

2021

연간전망

유통

(Positive)



작은 우려와 큰 기대감

| 2020년 11월 19일 |

| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 2020년 Review: 코로나 19 직격탄과 소비패턴 변화.....	04
III. 2021년 소비시장은?	14
1. 소비시장 악화 요인.....	15
① 고용시장 악화.....	15
② 자영업자 폐업을 증가.....	17
③ 가처분소득 감소.....	19
2. 소비시장 개선 가능성.....	20
① 해외여행경비 국내시장으로 전환.....	20
② 낮은 기저효과.....	21
③ 점진적인 경제활동 재개 시그널.....	22
IV. 2021년 유통업체 투자전략: 선별적 그러나 적극적.....	24
1. 면세점: 2021년 3분기까지 문제가 없다.....	24
2. 온라인: 高 성장률은 당분간 유지될 전망	26
3. 편의점: 점포증가 효과만으로도 차별적인 성장률 기대	29
V. 기업분석	31
1. GS리테일 (Buy/유지, TP 60,000/유지)	32
2. BGF리테일 (Buy/유지, TP 180,000/유지)	36
3. 현대백화점 (Buy/유지, TP 100,000/유지).....	41

I. 투자아이디어

<p>2020년 유통산업 특징: 1) 소매유통시장 축소 2) 비대면 소비활동 증가 3) 내구재 상품군의 높은 성장률</p>	<p>2020년 유통산업 특징은 3가지로 요약할 수 있다. 첫째, 유례없는 소매유통시장 축소가 다. 상반기 소매유통시장 규모가 위축된 가장 큰 원인은 면세점 채널의 부진이다. 이는 코로나 19에 따른 해외여행객 감소 영향이 크게 작용했기 때문이다. 둘째, 비대면접촉을 통한 소비활동이 급격하게 증가하였다. 코로나 19에 따른 비대면접촉이 증가하면서 '20년 상반기 온라인 산업 성장률은 +16.0%를 기록하였다. 특히, 상위업체 성장률이 전체 산업을 앞서가기 시작하면서 시장재편도 이루어지고 있는 것으로 판단한다. 셋째, 가전/가구 등 내구재 상품군의 성장률이 두드러졌다. 이는 코로나 19로 인한 홈인테리어 수요 증가, 해외여행 제한으로 발생한 상대적인 소비 활동, 소비트렌드 변화에 따른 패턴 변화 등으로 해석한다. 월별 성장률이 더욱 높아지고 있다는 점을 감안할 때 이러한 추세는 당분간 이어질 것으로 전망한다.</p>
<p>2021년 소매유통시장 규모는 전년대비 +3.7% 성장한 491조원 예상</p>	<p>2021년 소매유통시장 규모는 전년대비 +3.7% 성장한 491조원에 달할 것으로 추정한다. 소비경기를 낙관하기 힘든 상황이지만, 코로나 19에 따른 영향이 완화되면서 점진적인 회복이 이루어질 것으로 전망한다. 전방위적인 유통채널 회복 가능성을 예상하고 있으며 그 중에서도 면세점과 편의점, 그리고 온라인 채널의 성장 가능성에 주목하고 있다.</p>
<p>2021년 소비시장은 긍정적인 요소와 부정적인 부분이 혼재</p>	<p>2021년 소매유통시장은 부정적인 요소와 긍정적인 부분이 혼재되어 있어 낙관하기란 쉽지 않은 상황이다. 당사에서 판단하고 있는 부정적인 영업환경은 코로나 19 장기화 및 가계대출 증가에 따라 소득증가 여력이 제한될 가능성이 높다는 점이다. 반면, 해외여행 제한에 따른 국내 소비전환 효과와 외부활동 제한에 따른 기저는 긍정적인 측면으로 작용할 것으로 전망한다.</p>
<p>주요 유통업체 실적 회복 가능할 전망</p>	<p>결론적으로, 2021년도 주요 유통업체 실적 회복은 가능할 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 코로나 19에 따른 기저효과로 전체적인 집객력 회복이 가능할 것으로 보이고, 2) 해외여행경비 국내소비 전환에 따른 효과가 반영될 것으로 예상하며, 3) 코로나 19 위기에 따라 비수익점포 폐점 및 효율적인 비용 통제를 진행하고 있어 수익성 개선 효과도 가능할 것으로 분석하기 때문이다.</p>
<p>전방위적인 유통채널 회복 면세점, 온라인, 편의점 산업에 주목</p>	<p>당사에서는 전방위적인 유통채널 회복이 이루어질 것을 예상하고 있다. 다만, ▶ 채널별로 차별화될 가능성이 높고, ▶ 상대적으로 경기와 무관하게 성장 가능성이 높은 업종에 대해 주목할 것을 권고한다. 코로나 19 영향이 완전히 배제된다고 보기 어렵기 때문에 보수적인 관점에서 대응하는 것이 바람직하다는 판단이다. 이에 면세점, 온라인 그리고 편의점 산업에 주목할 것을 추천한다.</p>
<p>Top Pick GS리테일, BGF리테일 차선후주 현대백화점</p>	<p>2021년 유통산업 투자의견 Positive를 제시한다. Top Pick으로는 신규점 출점에 따른 안정적인 성장 기조를 유지하고 있고, 상품믹스에 따른 마진율 개선이 이루어지고 있는 편의점업체인 GS리테일과 BGF리테일을 추천한다. 또한, 백화점 업황 회복과 면세점 실적 턴 어라운드 예상되어 차선후주로 현대백화점을 제시한다.</p>

II. 2020년 Review: 코로나 19 직격탄과 소비패턴 변화

2020년 유통업체 실적
부진 전망
2020 1H YoY -0.2% 감소

2020년 유통업체 실적 성장은 제한될 것으로 예상된다. 상반기 소매유통업 성장률은 전년대비 -0.2% 감소한 약 231조원을 기록하였다. 세부 채널별로 살펴보면 백화점이 전년대비 -13.4% 역 성장한 약 12.9조원, 대형마트 16.2조원(전년대비 +1.1%), 슈퍼마켓 및 잡화 23.2조원(전년대비 +6.8%), 편의점 12.7조원(전년대비 +2.8%) 등을 기록하였다. 2020년 오프라인 유통업체 실적은 급격한 부진을 겪을 수 밖에 없었다. ▶ 코로나 19에 따른 집객력 하락이 직격탄으로 작용하였고, ▶ 언택트 소비문화 확산에 따라 비대면접촉 소비가 증가하였으며, ▶ 대외활동 제한으로 인한 소비패턴 변화가 작용하였기 때문이다.

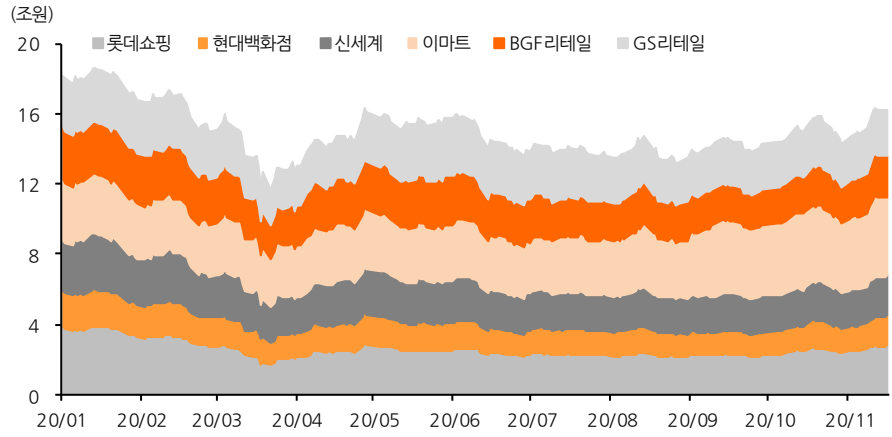
[표1] 소매유통시장 규모

(단위: 십억 원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	1H19	1H20	1H21
업태별 합계	408,317	424,353	440,288	465,005	473,162	473,772	491,342	231,026	230,566	240,580
백화점	29,029	29,911	29,324	29,968	30,386	28,295	30,396	14,870	12,877	14,576
대형마트	32,778	33,234	33,798	33,454	32,425	32,839	33,785	16,021	16,202	16,654
면세점	9,198	12,276	14,466	18,960	24,859	15,914	17,616	11,657	7,332	8,614
슈퍼마켓	43,481	44,368	45,593	46,457	44,178	46,281	47,585	21,751	23,226	23,881
편의점	16,456	19,481	22,238	24,407	25,692	26,384	27,562	12,310	12,659	13,288
승용차 및 연료 소매점	91,304	90,138	94,508	101,552	100,646	104,558	106,958	47,612	50,955	51,953
전문소매점	139,283	140,898	139,120	139,884	135,393	126,371	121,097	68,118	61,101	58,811
무점포 소매	46,789	54,047	61,241	70,323	79,582	93,132	106,343	38,687	46,213	52,802
합계 YoY, %	2.1	3.9	3.8	5.6	1.8	0.1	3.7	1.5	-0.2	4.3
백화점	-2.4	3.0	-2.0	2.2	1.4	-6.9	7.4	3.3	-13.4	13.2
대형마트	3.4	1.4	1.7	-1.0	-3.1	1.3	2.9	-2.6	1.1	2.8
면세점	10.7	33.5	17.8	31.1	31.1	-36.0	10.7	26.7	-37.1	17.5
슈퍼마켓	2.2	2.0	2.8	1.9	-4.9	4.8	2.8	-4.7	6.8	2.8
편의점	8.7	18.4	14.1	9.8	5.3	2.7	4.5	5.4	2.8	5.0
승용차 및 연료 소매점	2.9	-1.3	4.8	7.5	-0.9	3.9	2.3	-4.6	7.0	2.0
전문소매점	-0.9	1.2	-1.3	0.5	-3.2	-6.7	-4.2	-1.6	-10.3	-3.7
무점포 소매	8.1	15.5	13.3	14.8	13.2	17.0	14.2	14.4	19.5	14.3
상품군별 합계	408,317	424,353	440,288	465,005	473,162	473,772	491,342	231,026	230,566	240,580
승용차	43,640	45,061	45,864	48,879	49,590			23,360	27,693	
가전제품	17,945	20,164	22,419	25,118	24,905			12,659	13,867	
통신기기 및 컴퓨터	19,871	20,013	21,418	20,160	19,775			9,772	9,416	
가구	6,833	7,126	7,138	7,547	8,226			4,079	4,868	
기타내구재	11,580	12,809	14,218	14,679	15,388			7,547	6,720	
의복	57,093	58,878	58,654	60,917	60,040			29,731	24,231	
신발 및 가방	12,973	13,999	14,058	15,407	16,313			8,227	6,399	
오락, 취미, 경기용품	9,414	9,582	9,592	10,789	11,277			5,363	5,991	
기타준내구재	14,836	15,753	15,860	17,843	18,133			8,912	8,415	
음식료품	96,255	101,032	105,349	109,544	111,425			54,405	58,508	
의약품	18,654	19,503	19,762	20,444	21,671			10,671	11,647	
화장품	22,088	24,606	25,746	29,840	34,669			16,775	14,105	
서적, 문구	6,451	6,781	6,857	7,252	6,778			3,497	3,436	
차량연료	45,459	43,069	46,023	49,821	48,425			22,830	21,928	
기타비내구재	25,226	25,977	27,331	26,765	26,546			13,199	13,343	

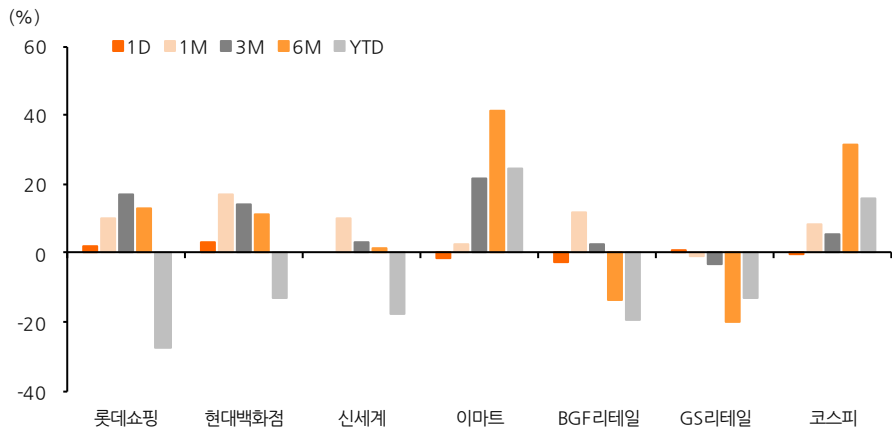
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 주요 유통업체 합산 시가총액 추이



자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 주요 유통업체 주가수익률 추이



주: 2020.11.18기준

자료: FnGuide, 한화투자증권 리서치센터

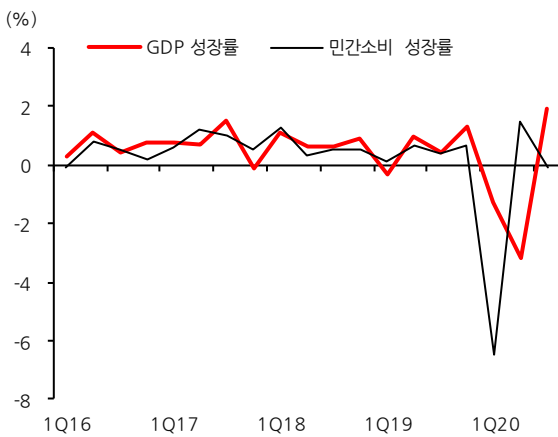
2020년 유통산업 특징은 크게 3가지로 요약할 수 있다.

2020년 유통산업 특징:
첫째, 유례없는 소매유통시장 축소

첫째, 유례없는 소매유통시장 축소이다. 상반기 전체 소매유통시장 규모는 전년동기간 전년 비교할 때 약 -0.2% 감소한 230.5조원을 기록하였다. 백화점과 면세점 그리고 전문소매점이 크게 부진하였고, 상대적으로 승용차 및 연료소매점과 무점포소매점은 성장하였다. 상반기 소매유통시장 규모가 위축된 가장 큰 원인은 면세점 채널의 부진이다. 면세점 시장규모는 지난해 상반기 11.7조원에서 올 상반기 7.3조원으로 -37.1% 감소하였다. 이는 코로나 19에 따른 해외여행객 감소 영향이 크게 작용하였기 때문이다.

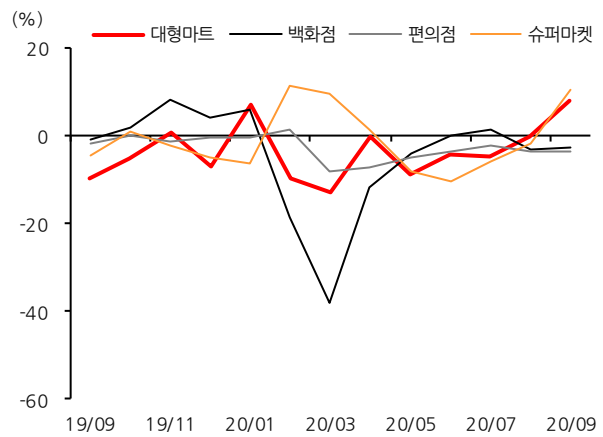
면세점 채널을 제외하더라도 소매유통시장은 부진하였던 것으로 판단한다. ▶ 면세점을 제외할 경우 전체 시장규모는 전년동기대비 약 +1.8% 성장하는데 그쳤고, ▶ 긴급재난지원금에 따른 소득증가 효과와, ▶ 비대면접촉에 따른 온라인 채널의 급격한 성장을 고려할 경우 긍정적으로 해석하기 어렵기 때문이다.

