



# Neutral (Maintain)

## 음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

# 유통

## 면세점, 기대 이상의 수요와 경쟁강도 안정화



4Q19 유통 업종 실적은 면세점 업체들의 선방이 돋보이는 가운데, 할인점의 부진이 지속될 것으로 추산된다. 면세점 업체들의 주가는 저점 대비 많이 상승하였지만, 실적 눈높이 상향 가능성이 여전히 유효하기 때문에, 중기적으로 업종 내 아웃퍼폼이 지속될 것으로 추산된다.

### >>> 4Q19 Preview: 면세점은 선방, 할인점은 부진

4Q19 유통 업종 실적은 대체로 눈높이가 낮아지는 흐름이다. 하지만, 면세점은 오히려 실적 눈높이가 상향되는 추세이다.

**면세점**은 1) 기대 이상의 수요 호조, 2) 경쟁강도 안정화, 3) 회계기준 변경효과에 힘입어, 전반적으로 실적 눈높이가 상향되고 있다. **편의점**은 지속적인 점포 출점과 매출 개선에 힘입어 전반적으로 이익이 증가할 것으로 판단되나, 우호적인 날씨 환경을 감안한다면, 기존점 성장률 레벨은 다소 아쉬운 수준이다. **할인점**은 여전히 업황이 안 좋은 상황이다. 이마트의 기존점 역신장이 3분기 대비는 다소 완화되었지만, 트래픽 확보를 위한 판촉비 지출로 인해, 수익성이 기대 보다 부진할 전망이다. **백화점**은 신세계를 제외하고는 다소 아쉬운 매출과 수익성이 예상된다. 특히, 롯데쇼핑은 일본 불매 영향으로 인해, 전반적으로 부진한 트래픽을 기록한 가운데, 유니클로 매출 부진이 지분법손익에도 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다.

### >>> 면세점, 추가적인 눈높이 상향 가능할 것

특히, 호텔신라의 4Q19 실적 눈높이가 크게 상향되고 있고, 이에 따라 주가도 크게 반응한 상황이다. 다만, 이러한 실적 눈높이 상향의 기저에는 회계기준 변경 영향에 따른 일회성 이익 200억원 발생이 있다(시내면세점 특허수수료 기준 변경, 공항 면세점 리스회계 적용 여부 변경 영향). 따라서, 해당 변경 효과를 제외한 별도기준 TR 부문 영업이익은 473억원 수준으로 추산된다.

이에 따라, 회계기준 변경효과를 제외한 별도기준 TR 부문의 4Q19 OPM은 약 4.2% 수준으로 추산되는데, 3Q19 OPM 4.8% 대비는 다소 하락한 수준이다(4Q18 OPM 3.2% 대비는 +1%p 개선). 하지만, **연말 시즌 오프 행사에 따른 재고 소진 영향을 감안한다면, QoQ 수익성 하락은 크게 문제될 것이 없다.**

오히려, 국내 면세점 시장의 추가적인 눈높이 상향 가능성에 주목해야 한다. 1) **연초에 시장 성장을 전망치가 크게 상향될 가능성이 높고,** 2) **경쟁강도도 3Q19 이후 안정화 되고 있으며,** 3) **달러 대비 위안화 강세 흐름이 이어지는 가운데,** 4) **한중 관계 회복 기대감도 유효하기 때문**이다.

### Compliance Notice

- 당사는 1월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

면세점 판촉비 증가는  
매출 확대를 위한 것

호텔신라와 신세계의 주가는 작년 5월에 고점을 형성하였고, 9~11월에 저점을 형성하였다. 연초에 시장 성장률 기대치가 상향되면서, 실적 추정치가 가파르게 상승하였으나, 1) 3Q19에 경쟁강도가 가파르게 상승하였고, 2) 미국과 중국의 무역 분쟁 우려가 심화되면서, 외부 환경이 부정적으로 작용했기 때문이다.

하지만, 주요 면세점 업체들의 판촉비 증가에 힘입어, 한국 면세점 시장 규모는 기존의 시장 기대치를 크게 상회하고 있다. 작년 초 우려와 달리, 월별 면세점 시장 규모는 매월 확대되었고, 분기별 면세점 시장 규모의 YoY 성장률도 상승 추세를 보였다(1Q19 +27%, 2Q19 +26%, 3Q19 +32%, 4Q19E +38%). 이와 같은 성장 추세를 감안한다면, 올해 한국 면세점 시장 규모는 무난히 +20% 이상 신장이 가능할 전망이다. 따라서, 현재 시장의 성장률 기대치는 여전히 낮은 수준으로 추산된다.

경쟁강도 안정화로  
면세점 업체들의 주가도  
전고점 돌파 요인 충분

한편, 경쟁강도는 광군제 행사 이후로 비교적 안정화 되고 있는 추세이다. 4Q19 수익성 레벨이 YoY/QoQ로 비교적 견조한 모습을 보인다면, 1Q20 수익성 개선 기대감이 한층 강해질 것이다. 통상 4분기는 시즌 오프 재고 소진에 따른 원가율 상승 요인이 있었기 때문이다. 한편, 주가는 작년 전고점 대비 아직 낮은 상황이다. 면세점 업체들의 주가가 저점에서 많이 상승하긴 하였으나, 매출에 대한 기대치가 꾸준히 상승하였고, 수익성에 대한 우려가 완화되기 시작하는 점을 감안한다면, 여전히 추가적인 주가 상승세에 무게를 둔 전략이 필요한 시점으로 판단된다.

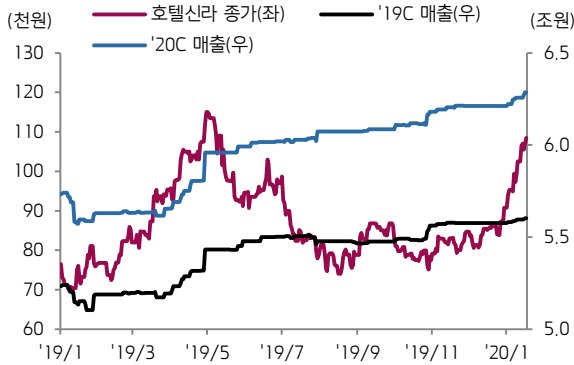
외부 환경도  
면세점 업체에 긍정적

외부 환경 변화도 면세점 업체에게 긍정적으로 흘러가고 있다. 달러 대비 위안화가 강세를 보이면서, 중국인 고객들의 구매력에 긍정적으로 작용하고 있고, 시진핑 주석의 방한 가능성으로 인해 한중 관계 회복 기대감도 여전히 유효한 상황이다. 특히, 크루즈/전세기 규제 해소와 그룹투어 온라인 모객 재개가 동반 된다면, 면세점 업체들의 주가 밸류에이션이 전반적으로 상향될 수 있을 것이다.

중기적으로  
면세점 3社 매력적

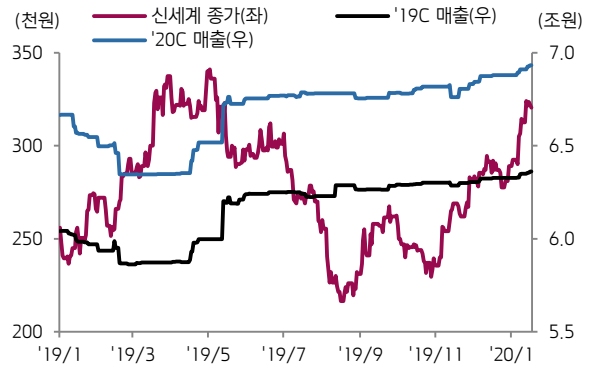
따라서, 중기적으로 면세점 3社の 업종 내 아웃퍼폼이 지속될 것으로 판단된다. 호텔신라는 면세점 사업부의 매출 및 이익 비중이 크기 때문에, Beta 측면에서 가장 매력적인 업체이다. 신세계는 백화점의 이익 성장률이 안정적인 가운데, 올해 면세점 사업부의 영업 레버리지 효과가 확대될 가능성이 있다. 현대백화점은 면세점 매출 확대로 사업 다각화가 본격화 되면서, 주가 밸류에이션 레벨이 상승할 가능성에 주목해야 할 것이다.

호텔신라 주가 vs 매출 컨센서스 추이



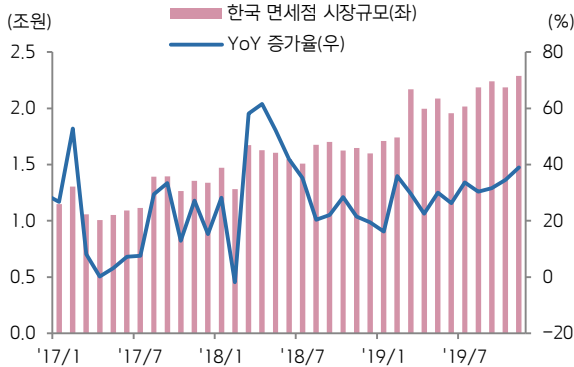
자료: Fn Guide

신세계 주가 vs 매출 컨센서스 추이



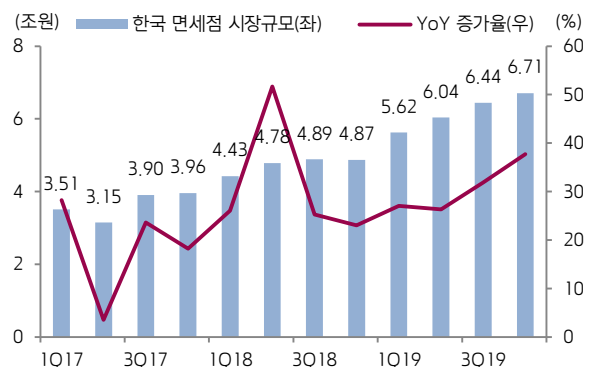
자료: Fn Guide

월별 한국 면세점 시장규모 추이



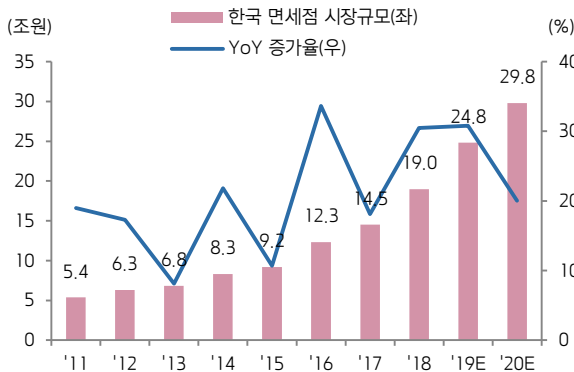
자료: 한국면세점협회, 한국은행, 키움증권 리서치

분기별 한국 면세점 시장규모 추이 및 전망



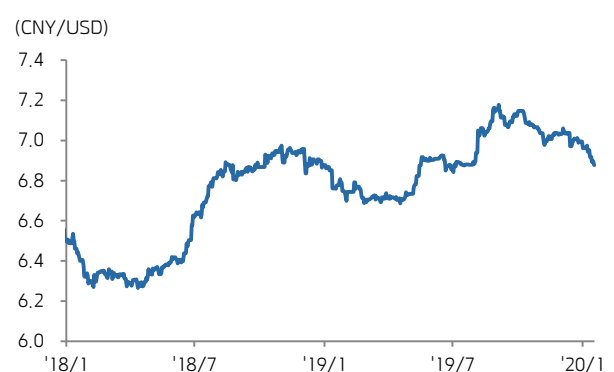
자료: 한국면세점협회, 한국은행, 키움증권 리서치  
주: 1) 4Q19E는 당사 추정치

연도별 한국 면세점 시장규모 추이 및 전망



자료: 한국면세점협회, 한국은행, 키움증권 리서치  
주: 1) 2019~20E는 당사 추정치

위안/달러 환율 추이



자료: Fn Guide

유통 업종 Key Table

YoY 증가율(%)	'18/10	'18/11	'18/12	'19/1	'19/2	'19/3	'19/4	'19/5	'19/6	'19/7	'19/8	'19/9	'19/10	'19/11	'19/12
휴일 수	10	8	11	9	11	11	8	10	11	8	10	11	10	9	10
휴일 YoY	-5	0	0	-1	1	1	-1	-1	0	-1	1	-2	0	1	-1
오프라인 매출	-3.6	-0.5	-0.1	6.5	-7.1	1.3	-2.9	1.2	0.7	-5.6	2.1	-5.0	-1.1	2.4	
점포당 매출															
대형마트	-13.5	-1.9	-3.2	6.5	-13.5	-0.6	-7.0	-2.9	-3.2	-12.9	-1.0	-9.8	-5.3	0.8	
이마트 기준점	-16.5	-1.3	-5.0	1~2 월 누계	-2.4	-1.8	-7.4	-3.2	-3.1	-11.6	3.2	-8.7	-2.2	2.5	-3.6
백화점	1.2	-3.9	0.7	9.3	-6.6	4.0	-2.2	8.0	9.4	0.9	11.1	-0.8	1.9	8.4	
신세계 기준점	7.5	-0.5	5.6	1~2 월 누계	5.2	5.7	1.4	8.0	7.7	4.8	11.5	0.6	3.6	10.8	1.8
SSM	-0.1	0.4	4.0	5.0	-3.9	1.4	0.2	-0.4	-2.5	-4.4	-2.2	-4.7	0.9	-2.1	
편의점	-0.2	1.8	0.5	2.4	-0.4	-1.3	-1.2	1.2	-1.2	-1.9	-0.9	-1.8	0.1	-1.1	
점포 증가율	4.9	4.6	4.4	4.1	4.1	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	4.7	5.2	5.8	
온라인 매출	28.3	12.7	14.3	17.3	12.0	18.2	14.1	18.1	11.7	8.7	15.2	17.8	12.5	14.8	
온라인판매증가	27.2	10.9	12.9	15.9	13.4	20.5	16.1	20.9	12.8	10.8	17.1	20.5	14.9	15.2	
온라인판매	31.1	17.5	17.8	20.8	8.3	12.6	9.4	11.2	8.9	3.6	10.6	11.0	6.7	13.7	
면세점 매출	28.6	19.0	15.5	10.5	30.8	23.0	14.7	18.5	17.4	27.7	21.0	23.2	28.2	34.3	
서울 - 전체	35.3	22.8	18.3	12.6	37.7	28.8	20.2	24.5	24.2	33.0	25.1	27.3	34.5	41.5	
서울 - 외국인	36.5	25.3	19.9	11.8	41.9	31.0	22.6	28.8	26.7	40.1	30.4	32.1	39.4	46.9	
중국인 인바운드	37.6	35.1	25.2	28.7	31.3	20.9	34.5	35.2	25.0	26.5	20.9	24.6	19.4	25.0	

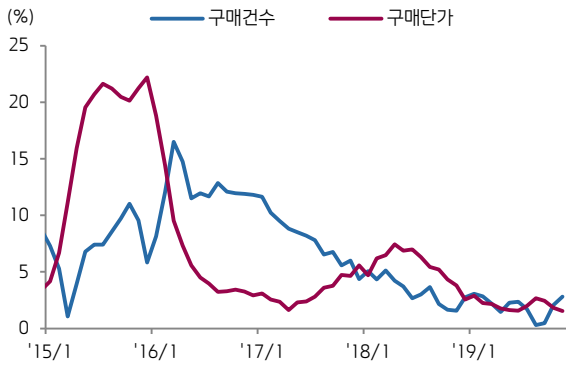
자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

한국 면세점 시장 Key Table

구분	단위	'18/10	'18/11	'18/12	'19/1	'19/2	'19/3	'19/4	'19/5	'19/6	'19/7	'19/8	'19/9	'19/10	'19/11
전체 시장규모	(조원)	1.63	1.65	1.60	1.71	1.74	2.17	2.00	2.09	1.96	2.02	2.19	2.24	2.19	2.29
(YoY)		28%	22%	19%	16%	36%	30%	23%	30%	26%	34%	30%	32%	35%	39%
서울	(조원)	1.13	1.16	1.12	1.21	1.24	1.58	1.44	1.51	1.43	1.46	1.60	1.64	1.59	1.70
(YoY)		35%	25%	22%	18%	43%	36%	28%	37%	34%	39%	35%	36%	41%	46%
인천	(조원)	0.23	0.22	0.22	0.24	0.22	0.25	0.24	0.24	0.23	0.23	0.24	0.25	0.25	0.24
(YoY)		10%	8%	7%	10%	8%	7%	4%	7%	6%	13%	16%	13%	8%	8%
전체 시장규모	(십억달러)	1.44	1.46	1.42	1.53	1.55	1.92	1.75	1.77	1.66	1.71	1.81	1.87	1.84	1.96
(YoY)		29%	19%	16%	11%	31%	23%	15%	18%	17%	28%	21%	23%	28%	34%
서울	(십억달러)	1.00	1.03	1.00	1.08	1.11	1.40	1.26	1.28	1.21	1.24	1.32	1.37	1.34	1.46
(YoY)		35%	23%	18%	13%	38%	29%	20%	24%	24%	33%	25%	27%	35%	42%
인천	(십억달러)	0.20	0.20	0.20	0.21	0.20	0.22	0.21	0.20	0.19	0.20	0.20	0.21	0.21	0.21
(YoY)		10%	6%	4%	5%	3%	1%	-3%	-3%	-2%	8%	8%	6%	3%	5%
서울 면세점 외국인 매출	(십억달러)	0.88	0.91	0.87	0.93	0.97	1.27	1.13	1.14	1.08	1.10	1.20	1.25	1.22	1.33
(YoY)		36%	25%	20%	12%	42%	31%	23%	29%	27%	40%	30%	32%	39%	47%
구매건수	(십억건)	0.73	0.73	0.75	0.68	0.61	0.85	0.86	0.87	0.86	0.82	0.83	0.86	0.89	0.88
(YoY)		50%	30%	20%	14%	24%	23%	25%	29%	23%	32%	22%	22%	22%	20%
구매단가	(천달러/건)	1.20	1.24	1.15	1.37	1.59	1.49	1.31	1.32	1.26	1.34	1.44	1.45	1.37	1.52
(YoY)		-9%	-4%	0%	-2%	15%	7%	-2%	-1%	3%	6%	7%	8%	14%	22%
중국인 인바운드	(백만명)	0.48	0.40	0.42	0.39	0.45	0.49	0.49	0.50	0.48	0.52	0.58	0.54	0.57	0.51
(YoY)		38%	35%	25%	29%	31%	21%	35%	35%	25%	27%	21%	25%	19%	25%
중국노선 여객수(출발+도착)	(백만명)	1.20	1.09	1.08	1.14	1.11	1.14	1.20	1.25	1.25	1.27	1.42	1.27	1.33	1.22
(YoY)		18%	20%	9%	11%	11%	7%	12%	14%	13%	9%	11%	10%	10%	12%
원/달러	(원/달러)	1,131	1,129	1,123	1,122	1,122	1,131	1,141	1,181	1,176	1,175	1,208	1,197	1,186	1,168
(YoY)		0%	2%	3%	5%	4%	5%	7%	10%	8%	5%	8%	7%	5%	3%

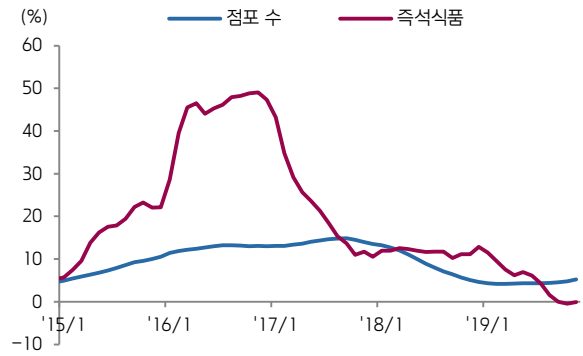
자료: 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 키움증권 리서치

