

2019. 10. 8



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6454-4873

jihye.yang@meritz.co.kr

## Neutral

## 유통

## 자산 유동화가 기업 가치에 미치는 영향

- ✓ 해외 리테일 리츠 사례, 마트보다는 백화점 및 복합쇼핑몰 중심
- ✓ 우량 Tenant 확보 관건, 주가 수익률보다는 배당 수익률 측면에서 투자 매력 우위
- ✓ 유통기업 자산 유동화를 통해 1) 구조조정 수단으로 활용, 2) 보유 부동산의 재평가
- ✓ 새로운 수익 창출을 위한 유의미한 투자로 이어져야 실질적인 기업 가치 상승 가능
- ✓ 오프라인 유통 기업 대비 리테일 리츠에 대한 상대적인 선호도 증가 예상

## 해외 리테일 리츠 사례, 마트보다는 백화점 및 복합쇼핑몰 중심

최근 투자자들의 리츠에 대한 관심이 집중되고 있는 가운데 해외 리테일 리츠의 경우 상대적으로 주가 수익률보다는 배당 수익률 측면에서 투자 매력이 높은 편이다. 특히 안정적인 수익을 꾸준히 창출할 만한 Tenant 확보가 쉽지 않을 것이라는 우려감으로 미국 사이먼 프로퍼티 및 텐저 팩토리 아울렛 등의 주가가 크게 부진하다. 한편 이온 리츠를 포함한 일본의 리테일 & 물류 리츠의 경우 주가 수익률과 배당 수익률 모두 양호한 흐름을 이어가고 있다. 이온 리츠의 주요 자산은 이온몰이며 국내 쇼핑몰은 유동화하고 중국과 동남아 쇼핑몰을 확대하며 성장하고 있다.

## 유통 기업은 자산 유동화로 1) 구조조정 및 2) 보유 부동산의 재평가 기대

유통 기업은 오프라인 매장의 자산 유동화를 통해 환금성이 상대적으로 낮은 부동산 형태의 유형자산을 매각하여 효율적인 구조조정 효과를 누릴 수 있다. 대형마트 및 백화점의 경우 시설의 특수성으로 다른 용도로의 전환이 쉽지 않은 자산이다. 롯데쇼핑은 지분율 50%의 롯데리츠 상장을 통해 단기적으로 보유 자산에 대한 재평가 기회가 될 수 있겠지만 감가상각비가 증가하고 기존점성장률 부진 등으로 영업 상황이 좋지 못할 경우 임차료의 부담이 가중될 수도 있다. 무엇보다 자산 유동화로 유입된 1조원의 현금으로 새로운 수익 창출 비즈니스 모델에 대한 유의미한 투자로 이어져야 실질적인 기업 가치의 상승이 가능하다고 판단한다.

## 오프라인 유통 기업 대비 리테일 리츠에 대한 상대적인 선호도 증가 예상

투자자 입장에서 자산 유동화로 창출된 현금이 유통 기업의 의미있는 성장으로 이어질 가능성이 제한적이라고 판단하게 된다면 오히려 오프라인 매장에서 창출된 수익을 직접적인 배당으로 실현할 수 있는 리츠에 대한 선호도가 상대적으로 높아질 수 있다. 롯데리츠의 경우 지속적인 성장을 위해 롯데쇼핑의 백화점, 대형마트 이외 롯데자산개발, 호텔롯데, 롯데로지스틱스 등 롯데그룹 관계사의 복합쇼핑몰, 면세점 및 물류센터 등의 자산까지 추가적으로 편입하게 된다면 롯데쇼핑의 지분율은 하락할 가능성이 잠재한다. 특히 지난 5년간 대형마트의 자산 유동화 사례에서 업황 부진으로 인해 Cap Rate (연임대료 / (매매금액-보증금))가 하락하고 있어 산업적인 측면에서 각 유통 채널별 전망도 중요하게 살펴볼 필요가 있겠다.

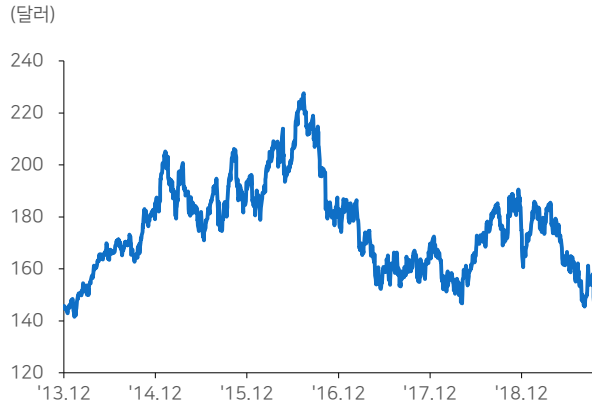
## 해외 리테일 리츠 사례, 마트보다는 복합쇼핑몰 중심

표1 주요국 자산별 상장 리츠 Peer

		미국 리츠 종합	미국 리테일	미국 오피스	미국 호텔	미국 물류	미국 주택	일본 리츠종합	일본 리테일 & 물류	일본 오피스	일본 주택
Ticker		RMZ Index	RMSRT Index	RMSOF Index	DJUSHL Index	RMSID Index	RMSRD Index	TSEREIT Index	TSERRL Index	TSEROFF Index	TSERRSD Index
현재지수 (10/4)		1,305.7	1,018.4	1,063.5	107.2	1,217.3	2,258.1	2,201.8	2,544.7	2,270.1	3,388.7
시가총액 (백만달러)		1,005,032	N/A	N/A	43,322	N/A	N/A	144,668	35,142	51,028	13,753
절대수익률 (%)	1M	1.6	1.7	1.4	2.5	1.2	1.8	5.3	5.5	4.9	4.8
	3M	5.1	0.3	0.9	-4.9	4.2	8.0	12.3	10.2	11.8	12.2
	6M	8.9	-5.3	-2.1	-9.2	16.1	14.2	19.2	16.5	17.0	19.1
	1Y	22.5	2.7	5.8	-10.0	29.9	31.1	30.0	21.7	26.9	28.2
	3Y	9.9	-21.7	-0.9	6.2	57.7	38.3	20.1	8.3	26.2	33.4
	5Y	30.5	-3.8	14.2	-11.0	123.2	75.4	31.1	15.9	36.4	58.0
	YTD	27.3	6.8	17.3	7.7	41.8	32.3	27.8	22.0	25.0	27.0
초과수익률 (%p)	1M	1.4	1.5	1.2	2.4	1.0	1.6	1.0	1.2	0.6	0.5
	3M	7.1	2.3	2.9	-2.8	6.2	10.1	13.0	10.8	12.4	12.8
	6M	7.2	-7.0	-3.8	-10.9	14.4	12.5	19.8	17.1	17.6	19.7
	1Y	20.0	0.3	3.3	-12.5	27.4	28.6	38.9	30.5	35.7	37.0
	3Y	6.5	-13.3	-10.2	-26.0	13.9	15.1	17.9	9.5	14.7	16.0
	5Y	8.9	-10.9	-7.8	-23.6	16.3	17.5	22.6	14.3	19.5	20.8
	YTD	6.0	-14.5	-4.0	-13.6	20.4	11.0	18.8	13.0	16.0	18.0
배당수익률 (%)	2018	4.6	5.2	N/A	6.6	N/A	3.2	4.0	4.0	3.7	3.4
	2019E	3.8	4.8	N/A	6.2	N/A	2.5	3.3	3.6	3.2	2.7
	2020E	3.8	4.9	N/A	6.3	N/A	2.6	3.4	3.8	3.2	3.0