[그림3] 분기별 GDP 성장률과 민간소비 성장률



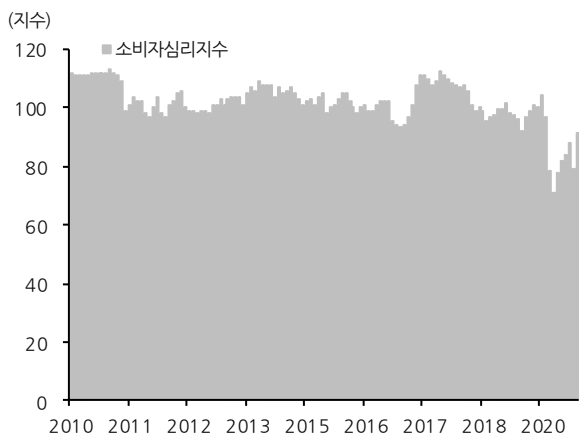
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 주요 유통업체 기준점포 성장률 추이



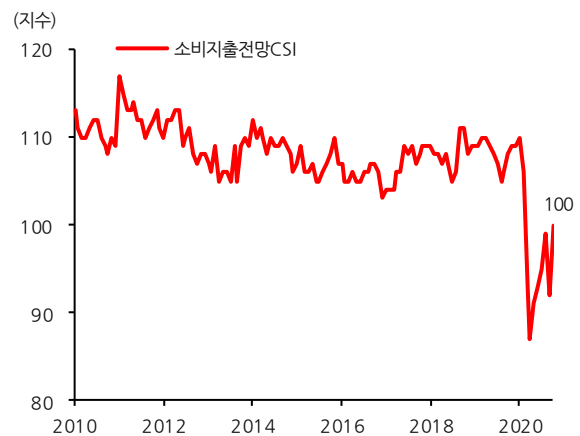
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 소비자심리지수 추이



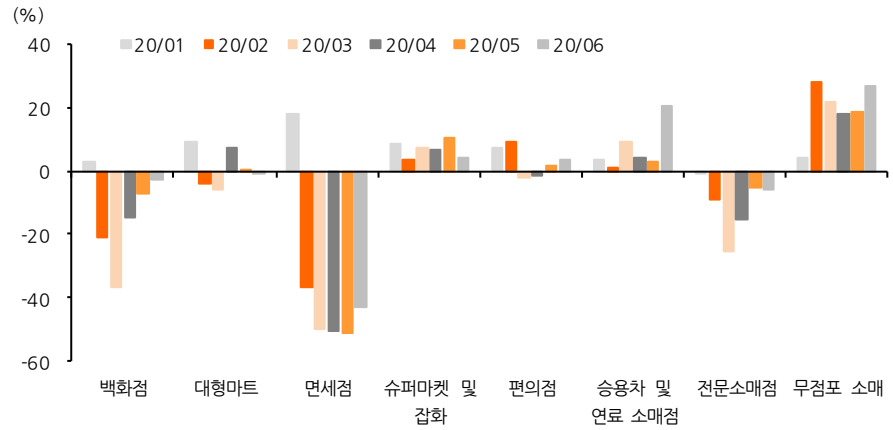
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 소비자출전망 CSI



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 1H20 주요 소매업종 성장률 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 2020년 1,2차 긴급재난지원금 요약

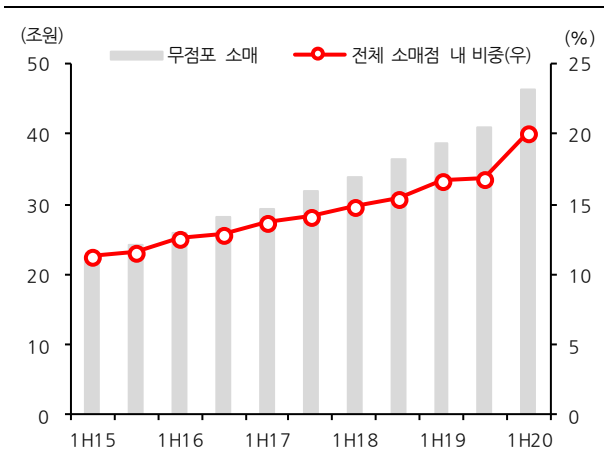
1차 긴급재난지원금				
지원대상	소득·재산과 상관없이 전 국민 2,171만 가구(주민등록기준+건강보험기준)를 대상			
지원규모	1인가구: 40만원 2인가구: 60만원 3인가구: 80만원 4인이상가구: 100만원			
일시	2020.04.16 제2차 추가경정예산안 국회 제출 2020.05.04 1차 긴급재난지원금 1.3조원 취약계층에 우선 지급 개시 2020.05.13 1차 긴급재난지원금 온라인 신청자 지급 시작 2020.05.18 1차 긴급재난지원금 오프라인 신청 개시 2020.05.20 1차 긴급재난지원금 76% 지급완료...1,728만 가구, 10조 8,569억원 지급 2020.09.22 1차 긴급재난지원금 2,216만가구, 14조 2,357억원 지급완료...99.5% 기한 내 사용			
2차 긴급재난지원금				
	내용	지원 대상	예산 규모	지급 시점
소상공인 새희망자금	일반업종: 100만원 집합제한업종: 150만원 집합금지업종: 200만원	294만명	3조 3,000억원	9월 25일부터
긴급고용안정지원금	특수형태근로자, 프리랜서 1차 수급자: 50만원 신규 수급자: 150만원	70만명	6,000억원	1차 수급자: 9월 29일 신규 신청자: 11월 중
청년특별지원금	18~34세 미취업 구직희망자: 50만원	20만명	1,000억원	1차: 9월 29일 2차: 11월 말
긴급생계지원비	실질·휴폐업 위기가구: 40만~100만원	55만가구, 88만명	3,500억원	11~12월 지급
아동 특별돌봄지원 및 중학생 비대면 학습지원	초등학생 이하 자녀 1인당 20만원 중학생 1인당 15만원	532만명+138만명	1조 1,000억원 + 2,000억원	7세 미만: 9월 28일 초등·중학생: 9월 28~29일 학교 밖 아동: 10월 2~3일 신청 접수 후 지급
이동통신요금 지원	16~34세와 만 65세 이상 2만원	2,039만명	4,000억원	별도신청없이 9월분 요금 차감

자료: 대한민국 정책브리핑, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

둘째, 비대면 소비활동 증가

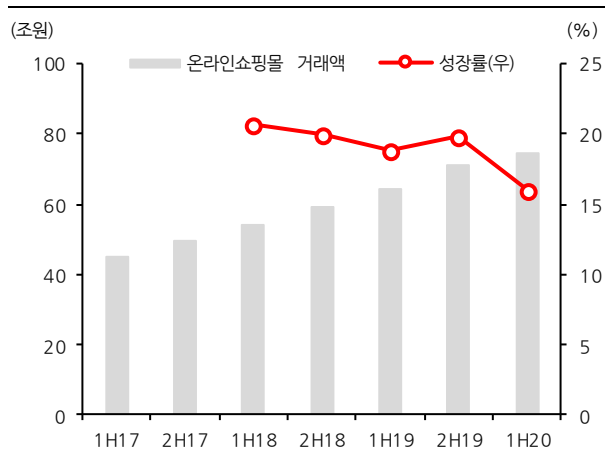
둘째, 비대면 접촉을 통한 소비활동이 급격하게 증가하였다는 점이다. 코로나 19에 따른 비대면접촉이 증가하면서 2020년 상반기 온라인 산업 성장률은 +16.0%를 기록하였다. 외부활동 자제에 따라 식품을 중심으로 한 품목군 성장률이 전체 산업을 이끌기 시작하였고, 서비스부문이 여행수요 감소로 부진하였음에도 불구하고 음식배달서비스 성장으로 이를 일정부분 상쇄하면서 두 자릿수 성장률을 기록할 수 있었다. 특히, 상위업체 성장률이 전체 산업을 앞서가기 시작하면서 시장재편도 동시에 이루어지고 있는 것으로 판단한다. 쿠팡 및 네이버 등 구조적인 경쟁력을 보유한 업체들 실적 성장이 두드러지고 있으며, 식품부문 성장에 따라 주요 오프라인 업체들의 온라인 부분 성장세도 차별화되고 있는 추세이다.

[그림8] 무점포 소매점 매출 추이와 전체 소매점 내 비중



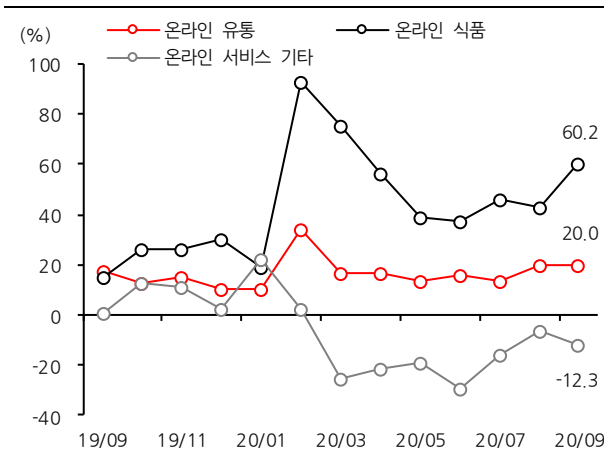
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 온라인쇼핑몰 거래액 추이



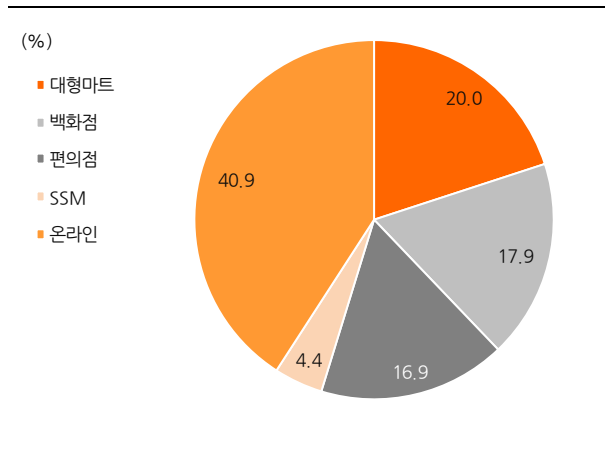
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 온라인채널 월별 매출성장 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 2020년 상반기 주요 유통채널 비중 매출 구성비



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

셋째, 가전/가구 등 내구재 상품군 매출의 높은 성장률

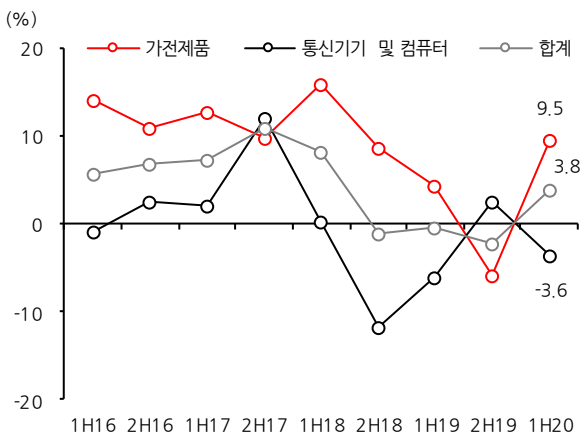
셋째, 가전/가구 등 내구재 상품군의 성장률이 두드러졌다. 상반기 가전과 가구산업 성장률은 전년동기대비 각각 +3.8%, +19.3% 성장하였다. 가전의 경우 통신장비 및 컴퓨터를 제외하면 +9.5%를 기록하였고, 월별 성장률은 오히려 확대되는 추세이다. 이는 상당히 이례적인 현상으로 해석한다. 그렇게 판단하는 이유는 ▶ 일반적으로 가전과 가구 수요는 이사수요와 연동되는데 주택거래량 회복이 개선되었다고 보기 어렵고, ▶ 소비경기 악화에도 불구하고 내구재(가전/가구/승용차) 판매가 증가하였다는 점과, ▶ 재난지원금 지급 이후에도 안정적인 성장세를 유지하고 있으며, ▶ 이미 보급률이 높기 때문이다.

가전/가구 판매 증가 원인:

- 1) 인테리어 수요 증가
- 2) 해외여행 소비의 전환
- 3) 소비트렌드 변화

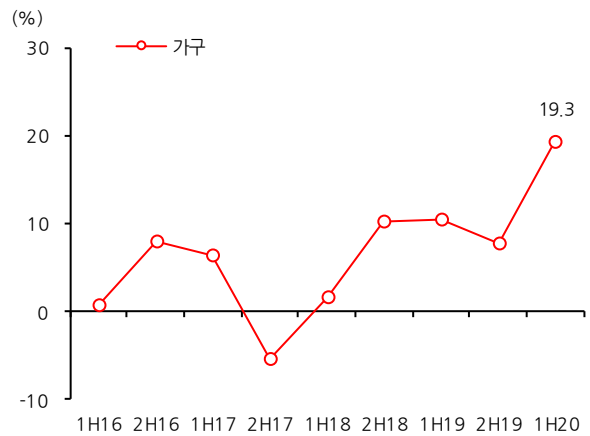
가전/가구 판매가 증가한 이유는 여러가지로 추측할수 있다. ▶ 코로나 19라는 특수성이 만들어낸 홈인테리어 수요 증가, ▶ 해외여행이 어려워지면서 발생한 상대적인 소비활동, ▶ 소비트렌드 변화에 따른 패턴 변화 등으로 해석한다. 코로나 19가 단기간에 해결될 가능성이 낮고, 월별 성장률이 더욱 높아지고 있다는 점을 감안할 때 이러한 추세는 당분간 이어질 것으로 전망한다.