편의점 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



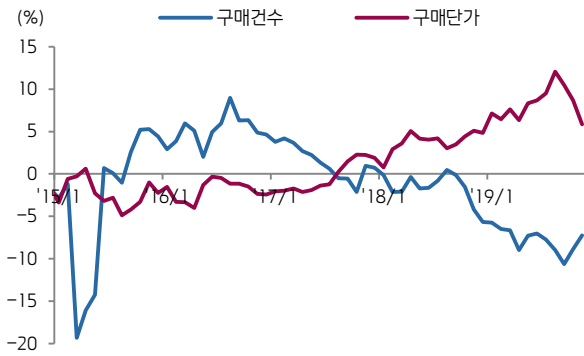
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

편의점 점포수 vs 즉석식품 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



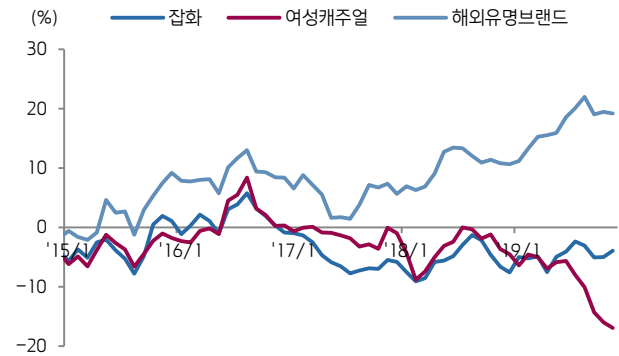
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

백화점 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



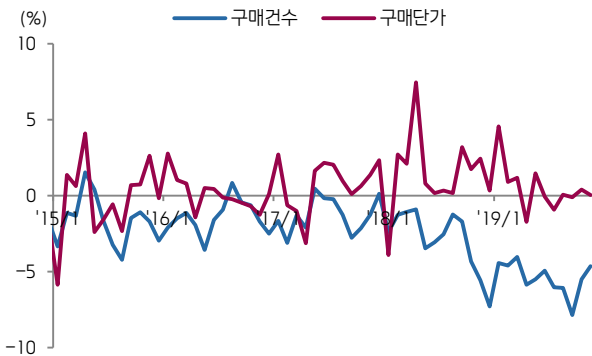
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

백화점 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



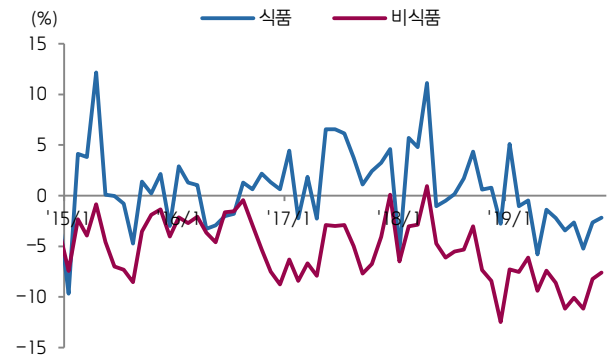
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

대형마트 구매건수/구매단가 YoY 증가율 추이(3MA)



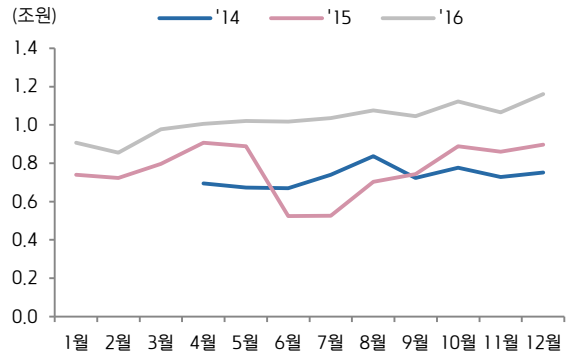
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

대형마트 상품군별 매출액 YoY 증가율 추이(3MA)



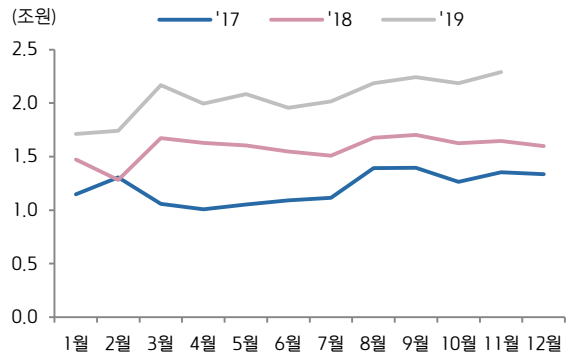
자료: 산업통상자원부, 키움증권 리서치

월별 한국 면세점 시장규모 추이(2014~16년)



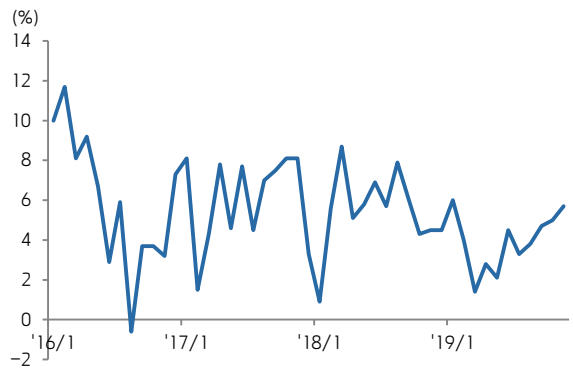
자료: 한국면세점협회

월별 한국 면세점 시장규모 추이(2017~19년)



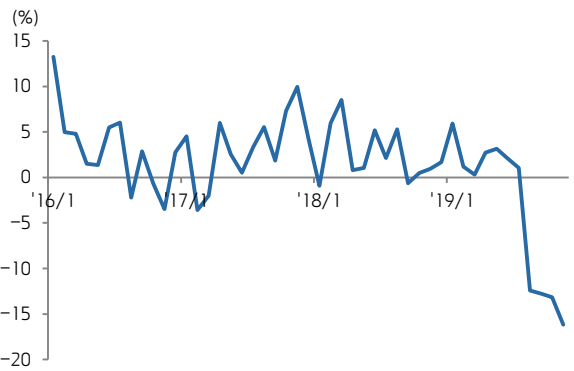
자료: 한국면세점협회

싱가포르 창이공항 여객 수 YoY 증감률 추이



자료: 창이공항

홍콩체랍콕공항 여객 수 YoY 증감률 추이



자료: 홍콩체랍콕공항

유통 연결기준 4Q19 실적 Preview

회사명	구분	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	YoY	1Q20E	YoY	2019E	2020E	YoY
BGF 리테일	매출액	14,413	13,498	15,165	15,827	15,022	4.2%	14,142	4.8%	59,513	62,350	4.8%
	영업이익	414	263	610	648	451	9.0%	305	15.7%	1,973	2,217	12.4%
	OPM	2.9%	2.0%	4.0%	4.1%	3.0%	0.1%p	2.2%	0.2%p	3.3%	3.6%	0.2%p
	순이익	337	210	459	502	351	4.0%	243	16.2%	1,522	1,730	13.7%
GS 리테일	매출액	21,725	20,828	23,077	23,756	22,269	2.5%	21,443	3.0%	89,930	92,731	3.1%
	영업이익	253	214	770	906	369	45.7%	251	17.2%	2,258	2,486	10.1%
	OPM	1.2%	1.0%	3.3%	3.8%	1.7%	0.5%p	1.2%	0.1%p	2.5%	2.7%	0.2%p
	순이익	15	76	527	657	224	1407.5%	155	104.5%	1,484	1,736	17.0%
호텔신라	매출액	11,928	13,432	13,549	14,753	15,145	27.0%	15,974	18.9%	56,879	67,590	18.8%
	영업이익	275	817	792	574	650	136.6%	821	0.5%	2,833	3,322	17.3%
	OPM	2.3%	6.1%	5.8%	3.9%	4.3%	2.0%p	5.1%	-0.9%p	5.0%	4.9%	-0.1%p
	순이익	-212	519	521	277	416	흑전	513	-1.2%	1,734	2,082	20.1%
신세계	매출액	15,412	15,169	15,060	16,026	17,129	11.1%	17,053	12.4%	63,384	71,781	13.2%
	영업이익	1,341	1,096	681	959	1,569	17.0%	1,257	14.7%	4,305	5,262	22.2%
	OPM	8.7%	7.2%	4.5%	6.0%	9.2%	0.5%p	7.4%	0.1%p	6.8%	7.3%	0.5%p
	순이익	846	6,665	170	336	849	0.4%	573	-91.4%	8,020	2,513	-68.7%
현대백화점	매출액	5,310	5,210	5,334	5,322	6,324	19.1%	6,325	21.4%	22,190	29,065	31.0%
	영업이익	987	751	507	609	1,002	1.6%	833	11.0%	2,869	3,124	8.9%
	OPM	18.6%	14.4%	9.5%	11.4%	15.8%	-2.7%p	13.2%	-1.2%p	12.9%	10.7%	-2.2%p
	순이익	661	544	379	407	705	6.6%	558	2.5%	2,035	2,200	8.1%
롯데쇼핑	매출액	43,984	44,468	44,565	44,047	43,146	-1.9%	44,102	-0.8%	176,226	176,909	0.4%
	영업이익	903	2,053	915	876	1,786	97.8%	1,873	-8.7%	5,630	6,001	6.6%
	OPM	2.1%	4.6%	2.1%	2.0%	4.1%	2.1%p	4.2%	-0.4%p	3.2%	3.4%	0.2%p
	순이익	-4,487	890	508	-408	888	흑전	620	-30.3%	1,540	1,560	1.3%
이마트	매출액	42,260	45,854	45,810	50,633	47,416	12.2%	49,112	7.1%	189,713	199,602	5.2%
	영업이익	614	743	-299	1,162	316	-48.6%	698	-6.1%	1,922	2,070	7.7%
	OPM	1.5%	1.6%	-0.7%	2.3%	0.7%	-0.8%p	1.4%	-0.2%p	1.0%	1.0%	0.0%p
	순이익	495	680	-251	1,102	362	-26.9%	595	-12.4%	1,893	1,840	-2.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(순이익은 지배주주순이익 기준임)

유통 업종 실적 전망 및 Valuation Table (단위: 십억원, 배)

종목명		BGF 리테일	GS 리테일	호텔신라	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트
종목코드		282330	007070	008770	004170	069960	023530	139480
종가(1/17, 원)		171,000	39,350	108,500	320,500	88,400	136,500	121,000
시가총액(1/17, 조원)		2.96	3.03	4.26	3.16	2.07	3.86	3.37
매출액	'18	5,776	8,692	4,714	5,186	1,862	17,821	17,049
	'19E	5,951	8,993	5,688	6,338	2,219	17,623	18,971
	'20E	6,235	9,273	6,759	7,178	2,906	17,691	19,960
영업이익	'18	190	180	209	397	357	597	463
	'19E	197	226	283	430	287	563	192
	'20E	222	249	332	526	312	600	207
OPM	'18	3.3%	2.1%	4.4%	7.7%	19.2%	3.4%	2.7%
	'19E	3.3%	2.5%	5.0%	6.8%	12.9%	3.2%	1.0%
	'20E	3.6%	2.7%	4.9%	7.3%	10.7%	3.4%	1.0%
순이익	'18	154	121	110	239	239	-334	450
	'19E	152	148	173	802	204	154	189
	'20E	173	174	208	251	220	156	184
PER	'18	22.9	25.9	27.7	10.5	8.9	-10.9	11.3
	'19E	19.4	20.4	25.0	3.9	10.2	20.6	17.8
	'20E	17.1	17.5	20.9	12.6	9.4	20.3	18.3
PBR	'18	6.76	1.49	4.00	0.73	0.51	0.51	0.62
	'19E	4.71	1.39	4.70	0.74	0.48	0.33	0.41
	'20E	3.93	1.32	3.88	0.70	0.46	0.33	0.40
ROE	'18	29.6%	5.9%	15.4%	6.9%	5.9%	-4.5%	5.5%
	'19E	26.5%	6.9%	20.5%	20.8%	4.8%	1.6%	2.3%
	'20E	25.1%	7.7%	20.4%	5.8%	5.0%	1.6%	2.2%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)

유통 업종 투자이견 및 목표주가 변경 내역

종목코드	종목명	변경내역	변경사유
282330	BGF 리테일	목표주가: 250,000 원 → 230,000 원	실적 참조기간 변경 및 실적 추정치 하향
008770	호텔신라	목표주가: 110,000 원 → 131,000 원	실적 참조기간 변경 실적 추정치 및 Target PER 상향
004170	신세계	목표주가: 350,000 원 → 400,000 원	실적 참조기간 변경 실적 추정치 및 Target PER 상향
069960	현대백화점	목표주가: 108,000 원 → 114,000 원	실적 참조기간 변경 및 Target PER 상향
023530	롯데쇼핑	목표주가: 126,000 원 → 130,000 원	실적 참조기간 변경 실적 추정치 상향 및 SOTP 내 Target Valuation 변경
139480	이마트	목표주가: 120,000 원 → 139,000 원	실적 참조기간 변경 실적 추정치 상향 및 SOTP 내 Target Valuation 변경

자료: 키움증권 리서치

BGF리테일 목표주가 변경 내역

EPS(원)	10,636	'20E EPS * 50% + '21E EPS * 50%
Target PER(배)	22.0	최근 1년 FW12M PER 상단
목표주가(원)	<b>230,000</b>	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

호텔신라 목표주가 변경 내역

EPS(원)	5,959	'20E EPS * 50% + '21E EPS * 50%
Target PER(배)	22.0	최근 1년 FW12M PER 상단
목표주가(원)	<b>131,000</b>	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

신세계 목표주가 변경 내역

EPS(원)	28,051	'20E EPS * 50% + '21E EPS * 50%
Target PER(배)	14.4	최근 2년 FW12M PER 상단에서 10% 할인
목표주가(원)	<b>400,000</b>	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

현대백화점 목표주가 변경 내역

EPS(원)	10,339	'20E EPS * 50% + '21E EPS * 50%
Target PER(배)	11.0	최근 1년 FW12M PER 상단에서 10% 할인(면세점 사업 확대효과 감안)
목표주가(원)	<b>114,000</b>	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치



롯데쇼핑 목표주가 변경 내역 (단위: 십억원, 배)

<b>백화점 (A)</b>	<b>4,394</b>	
NOPAT	424	'20E NOPAT * 50% + '21E NOPAT * 50%
Target PER	10.4	신세계, 현대백화점 평균 값 적용
<b>할인점+슈퍼 (B)</b>	<b>750</b>	
EBITDA	96	'20E EBITDA * 50% + '21E EBITDA * 50%
EV/EBITDA	7.8	기준점 부진에 따른 수익성 악화 우려 감안하여, 글로벌 Peer 3社 평균에서 20% 할인(글로벌 Peer: Walmart, Kroger, Target)
<b>롯데하이마트 (C)</b>	<b>416</b>	
1/17 시가총액	682	
지분율	61.0%	
<b>홈쇼핑 (D)</b>	<b>384</b>	
NOPAT	102	'20E NOPAT * 50% + '21E NOPAT * 50%
Target PER	7.1	국내 홈쇼핑 2社(GS 홈쇼핑, 현대홈쇼핑) 평균
지분율	53.0%	
<b>컬처웍스 (E)</b>	<b>646</b>	3Q19 말 장부가액 기준
<b>FRL 코리아 (F)</b>	<b>1,639</b>	
순이익	116	'20E 순이익 * 50% + '21E 순이익 * 50%
Target PER	28.8	패스트리테일링 FW12M PER 에서 20% 할인
지분율	49.0%	
<b>롯데리츠 (G)</b>	<b>494</b>	
1/17 시가총액	987	
지분율	50.0%	
<b>EV (H)=(A)+(B)+(C)*70%+(D)+(E)+(F)+(G)*70%</b>	<b>8,449</b>	롯데하이마트, 롯데리츠 지분가치는 30% 할인 적용
<b>순차입금 (I)</b>	<b>4,785</b>	3Q19 말 별도기준 순차입금
<b>목표 시가총액 (J)=(H)-(I)</b>	<b>3,664</b>	
<b>총 발행주식 수(백만주)</b>	<b>28.3</b>	
<b>목표주가(원)</b>	<b>130,000</b>	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

이마트 목표주가 변경 내역 (단위: 십억원, 배)

<b>이마트 별도 + 기타 종속기업 (A)</b>	<b>2,743</b>	
NOPAT	202	'20E NOPAT * 50% + '21E NOPAT * 50%
Target PER	13.6	기준점 부진에 따른 수익성 악화 우려 감안하여, 글로벌 Peer 3社: 평균에서 20% 할인(글로벌 Peer: Walmart, Kroger, Target)
지분율	100%	
<b>에스에스지닷컴 (B)</b>	<b>1,479</b>	
매출액	3,689	'20E GMV * 50% + '21E GMV * 50%
Target PSR	0.8	FI 유치 당시 밸류에이션(1 배)에서 20% 할인
지분율	50.1%	
<b>신세계푸드 (C)</b>	<b>133</b>	
1/17 시가총액	285	
지분율	46.9%	
<b>스타벅스커피코리아 (D)</b>	<b>1,701</b>	
순이익	143	'20E 순이익 * 50% + '21E 순이익 * 50%
Target PER	23.9	스타벅스 FW12M PER 에서 20% 할인
지분율	50.0%	
<b>삼성생명 보통주 (E)</b>	<b>870</b>	
1/17 시가총액	14,740	
지분율	5.9%	
<b>EV (F)=(A)+(B)+(C)*70%+(D)+(E)*70%</b>	<b>6,624</b>	신세계푸드, 삼성생명 지분가치는 30% 할인 적용
<b>순차입금 (G)</b>	<b>2,748</b>	3Q19 말 별도기준 순차입금
<b>목표 시가총액 (H)=(F)-(G)</b>	<b>3,877</b>	
<b>총 발행주식 수(백만주)</b>	<b>27.9</b>	
<b>목표주가(원)</b>	<b>139,000</b>	천원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

### 1) BGF리테일 4Q19 Preview

투자 의견 BUY  
 목표주가 230,000원

BGF리테일의 4Q19 연결기준 영업이익은 451억원(+9% YoY)으로 전망된다. 편의점 기준점 성장을 부진에도 불구하고, 점포 수 순증과 매출률 개선에 힘입어, 소폭 이익이 신장할 것으로 추산된다.

이번 겨울은 많이 춥지 않아서, 날씨 환경이 비교적 우호적이었으나, 즉석식품 매출 성장이 과거 대비 둔화되는 추세가 이어지면서, 4Q19 편의점 기준점 성장률은 매우 미미할 것으로 예상된다(flat YoY). 다만, 4Q19 편의점 점포 수 순증은 190점 수준을 기록하며, 연간 순증 목표치인 700점 수준을 달성 가능할 것으로 추산된다.

다양한 시도를 통해  
 즉석식품 확대 주력

동사는 점내 조리상품 강화(튀김/브이류 집기 등), 편스토랑 방영 등 다양한 시도를 통해, 즉석식품 카테고리의 다양화를 지속적으로 시도하고 있다. 과거 도시락만큼의 확장 속도가 아닌 것은 다소 아쉽지만, 전반적으로 구색이 다양해지고 있는 점은 긍정적이다. 현재 튀김기가 들어간 점포는 4,500점 이상으로 확대되었으며, 브이류 집기도 800점 수준까지 확대되었다. 향후, 브이류 집기는 고구마 외에도 다양한 상품 카테고리 도입을 검토하고 있는 상황이다.