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 사이먼 프로퍼티 그룹 (SPG US) 주가 추이



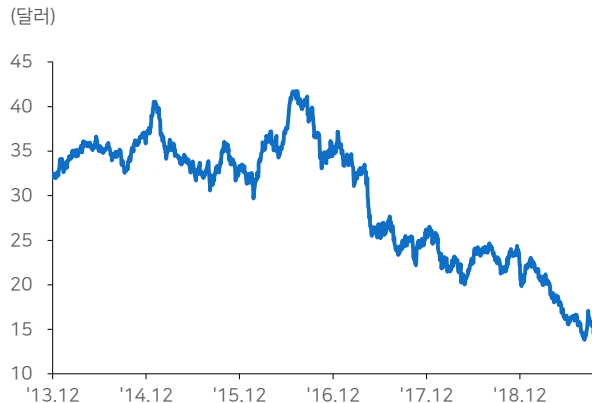
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 사이먼 프로퍼티 그룹 (SPG US) 개요

- 사이먼 프로퍼티 그룹(Simon Property Group, Inc.)은 자체경영 및 자체관리 부동산 투자 신탁. 동사는 지역 쇼핑센터, 할인매장, 커뮤니티/라이프스타일 센터 및 국제 부동산을 포함하는 소매 부동산을 소유, 개발 및 관리 중. 美 인디애나주 본사 위치
- '93년 12월 상장되어 '19년 10월 4일 종가 기준 시가총액 USD 45.bn
- '18년 말 기준 총 107개 자산 보유 (임차가능면적: 120.7mn ft<sup>2</sup>)

자료: Bloomberg, 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 텐저 팩토리 아울렛 센터 (SKT US) 주가 추이



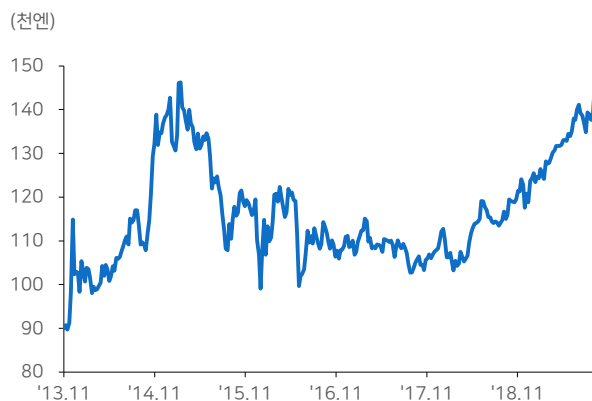
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 텐저 팩토리 아울렛 센터 (SKT US) 개요

- 텐저 팩토리 아울렛 센터(Tanger Factory Outlet Centers, Inc.)는 공장형 아울렛 센터를 소유 및 운영하는 부동산 투자신탁. 동사는 미국 전역에 위치해 있는 텐저 아울렛에서 공용 공간, 읽기 자료, 어린이 놀이 공간 등 고객 편의시설을 제공 중
- '93년 6월 상장되어 '19년 10월 4일 종가 기준 시가총액 USD 1.4bn
- '18년 말 기준 미주 22개주 내 36개 아울렛 보유 (임차가능면적: 12.9mn ft<sup>2</sup>)

자료: Bloomberg, 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 이온 REIT 인베스트먼트 (3292 JP) 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 이온 REIT 인베스트먼트 (3292 JP) 개요

- 이온 REIT 인베스트먼트(AEON REIT Investment Corp.)는 유통화 부동산 상품에 투자하는 부동산투자신탁(REIT)이며 주로 교외 쇼핑 센터에 투자 중
- '13년 11월 상장되어 Aeon Co Ltd (이온그룹지주사, 8267 JP)가 현재 최대주주 (18.85% 보유)
- '19년 10월 7일 종가 기준 시가총액 JPY 270,694mn (한화 약 3조원)
- 지난 8월 20일 증자 계획 발표