[그림12] 가전, 통신기기 및 컴퓨터 매출 성장률 추이



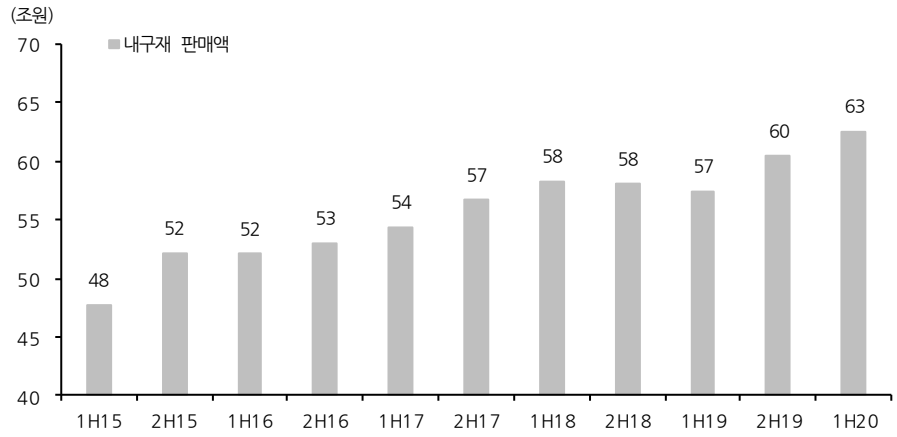
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 가구 매출 성장률 추이



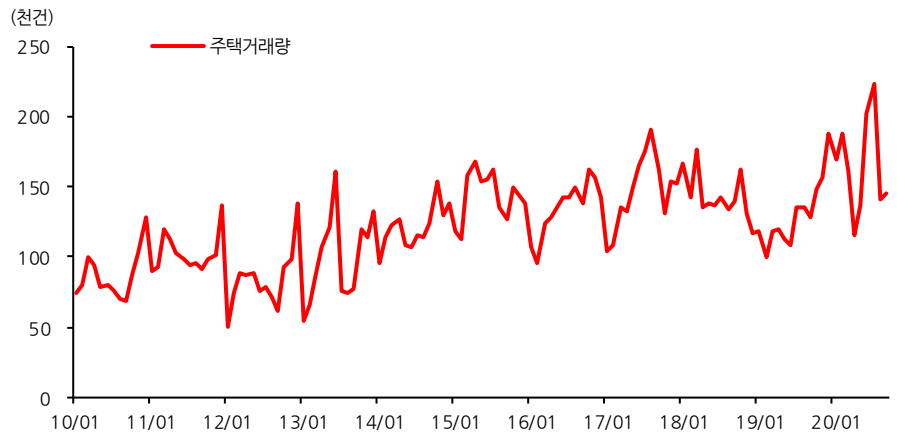
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 내구재 상품 판매액 추이



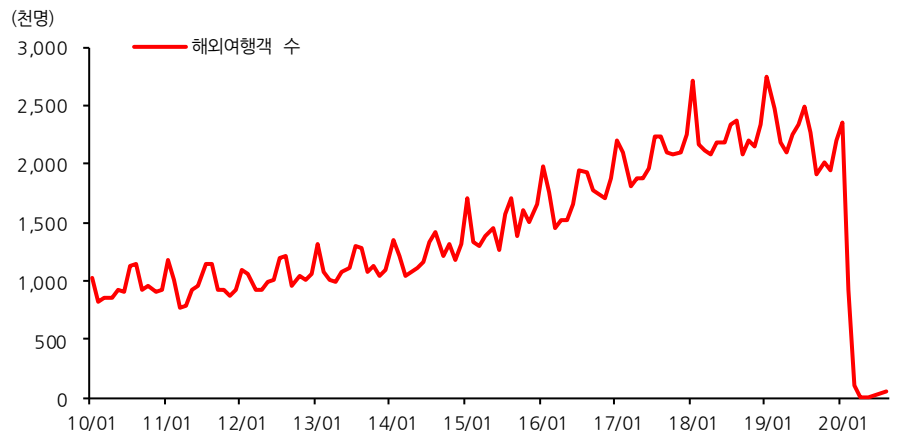
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 주택거래량 추이



자료: 한국감정원, 국토교통부, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 해외여행객 수 추이



자료: 관광정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 유통업체 월별 매출 동향 (1)

(단위: YoY, %)

	19/09	19/10	19/11	19/12	20/01	20/02	20/03	20/04	20/05	20/06	20/07	20/08	20/09
대형마트													
가전문화	-10.0	-9.3	1.1	-10.0	10.5	-20.9	-23.6	1.4	1.3	6.4	1.8	17.1	1.5
의류	-22.3	-25.6	-6.9	-23.4	-9.4	-46.5	-50.6	-33.6	-28.4	-10.7	-21.2	-20.2	-28.2
가정/생활	-7.5	-7.2	0.5	-9.1	6.3	-12.9	-20.0	-7.1	-11.0	-2.9	-6.7	-8.3	-6.6
스포츠	-14.3	-11.4	0.9	-15.4	1.3	-30.7	-41.4	-15.2	-12.9	-6.1	-24.4	-18.0	-24.0
잡화	-13.2	-13.3	-0.3	-16.7	-2.4	-41.5	-56.1	-34.8	-14.3	-5.5	-29.1	-26.8	-37.1
소계	-10.9	-11.5	-0.4	-12.2	4.8	-22.6	-29.3	-11.3	-9.9	-1.5	-9.4	-4.2	-10.7
식품	-8.6	0.1	2.0	-4.0	7.0	-2.9	-3.3	5.9	-9.1	-7.1	-2.7	-0.6	14.9
총계	-9.6	-4.8	0.8	-7.4	6.2	-10.6	-13.8	-1.0	-9.7	-5.3	-5.5	-2.3	5.3
구매건수	-7.0	-4.5	-2.4	-6.9	-0.5	-16.1	-22.8	-12.3	-18.1	-15.0	-14.9	-13.7	-9.3
구매단가	-2.8	-0.4	3.3	-0.6	6.7	6.6	11.6	12.9	10.3	11.4	11.0	13.1	16.1
점포당매출	-9.8	-5.3	0.8	-6.9	7.2	-9.7	-13.0	-0.3	-9.0	-4.3	-4.6	-0.4	8.2
백화점													
잡화	-8.6	-4.0	0.9	-2.6	0.4	-33.4	-53.0	-32.2	-25.4	-21.2	-17.9	-25.5	-28.9
여성정장	-4.7	-9.5	-3.9	-10.9	-14.2	-35.0	-54.0	-34.0	-20.3	-17.0	-15.5	-28.2	-30.6
여성캐주얼	-17.8	-22.0	-11.0	-19.9	-12.7	-41.3	-58.7	-37.0	-32.4	-24.1	-24.2	-31.1	-37.4
남성의류	-6.2	-6.9	4.0	-9.3	-5.0	-30.0	-51.3	-24.5	-15.8	-12.5	-12.4	-18.0	-24.6
아동스포츠	-9.6	-12.7	-5.3	-17.3	-1.2	-37.2	-52.8	-19.2	-12.2	-9.1	-18.3	-20.5	-18.5
가정용품	0.2	0.4	18.3	5.1	2.1	-4.8	-25.2	9.6	18.4	20.6	11.6	18.8	21.6
해외유명브랜드	14.7	20.5	22.4	20.0	22.9	4.2	-19.4	8.2	19.1	22.1	32.5	27.6	15.3
소계	-2.3	-2.6	4.9	-1.9	2.3	-20.9	-40.4	-13.5	-5.4	-0.6	0.4	-1.2	-8.2
식품	15.0	-2.5	-2.8	-5.6	2.5	-29.4	-39.3	-22.3	-20.1	-19.0	-15.1	-29.3	3.8
총계	-5.6	-3.0	3.1	-0.8	2.5	-21.4	-40.3	-14.8	-7.4	-3.4	-2.1	-6.5	-6.2
구매건수	-9.9	-8.4	-3.5	-2.8	-7.5	-33.0	-52.1	-31.5	-20.3	-24.6	-24.1	-27.5	-28.9
구매단가	4.8	5.9	6.9	2.0	10.9	17.4	24.7	24.4	16.1	28.2	29.0	29.1	32.0
점포당매출	-0.8	1.9	8.4	4.2	6.0	-18.7	-38.2	-11.9	-4.1	0.0	1.4	-3.2	-2.9
편의점													
생활용품	5.8	4.2	9.7	8.2	17.8	33.3	-15.6	-8.7	9.7	13.6	14.3	10.7	-4.7
잡화	2.1	-0.4	7.7	11.6	16.4	-2.2	-17.5	-10.8	-0.5	6.1	8.5	7.8	-1.6
담배 등 기타	4.2	4.2	3.2	4.6	2.6	8.7	2.3	4.2	6.1	6.0	6.2	5.7	4.9
소계	4.3	4.1	3.9	5.1	4.2	10.3	0.2	2.8	-6.2	6.6	6.9	6.2	3.9
음료 등 가공	2.1	8.1	6.5	6.9	9.5	6.0	-3.1	-3.4	-2.0	0.0	1.9	0.1	2.4
즉석(신선일부)	-0.8	0.0	0.6	3.3	-0.3	3.8	-14.5	-15.6	-11.2	-6.1	-2.8	-5.6	-5.2
소계	1.6	6.5	5.3	6.2	7.6	5.6	-5.3	-5.9	-3.8	-1.1	1.0	-0.9	1.0
총계	2.8	5.4	4.6	5.7	6.0	7.8	-2.7	-1.9	0.8	2.4	3.7	2.3	2.3
구매건수	1.2	4.2	3.0	4.7	3.2	2.3	-15.3	-15.9	-12.7	-6.7	-5.0	-8.6	-11.3
구매단가	1.6	1.2	1.6	0.9	2.7	5.3	14.9	16.7	15.4	9.7	9.2	11.9	15.3
점포증가율	4.7	5.2	5.8	6.0	6.2	6.2	5.9	6.0	5.9	6.0	6.0	5.9	5.9
점포당매출	-1.8	0.1	-1.1	-0.3	-0.2	1.5	-8.1	-7.4	-4.9	-3.5	-2.2	-3.5	-3.4
슈퍼마켓													
일상용품	-8.2	-7.5	-8.7	-11.4	-8.4	5.9	-9.9	-15.8	-17.5	-17.3	-13.2	-13.0	-16.2
생활잡화	-8.3	-7.1	-5.0	-6.8	-5.1	15.0	-6.5	-11.5	-13.6	-11.7	-16.5	-13.8	-11.7
소계	-8.3	-7.4	-7.3	-9.6	-7.1	9.5	-8.6	-13.9	-15.8	-14.9	-14.6	-13.3	-14.2
농축수산	-9.5	-0.8	-4.1	-8.7	-7.7	5.9	3.1	-3.4	-14.1	-16.1	-11.9	-6.2	9.9
신선식품	-2.2	2.0	0.5	-2.7	-4.5	7.8	17.9	2.9	-9.1	-10.6	-11.6	-5.1	5.5
가공/조리 식품	-6.6	-2.2	-3.3	-4.0	-6.7	11.1	5.0	-1.3	-11.5	-16.2	-11.0	-9.8	3.9
소계	-6.9	-0.6	-2.8	-5.8	-6.7	8.0	7.1	-1.2	-12.0	-14.7	-11.6	-6.9	6.9
총계	-7.1	-1.3	-3.3	-6.2	-6.7	8.2	5.5	-2.6	-12.4	-14.7	-11.9	-7.6	4.6
구매건수	-3.9	-1.6	-2.7	-4.3	-5.0	0.6	-3.3	-8.2	-16.5	-16.1	-15.5	-13.7	-6.8
구매단가	-3.3	0.3	-0.6	-2.0	-1.8	7.5	9.1	6.2	4.9	1.6	4.3	7.1	12.2
점포당매출	-4.7	0.9	-2.1	-5.1	-6.3	11.2	9.4	1.4	-8.1	-10.2	-5.9	-1.8	10.4

자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

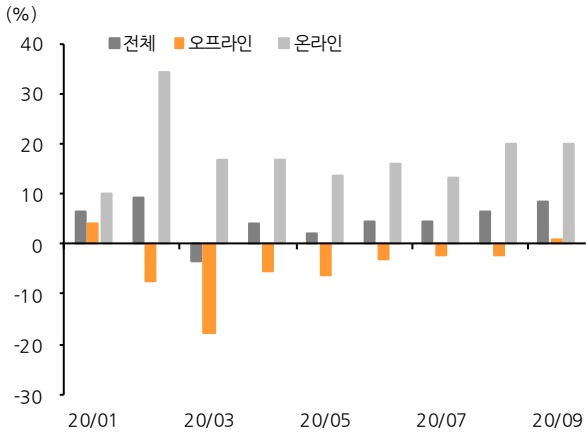
[표4] 유통업체 월별 매출 동향(2)

(단위: YoY, %)

	19/09	19/10	19/11	19/12	20/01	20/02	20/03	20/04	20/05	20/06	20/07	20/08	20/09
온라인유통													
가전/전자	30.1	11.4	14.0	12.8	3.1	26.0	8.6	24.3	18.8	26.6	6.7	28.0	26.0
도서/문구	26.5	13.5	15.0	18.9	5.8	37.5	34.6	34.8	27.5	24.1	30.4	33.5	32.4
패션/의류	16.1	6.2	13.4	0.2	-1.0	8.5	-6.5	-8.8	2.2	15.8	5.1	5.2	-1.6
스포츠	6.4	-0.7	6.2	-1.0	-3.0	13.2	4.7	11.0	6.0	11.8	10.4	7.7	10.8
화장품	18.1	18.3	27.2	16.3	12.4	37.5	19.1	8.2	6.2	14.1	16.1	14.0	19.3
아동/유아	12.2	7.8	11.3	6.8	6.5	40.6	22.6	12.0	14.0	13.4	11.2	18.1	8.3
식품	15.0	26.3	26.5	30.4	18.9	92.5	75.4	56.4	38.8	37.2	46.0	43.0	60.2
생활/가구	28.4	10.4	10.9	9.6	10.0	44.5	33.3	23.9	22.7	27.4	26.3	25.4	14.7
서비스/기타	1.1	12.7	10.7	2.2	21.8	2.7	-25.1	-21.3	-19.1	-29.1	-16.3	-6.3	-12.3
총계	17.8	12.5	14.8	10.5	10.2	34.3	16.9	16.9	13.5	15.9	13.4	20.1	20.0

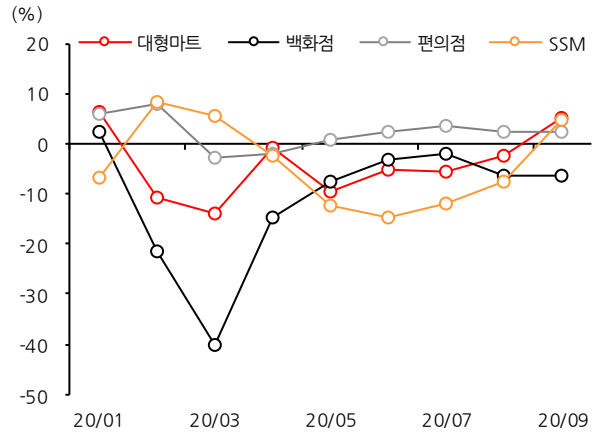
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 2020년 채널별 매출 증감률 추이



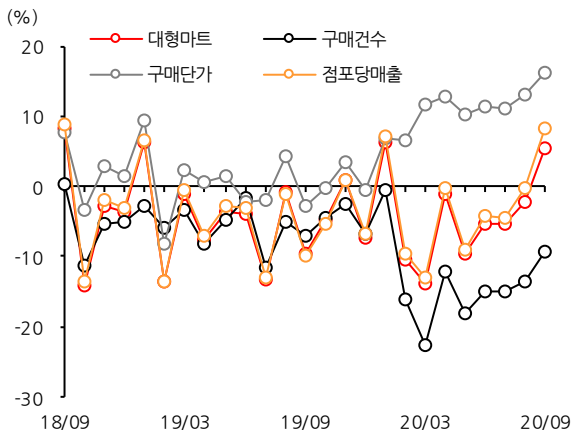
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 주요 유통업체 매출 성장률 추이