#### BGF리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>1,349.8</b>	<b>1,516.5</b>	<b>1,582.7</b>	<b>1,502.2</b>	<b>1,414.2</b>	<b>1,586.8</b>	<b>1,659.8</b>	<b>1,574.2</b>	<b>5,775.9</b>	<b>5,951.3</b>	<b>6,235.0</b>	<b>6,502.2</b>
(YoY)	2.5%	2.6%	2.8%	4.2%	4.8%	4.6%	4.9%	4.8%		3.0%	4.8%	4.3%
<b>별도기준(편의점)</b>	<b>1,349.4</b>	<b>1,516.1</b>	<b>1,581.7</b>	<b>1,501.9</b>	<b>1,413.8</b>	<b>1,586.3</b>	<b>1,658.8</b>	<b>1,573.9</b>	<b>5,774.2</b>	<b>5,949.1</b>	<b>6,232.8</b>	<b>6,500.1</b>
(YoY)	2.5%	2.6%	2.8%	4.2%	4.8%	4.6%	4.9%	4.8%	3.4%	3.0%	4.8%	4.3%
평균 점포 수(개)	13,256	13,436	13,606	13,777	13,957	14,127	14,297	14,467	12,836	13,521	14,212	14,852
기말 점포 수(개)	13,342	13,529	13,682	13,872	14,042	14,212	14,382	14,552	13,169	13,872	14,552	15,152
점포당 매출액(백만원)	101.8	112.8	116.3	109.0	101.3	112.3	116.0	108.8	449.8	440.0	438.6	437.7
(YoY)	-2.4%	-2.2%	-2.0%	-0.8%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-5.9%	-2.2%	-0.3%	-0.2%
<b>매출총이익</b>	<b>231.3</b>	<b>276.9</b>	<b>284.6</b>	<b>264.9</b>	<b>244.3</b>	<b>291.7</b>	<b>300.7</b>	<b>282.2</b>	<b>1,019.6</b>	<b>1,057.7</b>	<b>1,119.0</b>	<b>1,181.3</b>
(매출액 대비%)	17.1%	18.3%	18.0%	17.6%	17.3%	18.4%	18.1%	17.9%	17.7%	17.8%	17.9%	18.2%
<b>판매비</b>	<b>205.0</b>	<b>215.9</b>	<b>219.8</b>	<b>219.8</b>	<b>213.9</b>	<b>225.1</b>	<b>229.3</b>	<b>229.1</b>	<b>830.1</b>	<b>860.5</b>	<b>897.3</b>	<b>932.4</b>
(YoY)	3.9%	4.4%	2.2%	4.1%	4.3%	4.2%	4.3%	4.2%		3.7%	4.3%	3.9%
(매출액 대비%)	15.2%	14.2%	13.9%	14.6%	15.1%	14.2%	13.8%	14.6%	14.4%	14.5%	14.4%	14.3%
<b>영업이익</b>	<b>26.3</b>	<b>61.0</b>	<b>64.8</b>	<b>45.1</b>	<b>30.5</b>	<b>66.6</b>	<b>71.5</b>	<b>53.2</b>	<b>189.5</b>	<b>197.3</b>	<b>221.7</b>	<b>248.9</b>
(YoY)	1.1%	8.0%	-1.2%	9.0%	15.7%	9.3%	10.3%	17.7%		4.1%	12.4%	12.2%
(매출액 대비%)	2.0%	4.0%	4.1%	3.0%	2.2%	4.2%	4.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.6%	3.8%
<b>별도기준(편의점)</b>	<b>28.6</b>	<b>60.4</b>	<b>63.9</b>	<b>45.7</b>	<b>32.7</b>	<b>66.1</b>	<b>70.5</b>	<b>53.7</b>	<b>190.3</b>	<b>198.6</b>	<b>223.0</b>	<b>250.2</b>
(YoY)	2.7%	9.1%	-1.9%	8.9%	14.5%	9.4%	10.4%	17.5%	-18.4%	4.4%	12.3%	12.2%
(매출액 대비%)	2.1%	4.0%	4.0%	3.0%	2.3%	4.2%	4.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.6%	3.8%
세전이익	28.1	62.2	65.5	46.3	32.1	68.2	73.1	54.8	202.5	202.1	228.2	256.8
당기순이익	21.0	45.9	50.2	35.1	24.3	51.7	55.4	41.5	154.2	152.2	173.0	194.7
<b>지배주주순이익</b>	<b>21.0</b>	<b>45.9</b>	<b>50.2</b>	<b>35.1</b>	<b>24.3</b>	<b>51.7</b>	<b>55.4</b>	<b>41.5</b>	<b>154.2</b>	<b>152.2</b>	<b>173.0</b>	<b>194.7</b>
(YoY)	-5.2%	1.5%	-5.4%	4.0%	16.2%	12.6%	10.4%	18.3%		-1.3%	13.7%	12.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

BGF리테일 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	938.7	5,775.9	5,951.3	6,235.0	6,502.2
매출원가	769.5	4,756.2	4,893.6	5,116.0	5,320.9
매출총이익	169.2	1,019.6	1,057.7	1,119.0	1,181.3
판매비	142.7	830.1	860.5	897.3	932.4
<b>영업이익</b>	26.5	189.5	197.3	221.7	248.9
<b>EBITDA</b>	45.1	311.9	314.1	340.0	369.7
영업외손익	8.5	13.0	4.8	6.5	7.9
이자수익	2.1	13.7	6.6	7.8	9.3
이자비용	1.1	6.8	0.2	0.2	0.2
외환관련이익	0.0	0.7	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	8.1	5.5	-1.7	-1.2	-1.3
<b>법인세차감전이익</b>	35.0	202.5	202.1	228.2	256.8
법인세비용	7.0	48.4	49.9	55.2	62.1
계속사업순이익	28.0	154.2	152.2	173.0	194.7
<b>당기순이익</b>	28.0	154.2	152.2	173.0	194.7
<b>지배주주순이익</b>	28.0	154.2	152.2	173.0	194.7
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	NA	515.3	3.0	4.8	4.3
영업이익 증감율	NA	615.1	4.1	12.4	12.3
EBITDA 증감율	NA	591.6	0.7	8.2	8.7
지배주주순이익 증감율	NA	450.7	-1.3	13.7	12.5
EPS 증감율	NA	-7.9	-1.3	13.7	12.5
매출총이익율(%)	18.0	17.7	17.8	17.9	18.2
영업이익률(%)	2.8	3.3	3.3	3.6	3.8
EBITDA Margin(%)	4.8	5.4	5.3	5.5	5.7
지배주주순이익률(%)	3.0	2.7	2.6	2.8	3.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	-25.0	345.8	406.4	456.1	472.1
당기순이익	28.0	154.2	152.2	173.0	194.7
비현금항목의 가감	19.9	185.8	330.2	331.6	334.2
유형자산감가상각비	16.1	107.1	115.1	116.5	119.1
무형자산감가상각비	2.5	15.3	15.0	15.0	15.0
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	1.3	63.4	200.1	200.1	200.1
영업활동자산부채증감	-73.4	29.0	-25.9	6.8	5.6
매출채권및기타채권의감소	-14.1	8.1	-8.3	-10.7	-9.9
재고자산의감소	5.6	-9.0	-11.1	-12.8	-14.1
매입채무및기타채무의증가	-96.5	22.1	-4.5	33.7	33.0
기타	31.6	7.8	-2.0	-3.4	-3.4
기타현금흐름	0.5	-23.2	-50.1	-55.3	-62.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	32.1	-324.2	-125.4	-130.2	-135.0
유형자산의 취득	-23.8	-180.6	-120.0	-126.0	-132.3
유형자산의 처분	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.1	-11.7	-12.0	-12.0	-12.0
투자자산의감소(증가)	-206.2	10.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-350.3	-114.4	0.0	0.0	0.0
기타	614.3	-28.4	6.6	7.8	9.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	-1.7	-15.0	-218.9	-221.0	-224.4
차입금의 증가(감소)	0.0	2.3	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-17.3	-46.3	-48.4	-51.8
기타	0.0	0.0	-172.6	-172.6	-172.6
기타현금흐름	0.0	0.0	61.8	17.4	22.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	5.4	6.6	123.8	122.3	135.5
기초현금 및 현금성자산	23.3	28.8	35.3	159.2	281.4
기말현금 및 현금성자산	28.8	35.3	159.2	281.4	416.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	566.6	696.1	839.2	985.0	1,144.5
현금 및 현금성자산	28.8	35.3	159.2	281.4	416.9
단기금융자산	350.3	464.7	464.7	464.7	464.7
매출채권 및 기타채권	84.3	83.3	91.6	102.2	112.1
재고자산	94.4	103.4	114.4	127.2	141.4
기타유동자산	359.1	474.1	474.0	474.2	474.1
<b>비유동자산</b>	710.7	786.5	1,330.2	1,356.9	1,387.4
투자자산	206.2	196.1	196.1	196.1	196.1
유형자산	402.2	486.1	491.1	500.6	513.8
무형자산	54.4	50.8	47.8	44.7	41.8
기타비유동자산	47.9	53.5	595.2	615.5	635.7
<b>자산총계</b>	1,277.3	1,482.6	2,169.4	2,341.9	2,531.9
<b>유동부채</b>	681.4	763.7	1,009.2	1,042.9	1,075.9
매입채무 및 기타채무	613.4	648.1	643.5	677.3	710.3
단기금융부채	51.7	74.4	324.4	324.4	324.4
기타유동부채	16.3	41.2	41.3	41.2	41.2
<b>비유동부채</b>	207.3	197.2	534.8	552.4	569.9
장기금융부채	189.0	175.6	513.1	530.7	548.3
기타비유동부채	18.3	21.6	21.7	21.7	21.6
<b>부채총계</b>	888.7	960.9	1,543.9	1,595.3	1,645.9
<b>지배지분</b>	388.6	521.7	625.5	746.6	886.0
자본금	17.3	17.3	17.3	17.3	17.3
자본잉여금	321.6	321.6	321.6	321.6	321.6
기타자본	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
기타포괄손익누계액	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	28.7	160.3	264.1	385.3	524.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	388.6	521.7	625.5	746.6	886.0

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	9,688	8,921	8,804	10,009	11,262
BPS	22,486	30,182	36,188	43,198	51,262
CFPS	16,568	19,669	27,910	29,197	30,599
DPS	1,000	2,680	2,800	3,000	3,200
<b>주가배수(배)</b>					
PER	21.7	22.9	19.4	17.1	15.2
PER(최고)	25.7	26.0	26.9		
PER(최저)	15.4	16.2	20.4		
PBR	9.34	6.76	4.73	3.96	3.34
PBR(최고)	11.07	7.69	6.54		
PBR(최저)	6.65	4.79	4.96		
PSR	0.65	0.61	0.50	0.47	0.45
PCFR	12.7	10.4	6.1	5.9	5.6
EV/EBITDA	72.1	9.7	9.3	8.2	7.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	61.7	30.0	31.8	30.0	28.4
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.5	1.3	1.6	1.8	1.9
ROA	2.2	11.2	8.3	7.7	8.0
ROE	7.2	33.9	26.5	25.2	23.8
ROIC	33.7	185.8	36.9	23.7	26.0
매출채권회전율	22.3	68.9	68.1	64.4	60.7
재고자산회전율	19.9	58.4	54.6	51.6	48.4
부채비율	228.7	184.2	246.8	213.7	185.8
순차입금비율	-96.8	-94.9	-98.9	-99.3	-98.9
이자보상배율	23.3	27.7	1,075.6	1,208.9	1,357.0
총차입금	2.8	5.1	5.1	5.1	5.1
순차입금	-376.2	-495.0	-618.8	-741.1	-876.6
NOPLAT	45.1	311.9	314.1	340.0	369.7
FCF	-60.2	100.5	110.7	158.4	173.9

## 2) GS리테일 4Q19 Preview

투자 의견 BUY  
 목표주가 50,000원

GS리테일의 4Q19 연결기준 영업이익은 369억원(+46% YoY)으로 전망된다. 1) 편의점 매출을 개선, 2) H&B 사업부 적자 축소에 힘입어, 전사 영업이익이 전년 동기 대비 증가할 것으로 추산된다.

이번 겨울은 많이 춥지 않아서, 날씨 환경이 비교적 우호적이었으나, 즉석식품 매출 성장률이 과거 대비 둔화되는 추세가 이어지면서, 4Q19 편의점 기존점 성장률은 매우 미미할 것으로 예상된다(flat YoY). 다만, 4Q19 편의점 점포 수 순증은 320점 수준을 기록하며, 국내 편의점 점포 수 1위를 달성할 것으로 추산된다.

편의점 점포 수 증가는 긍정적이나, 올해 호텔 감익 불가피

경쟁사 대비 높은 일매출을 바탕으로 편의점 점포 순증 측면에서 아웃퍼폼이 지속되고 있고, 꾸준히 매출률이 개선되고 있는 점은 전사 실적 가시성 측면에서 긍정적이다. 다만, 그랜드 인터컨티넨탈 서울 파르나스의 리노베이션 영향으로 인해, 올해 호텔 사업부의 감익이 불가피 할 것으로 추산된다.

### GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>2,082.8</b>	<b>2,307.7</b>	<b>2,375.6</b>	<b>2,226.9</b>	<b>2,144.3</b>	<b>2,378.4</b>	<b>2,457.5</b>	<b>2,292.9</b>	<b>8,691.6</b>	<b>8,993.0</b>	<b>9,273.1</b>	<b>9,755.6</b>
(YoY)	4.4%	4.9%	2.2%	2.5%	3.0%	3.1%	3.4%	3.0%	5.1%	3.5%	3.1%	5.2%
<b>편의점</b>	<b>1,557.6</b>	<b>1,758.0</b>	<b>1,817.8</b>	<b>1,728.1</b>	<b>1,648.1</b>	<b>1,867.7</b>	<b>1,939.5</b>	<b>1,832.7</b>	<b>6,551.0</b>	<b>6,861.5</b>	<b>7,288.0</b>	<b>7,680.7</b>
(YoY)	5.3%	5.3%	3.5%	5.0%	5.8%	6.2%	6.7%	6.1%	4.3%	4.7%	6.2%	5.4%
평균 점포 수(개)	13,184	13,315	13,483	13,756	14,016	14,216	14,416	14,616	12,768	13,512	14,316	15,116
기말 점포 수(개)	13,260	13,370	13,596	13,916	14,116	14,316	14,516	14,716	13,107	13,916	14,716	15,516
점포당 매출액(백만원)	118.1	132.0	134.8	125.6	117.6	131.4	134.5	125.4	513.1	507.8	509.1	508.1
(YoY)	0.1%	0.5%	-1.2%	-0.4%	-0.5%	-0.5%	-0.2%	-0.2%	-5.4%	-1.0%	0.2%	-0.2%
수퍼	375.7	384.7	389.3	335.1	376.5	376.5	378.7	327.5	1,506.9	1,484.9	1,459.3	1,430.6
(YoY)	3.0%	3.1%	-4.8%	-6.9%	0.2%	-2.1%	-2.7%	-2.3%	3.2%	-1.5%	-1.7%	-2.0%
호텔	67.4	76.6	74.6	81.5	42.1	47.9	46.6	50.9	289.5	300.1	187.6	306.1
(YoY)	1.1%	4.9%	6.7%	2.0%	-37.5%	-37.5%	-37.5%	-37.5%	18.1%	3.7%	-37.5%	63.2%
기타	82.0	88.4	93.8	82.2	77.7	86.2	92.6	81.8	344.2	346.4	338.2	338.2
(YoY)	-2.5%	6.5%	4.2%	-5.7%	-5.3%	-2.5%	-1.3%	-0.4%	21.5%	0.6%	-2.3%	0.0%
H&B	41.1	40.1	41.0	35.8	36.8	37.9	39.8	35.4	172.8	158.0	149.9	149.9
(YoY)	-9.4%	0.1%	-12.1%	-12.1%	-10.5%	-5.5%	-3.0%	-1.0%	12.8%	-8.6%	-5.1%	0.0%
기타	40.9	48.3	52.8	46.4	40.9	48.3	52.8	46.4	171.4	188.4	188.4	188.4
(YoY)	5.6%	12.5%	21.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	31.7%	9.9%	0.0%	0.0%
<b>영업이익</b>	<b>21.4</b>	<b>77.0</b>	<b>90.6</b>	<b>36.9</b>	<b>25.1</b>	<b>82.8</b>	<b>97.6</b>	<b>43.1</b>	<b>180.3</b>	<b>225.8</b>	<b>248.6</b>	<b>286.0</b>
(YoY)	-0.9%	38.1%	16.7%	45.7%	17.2%	7.6%	7.7%	17.0%	8.8%	25.3%	10.1%	15.1%
(매출액 대비%)	1.0%	3.3%	3.8%	1.7%	1.2%	3.5%	4.0%	1.9%	2.1%	2.5%	2.7%	2.9%
<b>편의점</b>	<b>26.8</b>	<b>86.8</b>	<b>89.8</b>	<b>36.7</b>	<b>32.8</b>	<b>94.5</b>	<b>99.1</b>	<b>45.2</b>	<b>192.2</b>	<b>240.1</b>	<b>271.6</b>	<b>301.7</b>
(YoY)	34.6%	32.9%	17.5%	20.0%	22.6%	8.9%	10.3%	23.0%	-8.0%	24.9%	13.1%	11.1%
(매출액 대비%)	1.7%	4.9%	4.9%	2.1%	2.0%	5.1%	5.1%	2.5%	2.9%	3.5%	3.7%	3.9%
수퍼	-4.8	-1.1	2.4	-6.3	-4.4	-1.0	2.5	-6.2	-2.0	-9.8	-9.2	-10.0
(매출액 대비%)	-1.3%	-0.3%	0.6%	-1.9%	-1.2%	-0.3%	0.6%	-1.9%	-0.1%	-0.7%	-0.6%	-0.7%
호텔	14.0	12.8	14.3	18.3	11.8	10.6	12.1	16.0	57.4	59.4	50.4	60.5
(매출액 대비%)	20.8%	16.7%	19.2%	22.4%	27.9%	22.0%	25.8%	31.4%	19.8%	19.8%	26.8%	19.8%
기타	-14.6	-21.6	-16.0	-11.8	-15.1	-21.3	-16.0	-11.8	-67.3	-64.0	-64.2	-66.2
H&B	-3.9	-4.2	-3.9	-3.4	-3.4	-2.9	-2.9	-2.4	-25.4	-15.4	-11.6	-9.6
기타	-10.7	-17.4	-12.1	-8.4	-11.7	-18.4	-13.1	-9.4	-41.9	-48.6	-52.6	-56.6
세전이익	19.2	72.1	90.2	35.6	24.3	82.0	96.8	42.3	179.5	217.1	245.3	284.9
당기순이익	10.5	54.8	68.6	26.9	18.4	62.1	73.3	32.1	132.3	160.8	185.9	216.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>7.6</b>	<b>52.7</b>	<b>65.7</b>	<b>22.4</b>	<b>15.5</b>	<b>59.5</b>	<b>70.4</b>	<b>28.1</b>	<b>120.6</b>	<b>148.4</b>	<b>173.6</b>	<b>201.1</b>
(YoY)	-52.8%	19.3%	11.6%	1407.5%	104.5%	13.0%	7.1%	25.7%	2.1%	23.0%	17.0%	15.9%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