자료: Bloomberg, 언론 보도, 메리츠증권증권 리서치센터

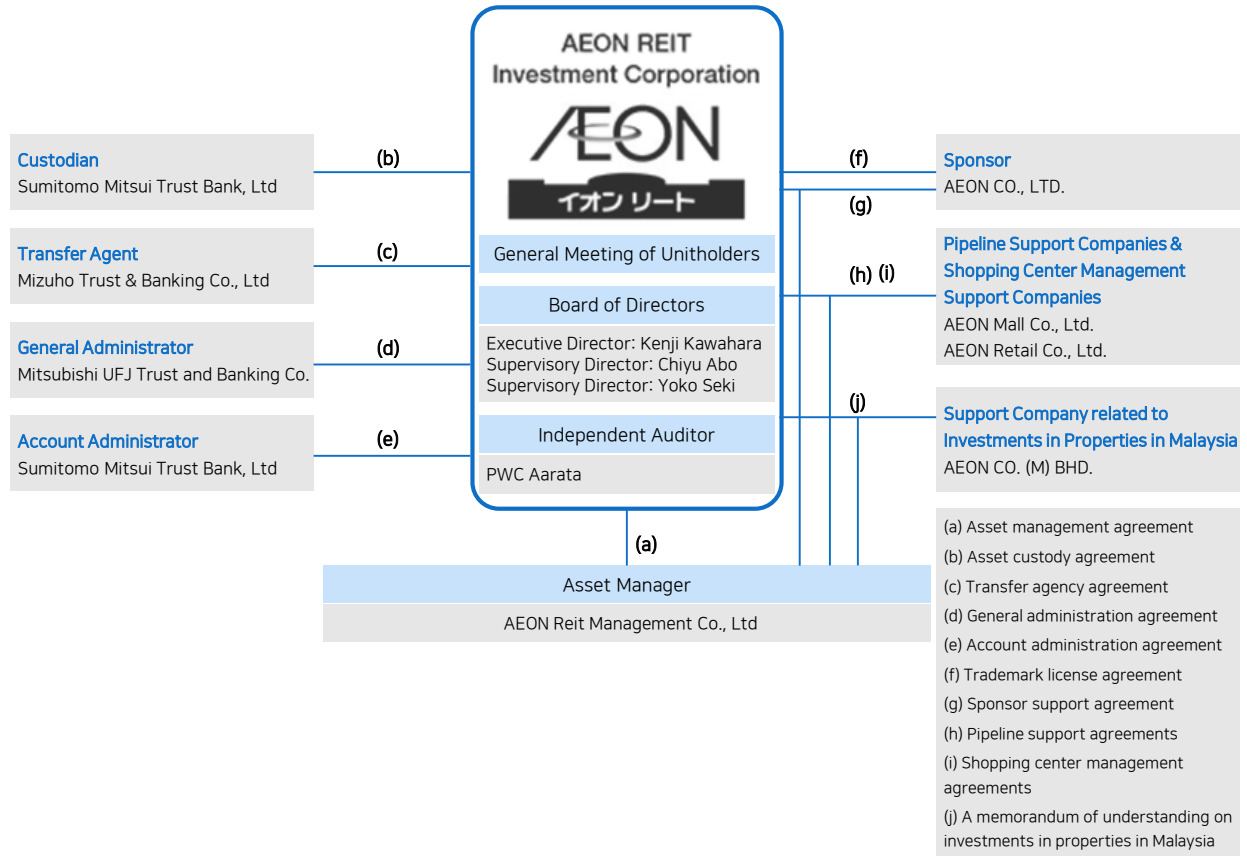
표5 이온 리츠 편입자산 현황

(백만엔)	자산명	인수가액	장부가액	평가액	투자비중 (%)
1	AEON LakeTown mori	21,190	18,978	24,200	5.8
2	AEON LakeTown kaze	6,730	5,960	8,050	1.9
3	AEON MALL Morioka	5,340	5,374	6,830	1.5
4	AEON MALL Ishinomaki	6,680	6,007	7,080	1.8
5	AEON MALL Mitouchihara	16,460	14,298	17,414	4.6
6	AEON MALL Ota	6,860	5,910	8,060	1.9
7	AEON Sagamihara Shopping Center	10,220	9,717	11,000	2.8
8	AEON MALL Ogaki	4,950	3,744	4,950	1.4
9	AEON MALL Suzuka	9,660	9,302	10,200	2.7
10	AEON MALL Meiwa	3,290	3,163	3,710	0.9
11	AEON MALL Kasai-Hojo	7,230	6,144	7,610	2.0
12	AEON MALL Hiezu	7,780	6,928	8,310	2.1
13	AEON MALL Kurashiki	17,890	16,388	19,800	4.9
14	AEON MALL Ayagawa	8,740	6,835	8,710	2.4
15	AEON MALL Nogata	11,250	9,684	13,300	3.1
16	AEON MALL KYOTO	21,470	20,090	22,500	5.9
17	AEON MALL Sapporo-Hiraoka	5,900	5,355	6,440	1.6
18	AEON MALL Kushiro-Showa	1,780	1,725	1,960	0.5
19	AEON MALL Rifu	2,560	2,298	2,810	0.7
20	AEON MALL Yamagata-Minami	1,350	1,309	1,490	0.4
21	AEON MALL Yokkaichi-Kita	2,210	2,186	2,660	0.6
22	AEON MALL Yamatokoriyama	14,500	13,459	14,800	4.0
23	AEON MALL Chiba Newtown	12,190	11,690	12,400	3.4
24	AEON MALL Kofu Showa	15,489	15,480	17,300	4.3
25	AEON MALL Tomakomai	7,840	7,476	8,350	2.2
26	AEON MALL Oyama	6,280	5,862	6,450	1.7
27	AEON MALL Itamikoya	16,860	16,177	17,600	4.7
28	AEON MALL Kagoshima	13,400	12,800	14,100	3.7
29	AEON MALL Tsuchiura	12,030	11,378	12,400	3.3
30	AEON MALL Kahoku	9,940	9,126	10,600	2.7
31	AEON MALL Shimotsuma	9,552	9,183	9,820	2.6
32	AEON MALL Kyoto Gojo	13,333	13,283	13,900	3.7
33	AEON Chigasaki-Chuo Shopping Center	6,410	6,341	6,590	1.8
34	AEON STYLE Kemigawahama	3,748	3,582	3,860	1.0
35	AEON Kireuriwari Shopping Center	4,394	4,393	4,730	1.2
36	Daiei-Kawasaki Process Center	14,280	13,838	15,100	3.9
37	AEON Minami-Osaka RDC	9,870	9,648	10,600	2.7
38	Daiei Ibaraki Process Center	6,810	6,837	7,290	1.9
39	AEON Taman Universiti Shopping Centre	658	637	561	0.2
40	AEON MALL SEREMBAN 2	5,252		6,137	1.4
<b>Total</b>		<b>362,376</b>	<b>332,585</b>	<b>389,672</b>	<b>99.9</b>

주: 2019년 7월 결산 기준, 음영처리된 항목은 2013년 11월 상장 이후 편입된 자산

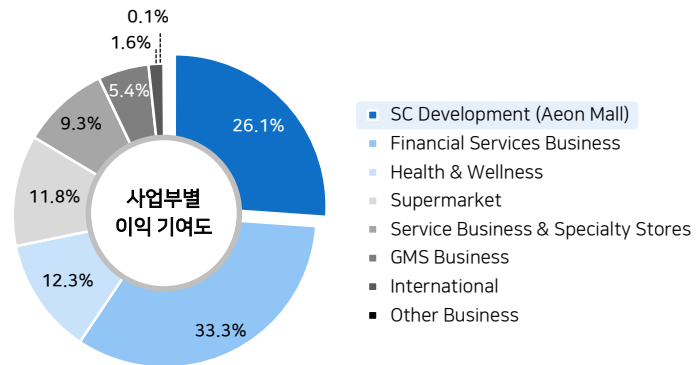
자료: 이온 REIT 인베스트먼트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 이온 REIT 인베스트먼트 (3292 JP) 관계사 현황



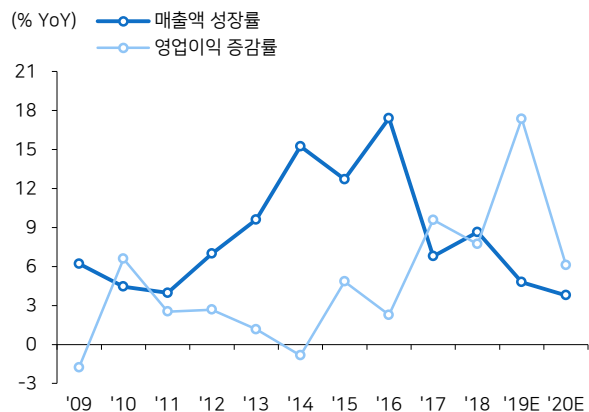
자료: 이온 REIT 인베스트먼트, 메리츠증권 리서치센터

그림5 이온 (Aeon Co. Ltd) (8267 JP) 사업부별 이익 기여도



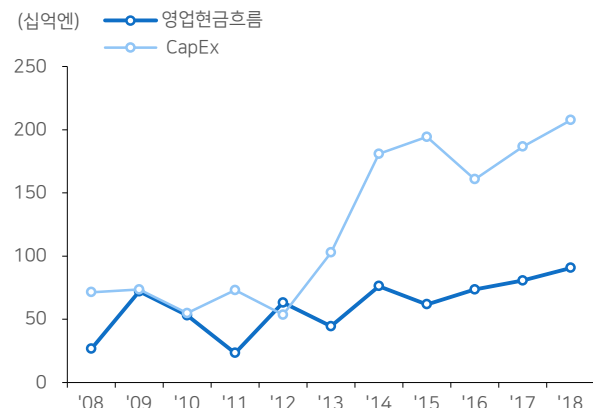
자료: 이온그룹, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 이온몰 (Aeon Mall) (8905 JP) 실적 현황



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 이온몰 (Aeon Mall) (8905 JP) 현금흐름 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 이온몰 (Aeon Mall) (8905 JP)