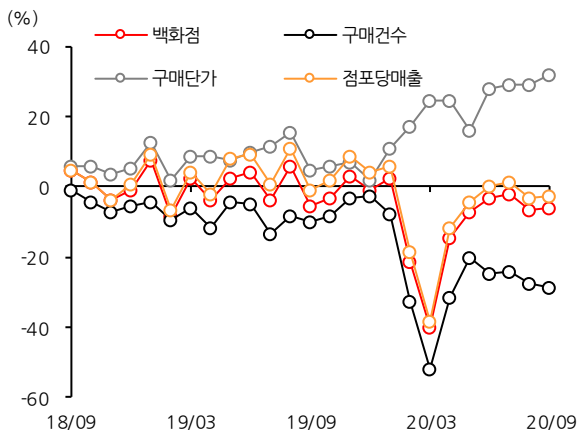
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 대형마트 매출 및 구매동향



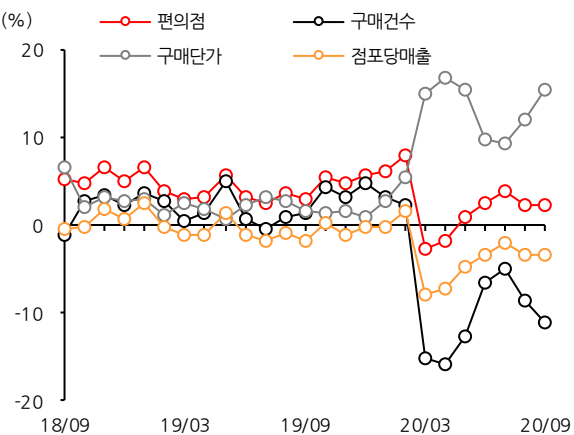
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 백화점 매출 및 구매동향



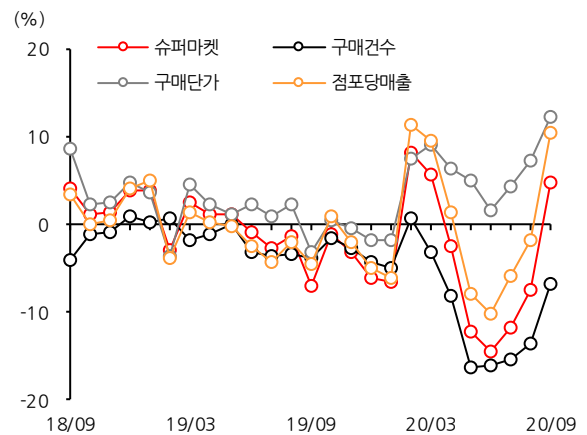
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 편의점 매출 및 구매동향



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 슈퍼마켓 매출 및 구매동향



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 2021년 소비시장은?

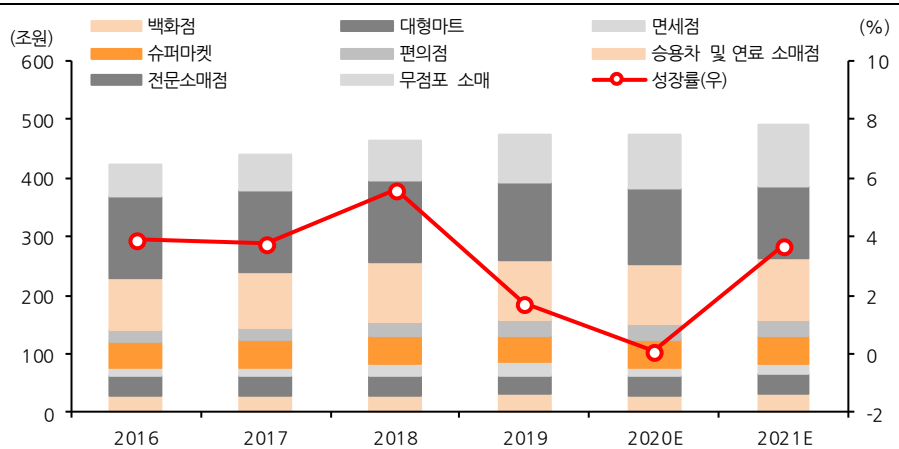
2021년 소매유통시장은
전년대비 +3.7% 성장한
491.3조원 전망

2021년 소매유통시장은 점진적으로 회복될 것으로 기대하며, 전체 시장규모는 491.3조 원으로 전년대비 +3.7% 성장할 것으로 추정한다. 소비경기를 낙관하기 힘든 상황이지만, 코로나 19에 따른 영향이 제한되기 시작하면서 점진적인 회복 가능성을 조심스럽게 예측한다. 산업별로 살펴보면 백화점이 전년대비 +7.4%, 대형마트 +2.9%, 슈퍼마켓 +2.8%, 편의점 +4.5% 등 성장할 것으로 전망한다. 당사에서는 전체적인 유통채널의 회복 가능성을 예상하고 있으며, 특히 백화점과 편의점 그리고 온라인 채널의 성장 가능성에 주목하고 있다.

2021년 소매유통시장은
긍정적인 요소와
부정적인 부분이 혼재

2021년 소매유통시장은 긍정적인 요소와 부정적인 부분이 혼재되어 있어 낙관하기란 쉽지 않은 상황이다. 당사에서 판단하고 있는 부정적인 영업환경은 코로나 19 장기화 및 가계대출 증가에 따라 소득증가 여력이 제한될 가능성이 높다고 보고 있다. 반면, 해외여행 제한에 따른 국내 소비전환 효과와 외부활동 제한에 따른 기저는 긍정적인 측면으로 작용할 것으로 전망한다. 이에 전방위적인 성장보다는 채널별로 차별화될 것으로 전망한다. 첫째, 소비의 실업률 및 자영업자 폐업자 증가에 따른 부진, 둘째, 코로나 19에 따른 실업률 확대, 셋째, 소비의 쏠림, 넷째, 온라인 시장의 고 성장세 지속이다.

[그림23] 소매유통시장 규모 및 성장률 추이 및 전망



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

1. 소비시장 악화 요인 = ① 고용시장 악화

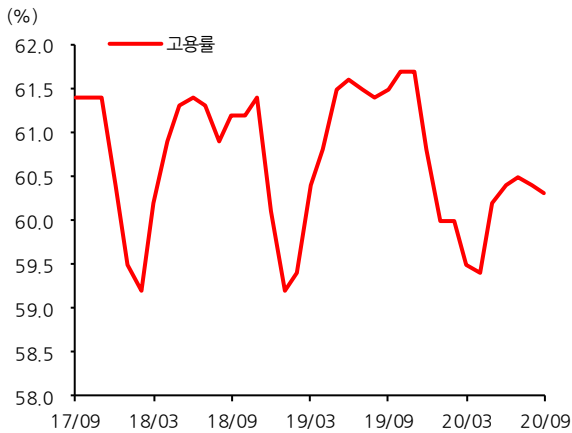
숙박·서비스·음식점업,
청년층을 중심으로
고용시장 악화

2021년 소비 증가에 부정적으로 작용할 것으로 우려하는 요인 중의 하나는 고용시장의 악화 가능성이다. 고용시장 동향을 살펴보면 9월 신규취업자수는 -39.2만명으로 크게 악화되는 결과를 낳았다. 특히, 숙박·서비스·음식점업 등 전체적으로 부진한 흐름이 이어졌고, 청년층을 중심으로 한 고용 감소가 가속화되고 있는 추세가 나타나고 있다. 올해들어 고용시장은 급격하게 악화되고 있는데, 이는 ▶ 코로나 19로 인한 외부활동 자제와, ▶ 이에 경제활동 위축이 가장 크게 영향을 미치고 있는 것으로 분석한다. 여기에 ▶ 최근 소비경기 둔화가 추세적으로 작용하고 있는 것으로 판단한다.

고용시장 개선
쉽지 않을 전망

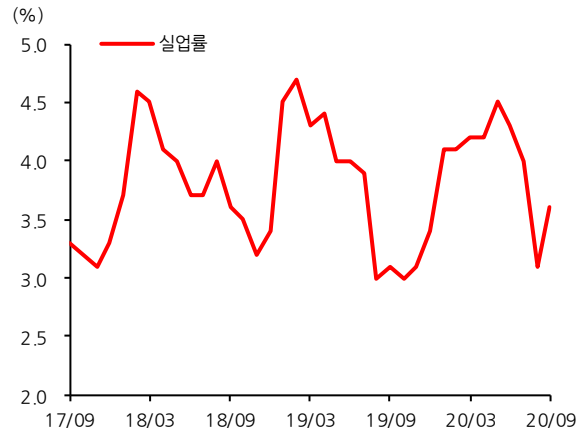
현 시점에서 고용시장 개선을 낙관하기란 쉽지 않다. 그렇게 생각하는 근거는 ▶ 코로나 19가 단기간에 종식될 것으로 기대하기 어려운 상황이고, ▶ 최근 고용시장도 정부 지원정책이 뒷받침된 결과이며, ▶ 코로나 19가 종료된다 하더라도 고용시장의 정상적인 회복을 기대하기 어려우며, ▶ 기업들의 구조조정이 본격화될 것으로 전망하기 때문이다.

[그림24] 고용률 추이



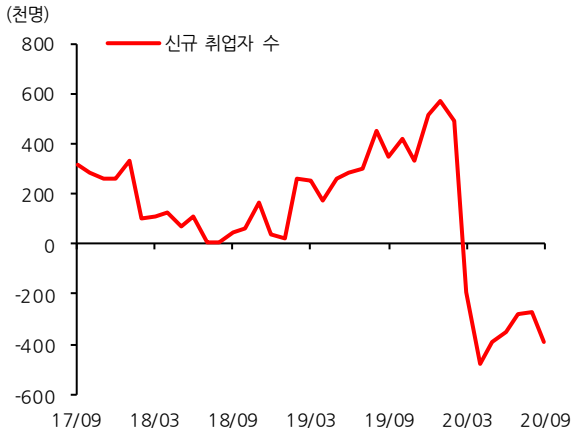
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 실업률 추이



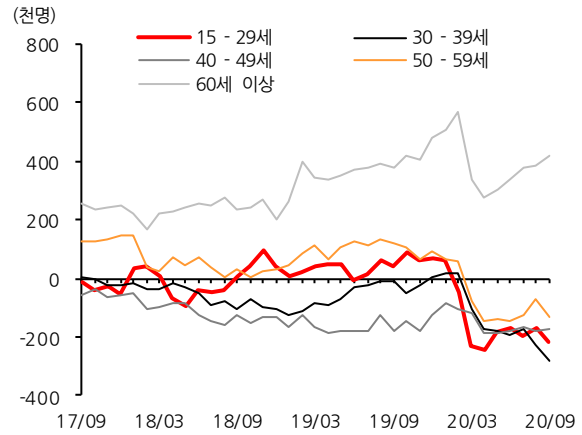
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 신규 취업자 수



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 연령별 고용동향 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 2020년 주요 국내 기업 인력 구조조정 요약

기업명	구조조정 내용	시행 여부
유통업		
롯데쇼핑	백화점 5곳, 마트 16곳, 슈퍼 17곳, 롭스 25곳 등 실적 부진 121개 점포 폐점 백화점 135명, 할인점, 228명, 기타 사업부 707명 감원 기간제 근무자: 2019.12 1,946명 → 2020.06 811명	3분기 말 기준 99개 점 폐점 완료
롯데 GRS	임직원 대상 희망휴직 접수	10월 7일부터 접수
CI 푸드빌	본사 직원 400여명 대상 희망퇴직 접수	10월 20일부터 접수
신세계그룹	이마트 및 이마트에브리데이 근무자 276명 감원(기간제 근무자 제외)	2분기 말 기준
GS 리테일	슈퍼마켓 855명, 알라블라 576명 감원	2분기 말 기준
항공업		
아시아나항공	임직원 유무급 휴직 내년 초 일부 장거리 노선 정리 및 인력 구조조정 계획	4월부터 유급휴직 돌입 11월 무급휴직으로 전환
대한항공	임직원 유무급 휴직	4월부터 순환휴직 돌입 12월 15일까지 휴직기간 연장
이스타항공	정리하고 605명 포함 총 700여명 구조조정 단행 2차 구조조정 190여명 추가 조치 예정	10월 중순 1차 구조조정 완료
여행/관광업		
파라디이스시티	무급휴직 및 희망퇴직 236명 집계 (총 300명 이상으로 추정)	10월 말 완료
한진관광	총 인원 50% 수준 정리하고 계획	11월 중
롯데 JTB	총 인원 50% 수준 정리하고 계획	11월 중
모두투어	총 임직원 1,100명 중 필수인력 100명 제외 1,000명 무급휴직	8월 이후
제조업		
두산중공업	1차 구조조정: 만 45세 이상 2,600여명 직원 대상 희망퇴직 접수 후 650여명 감원 2차 구조조정: 명예퇴직 접수 후 240명 감원 퇴직자 제외 250여명 5월 말 이후 휴업	1차 구조조정: 3월 4일 완료 2차 구조조정: 7월 중순 완료
OCI	전 임직원 대상 희망퇴직 접수	3월 시행 완료

자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

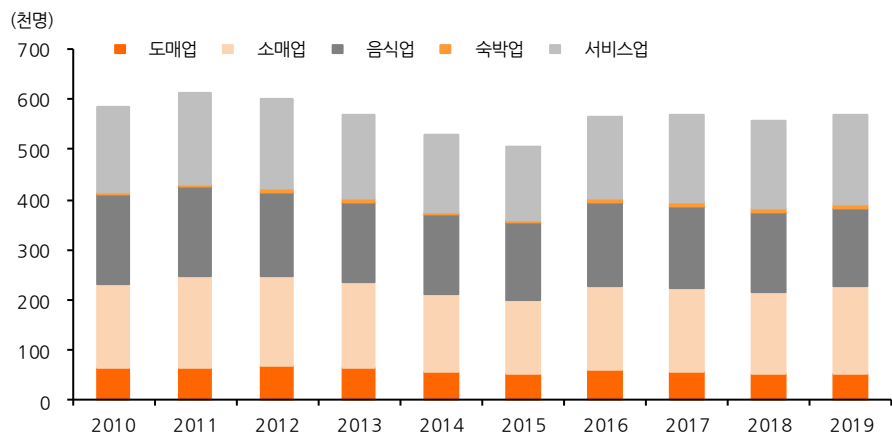
1. 소비시장 약화 요인 = ② 자영업자 폐업을 증가

올해 자영업자 폐업
더욱 증가할 가능성 高

고용시장보다 더 우려되는 부분은 자영업자 폐업자 증가 가능성이다. 특히, 고용지표에서 추론해보면 숙박·서비스·음식점업 자영업자 폐업이 빠르게 증가하고 있는 것으로 판단한다. 2015년 이후 개인사업자 폐업자수는 이미 증가하기 시작하였다. 2015년 개인사업자 폐업자수는 73.9만명에서 2019년에는 85.2만명으로 증가하였다. 최근 10년내 가장 높은 수치를 기록한 것이다. 자영업자 폐업자수가 증가하는 이유는 여러가지가 있을 수 있으나 근본적으로 비용 증가를 매출액 상승이 커버하지 못하였기 때문이다.