GS리테일 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	8,266.6	8,691.6	8,993.0	9,273.1	9,755.6
매출원가	6,707.3	6,852.9	7,050.4	7,367.9	7,669.5
매출총이익	1,559.3	1,838.7	1,942.5	1,905.2	2,086.1
판매비	1,393.6	1,658.5	1,716.7	1,656.6	1,800.0
<b>영업이익</b>	165.7	180.3	225.8	248.6	286.0
<b>EBITDA</b>	436.8	481.3	528.1	562.6	612.4
영업외손익	23.4	-0.7	-8.7	-3.3	-1.1
이자수익	25.6	24.5	21.8	25.4	26.8
이자비용	28.0	29.5	11.7	11.3	10.5
외환관련이익	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.6	-1.1	-2.5	-1.1	-1.1
기타	25.2	5.3	-16.4	-16.4	-16.4
<b>법인세차감전이익</b>	189.2	179.5	217.1	245.3	284.9
법인세비용	74.1	47.2	56.3	59.4	69.0
계속사업순손익	115.1	132.3	160.8	185.9	216.0
<b>당기순이익</b>	115.1	132.3	160.8	185.9	216.0
<b>지배주주순이익</b>	118.2	120.6	148.4	173.6	201.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	11.7	5.1	3.5	3.1	5.2
영업이익 증감율	-24.0	8.8	25.2	10.1	15.0
EBITDA 증감율	-3.4	10.2	9.7	6.5	8.9
지배주주순이익 증감율	-56.9	2.0	23.1	17.0	15.8
EPS 증감율	-56.9	2.1	23.0	17.0	15.9
매출총이익율(%)	18.9	21.2	21.6	20.5	21.4
영업이익률(%)	2.0	2.1	2.5	2.7	2.9
EBITDA Margin(%)	5.3	5.5	5.9	6.1	6.3
지배주주순이익률(%)	1.4	1.4	1.7	1.9	2.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	442.2	324.8	620.0	681.9	713.3
당기순이익	115.1	132.3	160.8	185.9	216.0
비현금항목의 가감	401.4	424.5	566.9	577.2	589.6
유형자산감가상각비	224.6	250.3	251.5	262.8	275.0
무형자산감가상각비	46.5	50.7	50.8	51.2	51.4
지분법평가손익	-3.2	-3.0	-2.5	-1.1	-1.1
기타	133.5	126.5	267.1	264.3	264.3
영업활동자산부채증감	59.5	-169.0	-39.6	-10.6	-12.8
매출채권및기타채권의감소	-37.0	8.8	-30.8	-9.3	-16.1
재고자산의감소	-53.8	8.4	-6.0	-7.2	-12.4
매입채무및기타채무의증가	97.6	-81.7	37.2	13.6	23.4
기타	52.7	-104.5	-40.0	-7.7	-7.7
기타현금흐름	-133.8	-63.0	-68.1	-70.6	-79.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-423.3	-384.9	-321.1	-332.5	-346.8
유형자산의 취득	-380.9	-287.6	-300.0	-315.0	-330.8
유형자산의 처분	12.2	19.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-39.7	-25.1	-15.0	-15.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-73.4	-58.9	-30.0	-30.0	-30.0
단기금융자산의감소(증가)	179.7	-10.3	0.0	0.0	0.0
기타	-121.2	-22.4	23.9	27.5	29.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	28.2	31.1	-314.4	-359.0	-396.7
차입금의 증가(감소)	113.4	78.7	-3.0	-40.0	-70.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-85.0	-47.5	-50.1	-57.8	-65.5
기타	-0.2	-0.1	-261.3	-261.2	-261.2
기타현금흐름	-0.4	0.0	-1.2	31.7	39.1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	46.7	-29.0	-16.7	22.0	8.9
기초현금 및 현금성자산	44.0	90.7	61.7	45.1	67.1
기말현금 및 현금성자산	90.7	61.7	45.1	67.1	76.0

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	743.0	709.5	762.0	800.5	837.8
현금 및 현금성자산	90.7	61.7	45.1	67.1	76.0
단기금융자산	79.2	89.5	89.5	89.5	89.5
매출채권 및 기타채권	293.7	269.0	299.8	309.1	325.2
재고자산	230.6	224.6	230.6	237.8	250.1
기타유동자산	128.0	154.2	186.5	186.5	186.5
<b>비유동자산</b>	4,349.3	4,389.4	5,855.8	5,668.1	5,483.7
투자자산	130.3	188.1	215.6	244.5	273.4
유형자산	2,392.6	2,346.5	2,395.0	2,447.2	2,503.0
무형자산	170.8	165.3	129.5	93.3	56.9
기타비유동자산	1,655.6	1,689.5	3,115.7	2,883.1	2,650.4
<b>자산총계</b>	5,092.3	5,098.9	6,617.8	6,468.6	6,321.5
<b>유동부채</b>	1,795.6	1,720.4	1,771.4	1,692.6	1,593.7
매입채무 및 기타채무	1,018.6	854.3	891.6	905.2	928.6
단기금융부채	722.1	791.7	805.4	713.1	590.8
기타유동부채	54.9	74.4	74.4	74.3	74.3
<b>비유동부채</b>	903.3	920.1	2,285.1	2,094.1	1,903.2
장기금융부채	264.5	279.5	1,644.4	1,453.5	1,262.5
기타비유동부채	638.8	640.6	640.7	640.6	640.7
<b>부채총계</b>	2,698.9	2,640.5	4,056.5	3,786.8	3,496.9
<b>지배지분</b>	2,030.4	2,087.9	2,178.5	2,286.6	2,414.6
자본금	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
자본잉여금	155.5	155.5	155.5	155.5	155.5
기타자본	-0.3	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
기타포괄손익누계액	-3.5	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1
이익잉여금	1,801.7	1,859.8	1,950.4	2,058.5	2,186.5
비지배지분	362.9	370.4	382.9	395.2	410.1
<b>자본총계</b>	2,393.3	2,458.3	2,561.4	2,681.9	2,824.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,535	1,566	1,927	2,254	2,611
BPS	26,369	27,116	28,293	29,697	31,358
CFPS	6,708	7,232	9,450	9,911	10,462
DPS	600	650	750	850	950
<b>주가배수(배)</b>					
PER	26.3	25.9	20.4	17.5	15.1
PER(최고)	37.7	28.9	22.1		
PER(최저)	21.4	18.6	17.4		
PBR	1.53	1.49	1.39	1.33	1.25
PBR(최고)	2.20	1.67	1.51		
PBR(최저)	1.25	1.07	1.19		
PSR	0.38	0.36	0.34	0.33	0.31
PCFR	6.0	5.6	4.2	4.0	3.8
EV/EBITDA	9.8	9.2	8.8	8.2	7.4
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	40.1	37.8	35.9	35.2	33.9
배당수익률(% ,보통주, 현금)	1.5	1.6	1.9	2.2	2.4
ROA	2.3	2.6	2.7	2.8	3.4
ROE	5.9	5.9	7.0	7.8	8.6
ROIC	4.4	4.1	4.4	4.3	5.2
매출채권회전율	30.5	30.9	31.6	30.5	30.8
재고자산회전율	42.9	38.2	39.5	39.6	40.0
부채비율	112.8	107.4	158.4	141.2	123.8
순차입금비율	34.1	37.4	36.3	32.3	27.9
이자보상배율	5.9	6.1	19.3	22.1	27.3
<b>총차입금</b>	986.7	1,071.1	1,063.5	1,023.5	953.5
순차입금	816.7	919.9	928.9	866.9	788.0
NOPLAT	436.8	481.3	528.1	562.6	612.4
FCF	51.9	-31.7	114.9	161.8	184.7

### 3) 호텔신라 4Q19 Preview

투자 의견 BUY  
 목표주가 131,000원

호텔신라의 4Q19 연결기준 영업이익은 650억원(+137% YoY)으로 전망된다. 통상 4분기는 시즌 오프 재고 소진으로 인해, 면세점의 원가율이 높고, 호텔/레저 사업부가 비수기로 진입하기 때문에, 3분기 대비 영업이익이 낮은 편이다. 하지만, 4Q19 면세점 매출액이 QoQ로 +3% 정도 신장할 것으로 예상되고(시내점 +5% QoQ), 회계기준 변경 관련 일회성 이익이 200억원 정도 반영되면서(시내점 특허수수료 기준 변경, 공항 면세점 리스회계 기준 변경), 4Q19 영업이익이 3Q19 보다 높아질 것으로 추산된다.

매출 전망치 상향 추세  
 지속될 것으로 판단

홍콩공항 면세점의 부진이 지속되고 있는 상황이지만, 국내 면세점 시장 성장률은 계속해서 투자자들의 기대치를 상회하고 있는 상황이다(4Q19E +38% YoY). 게다가 작년 하반기부터 심화되었던 판촉 경쟁강도도 추가적인 상승 없이 안정된 상황이다. 한중 관계 회복 기대감이 유효한 가운데, 면세점 시장 성장률에 대한 기대치가 상승할 것으로 예상되기 때문에, 동사에 대한 긍정적인 접근이 여전히 유효한 것으로 판단된다.

#### 호텔신라 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업수익</b>	<b>1,343.2</b>	<b>1,354.9</b>	<b>1,475.3</b>	<b>1,514.5</b>	<b>1,597.4</b>	<b>1,639.0</b>	<b>1,736.8</b>	<b>1,785.8</b>	<b>4,713.7</b>	<b>5,687.9</b>	<b>6,759.0</b>	<b>7,835.3</b>
(YoY)	19.3%	15.3%	20.9%	27.0%	18.9%	21.0%	17.7%	17.9%	34.1%	20.7%	18.8%	15.9%
<b>별도기준</b>	<b>1,046.1</b>	<b>1,070.5</b>	<b>1,186.4</b>	<b>1,226.3</b>	<b>1,281.6</b>	<b>1,329.0</b>	<b>1,405.0</b>	<b>1,470.6</b>	<b>3,643.9</b>	<b>4,529.4</b>	<b>5,486.3</b>	<b>6,485.3</b>
(YoY)	21.1%	16.5%	26.2%	33.1%	22.5%	24.1%	18.4%	19.9%	27.1%	24.3%	21.1%	18.2%
TR	950.4	967.5	1,075.3	1,122.5	1,184.1	1,224.0	1,291.8	1,364.7	3,248.7	4,115.7	5,064.6	6,055.4
(YoY)	23.2%	18.2%	28.8%	36.2%	24.6%	26.5%	20.1%	21.6%	29.8%	26.7%	23.1%	19.6%
호텔&레저	95.7	103.0	111.1	103.8	97.6	105.0	113.2	105.9	395.2	413.6	421.7	429.8
(YoY)	3.5%	2.9%	5.5%	6.7%	1.9%	2.0%	1.9%	2.0%	8.8%	4.7%	1.9%	1.9%
<b>연결-별도</b>	<b>297.1</b>	<b>284.3</b>	<b>288.9</b>	<b>288.2</b>	<b>315.8</b>	<b>310.0</b>	<b>331.7</b>	<b>315.2</b>	<b>1,069.7</b>	<b>1,158.5</b>	<b>1,272.8</b>	<b>1,350.0</b>
(YoY)	13.6%	10.9%	3.0%	6.1%	6.3%	9.0%	14.8%	9.4%	65.0%	8.3%	9.9%	6.1%
TR	274.8	259.0	263.3	262.3	292.4	284.1	305.6	288.8	984.9	1,059.4	1,170.9	1,246.0
(YoY)	13.5%	9.6%	1.7%	6.0%	6.4%	9.7%	16.1%	10.1%	72.0%	7.6%	10.5%	6.4%
호텔&레저	22.3	25.4	25.6	25.9	23.4	25.9	26.2	26.4	84.8	99.2	101.9	104.0
(YoY)	15.5%	27.6%	18.5%	7.9%	4.8%	2.0%	2.2%	2.1%	11.4%	17.0%	2.7%	2.1%
<b>영업이익</b>	<b>81.7</b>	<b>79.2</b>	<b>57.4</b>	<b>65.0</b>	<b>82.1</b>	<b>84.8</b>	<b>96.9</b>	<b>68.4</b>	<b>209.1</b>	<b>283.3</b>	<b>332.2</b>	<b>410.5</b>
(YoY)	84.9%	14.0%	-15.6%	136.6%	0.5%	7.1%	68.8%	5.2%	186.1%	35.5%	17.3%	23.6%
(영업수익 대비%)	6.1%	5.8%	3.9%	4.3%	5.1%	5.2%	5.6%	3.8%	4.4%	5.0%	4.9%	5.2%
<b>별도기준</b>	<b>72.0</b>	<b>74.8</b>	<b>57.8</b>	<b>69.2</b>	<b>81.8</b>	<b>85.1</b>	<b>95.6</b>	<b>69.5</b>	<b>202.9</b>	<b>273.9</b>	<b>331.9</b>	<b>402.8</b>
(영업수익 대비%)	6.9%	7.0%	4.9%	5.6%	6.4%	6.4%	6.8%	4.7%	5.6%	6.0%	6.0%	6.2%
TR	77.6	71.2	51.2	69.3	87.3	81.4	88.9	69.4	203.4	269.3	327.0	397.5
(영업수익 대비%)	8.2%	7.4%	4.8%	6.2%	7.4%	6.7%	6.9%	5.1%	6.3%	6.5%	6.5%	6.6%
호텔&레저	-5.6	3.6	6.6	-0.1	-5.5	3.7	6.7	0.0	-0.6	4.5	4.9	5.3
(영업수익 대비%)	-5.9%	3.5%	5.9%	-0.1%	-5.6%	3.5%	5.9%	0.0%	-0.2%	1.1%	1.2%	1.2%
<b>연결-별도</b>	<b>9.7</b>	<b>4.3</b>	<b>-0.4</b>	<b>-4.2</b>	<b>0.3</b>	<b>-0.3</b>	<b>1.3</b>	<b>-1.1</b>	<b>6.2</b>	<b>9.4</b>	<b>0.3</b>	<b>7.7</b>
TR	4.6	-1.4	-6.1	-8.3	-5.0	-6.2	-4.5	-5.2	-7.3	-11.2	-20.9	-14.0
호텔&레저	5.1	5.8	5.7	4.1	5.3	5.9	5.8	4.1	13.7	20.7	21.2	21.7
세전이익	66.5	67.8	37.6	54.9	67.7	70.5	82.5	54.0	147.0	226.8	274.6	354.3
당기순이익	51.9	52.1	27.4	41.6	51.3	53.4	62.5	40.9	110.3	173.1	208.2	268.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>51.9</b>	<b>52.1</b>	<b>27.7</b>	<b>41.6</b>	<b>51.3</b>	<b>53.4</b>	<b>62.5</b>	<b>40.9</b>	<b>110.3</b>	<b>173.4</b>	<b>208.2</b>	<b>268.6</b>
(YoY)	63.7%	-0.9%	-41.4%	흑전	-1.2%	2.5%	125.9%	-1.8%	336.3%	57.1%	20.1%	29.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

호텔신라 연결기준 매출 가정 상세

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업수익</b>	<b>1,343.2</b>	<b>1,354.9</b>	<b>1,475.3</b>	<b>1,514.5</b>	<b>1,597.4</b>	<b>1,639.0</b>	<b>1,736.8</b>	<b>1,785.8</b>	<b>4,713.7</b>	<b>5,687.9</b>	<b>6,759.0</b>	<b>7,835.3</b>
(YoY)	19.3%	15.3%	20.9%	27.0%	18.9%	21.0%	17.7%	17.9%	34.1%	20.7%	18.8%	15.9%
<b>TR</b>	<b>1,225.2</b>	<b>1,226.5</b>	<b>1,338.6</b>	<b>1,384.8</b>	<b>1,476.5</b>	<b>1,508.1</b>	<b>1,597.4</b>	<b>1,653.5</b>	<b>4,233.6</b>	<b>5,175.1</b>	<b>6,235.5</b>	<b>7,301.4</b>
(YoY)	20.9%	16.3%	22.4%	29.2%	20.5%	23.0%	19.3%	19.4%	37.7%	22.2%	20.5%	17.1%
시내	721.0	756.1	856.4	899.2	945.5	1,004.1	1,066.4	1,132.5	2,441.0	3,232.7	4,148.5	5,102.7
(YoY)	24.0%	23.3%	36.9%	44.8%	31.1%	32.8%	24.5%	25.9%	31.3%	32.4%	28.3%	23.0%
공항	504.2	470.4	482.2	485.6	531.0	503.9	531.1	521.0	1,792.6	1,942.4	2,087.0	2,198.8
(YoY)	16.6%	6.5%	3.0%	7.8%	5.3%	7.1%	10.1%	7.3%	47.5%	8.4%	7.4%	5.4%
<b>호텔&amp;레저</b>	<b>118.0</b>	<b>128.4</b>	<b>136.7</b>	<b>129.7</b>	<b>120.9</b>	<b>131.0</b>	<b>139.4</b>	<b>132.3</b>	<b>480.0</b>	<b>512.8</b>	<b>523.5</b>	<b>533.8</b>
(YoY)	5.5%	7.0%	7.7%	7.0%	2.5%	2.0%	1.9%	2.0%	9.2%	6.8%	2.1%	2.0%
서울	34.2	42.7	41.6	43.5	34.9	43.6	42.4	44.3	155.7	162.0	165.2	168.5
제주	16.5	19.2	24.2	14.8	16.8	19.6	24.7	15.1	74.0	74.7	76.2	77.7
스테이	30.2	34.5	37.4	37.2	31.4	35.2	38.1	38.0	129.1	139.3	142.7	145.6
레저	34.7	31.3	29.6	33.0	35.4	31.9	30.2	33.7	112.6	128.6	131.2	133.8
기타	2.4	0.7	3.9	1.3	2.4	0.7	3.9	1.3	8.6	8.3	8.3	8.3

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

호텔신라 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	3,514.7	4,713.7	5,687.9	6,759.0	7,835.3
매출원가	1,866.0	2,462.2	3,163.2	3,758.6	4,356.9
매출총이익	1,648.6	2,251.5	2,524.6	3,000.5	3,478.4
판매비	1,575.6	2,042.4	2,241.4	2,668.3	3,067.9
<b>영업이익</b>	73.1	209.1	283.3	332.2	410.5
<b>EBITDA</b>	144.5	283.7	327.0	377.0	460.5
영업외손익	-28.3	-62.1	-56.5	-57.6	-56.3
이자수익	7.6	10.9	11.9	9.1	6.8
이자비용	22.5	18.6	17.4	14.7	11.1
외환관련이익	24.6	17.9	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	18.5	23.2	20.0	20.0	20.0
총속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-19.5	-49.1	-51.0	-52.0	-52.0
<b>법인세차감전이익</b>	44.7	147.0	226.8	274.6	354.3
법인세비용	19.5	36.7	53.7	66.5	85.7
계속사업순손익	25.3	110.3	173.1	208.2	268.6
<b>당기순이익</b>	25.3	110.3	173.1	208.2	268.6
<b>지배주주순이익</b>	25.3	110.3	173.4	208.2	268.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-5.4	34.1	20.7	18.8	15.9
영업이익 증감율	-7.4	186.0	35.5	17.3	23.6
EBITDA 증감율	-5.8	96.3	15.3	15.3	22.1
지배주주순이익 증감율	-9.1	336.0	57.2	20.1	29.0
EPS 증감율	-9.1	336.3	57.1	20.1	29.0
매출총이익율(%)	46.9	47.8	44.4	44.4	44.4
영업이익율(%)	2.1	4.4	5.0	4.9	5.2
EBITDA Margin(%)	4.1	6.0	5.7	5.6	5.9
지배주주순이익율(%)	0.7	2.3	3.0	3.1	3.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	207.2	153.9	479.2	485.7	526.4
당기순이익	25.3	110.3	173.1	208.2	268.6
비현금항목의 가감	130.3	177.7	471.5	478.8	483.9
유형자산감가상각비	58.1	62.3	64.2	65.7	73.3
무형자산감가상각비	13.3	12.3	13.5	13.1	10.7
지분법평가손익	-8.2	-12.0	0.0	0.0	0.0
기타	67.1	115.1	393.8	400.0	399.9
영업활동자산부채증감	66.4	-117.3	-148.8	-184.6	-209.4
매출채권및기타채권의감소	40.2	-16.4	-64.8	-71.3	-79.6
재고자산의감소	-37.2	-230.4	-158.2	-194.3	-207.7
매입채무및기타채무의증가	72.2	43.2	74.2	81.0	77.8
기타	-8.8	86.3	0.0	0.0	0.1
기타현금흐름	-14.8	-16.8	-16.6	-16.7	-16.7
<b>투자활동 현금흐름</b>	-162.1	-102.8	-82.7	-130.5	-132.8
유형자산의 취득	-64.9	-77.8	-75.0	-120.0	-120.0
유형자산의 처분	4.4	6.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-82.9	33.6	-19.6	-19.6	-19.6
단기금융자산의감소(증가)	-3.2	-18.7	0.0	0.0	0.0
기타	-16.2	-46.4	11.9	9.1	6.8
<b>재무활동 현금흐름</b>	85.3	-244.7	-488.3	-524.7	-549.7
차입금의 증가(감소)	120.2	-212.2	-50.0	-84.7	-113.4
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-13.3	-13.3	-13.3	-13.3	-13.3
기타	-21.6	-19.2	-425.0	-426.7	-423.0
기타현금흐름	-2.6	1.1	84.2	100.6	99.3
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	127.8	-192.5	-7.7	-68.9	-56.8
기초현금 및 현금성자산	346.7	474.4	281.9	274.2	205.3
기말현금 및 현금성자산	474.4	281.9	274.2	205.3	148.5