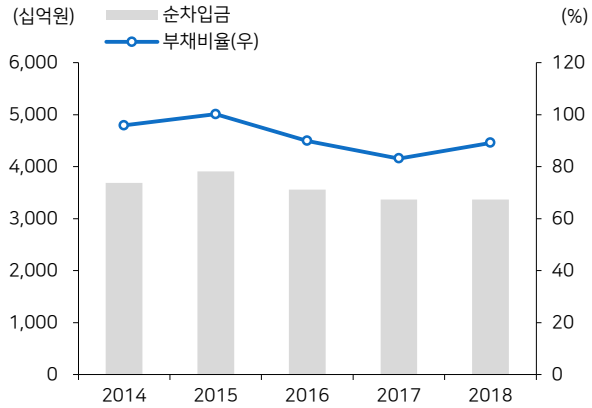
	'08	'09	'10	'11	'12	'13	'14	'15	'16	'17	'18
<b>총 점포수(개)</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>56</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	<b>138</b>	<b>148</b>	<b>161</b>	<b>166</b>	<b>174</b>	<b>180</b>
국내(일본)	50	52	54	57	61	133	139	144	147	150	153
해외	1	1	2	2	3	5	9	17	19	24	27
<b>순증수(개)</b>	<b>5</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>7</b>
국내(일본)	4	2	3	3	2	5	7	5	5	5	4
해외	1	0	2	0	1	2	4	8	2	5	3
<b>총 면적(m²)</b>	<b>3,053,100</b>	<b>3,176,800</b>	<b>3,427,500</b>	<b>3,542,400</b>	<b>3,668,400</b>	<b>6,899,200</b>	<b>7,541,000</b>	<b>8,448,900</b>	<b>9,019,950</b>	<b>9,523,500</b>	<b>9,982,700</b>
국내(일본)	3,000,100	3,123,800	3,319,500	3,434,400	3,498,400	6,615,900	6,996,700	7,312,900	7,753,950	7,923,800	8,154,700
해외	53,000	53,000	108,000	108,000	170,000	283,300	544,300	1,136,000	1,266,000	1,599,700	1,828,000

주: '13년 Aeon Retail 몰 70여개점 편입, '19E 점포 4개점 순증 목표

자료: 이온몰, 메리츠증권증권 리서치센터

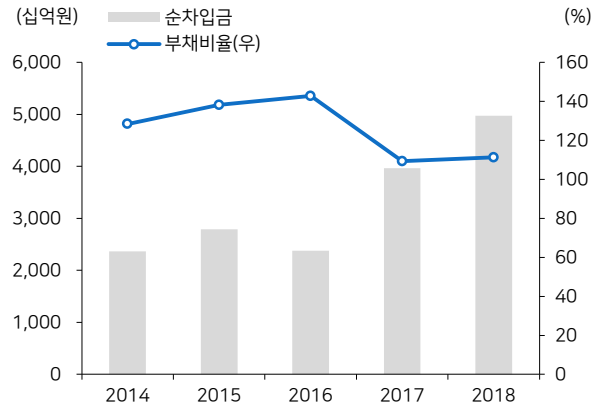
## 자산유동화를 통해 1) 구조조정 수단으로 활용, 2) 보유 부동산의 재평가 기대

그림8 이마트 부채비율 및 순차입금 추이



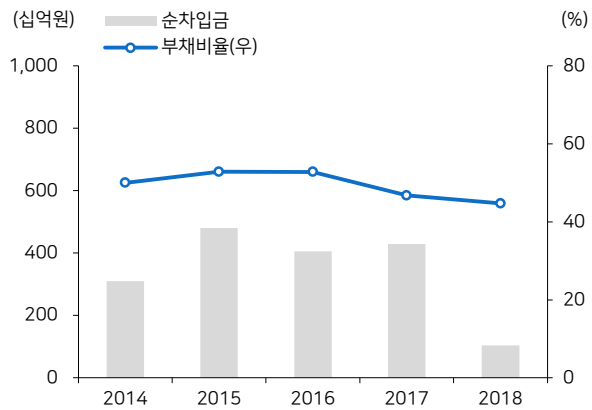
자료: 이마트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 롯데쇼핑 부채비율 및 순차입금 추이



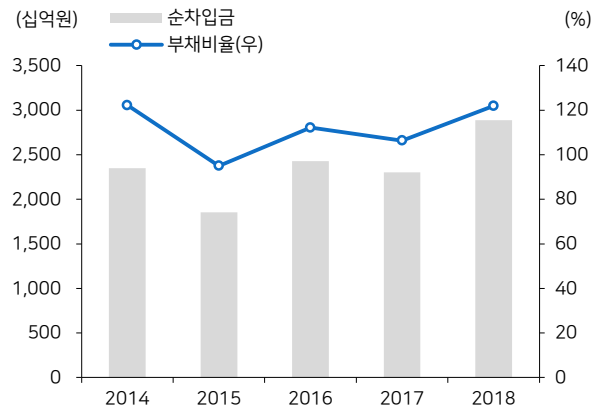
자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 현대백화점 부채비율 및 순차입금 추이



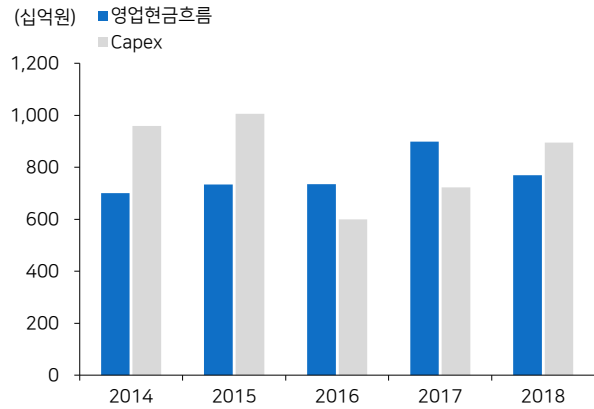
자료: 현대백화점, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 신세계 부채비율 및 순차입금 추이



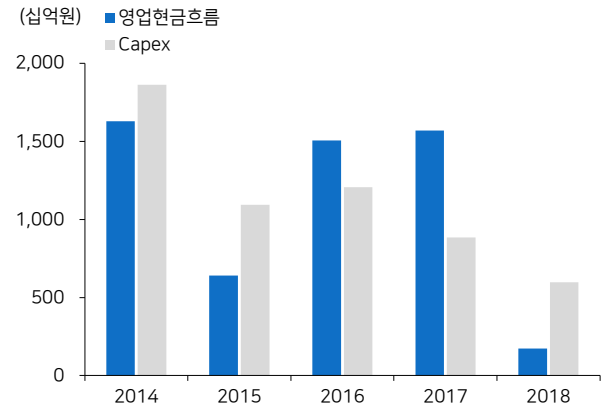
자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 이마트 영업현금흐름 vs. Capex 추이



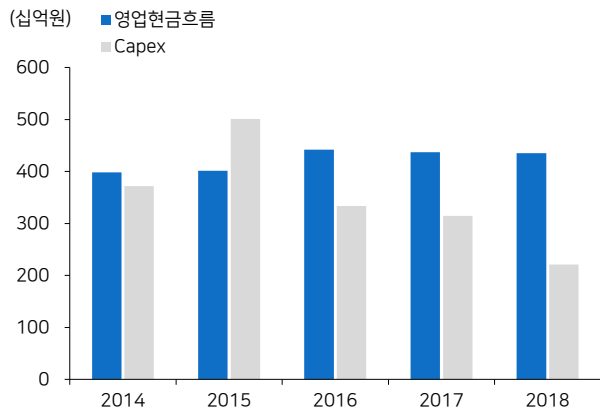
자료: 이마트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 롯데쇼핑 영업현금흐름 vs. Capex 추이