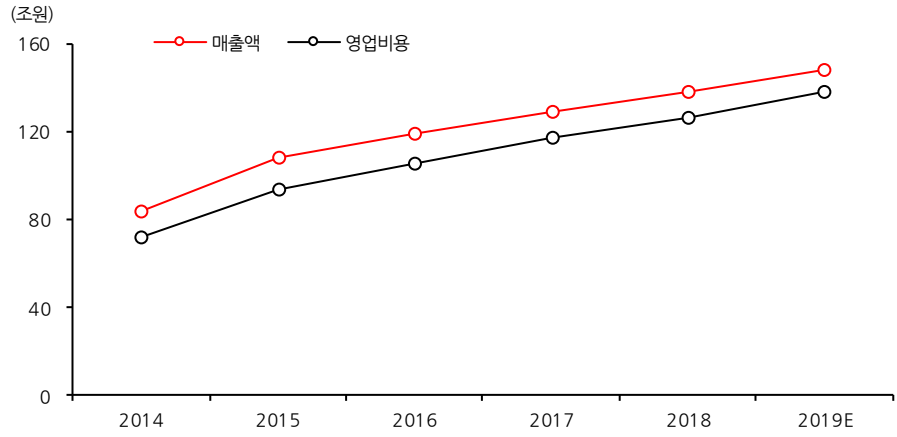
이러한 폐업자수 추이는 올해 더욱 증가할 가능성이 높다. ▶ 코로나 19로 급격하게 소비경기가 위축되면서 개인사업자 실적이 감소하였을 개연성이 높고, ▶ 고용시장에서 유추할수 있듯이 숙박·서비스·음식점업 감소세가 뚜렷하게 나타나고 있기 때문이다. 9월 고용동향에서도 자영업자를 대표하는 숙박 및 음식점업은 -22.5만명, 도매 및 소매업은 -20.7만명이 감소하였다.

[그림28] 업태별 폐업 개인사업자 수 추이



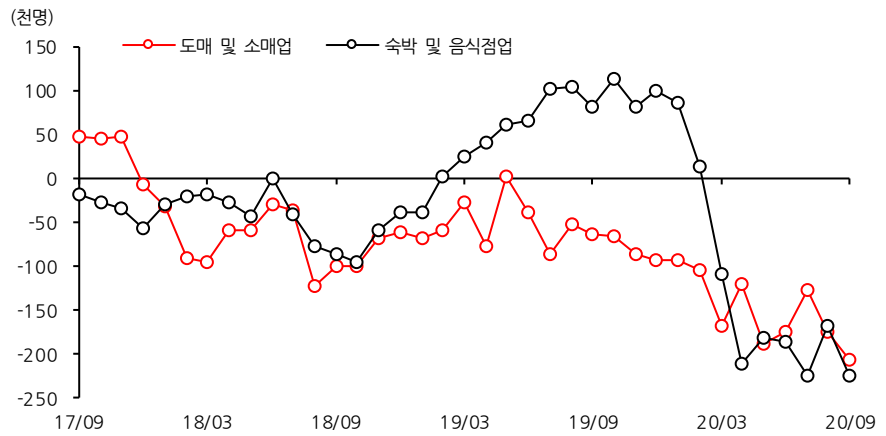
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 음식점 및 주점업 매출액 vs. 영업비용 추이



자료: 한국농수산식품유통공사 <2020 식품외식통계(국내편)>, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 숙박 및 음식점업, 도매 및 소매업 고용동향 추이



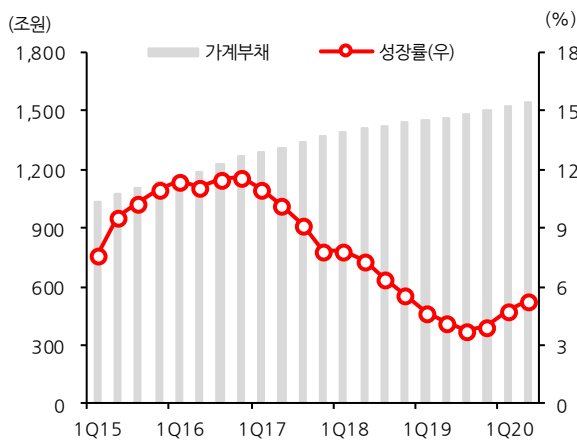
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

1. 소비시장 악화 요인 = ③ 가치분소득 감소

가계대출도 빠르게 증가 중

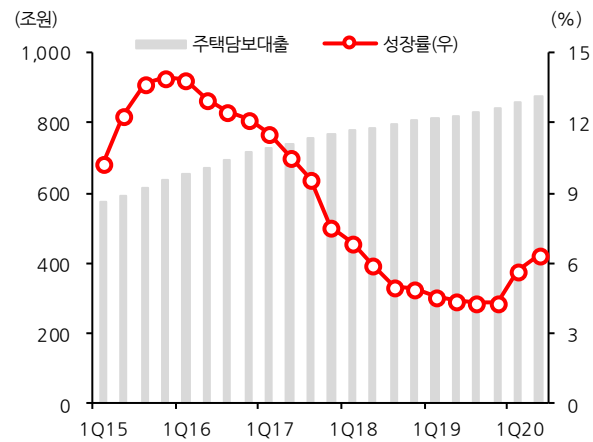
가계대출 증가도 우려되는 부분이다. 2020년 2분기 1,546조원으로 전년동기대비 +5.3%, 전분기대비 +1.6% 증가하였다. 2015년 4분기 가계대출이 1,138조원이었다는 점을 고려하면 급격하게 증가하고 있는 추세이다. 최근 가계대출 증가는 주택가격 상승에 따른 주택담보대출 증가가 견인하고 있는 것으로 판단한다. 2020년 2분기 주택담보대출 증가율은 +6.4%로 전체 가계대출 증가율 +5.3%를 상회하고 있다. 가계대출 증가에 따른 가치분소득 감소도 소비를 제한시키는 요인으로 작용할 전망이다.

[그림31] 가계부채 추이 및 성장률



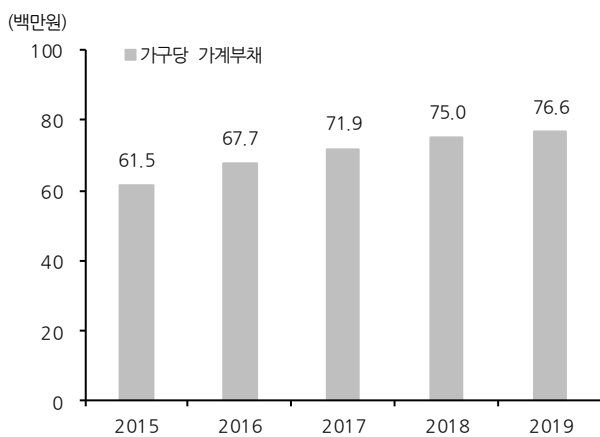
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 주택담보대출 추이 및 성장률



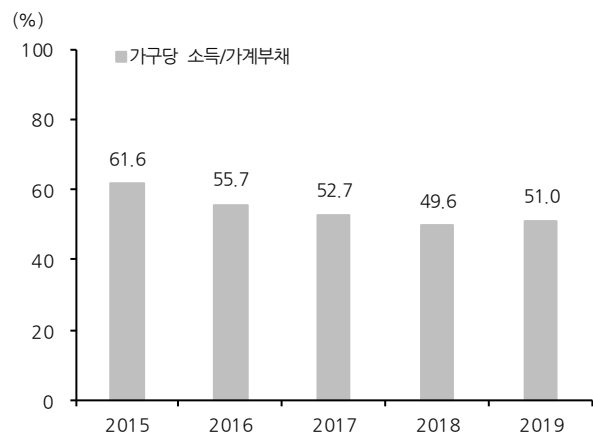
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 가구당 가계부채



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 3~5분위 가구당 소득/가계부채



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2. 소비시장 개선 가능성 = ① 해외여행경비 국내시장으로 전환

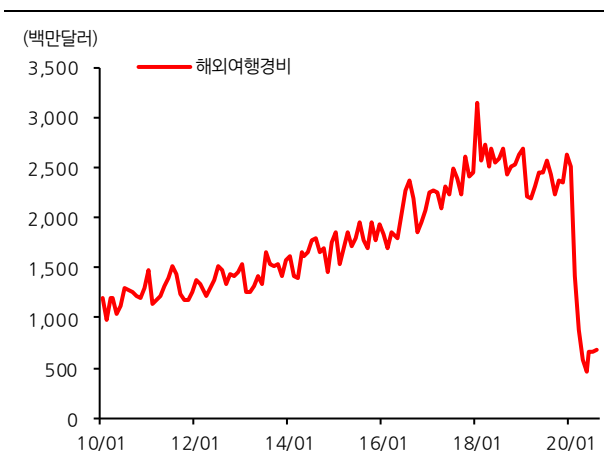
코로나 19에 따른 해외여행
제한으로 국내 소비로
전환될 가능성 높

2021년 국내소비를 개선시킬 것으로 예상되는 효과 중 하나는 해외여행경비의 국내소비로의 전환이다. 2019년 기준 해외여행지출경비는 28,855백만달러로 국내 기준으로 약 32조원으로 추산한다. 2010년 동 금액은 14,278백만달러에 불과하였지만, 해외여행 지속에 따라 9년만에 약 +102% 성장한 수치를 달성하였다. 또한, 2018년의 경우 31,528백만달러라는 점을 감안할 때 연간 소비되는 해외여행경비는 32조원에서 ~ 36조원 규모가 지출되는 것으로 추정한다. 이러한 해외여행경비는 코로나 19에 따른 해외여행이 제한되면서 국내소비로 전환될 가능성이 높다.

일부만 전환되더라도
안정적인 수요 창출 가능

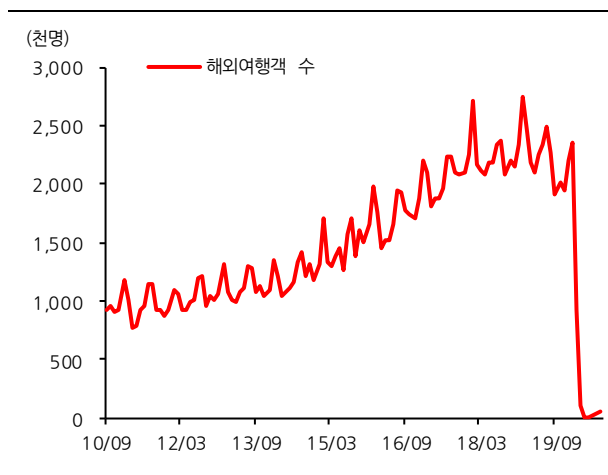
2019년 기준 소매유통시장규모는 약 473조원에 달한다. 해외여행경비가 국내로 온전히 전환된다고 가정하면 약 6.7~7.6%의 소비증가 효과를 기대할 수 있을 것으로 전망한다. 물론, 해외여행경비가 전체적으로 전환될 것으로 기대하기는 어렵다. 하지만, 해외여행이 제한되고 있어 일부 수요의 전환 가능성은 높고, 2019년 해외여행자수가 약 2,500만명이었다는 점을 감안하면 관련 효과는 긍정적으로 작용할 전망이다.

[그림35] 해외여행경비 추이



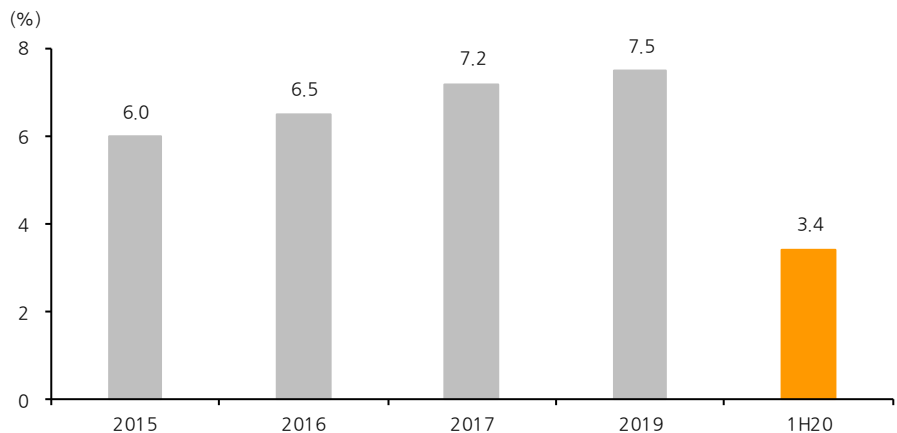
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 해외여행객수 추이



자료: 관광정보시스템, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 소매유통시장 대비 해외여행경비 비중



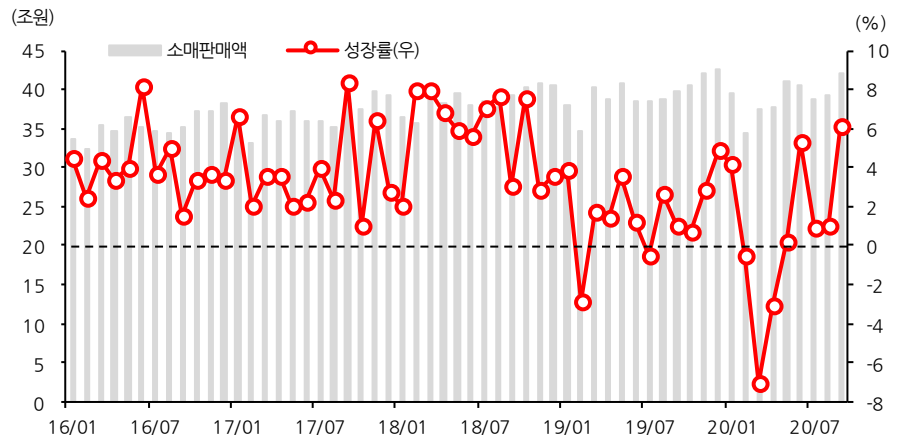
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2. 소비시장 개선 가능성 = ② 낮은 기저효과

낮은 기저 효과 기대

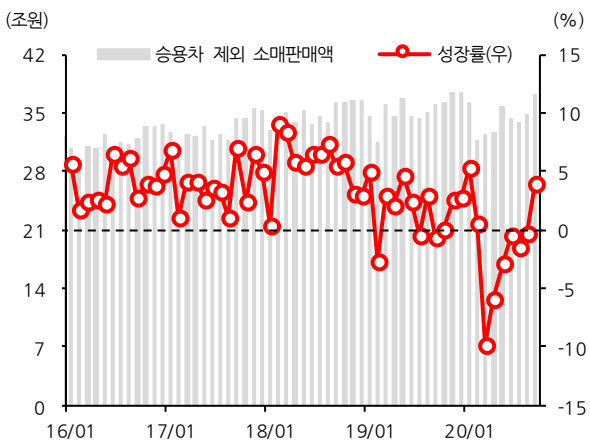
낮은 기저효과도 기대되는 부분이다. 앞서 언급했듯이 소매유통시장은 상반기 -0.2% 감소한 약 231조원을 달성하였다. 이는 상당히 낮은 수치를 기록한 것이다. 2016년부터 소매유통시장 성장률을 살펴보면 반기별 평균 성장률은 +3.8%를 기록하였다. 즉, 정상적인 경제활동이 이루어졌다면, 올해에도 약 +3% 수준의 성장을 기대할 수 있었다는 반증이다. 여기에 승용차를 제외한 소매판매액은 더욱 감소하였다. 상반기 승용차 제외 소매판매액은 약 203조원으로 전년동기대비 -2.1% 하락하였다. ▶ 2015년 이후 승용차제외 소매판매액 평균 성장률이 +3.8%로 동일하고, ▶ 주요 오프라인 채널에서 판매되는 제품군이 대부분 준내구재와 비내구재라는 점에서 기저에 따른 성장 가능성은 더욱 높을 것으로 전망한다.