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,167.7	1,272.2	1,487.4	1,684.1	1,914.6
현금 및 현금성자산	474.4	281.9	274.2	205.3	148.5
단기금융자산	3.8	22.5	22.5	22.5	22.5
매출채권 및 기타채권	176.2	219.6	284.4	355.7	435.3
재고자산	469.1	703.6	861.8	1,056.1	1,263.8
기타유동자산	44.2	44.6	44.5	44.5	44.5
<b>비유동자산</b>	1,051.5	1,031.6	2,097.0	1,858.2	1,614.2
투자자산	286.4	252.8	272.4	292.0	311.7
유형자산	693.1	696.9	707.7	762.0	808.7
무형자산	43.8	48.0	34.5	21.4	10.7
기타비유동자산	28.2	33.9	1,082.4	782.8	483.1
<b>자산총계</b>	2,219.2	2,303.7	3,584.3	3,542.3	3,528.8
<b>유동부채</b>	879.4	1,002.7	1,500.3	1,560.0	1,616.9
매입채무 및 기타채무	562.6	694.5	768.7	849.7	927.5
단기금융부채	221.6	159.8	583.2	561.8	540.9
기타유동부채	95.2	148.4	148.4	148.5	148.5
<b>비유동부채</b>	671.7	535.9	1,159.2	862.6	537.0
장기금융부채	648.6	499.1	1,122.3	825.8	500.1
기타비유동부채	23.1	36.8	36.9	36.8	36.9
<b>부채총계</b>	1,551.0	1,538.7	2,659.5	2,422.6	2,153.8
<b>지배지분</b>	667.5	764.4	924.5	1,119.4	1,374.6
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
기타자본	-104.5	-104.5	-104.5	-104.5	-104.5
기타포괄손익누계액	-6.2	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
이익잉여금	381.6	475.4	635.4	830.3	1,085.6
비지배지분	0.7	0.7	0.4	0.4	0.4
<b>자본총계</b>	668.1	765.1	924.8	1,119.7	1,375.0

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	632	2,758	4,334	5,204	6,714
BPS	16,687	19,110	23,112	27,984	34,366
CFPS	3,889	7,201	16,114	17,174	18,813
DPS	350	350	350	350	350
<b>주가배수(배)</b>					
PER	134.3	27.7	25.0	20.9	16.2
PER(최고)	143.2	47.9	27.2		
PER(최저)	66.6	24.8	16.0		
PBR	5.09	4.00	4.69	3.88	3.16
PBR(최고)	5.42	6.91	5.11		
PBR(최저)	2.52	3.58	3.00		
PSR	0.97	0.65	0.76	0.64	0.55
PCFR	21.8	10.6	6.7	6.3	5.8
EV/EBITDA	26.0	12.0	12.0	12.0	9.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	51.4	11.8	7.5	6.2	4.8
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
ROA	1.2	4.9	5.9	5.8	7.6
ROE	3.8	15.4	20.5	20.4	21.5
ROIC	4.4	17.0	12.9	11.1	14.5
매출채권회전율	18.6	23.8	22.6	21.1	19.8
재고자산회전율	7.5	8.0	7.3	7.0	6.8
부채비율	232.1	201.1	287.6	216.4	156.6
순차입금비율	58.7	46.3	33.8	26.5	17.4
이자보상배율	3.3	11.3	16.3	22.6	37.0
총차입금	870.1	658.9	608.9	524.2	410.9
순차입금	391.9	354.5	312.3	296.5	239.9
NOPLAT	144.5	283.7	327.0	377.0	460.5
FCF	115.0	27.6	44.2	0.2	40.0



#### 4) 신세계 4Q19 Preview

투자의견 BUY  
 목표주가 400,000원

신세계의 4Q19 연결기준 영업이익은 1,569억원(+17% YoY)으로 전망된다. 백화점은 인천터미널점 제외 영향에도 불구하고, 기존점 매출이 +5% 이상 신장하면서, 별도기준 영업이익 역신장이 크지 않은 상황이다. 면세점(신세계디에프)은 중국 타이공 수요 호조로 인해 총매출액이 전년동기 대비 +25% 신장할 것으로 기대되며, 3분기 대비 경쟁강도가 다소 완화되면서, 영업이익률도 3분기 대비 개선될 것으로 기대된다(4Q19E OP 184억원).

백화점 명품 호조,  
 면세점 전망치 상승세

3Q19 이후에도 백화점 명품의 매출액은 +30% 이상의 성장세가 지속되고 있다. 소비 양극화와 밀레니얼 세대의 명품 소비 확산으로 인해, 백화점 명품 매출은 꾸준한 고성장이 지속되고 있다. 동사는 대형점 비중이 높고, 백화점 명품 매출 비중도 높은 편이기 때문에, 중기적으로 기존점 성장을 측면에서 경쟁사 대비 아웃퍼폼이 지속될 것으로 추산된다.

면세점은 중기적으로 시장 성장률 전망치가 상승세에 접어들 것으로 판단된다. 중국 타이공 수요가 견조한 가운데, 한중 관계가 점차 회복되고 있기 때문이다. 게다가 면세점 판촉 경쟁강도도 3Q19를 정점으로 안정화 되고 있고, 점포 출점에 따른 고정비 부담도 완화되고 있기 때문에, 올해 영업레버리지 효과가 강해질 것으로 기대된다.

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>총매출액</b>	<b>2,305.3</b>	<b>2,293.3</b>	<b>2,385.4</b>	<b>2,647.7</b>	<b>2,546.3</b>	<b>2,548.3</b>	<b>2,661.8</b>	<b>2,963.0</b>	<b>8,745.7</b>	<b>9,631.6</b>	<b>10,719.4</b>	<b>11,848.3</b>
(YoY)	15.0%	12.6%	8.7%	5.5%	10.5%	11.1%	11.6%	11.9%	18.7%	10.1%	11.3%	10.5%
<b>별도기준</b>	<b>957.8</b>	<b>950.3</b>	<b>952.5</b>	<b>1,124.9</b>	<b>1,000.9</b>	<b>1,002.6</b>	<b>1,004.9</b>	<b>1,175.5</b>	<b>4,550.8</b>	<b>3,985.5</b>	<b>4,183.9</b>	<b>4,351.2</b>
(YoY)	-18.9%	-12.7%	-10.2%	-7.8%	4.5%	5.5%	5.5%	4.5%	-1.8%	-12.4%	5.0%	4.0%
(기존점 성장률)	5.4%	5.7%	4.6%	5.4%	4.5%	5.5%	5.5%	4.5%	5.3%	5.3%	5.0%	4.0%
신세계동대구	127.4	123.2	132.3	152.4	133.1	130.0	139.6	159.3	499.5	535.3	561.9	584.4
(YoY)	8.4%	8.2%	10.8%	2.4%	4.5%	5.5%	5.5%	4.5%	7.3%	7.2%	5.0%	4.0%
신세계인터내셔널	365.9	301.7	359.9	392.2	382.8	336.3	390.6	440.4	1,262.7	1,419.8	1,534.3	1,644.3
(YoY)	20.2%	6.5%	15.5%	8.0%	4.6%	11.5%	8.5%	12.3%	14.5%	12.4%	8.1%	7.2%
신세계 DF	834.8	903.4	929.1	965.9	1,006.9	1,061.7	1,113.3	1,173.7	2,460.9	3,633.3	4,355.6	5,182.3
(YoY)	97.2%	62.1%	31.1%	25.2%	20.6%	17.5%	19.8%	21.5%	111.3%	47.6%	19.9%	19.0%
까사미아	27.3	25.0	31.1	33.0	30.6	28.0	33.0	35.0	81.5	116.4	126.5	127.8
센트럴시티	66.0	67.3	70.6	68.4	66.0	67.3	70.6	68.4	217.2	272.3	272.3	272.3
기타 및 연결조정	-73.9	-77.7	-90.2	-89.1	-73.9	-77.7	-90.2	-89.1	-326.9	-330.9	-315.1	-313.9
<b>순매출액</b>	<b>1,516.9</b>	<b>1,506.0</b>	<b>1,602.6</b>	<b>1,712.9</b>	<b>1,705.3</b>	<b>1,696.0</b>	<b>1,814.9</b>	<b>1,961.9</b>	<b>5,185.7</b>	<b>6,338.4</b>	<b>7,178.1</b>	<b>8,063.8</b>
(YoY)	38.5%	27.3%	17.3%	11.1%	12.4%	12.6%	13.2%	14.5%	33.9%	22.2%	13.2%	12.3%
<b>영업이익</b>	<b>109.6</b>	<b>68.1</b>	<b>95.9</b>	<b>156.9</b>	<b>125.7</b>	<b>87.7</b>	<b>123.8</b>	<b>189.0</b>	<b>397.4</b>	<b>430.5</b>	<b>526.2</b>	<b>606.6</b>
(YoY)	-3.2%	-14.7%	36.6%	17.0%	14.7%	28.8%	29.1%	20.5%	14.9%	8.3%	22.2%	15.3%
(총매출액 대비%)	4.8%	3.0%	4.0%	5.9%	4.9%	3.4%	4.7%	6.4%	4.5%	4.5%	4.9%	5.1%
<b>별도기준</b>	<b>53.4</b>	<b>32.7</b>	<b>50.6</b>	<b>87.5</b>	<b>62.8</b>	<b>37.2</b>	<b>59.1</b>	<b>99.8</b>	<b>242.3</b>	<b>224.2</b>	<b>258.9</b>	<b>288.3</b>
(YoY)	-9.8%	-22.1%	7.8%	-7.0%	17.6%	14.0%	16.7%	14.0%	10.2%	-7.4%	15.5%	11.4%
(총매출액 대비%)	5.6%	3.4%	5.3%	7.8%	6.3%	3.7%	5.9%	8.5%	5.3%	5.6%	6.2%	6.6%
신세계동대구	4.7	1.8	4.8	7.9	5.6	2.9	6.1	9.0	10.7	19.2	23.7	27.3
(총매출액 대비%)	3.7%	1.5%	3.6%	5.2%	4.2%	2.2%	4.4%	5.7%	2.1%	3.6%	4.2%	4.7%
신세계인터내셔널	29.2	14.6	19.1	24.3	29.3	22.6	24.5	32.5	55.5	87.1	107.0	128.6
(총매출액 대비%)	8.0%	4.8%	5.3%	6.2%	7.6%	6.7%	6.3%	7.4%	4.4%	6.1%	7.0%	7.8%
신세계 DF	12.6	17.3	10.7	18.4	21.0	23.0	21.3	27.7	37.7	59.0	93.0	118.4
(총매출액 대비%)	1.5%	1.9%	1.2%	1.9%	2.1%	2.2%	1.9%	2.4%	1.5%	1.6%	2.1%	2.3%
까사미아	-1.1	-3.4	-5.2	-4.7	-3.9	-3.2	-3.1	-3.5	-1.1	-14.4	-13.7	-13.6
센트럴시티	21.4	9.9	23.6	25.9	21.4	9.9	23.6	25.9	64.0	80.8	80.8	80.8
기타 및 연결조정	-10.5	-4.8	-7.7	-2.4	-10.5	-4.8	-7.7	-2.4	-11.8	-25.4	-23.6	-23.2
세전이익	893.5	33.4	81.9	138.5	101.9	57.3	100.7	172.6	354.8	1,147.3	432.5	513.1
당기순이익	686.0	24.3	52.1	105.0	77.2	43.4	76.3	130.8	284.9	867.4	327.8	388.9
<b>지배주주순이익</b>	<b>666.5</b>	<b>17.0</b>	<b>33.6</b>	<b>84.9</b>	<b>57.3</b>	<b>31.4</b>	<b>58.0</b>	<b>104.6</b>	<b>239.0</b>	<b>802.0</b>	<b>251.3</b>	<b>301.0</b>
(YoY)	779.4%	-66.0%	17.8%	0.4%	-91.4%	84.5%	72.5%	23.2%	31.1%	235.6%	-68.7%	19.8%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

신세계 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	3,871.4	5,185.7	6,338.4	7,178.1	8,063.8
매출원가	1,559.4	2,291.6	3,052.2	3,548.1	4,097.2
매출총이익	2,312.1	2,894.1	3,286.2	3,630.1	3,966.7
판매비	1,966.4	2,496.7	2,855.7	3,103.9	3,360.1
<b>영업이익</b>	345.7	397.4	430.5	526.2	606.6
<b>EBITDA</b>	614.8	699.3	677.8	775.8	858.8
영업외손익	-54.3	-42.5	716.9	-93.7	-93.5
이자수익	12.5	10.7	8.2	8.8	7.0
이자비용	76.2	83.7	76.6	76.1	74.2
외환관련이익	31.2	16.8	15.1	15.1	15.1
외환관련손실	8.0	23.1	16.6	16.6	16.6
종속 및 관계기업손익	21.1	20.1	807.7	14.0	14.0
기타	-34.9	16.7	-20.9	-38.9	-38.8
<b>법인세차감전이익</b>	291.4	354.8	1,147.3	432.5	513.1
법인세비용	77.7	69.9	280.0	104.7	124.2
계속사업순손익	213.6	284.9	867.4	327.8	388.9
<b>당기순이익</b>	213.6	284.9	867.4	327.8	388.9
<b>지배주주순이익</b>	182.3	239.0	802.0	251.3	301.0
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	31.3	33.9	22.2	13.2	12.3
영업이익 증감율	37.5	15.0	8.3	22.2	15.3
EBITDA 증감율	33.6	13.7	-3.1	14.5	10.7
지배주주순이익 증감율	-19.7	31.1	235.6	-68.7	19.8
EPS 증감율	-19.8	31.1	235.6	-68.7	19.8
매출총이익율(%)	59.7	55.8	51.8	50.6	49.2
영업이익율(%)	8.9	7.7	6.8	7.3	7.5
EBITDA Margin(%)	15.9	13.5	10.7	10.8	10.7
지배주주순이익율(%)	4.7	4.6	12.7	3.5	3.7

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	389.9	331.3	366.1	861.8	816.0
당기순이익	213.6	284.9	867.4	327.8	388.9
비현금항목의 가감	436.2	451.9	-21.5	774.5	777.1
유형자산감가상각비	252.0	279.7	293.1	295.6	297.8
무형자산감가상각비	17.1	22.3	22.0	21.8	22.1
지분법평가손익	-21.1	-20.1	-793.7	0.0	0.0
기타	188.2	170.0	457.1	457.1	457.2
영업활동자산부채증감	-102.3	-281.0	-55.9	-77.0	-167.0
매출채권및기타채권의감소	-53.8	-66.1	19.6	-54.2	-57.1
재고자산의감소	-85.4	-376.0	-139.9	-47.9	-136.3
매입채무및기타채무의증가	-8.4	158.3	34.4	25.1	26.5
기타	45.3	2.8	30.0	0.0	-0.1
기타현금흐름	-157.6	-124.5	-423.9	-163.5	-183.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	-304.8	-592.6	60.2	-336.4	-338.2
유형자산의 취득	-395.6	-388.7	-320.0	-320.0	-320.0
유형자산의 처분	43.1	24.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.3	-6.3	-11.2	-11.2	-11.2
투자자산의감소(증가)	18.9	-81.3	383.2	-14.0	-14.0
단기금융자산의감소(증가)	-53.1	159.2	0.0	0.0	0.0
기타	85.2	-299.8	8.2	8.8	7.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	12.0	438.3	-538.7	-480.7	-538.7
차입금의 증가(감소)	24.4	506.8	-77.5	-20.0	-80.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-35.7	-33.6	-32.7	-32.7	-32.7
기타	23.3	-34.9	-428.5	-428.0	-426.0
기타현금흐름	0.1	-0.1	20.7	-22.7	-3.4
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	97.2	177.0	-91.6	21.9	-64.3
기초현금 및 현금성자산	78.3	175.5	352.5	260.8	282.7
기말현금 및 현금성자산	175.5	352.5	260.8	282.7	218.4

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,269.1	1,836.9	1,865.6	1,989.6	2,118.7
현금 및 현금성자산	175.5	352.5	260.8	282.7	218.4
단기금융자산	202.1	42.9	42.9	42.9	42.9
매출채권 및 기타채권	354.5	428.5	408.9	463.1	520.2
재고자산	463.9	916.5	1,056.4	1,104.3	1,240.6
기타유동자산	73.1	96.5	96.6	96.6	96.6
<b>비유동자산</b>	8,882.6	9,264.4	11,855.6	11,692.9	11,527.6
투자자산	1,603.8	1,685.1	2,095.6	2,109.6	2,123.6
유형자산	6,632.2	6,800.5	6,827.5	6,851.9	6,874.1
무형자산	296.5	425.1	414.3	403.7	392.8
기타비유동자산	350.1	353.7	2,518.2	2,327.7	2,137.1
<b>자산총계</b>	10,151.7	11,101.3	13,721.2	13,682.5	13,646.3
<b>유동부채</b>	2,892.1	3,244.8	3,877.2	3,882.2	3,828.7
매입채무 및 기타채무	1,101.6	1,339.6	1,374.0	1,399.1	1,425.6
단기금융부채	1,266.2	1,318.1	1,916.0	1,896.0	1,816.0
기타유동부채	524.3	587.1	587.2	587.1	587.1
<b>비유동부채</b>	2,340.1	2,854.3	4,305.7	3,953.8	3,601.9
장기금융부채	1,415.7	1,963.7	3,385.1	3,033.2	2,681.3
기타비유동부채	924.4	890.6	920.6	920.6	920.6
<b>부채총계</b>	5,232.2	6,099.1	8,182.9	7,836.0	7,430.6
<b>자본지분</b>	3,421.8	3,469.1	3,939.9	4,171.6	4,452.9
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	399.5	397.5	397.5	397.5	397.5
기타자본	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
기타포괄손익누계액	413.3	269.5	275.3	275.3	275.3
이익잉여금	2,246.0	2,439.2	3,221.5	3,453.2	3,734.5
비지배지분	1,497.8	1,533.1	1,598.4	1,674.9	1,762.8
<b>자본총계</b>	4,919.5	5,002.2	5,538.3	5,846.5	6,215.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	18,513	24,274	81,465	25,525	30,578
BPS	347,557	352,367	400,190	423,716	452,295
CFPS	66,004	74,832	85,916	111,964	118,434
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	16.2	10.5	3.9	12.6	10.5
PER(최고)	16.6	19.6	4.2		
PER(최저)	8.9	10.1	2.6		
PBR	0.86	0.73	0.80	0.76	0.71
PBR(최고)	0.88	1.35	0.86		
PBR(최저)	0.47	0.70	0.53		
PSR	0.76	0.49	0.50	0.44	0.39
PCFR	4.5	3.4	3.7	2.9	2.7
EV/EBITDA	11.0	9.9	10.6	9.3	8.5
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주, 현금)	5.8	6.9	2.3	6.0	5.1
배당수익률(% ,보통주, 현금)	0.4	0.8	0.6	0.6	0.6
ROA	2.1	2.7	7.0	2.4	2.8
ROE	5.5	6.9	21.7	6.2	7.0
ROIC	4.0	4.3	3.3	3.7	4.4
매출채권회전율	11.9	13.2	15.1	16.5	16.4
재고자산회전율	9.0	7.5	6.4	6.6	6.9
부채비율	106.4	121.9	147.7	134.0	119.5
순차입금비율	46.8	57.7	50.3	46.9	43.9
이자보상배율	4.5	4.7	5.6	6.9	8.2
총차입금	2,681.9	3,281.8	3,089.9	3,069.9	2,989.9
순차입금	2,304.3	2,886.4	2,786.2	2,744.3	2,728.6
NOPLAT	614.8	699.3	677.8	775.8	858.8
FCF	70.1	-60.0	202.2	256.6	230.2

### 5) 현대백화점 4Q19 Preview

투자 의견 BUY  
 목표주가 114,000원

현대백화점의 4Q19 연결기준 영업이익은 1,002억원(+2% YoY)으로 전망된다. 백화점은 기존점 성장률이 +1~2% 수준으로 추산되나, 예년 보다 출지 않은 날씨로 인해, 고가 의류 판매가 저조하면서 수익성은 전년동기 대비 하락할 전망이다. 다만, 면세점은 일매출이 약 24억원 수준까지 상승하면서, 영업적자가 전년동기 대비 축소될 전망이다(4Q18 OP -256억원 -> 4Q19E OP -145억원)

백화점 성과 아쉬지만,  
 면세점 적자축소 긍정적

백화점 기존점 성장률이 경쟁사 대비 낮은 부분은 여전히 아쉬운 부분이다. 하지만, 면세점은 동대문 점포 인수로 인해(2020년 2월 중순부터 영업 개시 예정), 외형 성장세가 가팔라질 것으로 전망되고, 외형 확대에 따른 고정비 부담 완화로 영업적자도 점차 축소될 것으로 기대된다. 이로 인해, 동사의 면세점 법인은 2021년에 흑자전환이 가능할 것으로 기대된다.