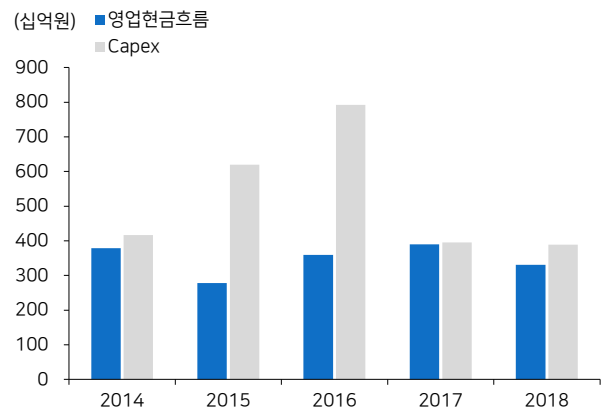
자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 현대백화점 영업현금흐름 vs. Capex 추이



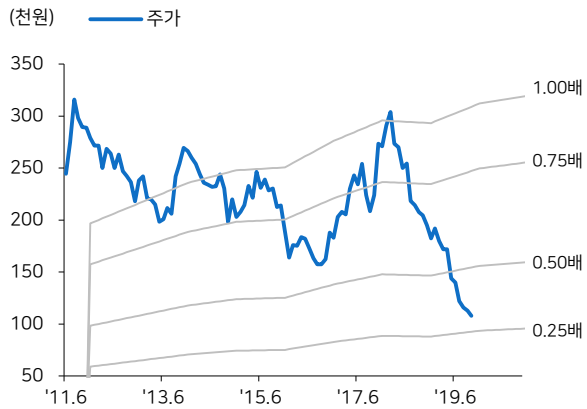
자료: 현대백화점, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 신세계 영업현금흐름 vs. Capex 추이



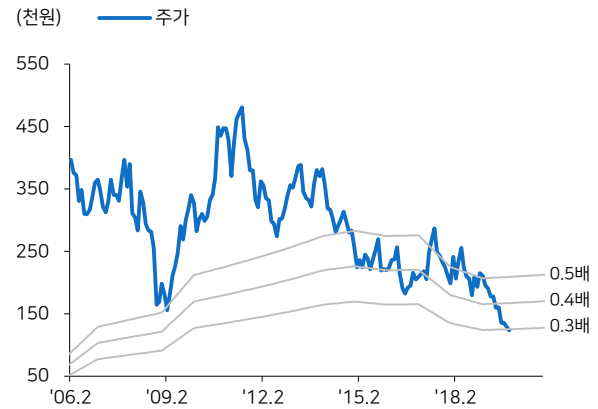
자료: 신세계, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 이마트 PBR Band Chart



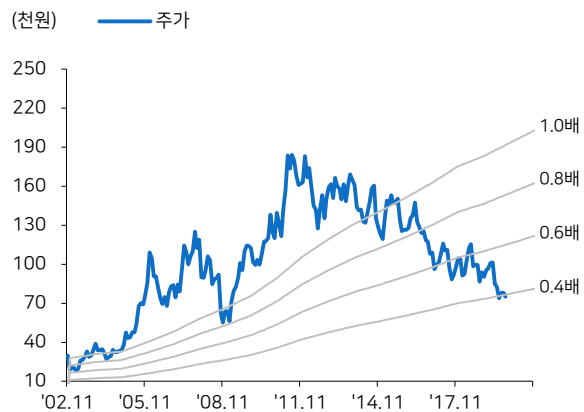
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 롯데쇼핑 PBR Band Chart



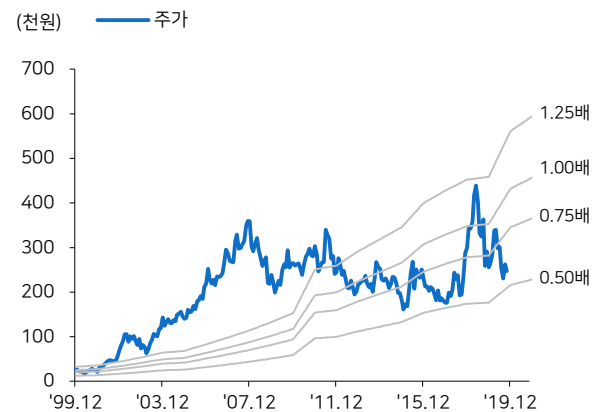
자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 현대백화점 PBR Band Chart



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 신세계 PBR Band Chart



자료: Quantiwise, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 국내 주요 백화점 점포 현황 및 출점 계획