[그림38] 월별 소매판매액 및 성장률



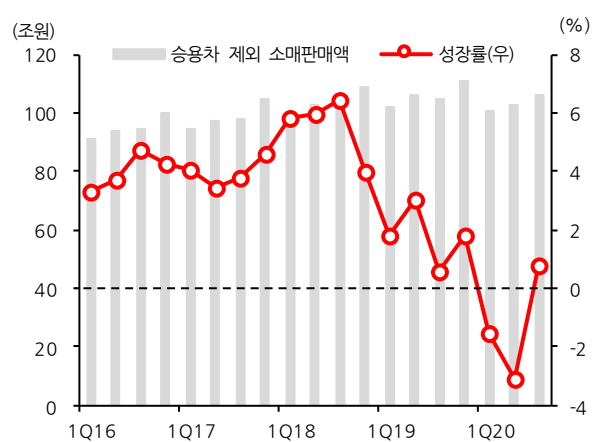
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 월별 승용차 제외 소매판매액 및 성장률 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 분기별 승용차 제외 소매판매액 및 성장률 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2. 소비시장 개선 가능성 = ③ 점진적인 경제활동 재개 시그널

점진적으로 경제활동 재개
사회적거리두기 단계
조정으로 더욱 탄력 기대

점진적이지만 경제활동 재개도 가능할 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 코로나 19에 따른 영향으로 위축되었던 소비활동이 점진적으로 재개되고 있는 추세를 보이고 있고, 2) 정부의 사회적거리두기 단계 조정이 이루어지면서 탄력적인 경제활동이 가능할 것으로 판단하며, 3) 이연되었던 잠재적 소비가 기대되기 때문이다.

승용차 및 면세점을 제외한
소매판매액은 뚜렷하게
개선 중

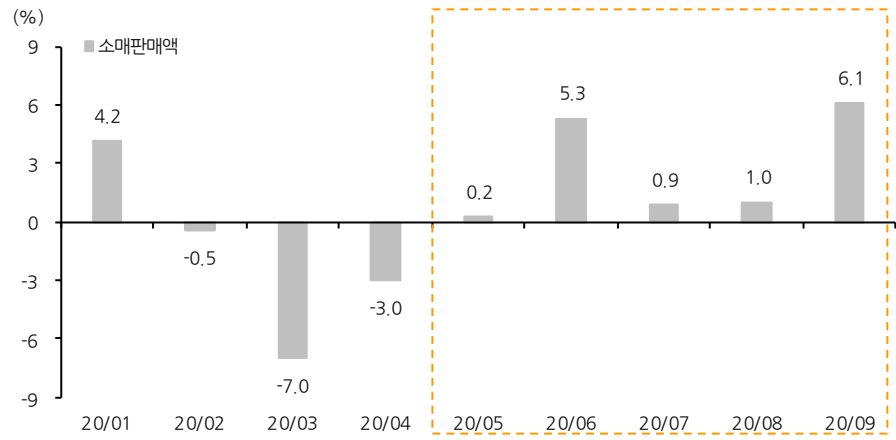
현재 코로나 19 영향이 2021년에도 이어질 가능성을 염두해 두는 것이 바람직하다. 하지만, 방역체계가 고도화 되면서 ▶ 경제와 방역을 동시에 고려하는 정부의 정책이 시행되고 있고, ▶ 방역 수칙을 준수하는 선에서 소비활동이 이루어지고 있는 것으로 보여 점진적이거나 경제활동은 재개되고 있는 것으로 판단한다. 실제 월별 소매판매액 추이를 보면 전체 소매유통시장 성장률은 5월 이후 성장세로 전환하며 5개월 연속 플러스를 기록하고 있고, 승용차를 제외한 소매판매액도 9월부터 플러스로 전환하였다. 여기에 중국인 소비 영향을 가장 크게 받는 면세점까지(승용차 제외) 제외하면 7~9월 평균 소매판매 성장률은 +5.3%를 기록 중이다.

[표6] 변경된 거리두기 단계별 일상 및 사회·경제적 활동 방역조치

구분	1 단계	1.5 단계	2 단계	2.5 단계	3 단계
마스크 착용 의무화	중점/일반관리시설 대중교통, 의료기관, 약국, 요양시설, 주야간보호시설, 집회/시위장, 종교시설, 실내 스포츠 경기장, 고위험 사업장 등	1 단계에 실외 스포츠 경기장 추가	실내 전체, 위험도 높은 실외 활동	실내 전체, 2m 이상 거리 유지가 어려운 실외	
모임/행사	500명 이상 행사는 지자체 신고·협의 필요, 방역수칙 의무화	1 단계 조치 유지, 축제 등 일부 행사는 100인 이상 금지	100인 이상 금지	50인 이상 금지	10인 이상 금지
스포츠관람	관중 입장(50%)	관중 입장(30%)	관중 입장(10%)	무관중 경기	경기 중단
교통시설 이용	마스크 착용 의무화		교통수단(차량) 내 음식 섭취 금지 추가 (국제항공편 제외)	KTX, 고속버스 등 50% 이내로 예매 제한 권고 (항공기 제외)	KTX, 고속버스 등 50% 이내로 예매 제한 (항공기 제외)
등교	밀집도 2/3 원칙, 조정 가능	밀집도 2/3 준수	밀집도 1/3 원칙 (고등학교 2/3) 최대 2/3 내에서 운영 가능	밀집도 1/3 준수	원격수업 전환
종교활동	※ 단계 조정 시 방역 및 집단감염 상황에 따라 종교계와 협의하여 구체적 조치 내용 및 대상 결정				
	좌석 한 칸 띄우기 모임·식사 자제 권고 (숙박행사 금지)	정규예매 등 좌석 수의 30% 이내로 제한 모임·식사 금지	정규예매 등 좌석 수 20% 이내로 제한 모임·식사 금지	비대면, 20명 이내로 인원 제한 모임·식사 금지	1인 영상만 허용 모임·식사 금지
직장근무	기관·부서별 적정 비율 재택근무 등 실시 권고 고위험 사업장 (콜센터, 유통물류센터) 마스크 착용 의무화	기관·부서별 재택근무 등 확대 권고		인원의 1/3 이상 재택근무 등 권고	필수인력 이외 재택근무 등 의무화

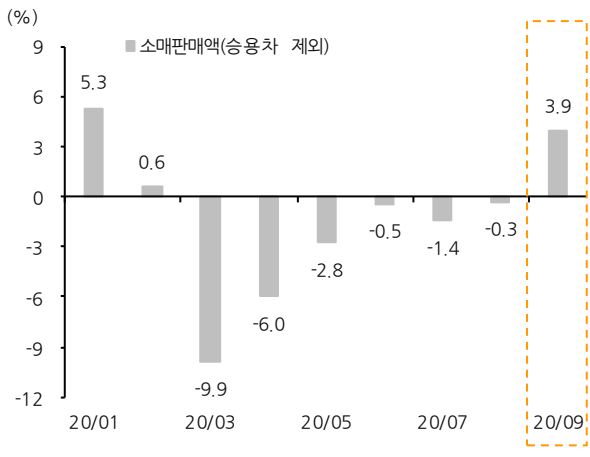
자료: 언론보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 2020년 월별 소매판매액 성장률



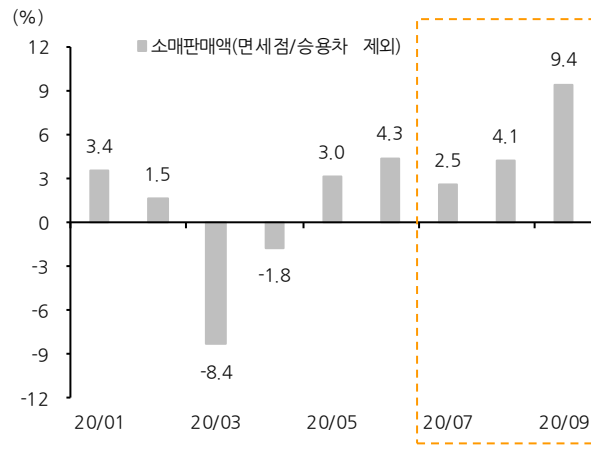
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 월별 승용차 제외 소매판매액 및 성장률 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 월별 면세점/승용차 제외 소매판매액 및 성장률 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

IV. 2021년 유통업체 투자전략: 선별적 그러나 적극적

투자의견
Positive로 상향

유통업종에 대한 투자의견을 Positive로 상향한다. 2021년 소매유통시장은 긍정적인 요소와 부정적인 부분이 혼재되어 있어 낙관하기란 쉽지 않은 상황이다. 당사에서 판단하고 있는 부정적인 영업환경은 코로나 19 장기화 및 가계대출 증가에 따라 소득증가 여력이 제한될 가능성이 높다고 보고 있다. 반면, 해외여행 제한에 따른 국내 소비전환 효과와 코로나 19에 따른 기저 그리고 점진적인 경제활동 재개 움직임은 긍정적인 측면으로 작용할 전망이다.

2021년도 유통업체 실적
회복 요인:
1) 낮은 기저효과
2) 해외여행경비 전환효과
3) 비용 효율화

결론적으로, 2021년도 주요 유통업체 실적 회복은 가능할 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 코로나 19에 따른 기저효과로 전체적인 집객력 회복이 가능할 것으로 보이고, 2) 해외여행경비 국내소비 전환에 따른 효과가 반영될 것으로 예상하며, 3) 코로나 19 위기에 따라 비수익점포 폐점 및 효율적인 비용 통제를 진행하고 있어 수익성 개선 효과도 극대화할 것으로 분석하기 때문이다.

당사에서는 전방위적인 유통채널 회복이 이루어질 것을 예상하고 있다. 다만, ▶ 채널별로 차별화될 가능성이 높고, ▶ 상대적으로 경기와 무관하게 성장 가능성이 높은 업종에 대해 주목할 것을 권고한다. 코로나 19 영향이 완전히 배제된다고 보기 어렵기 때문에 보수적인 관점에서 대응하는 것이 바람직하다는 판단이다. 이에 면세점, 온라인 그리고 편의점 산업에 주목할 것을 추천한다.

▶▶ 면세점: 2021년 3분기까지 문제가 없다

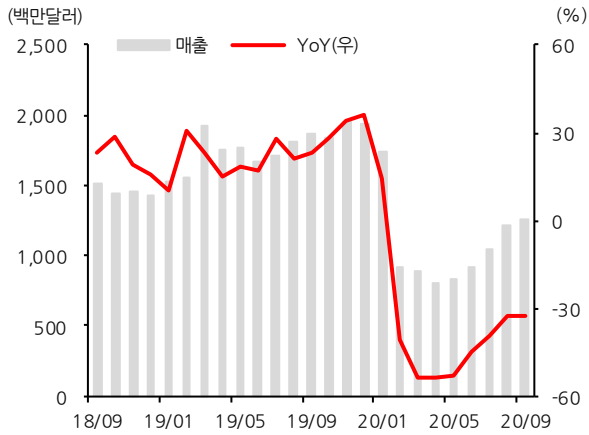
면세점 2021년 +10.6%
성장할 것으로 기대

첫째, 면세점이다. 2021년 면세점 시장은 2020년대비 +10.7% 성장한 +17.6조원에 달할 것으로 전망한다. 긍정적 성장을 예상하는 근거는 1) 2020년 코로나 19 영향에 따른 기저가 존재하고, 2) 중국내 경제활동 재개에 따라 면세점내 화장품 관련 수요가 증가하고 있으며, 3) 입국조치 제한에도 불구하고 제3자 반송으로 판매가 유지되고 있으며, 4) 공항면세점 임대료 감면 조치에 따라 수익성 개선도 기대되기 때문이다.

2021년 3분기까지
안정적인 성장세 유지될
전망

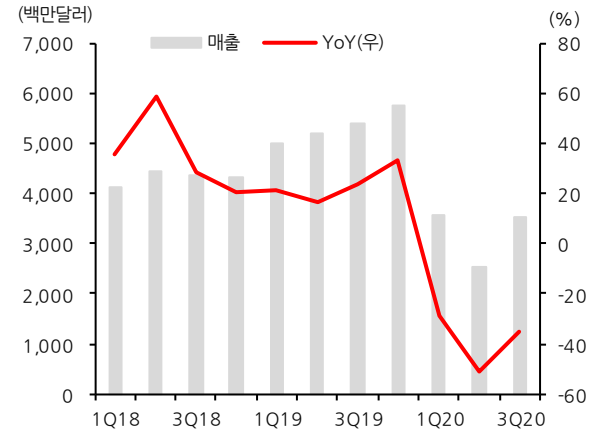
주요 면세점 업체들의 2020년 실적은 적자를 기록하였다. 2019년 월별 시장규모는 약 2조원, 분기별 규모는 약 6조원에 달하였다. 2019년 4분기 규모는 6.7조원에 이르렀으나, 코로나 19가 확산되면서 2020년 2분기 면세점 시장규모는 전년동기대비 -48.4% 감소한 약 3.1조원까지 축소되었다. 이러한 감소 추세는 중국내 경제활동이 재개된 시점 이후 상승하기 시작하였고, 최근 2020년 3분기 시장규모는 약 4.2조원으로 회복되는 흐름이 나타나고 있다. 이러한 추세는 이어질 가능성이 높다. 특히, 본격적인 면세점 매출액 회복이 8월부터 이루어지고 있다는 점에서 2021년 3분기까지 안정적인 성장세는 유지될 것으로 전망한다.

