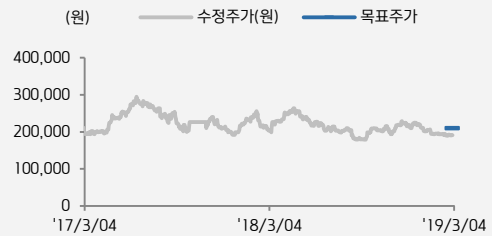
신세계(004170)



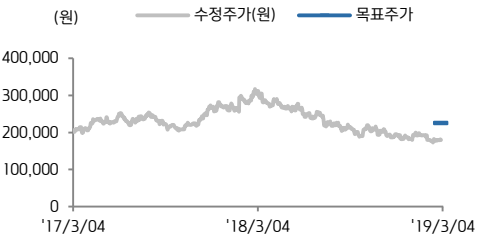
현대백화점(069960)



롯데쇼핑(023530)



이마트(139480)



투자의견 및 적용기준

| 기업 | 적용기준(6개월) |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수) | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상 |
| Outperform(시장수익률 상회) | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률) | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도) | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상 |

| 업종 | 적용기준(6개월) |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대) | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립) | 시장대비 +10~-10% 변동 예상 |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

| 투자등급 | 건수 | 비율(%) |
|------|-----|--------|
| 매수 | 181 | 96.28% |
| 중립 | 6 | 3.19% |
| 매도 | 1 | 0.53% |