롯데쇼핑	점포명	영업면적 (㎡)	임차면적 (㎡)	임차 /소유여부	장부가액 (백만원)	현대백화점	점포명	영업면적 (㎡)	임차면적 (㎡)	임차 /소유여부	장부가액 (백만원)
1	관악점	18,074		소유	102,945	1	판교점	92,417		소유	771,607
2	창원점	25,436		소유	156,950	2	부산점	27,550		소유	96,373
3	미아점	27,276		소유	202,594	3	대구점	56,648		소유	284,736
4	센텀시티점	29,576		소유	163,556	4	울산점	30,446		소유	146,940
5	아울렛대구 율하점	n/a		소유	48,987	5	송도아울렛	49,589		소유	332,755
6	중동점	n/a		소유	123,673	6	목동점	61,269		소유	182,538
7	안산점	n/a	361	소유	111,724	7	킨텍스점	38,916		소유	195,619
8	구리점	n/a		소유	148,265	8	충청점	43,937		소유	173,856
9	아울렛청주점	n/a		소유	51,919	9	김포아울렛	39,669		소유	342,868
10	노원점	29,524		소유	324,870	10	압구정본점	31,874	3,860	소유/임차	209,941
11	롯데몰진주점	n/a		소유	89,585	11	천호점	34,942	2,263	소유/임차	294,187
12	부평점	15,380		소유	n/a	12	신촌점	40,056	1,101	소유/임차	181,277
13	부산본점	50,477	66,963	소유/임차	488,407	13	미아점	37,488	382	소유/임차	190,623
14	광주점	26,435	13,227	소유/임차	110,924	14	중동점	59,286	178	소유/임차	250,598
15	울산점	39,435	5,290	소유/임차	351,200	15	동구점	39,041	501	소유/임차	71,773
16	전주점	34,118	1,253	소유/임차	75,043	16	무역센터점	51,570	31,519	소유/임차	373,872
17	아울렛김해점	28,590	202,916	소유/임차	364,382	17	가산아울렛	30,744	67,434	위탁경영	
18	아울렛광주 수완점	n/a	19,825	소유/임차	61,200	18	디큐브시티점	n/a	116,588	임차	
19	광복점	40,749	26,887	소유/임차	415,303	19	동대문아울렛	39,072	52,807	임차	
20	이시아폴리스점	n/a	103,916	소유/임차	6,866	20	가든파이즈점	43,890	98,236	임차	
21	아울렛파주점	n/a	16,189	소유/임차	191,165	21	대구아울렛	n/a	71,933	임차	
22	김포공항점	26,290	178,195	소유/임차	n/a	22	대전아울렛			n/a	2020년
23	아울렛이천점	n/a	27,202	소유/임차	240,809	23	남양주아울렛			n/a	2020년
24	아울렛부여점	n/a	74,770	소유/임차	44,746	24	동탄아울렛			임차	2021년
25	롯데몰등부산점	n/a	33,792	소유/임차	375,486	25	여의도점			임차	2021년
26	잠실점	42,655	123,339	소유/임차	1,384,729	26	청주아울렛			임차	2023년
27	본점	43,668	28,867	소유/임차	523,121	신세계					
28	청량리점	45,991	102,321	임차		1	본점	56,500		소유	327,561
29	분당점	22,215	90,257	임차		2	경기점	60,100		소유	198,838
30	일산점	25,501	116,239	임차		3	센텀시티점	131,262		소유	627,777
31	대전점	31,548	133,568	임차		4	영등포점	43,100	3,761	소유/임차	110,876
32	강남점	27,276	27,574	임차	65,265	5	마산점	25,500	861	소유/임차	42,625
33	포항점	23,004	78,059	임차		6	분당삼청점	n/a	1,637	소유/임차	45,337
34	동래점	27,946	72,136	임차		7	기타 (광주 등)	n/a	9,032	소유/임차	371,550
35	상인점	26,573	71,150	임차		8	대구점	n/a	23,592	소유/임차	711,413
36	영플라자 청주점	n/a	14,011	임차		9	강남점	86,500	134,823	임차	
37	아울렛광주 월드컵점	n/a	39,138	임차		10	의정부점	51,600	133,847	임차	
38	건대 스타시티점	23,661	79,364	임차		11	김해점	n/a	99,921	임차	
39	평촌점	n/a	226,591	임차		12	하남점	n/a	49,060	임차	
40	아울렛서울역점	n/a	21,288	임차		13	대전스타일마켓	n/a	18,117	임차	
41	아울렛광명점	n/a	152,618	임차		14	울산			소유	미정
42	수원점	n/a	134,756	임차		15	송도			소유	미정
43	아울렛고양터미널점	n/a	35,465	임차		16	대전			소유	2021년
44	아울렛구리점	n/a	30,917	임차							
45	팩토리아울렛 인천점	n/a	49,778	임차							
46	아울렛광고점	n/a	88,474	임차							
47	팩토리아울렛 가산점	n/a	19,706	임차							
48	아울렛남악점	n/a	97,199	임차							
49	아울렛고양점	n/a	58,411	임차							
50	롯데몰 군산점	n/a	112,868	임차							
51	마산점	n/a	130,981	임차							
52	프리미엄아울렛 기흥점	n/a	323,548	임차							
신규 출점 계획 없음											

자료: 각 사, 메리츠증권리서치센터

표8 롯데마트 국내 점포 현황 및 출점 계획

점포명	임차면적 (㎡)	임차 /소유여부	장부가액 (백만원)	점포명	임차면적 (㎡)	임차 /소유여부	장부가액 (백만원)
1 강변점		소유	23,758	64 청라점		소유	47,773
2 잠실점		소유	297,102	65 남원점		소유	22,415
3 서현점		소유	40,270	66 광복점		소유	44,111
4 청주점		소유	12,181	67 빅마켓 킨텍스점		소유	84,072
5 울산점		소유	70,945	68 동부산점		소유	32,815
6 주엽점		소유	38,326	69 거제점		소유	46,902
7 연수점		소유	25,328	70 광고점		소유	64,070
8 상무점		소유	39,559	71 진주점		소유	31,102
9 사하점		소유	18,851	72 월드타워점		소유/임차	43,667
10 의정부점		소유	25,900	73 서울양평점	7,888	부지임차	58,721
11 화명점		소유	28,606	74 안산점	19,141	토지임차	11,763
12 화정점		소유	59,716	75 노은점	11,278	토지임차	11,353
13 빅마켓 금천점		소유	68,869	76 김포공항점	35,467	토지임차	n/a
14 빅마켓 영등포점		소유	76,445	77 구리점	41,902	임차	
15 서대문점		소유	36,752	78 부평역점	22,294	임차	
16 충주점		소유	93,986	79 천안점	26,557	임차	
17 서산점		소유	20,741	80 익산점	43,646	임차	
18 마산점		소유	29,118	81 빅마켓 도봉점	38,520	임차	
19 목포점		소유	26,506	82 성정점	39,930	임차	
20 의왕점		소유	88,654	83 서울역점	32,241	임차	
21 오산점		소유	35,244	84 수지점	43,994	임차	
22 첨단점		소유	56,605	85 구로점	59,898	임차	
23 중계점		소유	137,854	86 구미점	59,839	임차	
24 천천점		소유	32,795	87 사상점	50,332	임차	
25 통영점		소유	34,489	88 포항점	6,893	임차	
26 장유점		소유	33,057	89 부평점	50,213	임차	
27 빅마켓 신영통점		소유	55,817	90 광주월드컵점	30,847	임차	
28 웅상점		소유	26,212	91 군산점	50,598	임차	
29 양주점		소유	29,090	92 제주점	34,104	임차	
30 진해점		소유	22,420	93 대덕점	56,430	임차	
31 여천점		소유	13,112	94 동래점	77,668	임차	
32 여수점		소유	29,743	95 당진점	25,088	임차	
33 진장점		소유	58,470	96 평택점	38,863	임차	
34 안성점		소유	42,758	97 고양점	24,471	임차	
35 영종도점		소유	45,100	98 송파점	59,776	임차	
36 장암점		소유	23,292	99 청량리점	30,308	임차	
37 삼산점		소유	49,859	100 마석점	20,258	임차	
38 시티세븐점		소유	45,933	101 아산점	43,731	임차	
39 전주점		소유	30,869	102 홍성점	19,829	임차	
40 송천점		소유	48,557	103 원주점	28,232	임차	
41 수원점		소유	108,431	104 평촌점	6,272	임차	
42 동두천점		소유	43,120	105 나주점	5,907	임차	
43 정읍점		소유	23,420	106 상록점	20,377	임차	
44 검단점		소유	54,548	107 마장휴게소점	19,097	임차	
45 춘천점		소유	46,377	108 판교점	16,506	임차	
46 행당역점		소유	10,907	109 김해점	29,742	임차	
47 권선점		소유	58,103	110 선부점	24,562	임차	
48 시흥점		소유	50,901	111 송도점	32,388	임차	
49 시화점		소유	37,323	112 아산터미널점	23,500	임차	
50 금정점		소유	44,430	113 김천점	23,143	임차	
51 상당점		소유	23,637	114 수원점	36,071	임차	
52 덕소점		소유	39,674	115 신갈점	34,748	임차	
53 덕진점		소유	9,688	116 양덕점	42,969	임차	
54 삼계점		소유	16,898	117 시흥배곧점	34,290	임차	
55 석사점		소유	26,510	118 은평점	30,179	임차	
56 대구울하점		소유	76,959	119 남악점	14,708	임차	
57 제천점		소유	19,841	120 서초점	43,435	임차	
58 창원중앙점		소유	58,614	121 김포한강점	39,262	임차	
59 키즈마트부산점		소유	79,137	122 대구칠성점	6,580	임차	5,729
60 삼양점		소유	42,002	123 경기양평점	9,977	임차	
61 계양점		소유	64,542	124 금천독산점	16,223	임차	
62 영통점		소유	87,636	125 이천점	39,316	임차	
63 서청주점		소유	75,886	126 용인성북점		임차	2019년