[그림44] 월별 면세점 매출액 추이



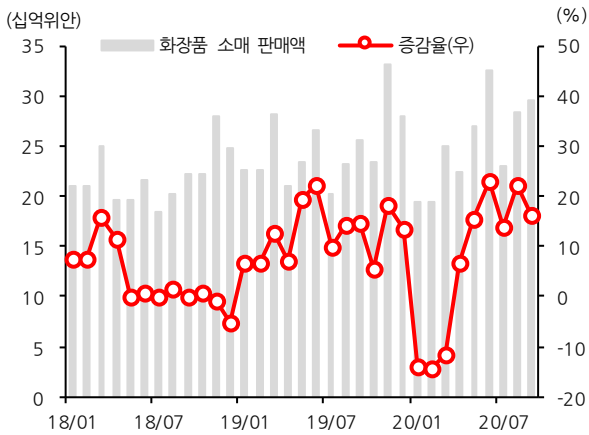
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 분기별 면세점 매출액 추이



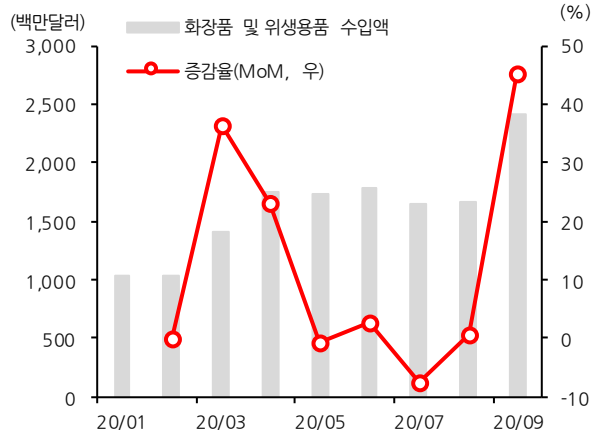
자료: 한국면세점협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 중국 화장품 소매 판매액 추이



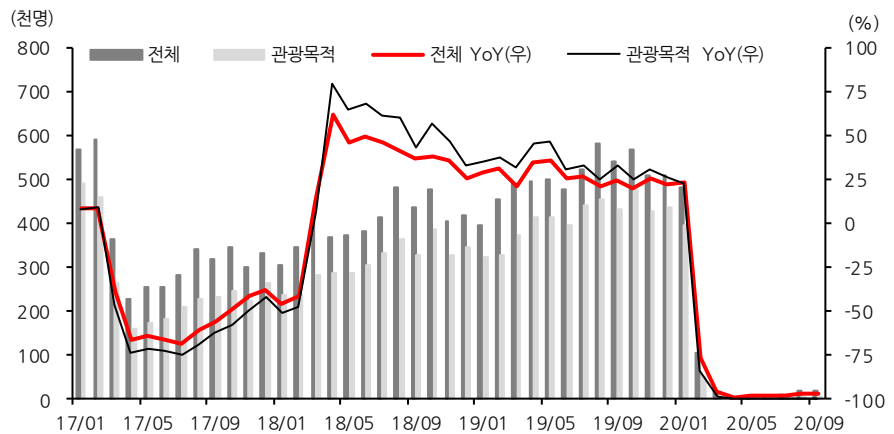
자료: 국가통계국, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 2020년 중국 화장품 및 위생용품 수입액 추이



자료: 해관총서, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 국내 중국인 입국자 수 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

» 온라인: 高 성장률은 당분간 유지될 전망

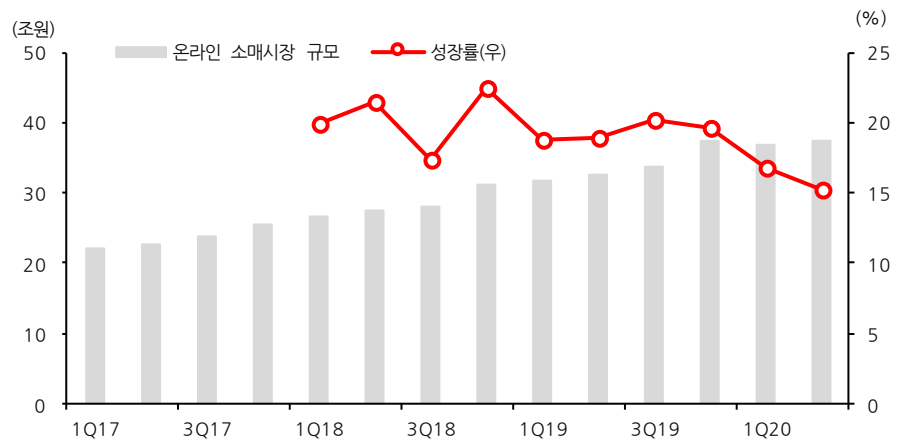
온라인 성장세 지속 전망
상위업체의 점유율 더욱
증가할 것

둘째, 온라인이다. 온라인채널 성장률은 다소 둔화되겠지만 2021년에도 이어질 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 온라인 식품부문 침투율이 낮아 추가적으로 성장할 가능성이 높고, 2) 가전 및 가구의 경우 온라인을 통한 구매빈도가 급격하게 증가하기 시작했으며, 3) 코로나 19에 따라 감소하였던 서비스 및 기타부문 회복 가능성이 높다고 판단하기 때문이다. 다만, ▶ 높아진 소매시장 침투율과, ▶ 고령층 비중, ▶ 코로나 19에 따른 일시적인 성장을 고려할 때 성장률은 다소 하락할 것으로 전망한다. 그럼에도 불구하고 소매유통채널 중에서는 압도적인 성장률을 기록할 것으로 판단한다.

상위업체 점유율 증가할
것으로 기대

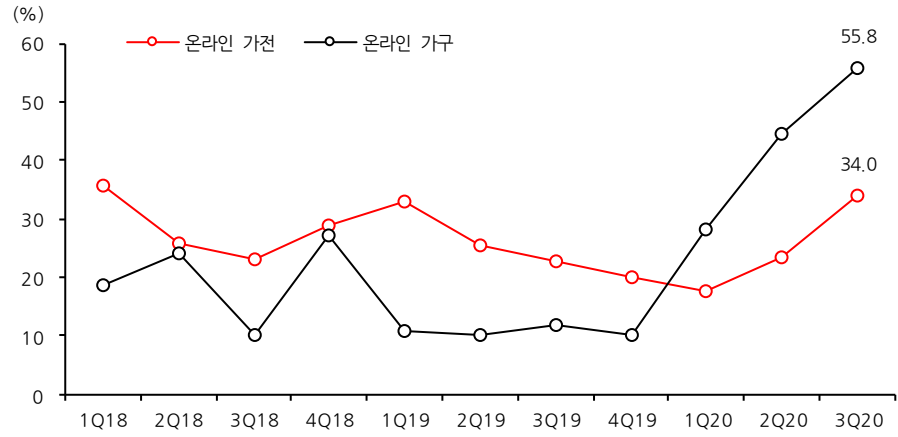
2021년 온라인 시장은 상위업체 점유율이 더욱 증가할 가능성이 높은 것으로 판단하고 있으며 3가지 경쟁력을 구축한 업체들에 주목한다. 1) 신선식품 경쟁력이 높고, 2) 온라인과 물류센터를 동시에 활용하고 있으며, 3) 플랫폼을 통한 모객이 가능한 업체들로 뽑고 있다. 당사에서는 2020년 온라인 시장규모를 약 157조원으로 예상하고 있으며, 2021년에는 전년대비 +15.6% 성장한 181조원에 이를 것으로 추정한다.

[그림49] 온라인 소매시장 규모 및 성장률 추이



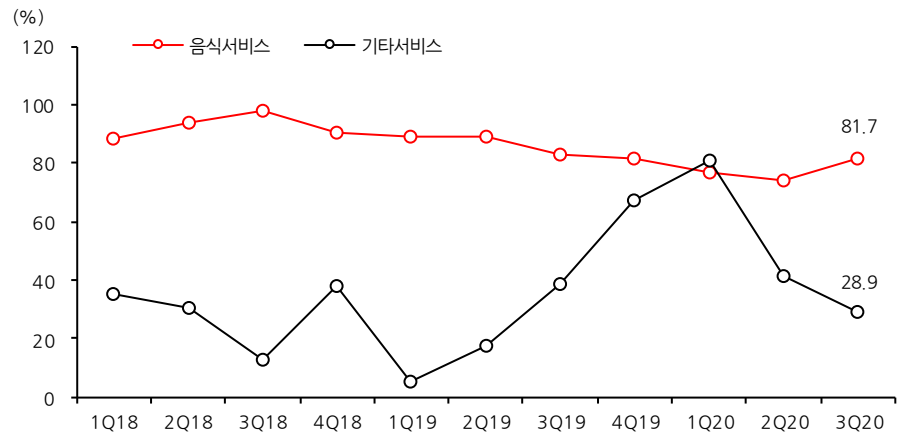
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 온라인 가전, 가구 매출 성장률 추이



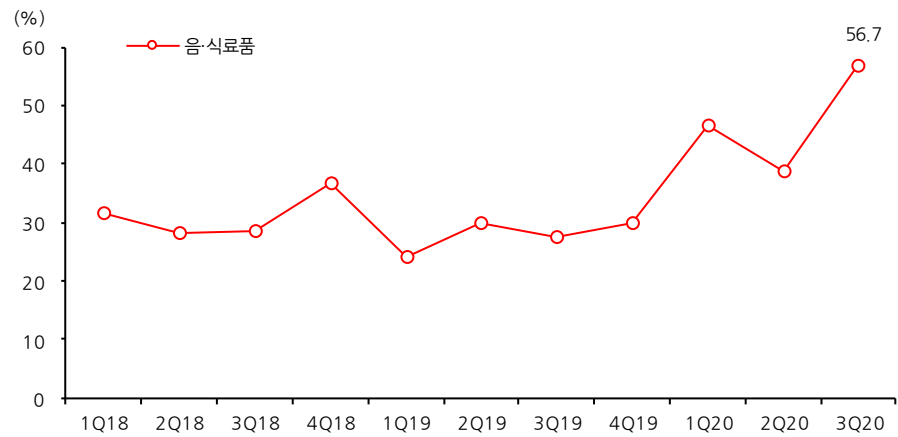
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 온라인 음식 서비스, 기타 서비스 매출 성장률 추이



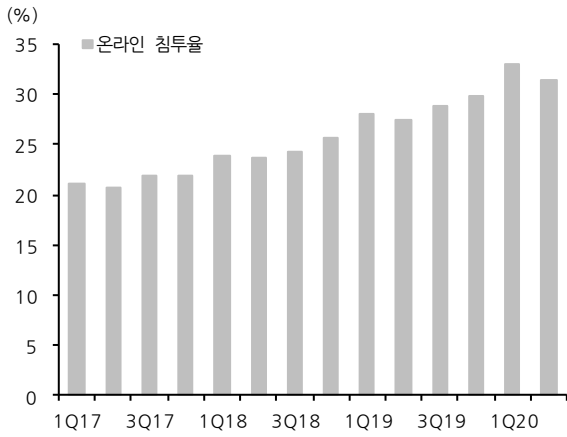
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 온라인 음식료품 매출 성장률 추이



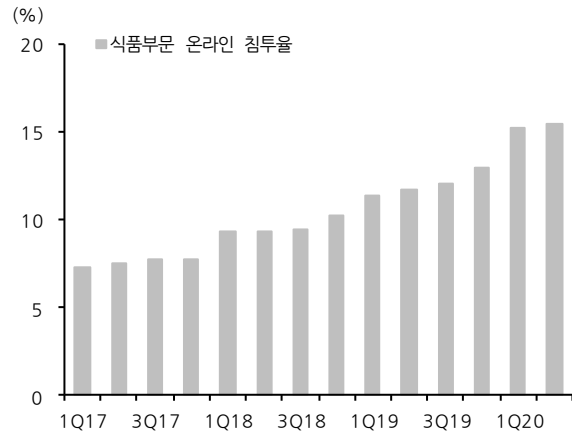
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 소매시장 온라인 침투율



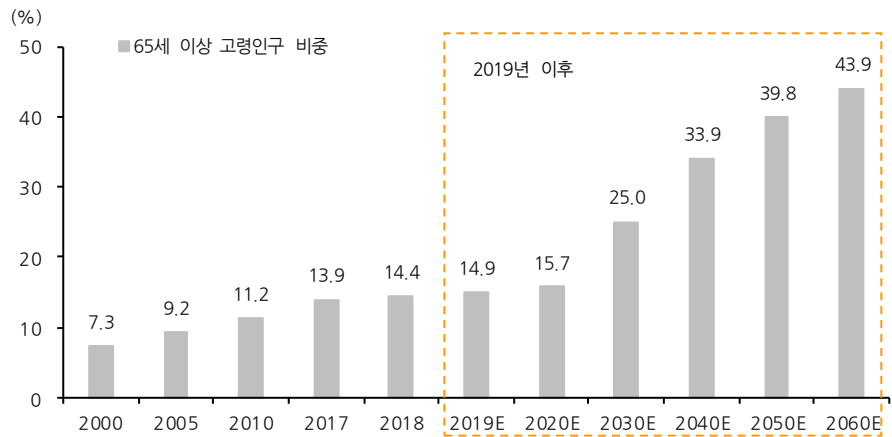
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 식품부문 온라인 침투율



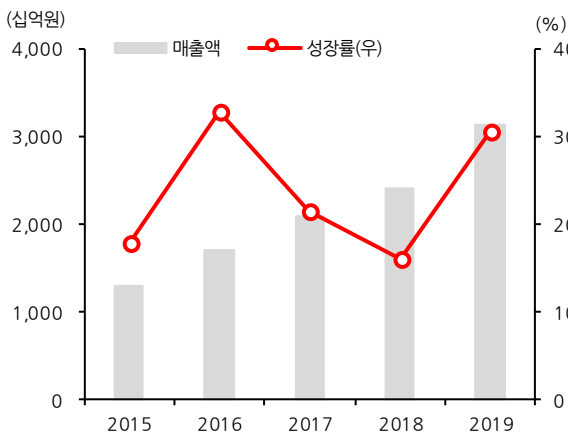
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 고령인구비율 추이



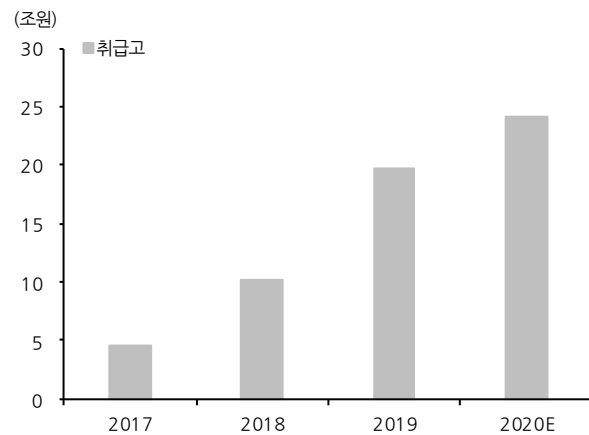
주: '18년 이전 <인구주택총조사>, '19년 이후 <장래인구특별추계> 자료 참고
 자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] SSG.com 매출액 추이



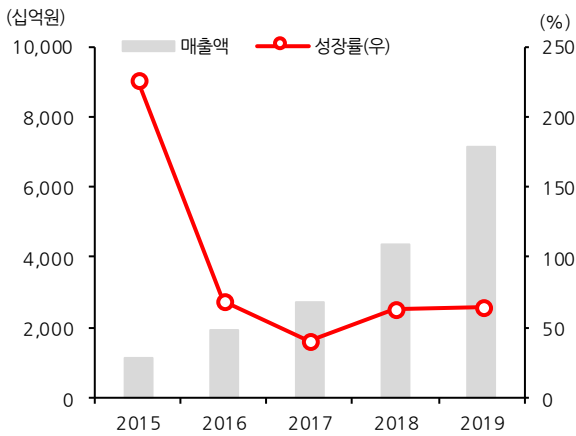
자료: SSG.com, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 네이버 쇼핑 취급고



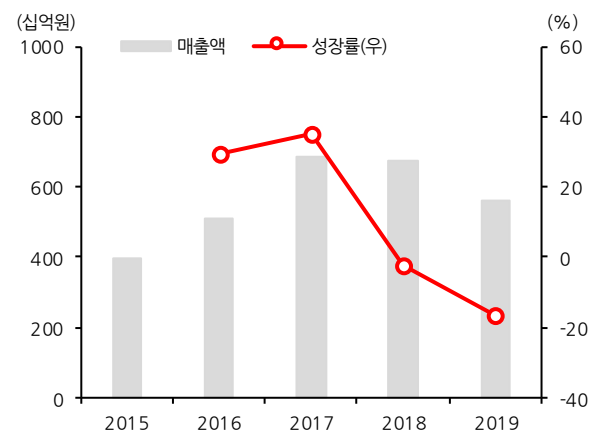
자료: 언론 보도 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 쿠팡 매출액 추이



자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 11번가 매출액 추이



자료: 11번가, 한화투자증권 리서치센터

≫ 편의점: 점포증가 효과만으로도 차별적인 성장률 기대

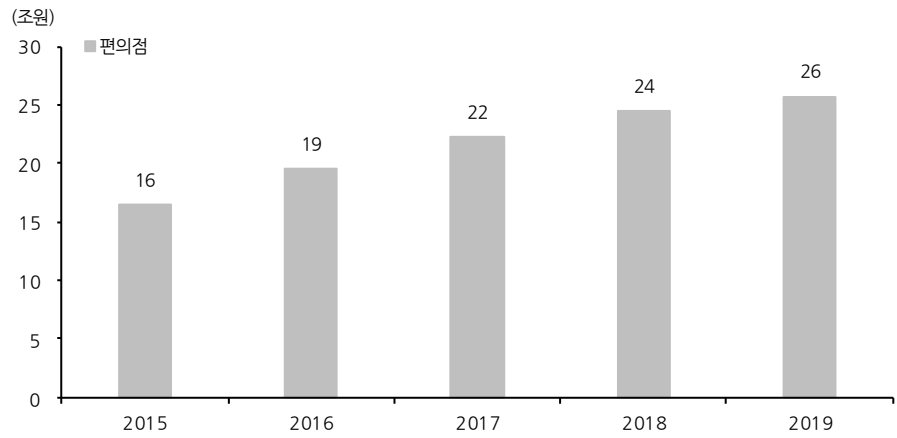
편의점, 매출성장 및 수익성 개선 동시 기대

셋째, 편의점산업 성장도 기대되는 부분이다. 수익성 개선도 동시에 진행될 것으로 예상되어 긍정적인 시각을 제시한다. 2021년 편의점산업 성장을 예상하는 이유는 1) 신규점 출점 효과가 더욱 가속화될 것으로 보이고, 2) 코로나 19 기저로 집객력 회복이 예상되며, 3) Product Mix 효과로 마진을 개선이 기대되기 때문이다.