#### 현대백화점 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>총매출액</b>	<b>1,583.1</b>	<b>1,585.8</b>	<b>1,554.1</b>	<b>1,872.9</b>	<b>1,786.7</b>	<b>1,925.5</b>	<b>1,875.8</b>	<b>2,280.3</b>	<b>5,878.8</b>	<b>6,595.9</b>	<b>7,868.4</b>	<b>9,166.7</b>
(YoY)	10.5%	14.0%	13.1%	11.4%	12.9%	21.4%	20.7%	21.8%	2.2%	12.2%	19.3%	16.5%
백화점	1,457.5	1,422.4	1,399.1	1,666.3	1,472.0	1,481.3	1,448.2	1,797.2	5,912.9	5,945.3	6,198.8	7,187.6
(YoY)	0.0%	0.5%	0.0%	1.5%	1.0%	4.1%	3.5%	7.9%	1.1%	0.5%	4.3%	16.0%
(기존점 성장률)	2.2%	0.5%	0.0%	1.5%	1.0%	2.0%	0.0%	1.0%	1.9%	1.1%	1.0%	1.0%
면세점	156.9	194.0	210.8	232.8	346.3	475.3	483.4	511.6	70.0	794.5	1,816.5	2,143.5
(YoY)				232.5%	120.7%	145.0%	129.3%	119.8%		1034.9%	128.6%	18.0%
기타 및 연결조정	-31.3	-30.6	-55.8	-26.2	-31.5	-31.1	-55.8	-28.6	-104.1	-143.8	-147.0	-164.4
<b>순매출액</b>	<b>521.0</b>	<b>533.4</b>	<b>532.2</b>	<b>632.4</b>	<b>632.5</b>	<b>716.7</b>	<b>704.7</b>	<b>852.5</b>	<b>1,862.2</b>	<b>2,219.0</b>	<b>2,906.5</b>	<b>3,551.0</b>
(YoY)	15.3%	20.6%	21.8%	19.1%	21.4%	34.4%	32.4%	34.8%	0.8%	19.2%	31.0%	22.2%
<b>매출총이익</b>	<b>389.4</b>	<b>399.3</b>	<b>386.0</b>	<b>473.8</b>	<b>452.5</b>	<b>476.6</b>	<b>469.3</b>	<b>606.1</b>	<b>1,511.7</b>	<b>1,648.5</b>	<b>2,004.5</b>	<b>2,387.9</b>
(총매출액 대비%)	24.6%	25.2%	24.8%	25.3%	25.3%	24.8%	25.0%	26.6%	25.7%	25.0%	25.5%	26.0%
<b>판매비</b>	<b>314.3</b>	<b>348.6</b>	<b>325.1</b>	<b>373.6</b>	<b>369.2</b>	<b>423.6</b>	<b>405.4</b>	<b>493.9</b>	<b>1,155.1</b>	<b>1,361.6</b>	<b>1,692.1</b>	<b>2,015.4</b>
(YoY)	19.5%	21.2%	18.1%	13.5%	17.5%	21.5%	24.7%	32.2%	1.1%	17.9%	24.3%	19.1%
(총매출액 대비%)	19.9%	22.0%	20.9%	19.9%	20.7%	22.0%	21.6%	21.7%	19.6%	20.6%	21.5%	22.0%
<b>영업이익</b>	<b>75.1</b>	<b>50.7</b>	<b>60.9</b>	<b>100.2</b>	<b>83.3</b>	<b>53.1</b>	<b>63.9</b>	<b>112.2</b>	<b>356.7</b>	<b>286.9</b>	<b>312.4</b>	<b>372.5</b>
(YoY)	-26.9%	-32.7%	-23.8%	1.6%	11.0%	4.7%	4.9%	11.9%	-9.4%	-19.6%	8.9%	19.2%
(총매출액 대비%)	4.7%	3.2%	3.9%	5.4%	4.7%	2.8%	3.4%	4.9%	6.1%	4.3%	4.0%	4.1%
백화점	98.4	69.9	77.7	114.2	100.1	64.0	72.4	115.0	393.8	360.2	351.5	366.5
(총매출액 대비%)	6.8%	4.9%	5.6%	6.9%	6.8%	4.3%	5.0%	6.4%	6.7%	6.1%	5.7%	5.1%
면세점	-23.6	-19.4	-17.1	-14.5	-17.1	-11.1	-8.8	-3.3	-41.9	-74.6	-40.3	4.8
(총매출액 대비%)	-15.0%	-10.0%	-8.1%	-6.2%	-4.9%	-2.3%	-1.8%	-0.6%	-59.9%	-9.4%	-2.2%	0.2%
기타 및 연결조정	0.3	0.2	0.3	0.5	0.3	0.2	0.3	0.5	4.8	1.2	1.2	1.2
세전이익	92.5	68.5	73.6	117.0	95.1	64.8	75.6	123.9	398.3	351.6	359.4	419.8
당기순이익	67.1	48.0	52.2	85.0	67.9	46.5	57.3	93.9	287.4	252.4	265.6	318.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>54.4</b>	<b>37.9</b>	<b>40.7</b>	<b>70.5</b>	<b>55.8</b>	<b>37.6</b>	<b>46.3</b>	<b>80.4</b>	<b>239.0</b>	<b>203.5</b>	<b>220.0</b>	<b>269.2</b>
(YoY)	-30.9%	-4.5%	-25.3%	6.6%	2.5%	-0.9%	13.8%	14.0%	-5.8%	-14.8%	8.1%	22.4%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

현대백화점 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	1,848.1	1,862.2	2,219.0	2,906.5	3,551.0
매출원가	311.9	350.5	570.5	902.0	1,170.2
매출총이익	1,536.2	1,511.7	1,648.5	2,004.5	2,380.9
판관비	1,142.6	1,155.1	1,361.6	1,692.1	2,015.4
<b>영업이익</b>	393.7	356.7	286.9	312.4	365.5
<b>EBITDA</b>	536.5	511.6	449.8	482.0	546.4
<b>영업외손익</b>	51.9	41.6	64.7	46.9	47.3
이자수익	6.7	13.2	12.6	13.0	12.5
이자비용	11.7	14.7	8.7	10.5	9.7
외환관련이익	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
외환관련손실	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2
중속 및 관계기업손익	47.4	19.3	34.8	32.0	32.0
기타	9.5	23.8	25.9	12.3	12.4
<b>법인세차감전이익</b>	445.6	398.3	351.6	359.4	412.8
법인세비용	143.3	110.9	99.3	93.7	99.9
계속사업순이익	302.2	287.4	252.4	265.6	312.9
<b>당기순이익</b>	302.2	287.4	252.4	265.6	312.9
<b>지배주주순이익</b>	253.7	239.0	203.5	220.0	263.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	0.9	0.8	19.2	31.0	22.2
영업이익 증감율	2.7	-9.4	-19.6	8.9	17.0
EBITDA 증감율	1.9	-4.6	-12.1	7.2	13.4
지배주주순이익 증감율	-8.0	-5.8	-14.9	8.1	20.0
EPS 증감율	-8.0	-5.8	-14.8	8.1	20.0
매출총이익율(%)	83.1	81.2	74.3	69.0	67.0
영업이익률(%)	21.3	19.2	12.9	10.7	10.3
EBITDA Margin(%)	29.0	27.5	20.3	16.6	15.4
지배주주순이익률(%)	13.7	12.8	9.2	7.6	7.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	437.2	435.3	308.8	333.1	393.2
당기순이익	302.2	287.4	252.4	265.6	312.9
비현금항목의 가감	279.6	267.7	174.1	183.5	194.8
유형자산감가상각비	141.2	153.4	169.1	175.6	187.0
무형자산감가상각비	1.6	1.6	1.5	1.5	1.6
지분법평가손익	47.4	19.3	-34.8	-32.0	-32.0
기타	89.4	93.4	38.3	38.4	38.2
영업활동자산부채증감	-41.8	-25.3	-119.0	-123.0	-115.3
매출채권및기타채권의감소	-22.8	-14.9	29.8	-191.0	-179.0
재고자산의감소	-0.9	-54.1	-49.8	-50.9	-47.7
매입채무및기타채무의증가	-20.5	31.3	-99.3	118.9	111.5
기타	2.4	12.4	0.3	0.0	-0.1
기타현금흐름	-102.8	-94.5	1.3	7.0	0.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.7	-134.1	-272.0	-352.0	-302.0
유형자산의 취득	-314.4	-221.3	-270.0	-350.0	-300.0
유형자산의 처분	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-0.1	0.0	-2.0	-2.0	-2.0
투자자산의감소(증가)	-87.4	108.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	189.0	-34.5	0.0	0.0	0.0
기타	67.2	13.1	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	-275.1	-146.5	-58.5	40.8	-104.0
차입금의 증가(감소)	-240.0	-121.1	-0.3	100.3	-44.9
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-16.4	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-15.9	-18.0	-20.3	-20.1	-20.1
기타	-2.8	-7.4	-37.9	-39.4	-39.0
기타현금흐름	0.0	0.0	0.5	-9.4	-3.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	16.4	154.6	-21.2	12.5	-16.4
기초현금 및 현금성자산	70.0	86.4	241.0	219.8	232.3
기말현금 및 현금성자산	86.4	241.0	219.8	232.3	215.9

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,002.8	1,258.8	1,257.6	1,512.0	1,722.3
현금 및 현금성자산	86.4	241.0	219.8	232.3	215.9
단기금융자산	194.9	229.4	229.4	229.4	229.4
매출채권 및 기타채권	633.2	646.2	616.4	807.4	986.4
재고자산	60.5	114.6	164.4	215.3	263.0
기타유동자산	222.7	257.0	257.0	257.0	257.0
<b>비유동자산</b>	5,774.5	5,729.8	6,150.1	6,318.6	6,425.8
투자자산	789.4	656.9	691.7	723.7	755.7
유형자산	4,810.6	4,893.7	4,994.6	5,169.0	5,282.0
무형자산	43.9	42.3	42.8	43.3	43.7
기타비유동자산	130.6	136.9	421.0	382.6	344.4
<b>자산총계</b>	6,777.3	6,988.6	7,407.7	7,830.6	8,148.1
<b>유동부채</b>	1,745.1	1,293.2	1,216.4	1,582.0	1,645.3
매입채무 및 기타채무	864.0	910.5	811.3	930.2	1,041.7
단기금융부채	619.7	0.0	22.5	269.1	220.9
기타유동부채	261.4	382.7	382.6	382.7	382.7
<b>비유동부채</b>	414.5	866.3	1,129.9	941.6	903.1
장기금융부채	0.0	499.1	762.8	574.5	536.0
기타비유동부채	414.5	367.2	367.1	367.1	367.1
<b>부채총계</b>	2,159.6	2,159.5	2,346.3	2,523.6	2,548.4
<b>지배지분</b>	3,955.4	4,132.5	4,315.9	4,515.8	4,759.6
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
기타자본	-126.5	-127.2	-127.2	-127.2	-127.2
기타포괄손익누계액	65.6	29.7	29.7	29.7	29.7
이익잉여금	3,287.1	3,509.9	3,684.3	3,884.2	4,128.0
비지배지분	662.3	696.6	745.4	791.1	840.1
<b>자본총계</b>	4,617.7	4,829.1	5,061.4	5,306.9	5,599.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	10,841	10,211	8,696	9,401	11,277
BPS	169,016	176,584	184,421	192,964	203,382
CFPS	24,864	23,718	18,222	19,191	21,695
DPS	800	900	900	900	900
<b>주가배수(배)</b>					
PER	9.6	8.9	10.2	9.4	7.8
PER(최고)	11.1	11.8	12.2		
PER(최저)	7.9	8.1	7.7		
PBR	0.62	0.51	0.48	0.46	0.43
PBR(최고)	0.71	0.69	0.57		
PBR(최저)	0.51	0.47	0.36		
PSR	1.32	1.14	0.93	0.71	0.58
PCFR	4.2	3.8	4.9	4.6	4.1
EV/EBITDA	6.4	5.6	6.1	6.3	5.6
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.0	7.1	8.0	7.6	6.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
ROA	4.5	4.2	3.5	3.5	3.9
ROE	6.6	5.9	4.8	5.0	5.7
ROIC	7.4	4.6	4.2	4.4	5.1
매출채권회전율	3.0	2.9	3.5	4.1	4.0
재고자산회전율	30.8	21.3	15.9	15.3	14.8
부채비율	46.8	44.7	46.4	47.6	45.5
순차입금비율	7.3	0.6	1.0	2.6	1.9
이자보상배율	33.5	24.3	32.9	29.8	37.7
<b>총차입금</b>	619.7	499.1	498.9	599.1	554.2
<b>순차입금</b>	338.4	28.7	49.6	137.4	108.9
<b>NOPLAT</b>	536.5	511.6	449.8	482.0	546.4
<b>FCF</b>	112.7	116.4	-20.0	-72.5	42.5

## 6) 롯데쇼핑 4Q19 Preview

투자의견  
Marketperform  
목표주가 130,000원

롯데쇼핑의 4Q19 연결기준 영업이익은 1,786억원(+98% YoY)으로 전망된다. 4Q18에 발생한 청두HK 법인과 백화점 점포 구조조정 관련 일회성 비용 914억원을 감안한다면, 영업이익은 실질적으로 소폭 역성장 한 수준으로 추산(-2% YoY)된다.

일본 불매 영향으로 인해, 동사의 국내 백화점과 할인점 기존점 성장률은 경쟁사 대비 부진한 수준으로 추산된다(기존점 성장률: 백화점 -4%, 할인점 -7% 추산). 슈퍼도 손익 관리를 위해 가격 경쟁을 지양하면서 매출이 부진하고(-6% YoY), 자회사 하이마트는 입주 물량 감소와 소비경기 양극화 영향으로 인해, 모바일/PC를 제외한 대부분의 카테고리의 매출액이 역성장 할 것으로 추산된다(-2% YoY).

다만, 이와 같은 주력 사업 영업 부진에도 불구하고, 1) 백화점 인천터미널점 편입 효과 반영, 2) 홈쇼핑/컬처웍스 법인의 양호한 성과 덕분에, 영업이익 역신장은 크지 않을 것으로 추산된다.

조직개편 방향은  
긍정적이지만,  
매출 회복은 더딘 편

동사는 최근에 각자 대표이사 체제로 운영됐던 백화점, 마트, 슈퍼, 이머커스, 롱스 사업 부문을 롯데쇼핑 원톱 대표이사 체제의 통합법인으로 재편했다. 또한, 기획, 투자, 예산, 홍보 등을 총괄하는 조직 'HQ(헤드쿼터)'를 신설하여, 각 사업부간 시너지 강화를 위한 전략을 수립할 계획이다. 이러한 조직개편은 의사결정 체계를 일원화하고, 전략적으로 이커머스 사업부에 역점을 두기 용이하다는 측면에서, 긍정적으로 평가 받을 만하다.

다만, 매출 회복은 예상 보다 더딘 편이다. 1차적으로 일본 불매 영향이 완화되면서, 백화점의 기존점 매출 성장률을 회복되는 것이 중요하나, 시장의 기대 대비 속도는 더딘 편이다. 따라서, 중기적으로 전사 실적 개선 가시성은 아직 낮은 편으로 판단된다.