자료: 롯데쇼핑, 메리츠증권리서치센터

표9 이마트 국내 점포 현황 및 출점 계획 (1)

점포명	임차면적 (㎡)	임차 /소유여부	장부가액 (백만원)	점포명	임차면적 (㎡)	임차 /소유여부	장부가액 (백만원)
1	창동점	소유	20,448	51	통영점	소유	28,170
2	일산점	소유	33,434	52	순천점	소유	35,998
3	분당점	소유	36,920	53	춘천점	소유	30,582
4	제주점	소유	29,471	54	서수원점	소유	54,992
5	서부산점	소유	9,985	55	죽전점	소유	101,540
6	동광주점	소유	7,994	56	남양주점	소유	44,700
7	청주점	소유	13,119	57	오산점	소유	30,529
8	전주점	소유	33,736	58	용인점	소유	21,565
9	성서점	소유	16,874	59	광명점	소유	4,204
10	산본점	소유	46,373	60	경산점	소유	70,012
11	천호점	소유	53,816	61	동백점	소유	30,260
12	가양점	소유	46,547	62	익산점	소유	25,338
13	해운대점	소유	34,818	63	검단점	소유	34,842
14	이천점	소유	10,332	64	아산점	소유	28,035
15	진주점	소유	49,725	65	태백점	소유	10,006
16	목포점	소유	17,463	66	상주점	소유	19,977
17	동인천점	소유	20,640	67	봉선점	소유	38,185
18	만촌점	소유	26,847	68	신도림점	소유	58,956
19	군산점	소유	21,462	69	여주점	소유	27,910
20	성수점	소유	105,020	70	동탄점	소유	114,804
21	월배점	소유	34,335	71	다산점	소유	65,203
22	천안점	소유	26,610	72	여의도점	소유	20,267
23	수원점	소유	41,055	73	하남점	소유	67,441
24	충주점	소유	24,339	74	청계천점	소유	83,808
25	평택점	소유	13,678	75	보령점	소유	28,524
26	은평점	소유	61,842	76	안성점	소유	54,019
27	포항점	소유	24,529	77	보라점	소유	45,533
28	연제점	소유	35,938	78	역삼점	소유	20,506
29	철성점	소유	43,039	79	화정점	소유	37,487
30	둔산점	소유	28,555	80	중동점	소유	73,544
31	구미점	소유	29,954	81	계양점	소유	40,934
32	창원점	소유	30,878	82	평촌점	소유	73,382
33	명일점	소유	37,221	83	감삼점	소유	20,972
34	연수점	소유	45,279	84	마산점	소유	22,328
35	강릉점	소유	20,561	85	포항이동점	소유	25,632
36	고잔점	소유	31,754	86	이문점	소유	6,807
37	문현점	소유	39,313	87	목동점	소유	77,620
38	수지점	소유	45,395	88	홍덕점	소유	66,367
39	속초점	소유	19,573	89	경기광주점	소유	33,504
40	울산점	소유	33,804	90	수색점	소유	30,262
41	동해점	소유	16,784	91	제천점	소유	31,396
42	영천점	소유	15,089	92	성남점	소유	149,663
43	광산점	소유	19,611	93	포천점	소유	36,993
44	양주점	소유	22,851	94	광명소하점	소유	99,893
45	양산점	소유	36,332	95	이수점	소유	9,665
46	파주점	소유	27,629	96	진접점	소유	51,738
47	반야월점	소유	45,320	97	사천점	소유	20,795
48	월계점	소유	76,608	98	목동점	소유	25,660
49	안동점	소유	18,348	99	가든5점	소유	81,162
50	양재점	소유	51,822	100	파주운정점	소유	96,881

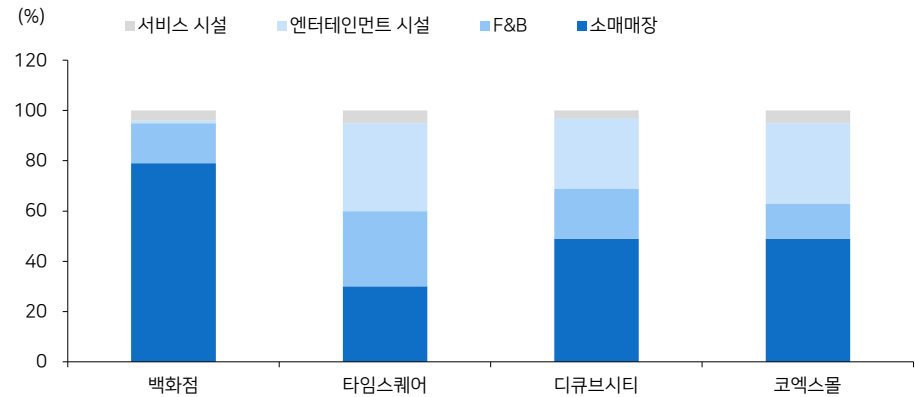
자료: 이마트, 메리츠종금증권 리서치센터

표10 이마트 국내 점포 현황 및 출점 계획 (2)

점포명	임차면적 (㎡)	임차 /소유여부	장부가액 (백만원)	점포명	임차면적 (㎡)	임차 /소유여부	장부가액 (백만원)
101	동구미점	소유	78,098	130	남원점	80	소유/임차
102	마포점	소유	61,341	131	김천점	7,075	소유/임차
103	서산점	소유	36,047	132	원주점	1,825	소유/임차
104	하월곡점	소유	86,906	133	구로점	7,963	소유/임차
105	화성봉담점	소유	68,875	134	상봉점	9,255	소유/임차
106	천안서북점	소유	46,407	135	여수점	8,782	소유/임차
107	의정부점	소유	75,961	136	금정점	36,309	소유/임차
108	별내점	소유	109,377	137	신제주점	32,583	소유/임차
109	풍산점	소유	106,551	138	서귀포점	6,326	소유/임차
110	김포한강점	소유	101,041	139	미아점	25,599	소유/임차
111	세종점	소유	73,853	140	신월점	9,977	임차
112	킨텍스점	소유	155,711	141	수서점	8,257	임차
113	광고점	소유	124,327	142	상무점	44,876	임차
114	김해점	소유	299,098	143	사상점	46,351	임차
115	의왕점	소유	67,184	144	용산점	27,655	임차
116	트레이더스 구성점	소유	73,666	145	인천공항점	10,995	임차
117	트레이더스 송림점	소유	48,512	146	자양점	37,423	임차
118	트레이더스 월평점	소유	72,512	147	왕십리점	34,356	임차
119	트레이더스 서면점	소유	47,526	148	영등포점	31,383	임차
120	트레이더스 비산점	소유	30,306	149	천안터미널점	22,181	임차
121	트레이더스 안산점	소유	57,651	150	펜타포트점	55,845	임차
122	트레이더스 천안아산점	소유	76,511	151	대전터미널점	57,120	임차
123	트레이더스 양산점	소유	44,553	152	과천점	25,865	임차
124	트레이더스 수원점	소유	96,759	153	광주점	14,181	임차
125	트레이더스 킨텍스점	소유	60,858	154	트레이더스 하남점	16,389	임차
126	트레이더스 군포점	소유	105,021	155	트레이더스 고양점	18,220	임차
127	트레이더스 김포점	소유	90,209	156	스타필드시티 부산명지		2019년
128	트레이더스 SF위례점	소유	196,511	157	스타필드시티 부천옥길		2019년
129	트레이더스 월계점	소유	102,058	158	이마트타운 부산연산		2020년