롯데쇼핑 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>총매출액</b>	<b>5,950</b>	<b>5,917</b>	<b>5,816</b>	<b>5,979</b>	<b>5,978</b>	<b>5,992</b>	<b>5,883</b>	<b>6,037</b>	<b>24,082</b>	<b>23,662</b>	<b>23,890</b>	<b>24,105</b>
(YoY)	1.0%	0.0%	-5.3%	-2.5%	0.5%	1.3%	1.2%	1.0%	-2.1%	-1.7%	1.0%	0.9%
백화점	2,052	1,991	1,923	2,294	2,166	2,101	1,924	2,340	8,475	8,260	8,531	8,658
(YoY)	-2.7%	-0.7%	-2.6%	-3.9%	5.6%	5.5%	0.1%	2.0%	0.8%	-2.5%	3.3%	1.5%
국내	2,027	1,970	1,904	2,273	2,141	2,079	1,905	2,319	8,364	8,174	8,444	8,571
해외	25	21	19	21	25	21	19	21	111	86	86	87
할인점	1,772	1,778	1,841	1,652	1,755	1,792	1,822	1,669	7,169	7,043	7,038	7,041
(YoY)	0.2%	-0.8%	-3.4%	-3.0%	-0.9%	0.8%	-1.1%	1.0%	-6.1%	-1.8%	-0.1%	0.0%
국내	1,425	1,361	1,460	1,297	1,379	1,339	1,407	1,284	5,826	5,543	5,409	5,274
해외	347	417	381	355	376	453	414	385	1,343	1,500	1,629	1,767
전자제품 전문점	1,037	1,071	984	944	960	1,018	1,061	928	4,113	4,035	3,967	4,013
(YoY)	8.9%	-1.5%	-11.6%	-1.7%	-7.4%	-5.0%	7.9%	-1.7%	0.3%	-1.9%	-1.7%	1.2%
슈퍼	505	504	507	462	497	496	499	455	2,099	1,978	1,948	1,919
(YoY)	-2.9%	-5.6%	-8.5%	-6.0%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-1.5%	-4.6%	-5.8%	-1.5%	-1.5%
기타	584	573	562	627	599	585	577	645	2,226	2,346	2,393	2,440
(YoY)	7.9%	15.3%	-6.0%	6.4%	2.5%	2.1%	2.6%	2.8%	-1.9%	5.4%	2.0%	2.0%
홈쇼핑	242	246	249	284	254	258	261	298	946	1,020	1,051	1,082
컬처릭스	201	178	201	196	205	182	205	200	774	776	792	808
기타	141	149	112	147	140	145	110	147	506	550	550	550
<b>순매출액</b>	<b>4,447</b>	<b>4,456</b>	<b>4,405</b>	<b>4,315</b>	<b>4,410</b>	<b>4,470</b>	<b>4,465</b>	<b>4,346</b>	<b>17,821</b>	<b>17,623</b>	<b>17,691</b>	<b>17,845</b>
(YoY)	2.6%	1.2%	-5.8%	-1.9%	-0.8%	0.3%	1.4%	0.7%	-0.6%	-1.1%	0.4%	0.9%
<b>영업이익</b>	<b>205</b>	<b>92</b>	<b>88</b>	<b>179</b>	<b>187</b>	<b>84</b>	<b>135</b>	<b>193</b>	<b>597</b>	<b>563</b>	<b>600</b>	<b>620</b>
(YoY)	-7.1%	5.7%	-56.0%	97.8%	-8.7%	-7.8%	54.1%	8.3%	-25.5%	-5.7%	6.6%	3.3%
(총매출액 대비%)	3.4%	1.5%	1.5%	3.0%	3.1%	1.4%	2.3%	3.2%	2.5%	2.4%	2.5%	2.6%
백화점	159	74	104	200	156	73	108	211	425	537	548	569
(YoY)	11.2%	29.8%	16.9%	46.9%	-1.6%	-1.1%	3.6%	5.6%	7.3%	26.3%	2.2%	3.8%
(총매출액 대비%)	7.7%	3.7%	5.4%	8.7%	7.2%	3.5%	5.6%	9.0%	5.0%	6.5%	6.4%	6.6%
국내	155	75	106	201	159	75	110	212	534	537	556	572
해외	4	-1	-2	-1	-2	-2	-2	-1	-110	0	-7	-2
할인점	19	-34	12	-16	18	-36	9	-14	9	-19	-23	-25
(총매출액 대비%)	1.1%	-1.9%	0.7%	-1.0%	1.0%	-2.0%	0.5%	-0.8%	0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
국내	9	-50	2	-20	5	-55	-3	-20	-17	-59	-73	-85
해외	10	16	10	4	13	19	12	6	24	40	50	60
전자제품 전문점	24	46	33	8	10	41	45	8	186	112	104	99
(총매출액 대비%)	2.3%	4.3%	3.4%	0.9%	1.0%	4.0%	4.3%	0.8%	4.5%	2.8%	2.6%	2.5%
슈퍼	-17	-20	-24	-28	-18	-21	-25	-29	-63	-89	-92	-95
(총매출액 대비%)	-3.4%	-4.0%	-4.7%	-6.1%	-3.6%	-4.2%	-5.0%	-6.4%	-3.0%	-4.5%	-4.7%	-5.0%
기타	20	25	-38	15	21	27	-3	18	38	22	63	71
(총매출액 대비%)	3.4%	4.4%	-6.8%	2.4%	3.5%	4.6%	-0.5%	2.8%	1.7%	0.9%	2.6%	2.9%
홈쇼핑	33	33	25	32	34	34	27	35	99	123	130	138
컬처릭스	8	5	9	9	8	5	9	9	25	31	31	31
기타	-21	-12	-72	-26	-21	-12	-39	-26	-85	-131	-98	-98
세전이익	111	82	-32	136	102	13	39	154	-94	296	308	345
당기순이익	88	65	-23	103	78	10	29	117	-254	233	233	262
<b>지배주주순이익</b>	<b>68</b>	<b>39</b>	<b>-41</b>	<b>89</b>	<b>62</b>	<b>-14</b>	<b>7</b>	<b>102</b>	<b>-334</b>	<b>154</b>	<b>156</b>	<b>183</b>
(YoY)	흑전	흑전	적전	흑전	-8.1%	적전	흑전	14.5%	적지	흑전	1.3%	17.3%
<b>주요 업태 기존점 성장률</b>												
국내 백화점	0.6%	1.3%	-4.3%	-4.0%	1.0%	2.0%	1.0%	2.0%	1.2%	-1.7%	1.5%	1.5%
국내 할인점	-3.6%	-3.6%	-11.0%	-7.0%	-4.0%	-2.0%	-4.0%	-1.0%	-2.5%	-6.4%	-2.8%	-2.5%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	17,926.1	17,820.8	17,622.6	17,690.9	17,844.9
매출원가	10,299.2	10,313.1	10,114.4	10,112.0	10,149.6
매출총이익	7,626.9	7,507.7	7,508.1	7,578.9	7,695.3
판매비	6,825.8	6,910.7	6,945.2	6,978.8	7,075.6
<b>영업이익</b>	801.0	597.0	563.0	600.1	619.6
<b>EBITDA</b>	1,705.8	1,356.6	1,087.5	1,122.4	1,139.5
영업외손익	-547.0	-690.9	-267.1	-292.2	-274.2
이자수익	86.0	90.4	116.7	112.5	113.5
이자비용	226.5	233.9	270.7	268.8	271.8
외환관련이익	242.0	102.5	110.0	110.0	110.0
외환관련손실	66.9	156.1	110.0	110.0	110.0
종속 및 관계기업손익	68.4	88.6	99.1	32.0	52.0
기타	-650.0	-582.4	-212.2	-167.9	-167.9
<b>법인세차감전이익</b>	254.0	-93.9	295.9	307.9	345.4
법인세비용	273.4	160.4	63.4	74.5	83.6
계속사업순손익	-19.4	-254.3	232.5	233.4	261.8
<b>당기순이익</b>	-20.6	-465.0	266.2	233.4	261.8
<b>지배주주순이익</b>	-136.4	-544.9	187.7	156.0	182.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	-25.7	-0.6	-1.1	0.4	0.9
영업이익 증감율	4.9	-25.5	-5.7	6.6	3.2
EBITDA 증감율	-1.8	-20.5	-19.8	3.2	1.5
지배주주순이익 증감율	-181.1	299.5	-134.4	-16.9	17.2
EPS 증감율	적전	적지	흑전	-16.9	17.3
매출총이익율(%)	42.5	42.1	42.6	42.8	43.1
영업이익률(%)	4.5	3.4	3.2	3.4	3.5
EBITDA Margin(%)	9.5	7.6	6.2	6.3	6.4
지배주주순이익률(%)	-0.8	-3.1	1.1	0.9	1.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	1,569.3	173.3	1,359.6	1,555.1	1,513.1
당기순이익	-20.6	-465.0	266.2	233.4	261.8
비현금항목의 가감	1,528.6	1,695.5	1,379.1	1,444.0	1,421.6
유형자산감가상각비	779.2	645.4	667.6	665.7	664.0
무형자산감가상각비	125.6	114.2	84.5	84.2	83.5
지분법평가손익	-207.1	-299.8	-99.1	-32.0	-52.0
기타	830.9	1,235.7	726.1	726.1	726.1
영업활동자산부채증감	-77.9	-879.5	-144.6	29.9	-9.1
매출채권및기타채권의감소	-131.2	-3.5	135.1	-3.9	-8.7
재고자산의감소	295.4	89.2	-306.0	-6.1	-13.7
매입채무및기타채무의증가	357.8	-615.7	-374.9	5.9	13.3
기타	-599.9	-349.5	401.2	34.0	0.0
기타현금흐름	139.2	-177.7	-141.1	-152.2	-161.2
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,263.2	-286.6	-1,236.4	-582.4	-581.4
유형자산의 취득	-883.9	-597.1	-650.0	-650.0	-650.0
유형자산의 처분	36.0	26.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-69.4	-62.8	-27.3	-16.0	-16.0
투자자산의감소(증가)	944.5	-5.6	-548.8	-37.6	-37.6
단기금융자산의감소(증가)	8,629.8	189.2	-135.8	0.0	0.0
기타	-9,920.2	163.5	125.5	121.2	122.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	74.9	-692.6	250.2	-1,042.2	-848.7
차입금의 증가(감소)	1,740.1	40.7	1,231.7	-62.5	100.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.8	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-81.1	-185.6	-147.0	-147.0	-113.1
기타	-1,580.3	-547.7	-834.5	-832.7	-835.6
기타현금흐름	-23.9	-1.8	324.8	-63.3	-52.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	357.1	-807.8	698.2	-132.8	30.7
기초현금 및 현금성자산	2,269.2	2,626.2	1,818.5	2,516.7	2,383.9
기말현금 및 현금성자산	2,626.2	1,818.5	2,516.7	2,383.9	2,414.6

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	6,295.3	5,708.4	6,534.0	6,411.2	6,464.4
현금 및 현금성자산	2,626.2	1,818.5	2,516.7	2,383.9	2,414.6
단기금융자산	1,233.6	1,044.4	1,180.2	1,180.2	1,180.2
매출채권 및 기타채권	882.3	1,130.0	995.0	998.8	1,007.5
재고자산	1,354.0	1,267.5	1,573.4	1,579.5	1,593.3
기타유동자산	199.2	448.0	268.7	268.8	268.8
<b>비유동자산</b>	21,653.2	20,550.9	27,819.9	27,856.8	27,916.2
투자자산	3,246.2	3,251.8	3,899.7	3,969.3	4,058.9
유형자산	14,918.3	14,405.0	14,387.3	14,371.6	14,357.6
무형자산	2,426.2	2,053.5	1,837.0	1,768.8	1,701.3
기타비유동자산	1,062.5	840.6	7,695.9	7,747.1	7,798.4
<b>자산총계</b>	27,948.5	26,259.3	34,353.9	34,268.1	34,380.6
<b>유동부채</b>	8,544.5	6,603.7	7,682.8	7,626.2	7,739.6
매입채무 및 기타채무	4,156.0	3,425.9	3,051.0	3,056.9	3,070.3
단기금융부채	3,131.4	2,003.9	3,351.8	3,289.3	3,389.3
기타유동부채	1,257.1	1,173.9	1,280.0	1,280.0	1,280.0
<b>비유동부채</b>	6,052.6	7,228.2	13,715.5	13,566.0	13,416.4
장기금융부채	4,691.5	5,839.9	12,211.4	12,061.9	11,912.3
기타비유동부채	1,361.1	1,388.3	1,504.1	1,504.1	1,504.1
<b>부채총계</b>	14,597.1	13,831.9	21,398.3	21,192.2	21,156.0
<b>지배지분</b>	12,658.6	11,705.4	11,725.2	11,768.1	11,838.0
자본금	140.6	141.4	141.4	141.4	141.4
자본잉여금	3,505.7	3,574.2	3,574.2	3,574.2	3,574.2
기타자본	-2,904.4	-2,909.8	-2,960.8	-2,960.8	-2,960.8
기타포괄손익누계액	-82.7	-92.0	-72.8	-72.8	-72.8
이익잉여금	11,730.3	10,991.6	11,043.2	11,086.1	11,155.9
비지배지분	692.8	722.0	1,230.4	1,307.7	1,386.6
<b>자본총계</b>	13,351.4	12,427.4	12,955.5	13,075.9	13,224.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-4,437	-19,327	6,634	5,515	6,467
BPS	450,130	413,783	414,482	416,000	418,469
CFPS	49,050	43,646	58,159	59,294	59,507
DPS	5,200	5,200	5,200	4,000	4,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-44.9	-10.9	20.6	24.8	21.1
PER(최고)	-68.6	-13.8	32.0		
PER(최저)	-42.4	-9.2	17.9		
PBR	0.44	0.51	0.33	0.33	0.33
PBR(최고)	0.68	0.65	0.51		
PBR(최저)	0.42	0.43	0.29		
PSR	0.34	0.33	0.22	0.22	0.22
PCFR	4.1	4.8	2.3	2.3	2.3
EV/EBITDA	6.0	8.6	9.3	9.2	9.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성장률(% ,보통주, 현금)	-708.2	-31.6	55.2	48.5	43.2
배당수익률(% ,보통주, 현금)	2.6	2.5	3.8	2.9	2.9
ROA	-0.1	-1.7	0.9	0.7	0.8
ROE	-0.9	-4.5	1.6	1.3	1.5
ROIC	-1.3	4.1	1.4	1.3	1.3
매출채권회전율	18.4	17.7	16.6	17.7	17.8
재고자산회전율	7.7	13.6	12.4	11.2	11.2
부채비율	109.3	111.3	165.2	162.1	160.0
순차입금비율	29.7	40.1	41.5	41.7	41.7
이자보상배율	3.5	2.6	2.1	2.2	2.3
<b>총차입금</b>	7,822.9	7,843.9	9,075.6	9,013.1	9,113.1
<b>순차입금</b>	3,963.0	4,981.0	5,378.7	5,449.0	5,518.3
NOPLAT	1,705.8	1,356.6	1,087.5	1,122.4	1,139.5
FCF	-308.1	-128.5	193.7	396.2	369.6



## 7) 이마트 4Q19 Preview

투자 의견 Outperform  
 목표주가 139,000원

이마트의 4Q19 연결기준 영업이익은 316억원(-49% YoY)으로 전망된다. 1) 대형마트 기존점 역신장(-1.1% YoY) 및 판촉행사에 따른 수익성 악화, 2) 쓱닷컴 판촉비 및 광고선전비 증가에 따른 영업적자 지속, 3) 최저임금 상승에 따른 인건비 부담 증가에 기인한다. 다만, 다양한 판촉 활동을 통해 대형마트의 기존점 역성장률이 3Q19 대비 완화된 점은 긍정적으로 평가할 수 있을 것이다.

2Q20까지는  
 실적 개선 쉽지 않을 듯

대형마트 기존점 역신장이 완화된 점은 긍정적이거나, 중기적으로는 트래픽 회복을 위해 비용 지출이 불가피한 구간으로 판단되며, 2Q20에 발생 가능성이 높은 보유세 증가 우려도 중기적으로 부담스러운 부분이다. 또한, 쓱닷컴은 1) 온라인 전용 물류센터 네오 3호 오픈에 따른 고정비 증가와 2) 판촉비 및 광고선전비 부담으로 인해, 올해 상반기까지는 영업적자 축소가 쉽지 않은 상황이다. 따라서, 2Q20까지는 전사 실적의 개선 가시성은 낮은 상황으로 판단된다.

다만, 쓱닷컴의 GMV 성장률이 회복되고 있는 점은 긍정적이다. 특히, 식품 카테고리를 중심으로 외형을 키워나가면서, '장보기 활동' 을 하는 고객들의 트래픽이 오프라인에서 온라인으로 전환되고 있는 추세에 비교적 잘 대응해 나가고 있는 것으로 판단된다. 동사는 올해 이커머스 시장 내의 MS 확대를 위해, GMV 성장률을 +20% 내외에서 유지해 나갈 것으로 판단된다.

이마트 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019E	2020E	2021E
<b>총매출액</b>	<b>4,965</b>	<b>4,948</b>	<b>5,459</b>	<b>5,118</b>	<b>5,242</b>	<b>5,175</b>	<b>5,574</b>	<b>5,320</b>	<b>18,825</b>	<b>20,490</b>	<b>21,311</b>	<b>21,937</b>
(YoY)	9.3%	12.1%	5.2%	9.4%	5.6%	4.6%	2.1%	3.9%	5.2%	8.8%	4.0%	2.9%
별도기준	3,703	3,453	3,913	3,604	3,732	3,549	3,895	3,678	14,924	14,673	14,854	14,948
(YoY)	-0.6%	-2.3%	-4.1%	0.4%	0.8%	2.8%	-0.4%	2.0%	3.1%	-1.7%	1.2%	0.6%
<b>할인점</b>	<b>3,100</b>	<b>2,840</b>	<b>3,229</b>	<b>2,943</b>	<b>3,050</b>	<b>2,851</b>	<b>3,176</b>	<b>2,981</b>	<b>11,522</b>	<b>12,112</b>	<b>12,058</b>	<b>12,034</b>
(YoY)	6.7%	4.1%	2.3%	7.7%	-1.6%	0.4%	-1.6%	1.3%	-1.4%	5.1%	-0.4%	-0.2%
이마트	2,839	2,578	2,956	2,667	2,758	2,569	2,886	2,693	10,705	11,042	10,907	10,831
(YoY)	4.1%	1.7%	0.5%	6.3%	-2.8%	-0.4%	-2.3%	1.0%	-4.9%	3.2%	-1.2%	-0.7%
전문점 및 기타	262	261	274	277	292	282	290	287	818	1,070	1,152	1,203
(YoY)	45.6%	37.0%	26.0%	22.8%	11.7%	8.1%	6.0%	3.9%	90.2%	30.9%	7.6%	4.5%
트레이더스	551	558	626	602	630	642	662	638	1,910	2,337	2,572	2,690
(YoY)	20.2%	23.3%	16.6%	30.4%	14.3%	15.1%	5.6%	6.0%	25.5%	22.4%	10.0%	4.6%
기타	52	56	57	59	52	56	57	59	235	224	224	224
SSG.com	456	658	720	781	796	803	863	922		2,615	3,384	3,994
(YoY)					74.4%	22.0%	20.0%	18.0%			29.4%	18.0%
이마트 24	282	338	364	350	342	407	435	413	1,038	1,335	1,597	1,825
(YoY)	36.0%	32.3%	26.7%	21.8%	21.0%	20.4%	19.3%	18.2%	51.7%	28.6%	19.7%	14.3%
에브리데이	297	309	320	298	299	306	318	298	1,175	1,225	1,221	1,221
(YoY)	6.5%	5.3%	1.9%	3.7%	0.6%	-1.0%	-0.8%	0.0%	3.7%	4.3%	-0.3%	0.0%
신세계푸드	317	327	337	332	336	347	358	352	1,279	1,313	1,392	1,505
(YoY)	-0.4%	5.5%	0.1%	5.9%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	5.9%	2.7%	6.1%	8.1%
기타 및 연결조정	366	519	524	534	533	564	569	579	409	1,944	2,246	2,438
<b>순매출액</b>	<b>4,585</b>	<b>4,581</b>	<b>5,063</b>	<b>4,742</b>	<b>4,911</b>	<b>4,848</b>	<b>5,243</b>	<b>4,959</b>	<b>17,049</b>	<b>18,971</b>	<b>19,960</b>	<b>20,787</b>
(YoY)	11.7%	14.8%	7.1%	12.2%	7.1%	5.8%	3.5%	4.6%	7.4%	11.3%	5.2%	4.1%
<b>영업이익</b>	<b>74</b>	<b>-30</b>	<b>116</b>	<b>32</b>	<b>70</b>	<b>-42</b>	<b>126</b>	<b>53</b>	<b>463</b>	<b>192</b>	<b>207</b>	<b>224</b>
(YoY)	-51.6%	적전	-40.3%	-48.6%	-6.1%	적지	8.8%	66.3%	-18.4%	-58.5%	7.7%	8.4%
(총매출액 대비%)	1.5%	-0.6%	2.1%	0.6%	1.3%	-0.8%	2.3%	1.0%	2.5%	0.9%	1.0%	1.0%
별도기준	107	-7	126	58	105	-16	129	72	489	284	290	277
(총매출액 대비%)	2.9%	-0.2%	3.2%	1.6%	2.8%	-0.5%	3.3%	2.0%	3.3%	1.9%	2.0%	1.9%
<b>할인점</b>	<b>92</b>	<b>-23</b>	<b>109</b>	<b>49</b>	<b>86</b>	<b>-35</b>	<b>108</b>	<b>59</b>	<b>436</b>	<b>226</b>	<b>218</b>	<b>200</b>
(총매출액 대비%)	3.0%	-0.8%	3.4%	1.7%	2.8%	-1.2%	3.4%	2.0%	3.8%	1.9%	1.8%	1.7%
이마트	114	-4	130	74	107	-19	124	77	510	314	290	270
(총매출액 대비%)	4.0%	-0.2%	4.4%	2.8%	3.9%	-0.7%	4.3%	2.9%	4.8%	2.8%	2.7%	2.5%
전문점 및 기타	-23	-19	-21	-26	-21	-16	-17	-18	-74	-88	-72	-71
(총매출액 대비%)	-8.7%	-7.2%	-7.7%	-9.2%	-7.1%	-5.7%	-5.7%	-6.4%	-9.0%	-8.2%	-6.2%	-5.9%
트레이더스	14	14	16	8	17	17	20	12	63	52	66	71
(총매출액 대비%)	2.4%	2.6%	2.5%	1.4%	2.7%	2.7%	3.0%	1.9%	3.3%	2.2%	2.6%	2.7%
기타	2	2	2	1	2	2	2	1	7	6	6	6
SSG.com	-11	-11	-23	-21	-24	-24	-21	-18		-67	-88	-73
(총매출액 대비%)	-2.4%	-1.7%	-3.3%	-2.7%	-3.1%	-3.0%	-2.4%	-2.0%		-2.6%	-2.6%	-1.8%
이마트 24	-9	-6	-2	-5	-4	-2	1	-3	-40	-23	-8	3
(총매출액 대비%)	-3.3%	-1.9%	-0.6%	-1.5%	-1.2%	-0.6%	0.3%	-0.7%	-3.8%	-1.7%	-0.5%	0.2%
에브리데이	2	5	7	1	3	4	7	1	5	15	15	15
(총매출액 대비%)	0.7%	1.5%	2.2%	0.3%	0.9%	1.3%	2.1%	0.4%	0.4%	1.2%	1.2%	1.2%
신세계푸드	3	7	6	6	4	9	8	7	27	23	28	32
(총매출액 대비%)	1.0%	2.2%	1.9%	1.8%	1.2%	2.6%	2.1%	2.0%	2.1%	1.7%	2.0%	2.1%
기타 및 연결조정	-18	-17	2	-7	-13	-12	2	-7	-20	-39	-30	-30
세전이익	93	-38	132	49	81	-30	138	64	585	236	253	275
당기순이익	70	-27	112	38	62	-23	105	49	476	194	192	208
<b>지배주주순이익</b>	<b>68</b>	<b>-25</b>	<b>110</b>	<b>36</b>	<b>60</b>	<b>-25</b>	<b>103</b>	<b>47</b>	<b>450</b>	<b>189</b>	<b>184</b>	<b>200</b>
(YoY)	-42.6%	적전	-42.4%	-26.9%	-12.4%	적지	-6.8%	28.8%	-26.9%	-57.9%	-2.8%	8.9%
<b>주요 업체 기준점 성장률</b>												
이마트	-1.8%	-4.6%	-5.9%	-1.1%	-2.5%	0.0%	-2.0%	1.0%	-2.8%	-3.4%	-0.9%	-0.7%
트레이더스	6.3%	3.4%	-2.9%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	4.6%	1.9%	2.0%	2.0%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 추정 재무제표