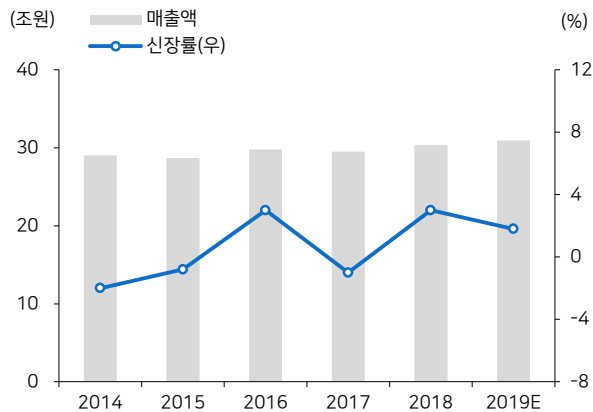
자료: 이마트, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 복합쇼핑몰과 백화점 Tenant 믹스 비교



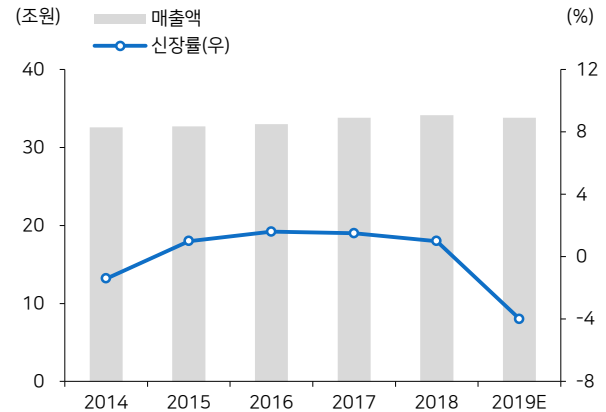
자료: 리테일매거진, 메리츠증권 리서치센터

그림21 백화점 판매액 및 신장률 추이와 전망



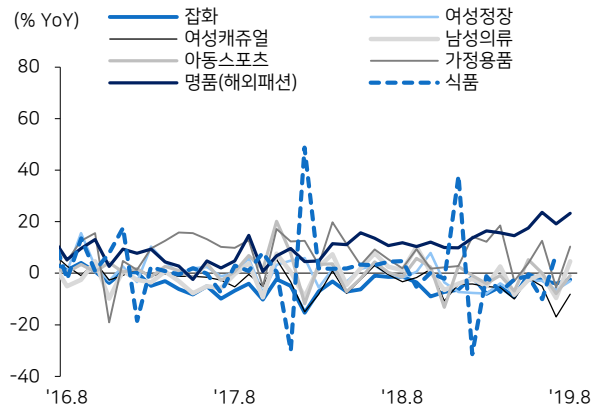
자료: 리테일매거진, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림22 대형마트 판매액 및 신장률 추이와 전망



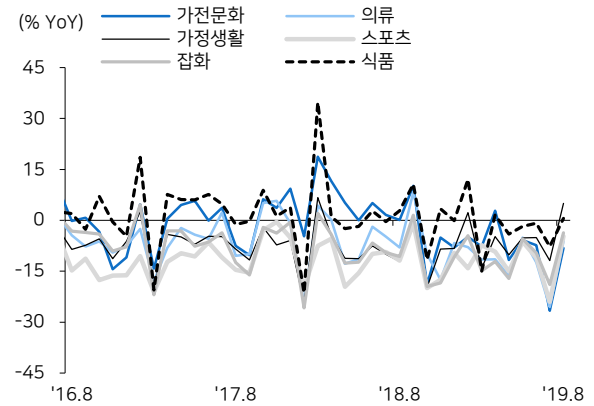
자료: 리테일매거진, 메리츠증권 리서치센터 추정

그림23 백화점 품목별 매출 성장률



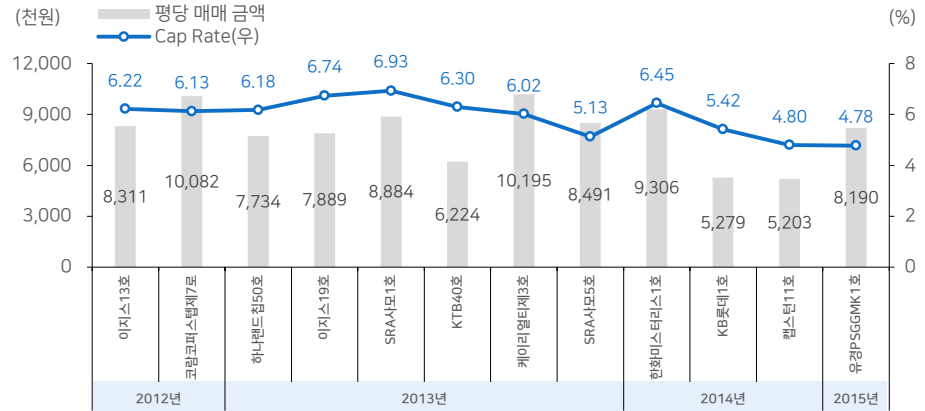
자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림24 대형마트 품목별 매출 성장률



자료: 산업통상자원부, 메리츠증권 리서치센터

그림25 대형마트 거래시장 평당매매가 및 Cap Rate 현황



주: Cap Rate = 연임대료 / (매매금액 - 보증금)  
 자료: 세빌스코리아, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 대형마트 자산유동화 사례: 점진적인 Cap Rate 하락세

	롯데마트	홈플러스 4개점	홈플러스	롯데마트 5개점 / 롯데백화점 2개점	롯데마트 3개점 / 롯데백화점 2개점	롯데마트 3개점 / 빅마켓 1개점
자산명	송파 문정점	부천/영동/작전/칠곡	인천 논현점	롯데백화점 일산/상인 롯데마트 구미/부평/고양/당진/평택	롯데백화점 포항/동래 롯데마트 동래/성정/군산	롯데마트 수지/사상/익산 빅마켓 도봉
개점 시기	3Q13	4Q13	2Q14	3Q14	4Q14	3Q15
매입 가격(억원)	2,300	6,300	1,222	6,027	5,001	4,365
매입 면적(평)	22,560	74,194	13,131	114,054	96,110	53,302
매입 가격 / 면적	10.19	8.49	9.31	5.28	5.2	8.19
주요 임차인	롯데쇼핑	홈플러스	홈플러스	롯데쇼핑	롯데쇼핑	롯데쇼핑
계약 임차 기간	20년	15년	16.5년	20년	20년	15.3년
Cap Rate(%)	6.02	5.13	6.45	5.42	4.80	4.78

주: Cap Rate = 연임대료 / (매매금액 - 보증금)  
 자료: 세빌스코리아, 메리츠증권증권 리서치센터

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

### 투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

### 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%
2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율	