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	15,514.9	17,049.1	18,971.3	19,960.2	20,787.0
매출원가	11,140.1	12,452.8	14,098.7	14,844.0	15,523.3
매출총이익	4,374.8	4,596.3	4,872.7	5,116.3	5,263.7
판매비	3,789.9	4,133.5	4,680.5	4,909.2	5,039.3
<b>영업이익</b>	584.9	462.8	192.2	207.0	224.4
<b>EBITDA</b>	1,066.7	992.8	709.4	763.5	805.7
영업외손익	214.8	122.1	43.3	46.3	50.6
이자수익	24.7	27.2	24.5	24.2	23.5
이자비용	97.1	81.5	75.8	78.9	81.0
외환관련이익	81.6	10.3	25.0	25.0	25.0
외환관련손실	3.1	32.7	35.0	35.0	35.0
종속 및 관계기업손익	53.4	37.1	67.5	73.9	81.0
기타	155.3	161.7	37.1	37.1	37.1
<b>법인세차감전이익</b>	799.7	585.0	235.5	253.3	275.0
법인세비용	191.7	126.1	41.9	61.3	66.6
계속사업순손익	608.0	458.9	193.7	192.0	208.5
<b>당기순이익</b>	627.9	476.2	193.7	192.0	208.5
<b>지배주주순이익</b>	616.1	450.2	189.3	184.0	200.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	6.2	9.9	11.3	5.2	4.1
영업이익 증감율	2.9	-20.9	-58.5	7.7	8.4
EBITDA 증감율	4.1	-6.9	-28.5	7.6	5.5
지배주주순이익 증감율	63.8	-26.9	-58.0	-2.8	9.0
EPS 증감율	63.8	-26.9	-57.9	-2.8	8.9
매출총이익율(%)	28.2	27.0	25.7	25.6	25.3
영업이익률(%)	3.8	2.7	1.0	1.0	1.1
EBITDA Margin(%)	6.9	5.8	3.7	3.8	3.9
지배주주순이익률(%)	4.0	2.6	1.0	0.9	1.0

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	898.2	769.8	1,044.5	1,081.8	1,116.4
당기순이익	0.0	0.0	193.7	192.0	208.5
비현금항목의 가감	477.9	578.7	783.0	815.9	833.6
유형자산감가상각비	455.3	502.9	543.7	583.2	607.3
무형자산감가상각비	26.5	27.1	26.9	26.7	27.4
지분법평가손익	-54.7	-93.0	-67.5	-73.9	-81.0
기타	50.8	141.7	279.9	279.9	279.9
영업활동자산부채증감	-89.0	-296.4	-60.4	-35.0	-29.2
매출채권및기타채권의감소	-82.0	60.3	-47.0	-33.5	-28.0
재고자산의감소	-81.0	-162.5	-194.5	-68.7	-57.4
매입채무및기타채무의증가	59.6	43.3	179.3	67.2	56.2
기타	14.4	-237.5	1.8	0.0	0.0
기타현금흐름	509.3	487.5	128.2	108.9	103.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-621.8	-816.8	-1,403.4	-892.9	-893.6
유형자산의 취득	-722.8	-894.6	-900.0	-800.0	-800.0
유형자산의 처분	129.7	202.8	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-23.4	-20.3	-18.0	-18.0	-18.0
투자자산의감소(증가)	-130.1	286.7	-60.0	0.9	0.9
단기금융자산의감소(증가)	140.7	-82.5	0.0	0.0	0.0
기타	-15.9	-308.9	-425.4	-75.8	-76.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	-121.4	102.8	407.0	-206.4	-253.5
차입금의 증가(감소)	-137.3	171.5	-269.2	145.0	100.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	-68.5	0.0	0.0
배당금지급	-58.9	-81.8	-55.7	-53.9	-53.9
기타	74.8	13.1	800.4	-297.5	-299.6
기타현금흐름	2.4	4.0	-38.6	10.2	18.1
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	157.4	59.9	9.4	-7.3	-12.6
기초현금 및 현금성자산	65.8	223.8	283.7	293.1	285.8
기말현금 및 현금성자산	223.2	283.7	293.1	285.8	273.2

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	1,895.2	2,285.6	2,536.5	2,631.4	2,704.3
현금 및 현금성자산	223.2	283.7	293.1	285.8	273.2
단기금융자산	105.5	188.0	188.0	188.0	188.0
매출채권 및 기타채권	459.5	596.0	643.1	676.6	704.6
재고자산	1,011.4	1,123.0	1,317.5	1,386.1	1,443.5
기타유동자산	95.6	94.9	94.8	94.9	95.0
<b>비유동자산</b>	14,171.3	14,468.3	17,026.4	17,274.1	17,504.0
투자자산	2,668.6	2,430.7	2,558.2	2,631.2	2,711.3
유형자산	9,799.9	10,403.9	10,760.2	10,976.9	11,169.6
무형자산	376.7	288.1	279.2	270.5	261.1
기타비유동자산	1,326.1	1,345.6	3,428.8	3,395.5	3,362.0
<b>자산총계</b>	16,066.5	16,753.9	19,562.9	19,905.5	20,208.3
<b>유동부채</b>	4,214.0	4,998.3	4,672.8	5,385.0	5,541.2
매입채무 및 기타채무	1,934.8	2,358.1	2,537.4	2,604.7	2,660.9
단기금융부채	1,440.0	1,673.9	1,169.2	1,814.2	1,914.2
기타유동부채	839.2	966.3	966.2	966.1	966.1
<b>비유동부채</b>	3,081.1	2,898.1	4,936.0	4,428.2	4,420.3
장기금융부채	2,259.8	2,164.9	4,202.8	3,695.0	3,687.1
기타비유동부채	821.3	733.2	733.2	733.2	733.2
<b>부채총계</b>	7,295.1	7,896.4	9,608.8	9,813.2	9,961.5
<b>지배지분</b>	8,241.7	8,172.3	8,544.6	8,674.7	8,821.3
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
기타자본	-57.9	-59.1	-127.6	-127.6	-127.6
기타포괄손익누계액	1,079.3	703.4	608.7	608.7	608.7
이익잉여금	2,464.9	2,772.7	2,908.1	3,038.2	3,184.7
비지배지분	529.7	685.2	1,409.5	1,417.5	1,425.5
<b>자본총계</b>	8,771.4	8,857.5	9,954.1	10,092.2	10,246.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	22,101	16,150	6,792	6,602	7,192
BPS	295,657	293,169	306,524	311,191	316,448
CFPS	39,672	37,841	35,037	36,159	37,384
DPS	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	12.3	11.3	17.8	18.3	16.8
PER(최고)	13.0	20.0	30.0		
PER(최저)	8.0	11.1	15.4		
PBR	0.92	0.62	0.39	0.39	0.38
PBR(최고)	0.97	1.10	0.66		
PBR(최저)	0.60	0.61	0.34		
PSR	0.49	0.30	0.18	0.17	0.16
PCFR	6.8	4.8	3.5	3.3	3.2
EV/EBITDA	10.7	9.2	11.2	10.6	10.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	7.8	11.7	27.8	28.1	25.9
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.6	1.1	1.7	1.7	1.7
ROA	4.0	2.9	1.1	1.0	1.0
ROE	7.7	5.5	2.3	2.1	2.3
ROIC	5.3	2.4	1.1	1.0	1.1
매출채권회전율	36.9	32.3	30.6	30.2	30.1
재고자산회전율	15.6	16.0	15.5	14.8	14.7
부채비율	83.2	89.1	96.5	97.2	97.2
순차입금비율	38.4	38.0	31.0	32.1	32.7
이자보상배율	6.0	5.7	2.5	2.6	2.8
총차입금	3,699.7	3,838.9	3,569.6	3,714.6	3,814.6
순차입금	3,371.0	3,367.2	3,088.5	3,240.9	3,353.4
NOPLAT	1,066.7	992.8	709.4	763.5	805.7
FCF	263.6	-259.0	-293.7	-126.6	-82.9

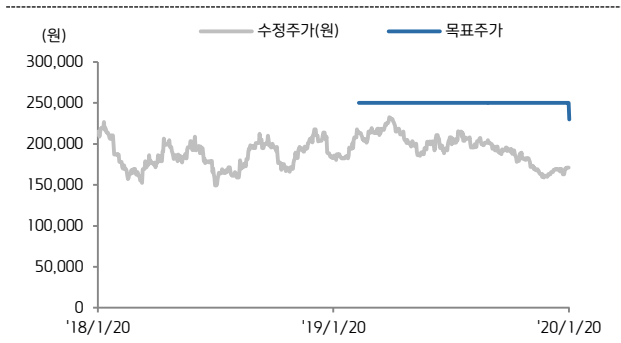
투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)		
					평균 주가 대비	최고 주가 대비						평균 주가 대비	최고 주가 대비	
BGF리테일 (282330)	2019-03-04	BUY(Initiate)	250,000원	6개월	-14.89	-12.00		2019-05-13	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-23.35	-14.75	
	2019-04-10	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-13.39	-7.00		2019-07-22	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-27.51	-20.43	
	2019-05-10	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-17.20	-7.00		2019-08-12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-26.24	-18.94	
	2019-07-22	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-17.44	-7.00		2019-10-22	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-26.32	-18.94	
	2019-09-03	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-22.48	-17.00		2019-11-13	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-23.07	-19.14	
	2019-11-08	BUY(Maintain)	250,000원	6개월	-27.61	-17.00		2019-12-02	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-17.88	-7.43	
	2020-01-20	BUY(Maintain)	230,000원	6개월				2020-01-20	BUY(Maintain)	400,000원	6개월			
GS리테일 (007070)	2019-03-04	BUY(Initiate)	48,000원	6개월	-20.09	-17.60	현대백화점 (069960)	2019-03-04	Outperform (Initiate)	108,000원	6개월	-7.35	-1.85	
	2019-04-10	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-18.90	-14.17			2019-05-10	Outperform (Maintain)	108,000원	6개월	-15.13	-1.85
	2019-05-03	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-21.28	-14.17			2019-07-22	BUY(Upgrade)	108,000원	6개월	-19.27	-1.85
	2019-07-22	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-20.69	-14.17			2019-11-08	BUY(Maintain)	108,000원	6개월	-23.35	-16.67
	2019-10-22	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-21.64	-18.40			2020-01-20	BUY(Maintain)	114,000원	6개월		
	2019-11-08	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-21.95	-18.40		롯데쇼핑 (023530)	2019-03-04	Outperform (Initiate)	210,000원	6개월	-13.12	-7.62
2020-01-20	BUY(Maintain)	50,000원	6개월				2019-05-10		Outperform (Maintain)	210,000원	6개월	-19.06	-7.62	
홈플러스 (008770)	2019-03-04	BUY(Initiate)	113,000원	6개월	-20.82	-15.31		2019-07-22	Marketperform (Downgrade)	149,000원	6개월	-11.65	-2.68	
	2019-04-02	BUY(Maintain)	128,000원	6개월	-19.84	-16.02		2019-08-20	Marketperform (Maintain)	126,000원	6개월	3.96	11.11	
	2019-04-29	BUY(Maintain)	150,000원	6개월	-35.91	-23.33		2019-11-08	Marketperform (Maintain)	126,000원	6개월	4.62	11.11	
	2019-07-22	BUY(Maintain)	126,000원	6개월	-33.81	-33.33		2020-01-20	Marketperform (Maintain)	130,000원	6개월			
	2019-07-29	BUY(Maintain)	126,000원	6개월	-35.79	-31.11	이마트 (139480)	2019-03-04	BUY(Initiate)	225,000원	6개월	-29.53	-18.89	
	2019-10-22	BUY(Maintain)	126,000원	6개월	-35.86	-31.11			2019-07-22	Outperform (Downgrade)	147,000원	6개월	-20.76	-12.24
	2019-10-28	BUY(Maintain)	110,000원	6개월	-20.91	-1.36			2019-08-20	Outperform (Maintain)	120,000원	6개월	0.48	12.08
	2020-01-20	BUY(Maintain)	131,000원	6개월					2020-01-20	Outperform (Maintain)	139,000원	6개월		
신세계 (004170)	2019-03-04	BUY(Initiate)	350,000원	6개월	-14.95	-5.86								
	2019-03-21	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-18.77	-14.75								

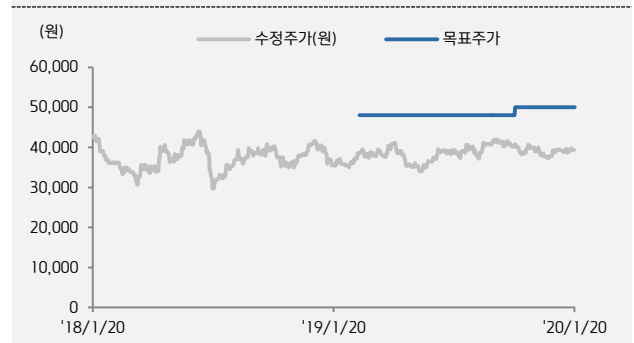
\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

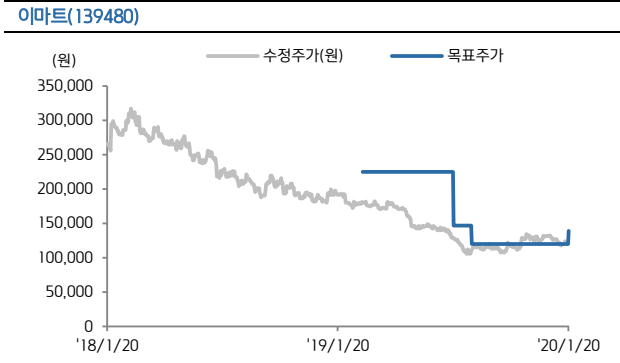
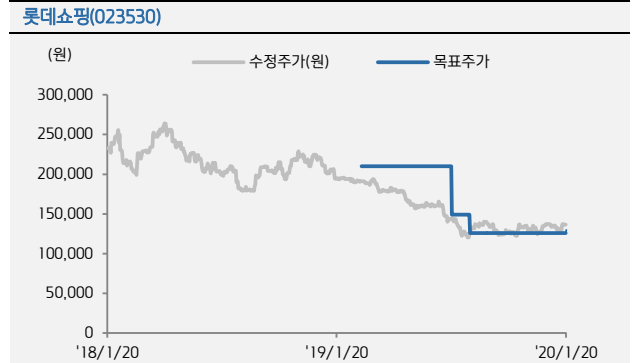
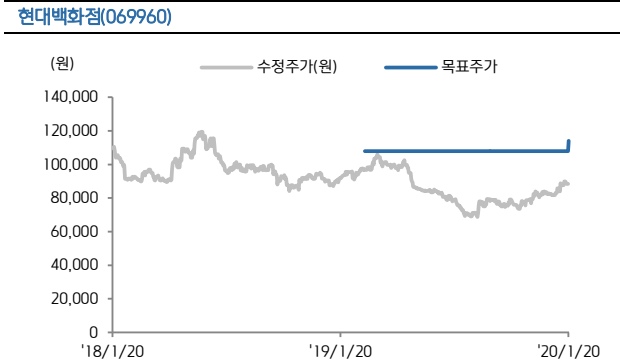
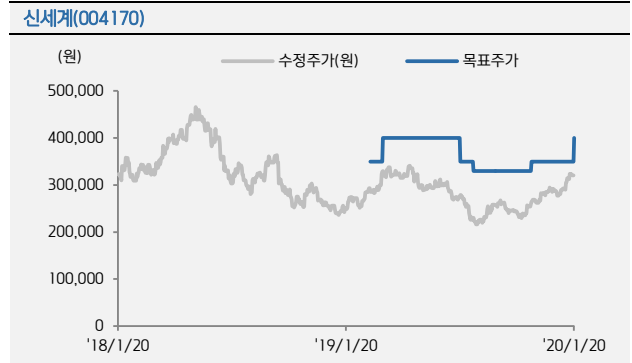
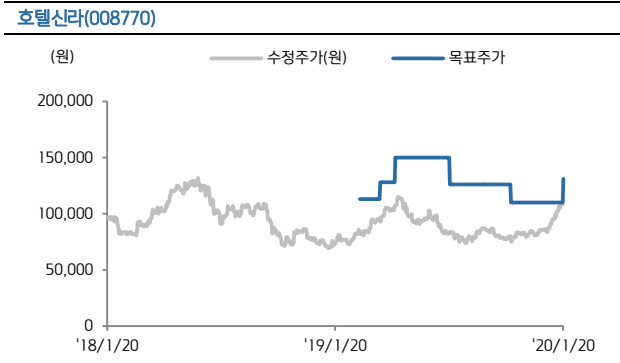
목표주가추이(2개년)

BGF리테일(282330)



GS리테일(007070)





고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 추가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 추가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 추가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 추가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 추가 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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%