신규점 출점에 따른 성장 지속 전망

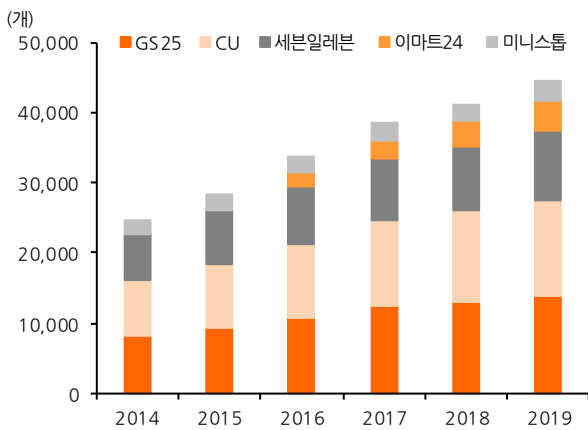
당사에서 가장 긍정적으로 예상하는 부분은 신규점 출점에 따른 성장 가능성이다. 올해 주요 업체들의 점포수 순증수는 약 800~1,000개로 성장률로 보면 약 6% 수준에 달하고 있다. 과거 공격적인 출점이 이루어졌던 시기인 2016~2017년에(약 1,500개 내외) 비해 낮은 수치이지만, 안정적인 출점 수요를 유지하고 있는 것이다. 최근 출점 수요는 상당히 견조한 것으로 생각한다. ▶ 2016~2017년의 경우 담뱃값 인상에 따른 출점 기준이 낮아지는 구간이었고, ▶ 높아진 출점수와 일매출 수준이 과거보다 상당히 높아졌으며, ▶ 퇴직인구 증가 본격화에 따른 공급수요가 확대되고 있으며, ▶ 자율출점 규제에도 불구하고 안정적인 출점이 이어지고 있기 때문이다. 2021년에도 출점을 통한 성장 여력은 약 5~6% 수준으로 추정한다.

[그림60] 편의점 시장 규모 추이



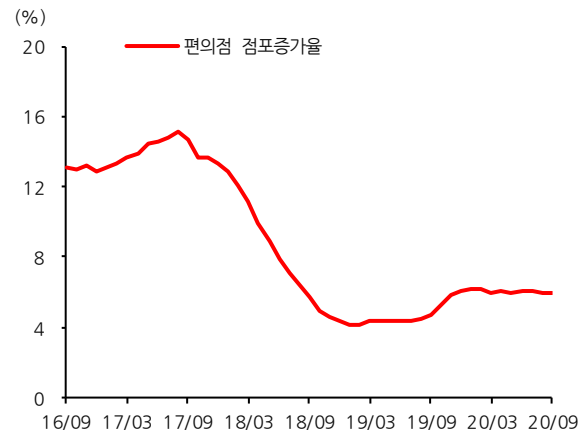
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 주요 편의점 점포 수 추이



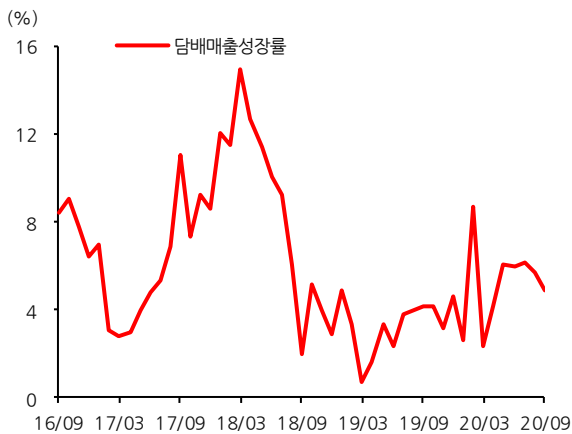
자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 편의점 점포 증가율



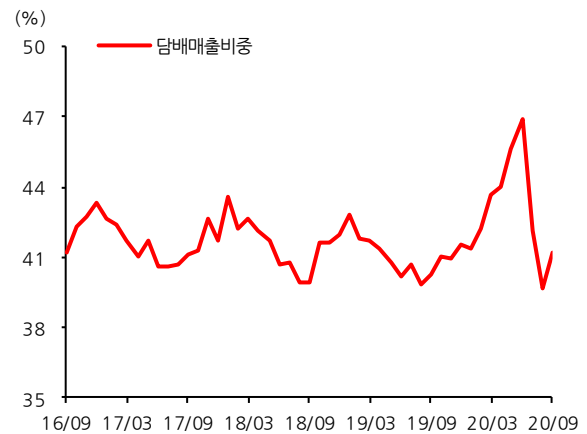
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 담배 매출 성장률

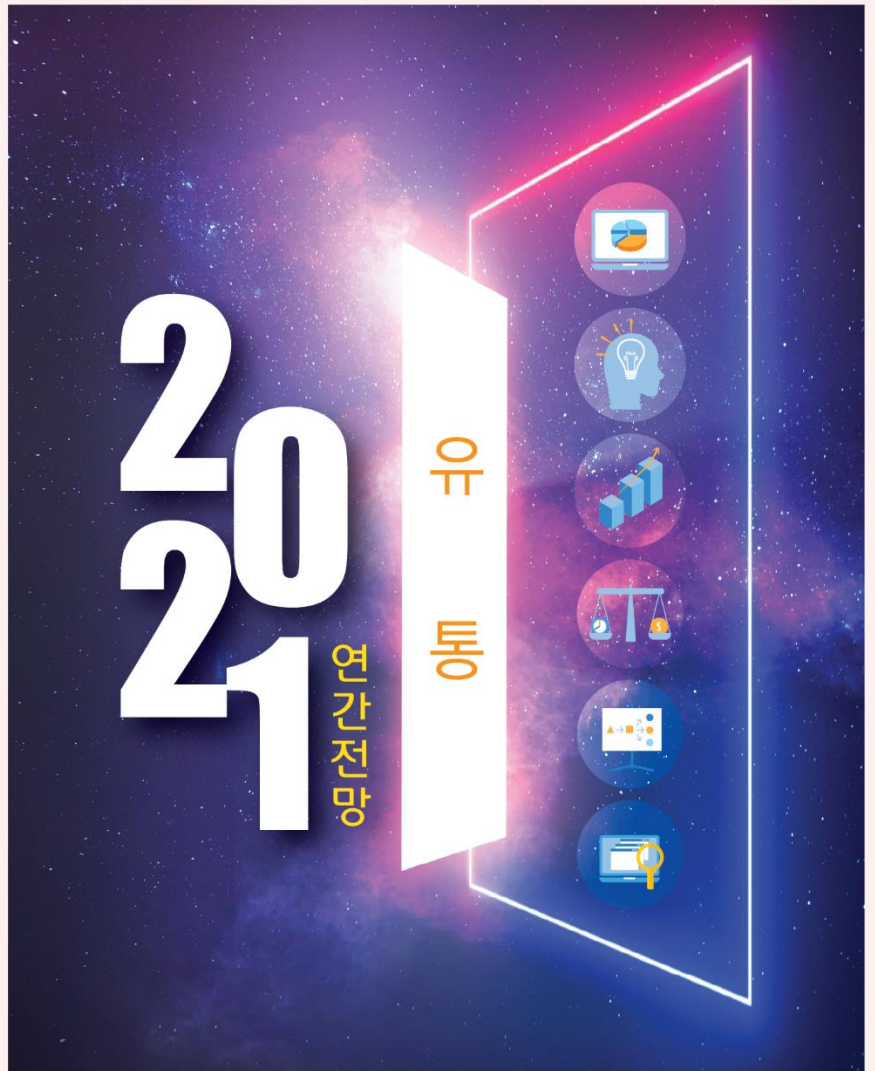


자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 편의점 매출 중 담배 비중



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터



V.

기업분석

1. GS리테일 (007070)
2. BGF리테일 (282330)
3. 현대백화점 (069960)

GS리테일 (007070)

투자하기 딱 좋은 시점!



▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

BUY (유지)

목표주가(유지): 60,000원

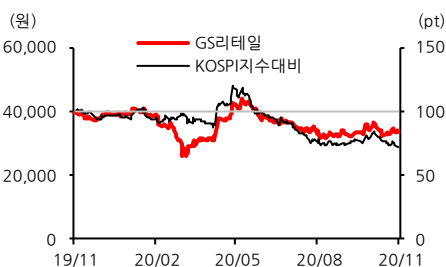
현재 주가(11/18)	33,900원
상승여력	▲77%
시가총액	26,103억원
발행주식수	77,000천주
52 주 최고가 / 최저가	43,850 / 25,950원
90 일 일평균 거래대금	131.07억원
외국인 지분율	14.5%
주주 구성	
GS (외 2 인)	65.8%
국민연금공단 (외 1 인)	6.0%
GS 리테일우리카사 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-1.5	3.5	-19.2	-15.0
상대수익률(KOSPI)	-10.2	-4.9	-50.6	-32.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	9,007	8,975	9,392	9,690
영업이익	239	286	299	324
EBITDA	898	669	584	605
지배주주순이익	133	197	201	222
EPS	1,729	2,563	2,609	2,888
순차입금	2,696	2,331	2,232	2,179
PER	22.7	13.2	13.0	11.7
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.4	7.4	8.3	7.9
배당수익률	1.8	2.2	2.4	2.5
ROE	6.2	8.8	8.4	8.7

주가 추이



GS리테일에 대한 Top Pick 의견을 유지합니다. 2021년 영업환경은 2020년에 비해 긍정적으로 평가합니다. 연간 6%에 달하는 출점이 이루어지고 있고, 집객력 회복에 따른 상품군 믹스 효과도 동시에 이루어질 것으로 예상합니다.

2021년 실적 레벨업 이어질 전망

2021년 GS리테일 실적 성장은 이어질 것으로 전망한다. 2021년 동사의 영업실적은 매출액 9조 3,920억 원(전년대비 +4.7%), 영업이익 2,986억 원(전년대비 +4.2%)를 기록할 것으로 추정한다. 2020년 1분기 광고물 상업시설 매각 자문 용역료에 따른 1회성 수익이 있음에도 불구하고 전 사업부 개선에 따라 실적 성장은 가능할 것으로 판단한다.

출점 속도 유지. 2021년 기저 효과로 이익 성장 가능

당사에서는 2021년 영업실적 개선 가능성은 높은 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 근거는 ▶ 상품믹스에 따른 마진을 개선, ▶ 신규점 출점에 따른 안정적인 성장기조 유지, ▶ 파르나스 인터컨티넨탈 리노베이션 마무리에 따른 정상적인 영업 개시가 기대되기 때문이다.

2021년에도 코로나 19 영향이 제한될 것으로 보기는 어렵다. 하지만, 2020년 급격한 충격이 이루어졌고, 부정적인 영업환경에도 신규점 출점은 안정적으로 이루어지고 있음을 증명하였다. 2021년 영업환경이 큰 폭으로 개선되기는 어렵겠지만, 올해보다 부정적으로 보기 어렵고, 출점을 통한 성장이 안정적으로 이어지고 있다는 점에서 실적 성장은 가능할 것으로 판단한다.

투자의견 BUY, 목표주가 60,000원 유지

동사에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 60,000원을 유지한다. 2021년에도 실적 성장은 이루어질 것으로 전망한다. 올해는 코로나 19에 따른 집객력 하락이 실적 성장을 제한하였다. 2021년에는 기저효과와 출점을 통한 성장 그리고 상품믹스 효과로 외형과 함께 수익성 개선도 동시에 이루어질 것으로 기대한다. 이에 긍정적인 시각을 제시한다.

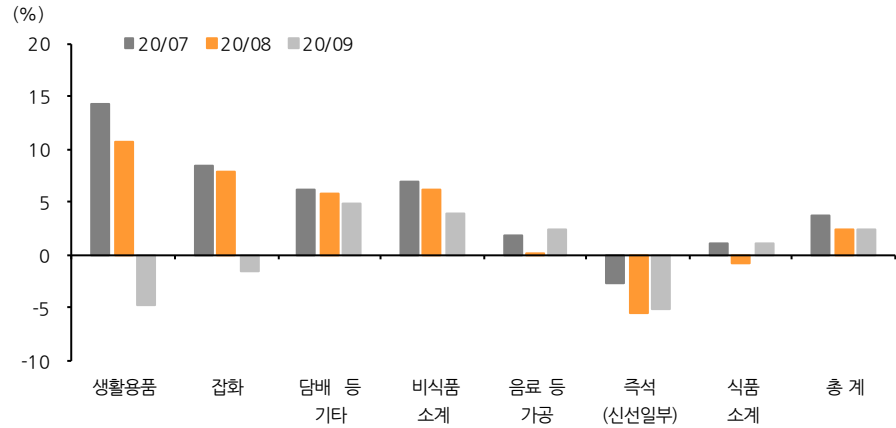
[표7] GS리테일 분기 및 연간 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	2,082.8	2,307.7	2,375.6	2,240.8	2,141.9	2,210.7	2,348.8	2,273.1	9,006.9	8,974.5	9,392.0
YoY, %	4.4	4.9	2.2	3.2	2.8	-4.2	-1.1	1.4	3.6	-0.4	4.7
_ 편의점	1,556.9	1,758.0	1,817.8	1,723.7	1,602.8	1,762.9	1,822.9	1,792.5	6,856.4	6,981.1	7,268.5
_ 슈퍼마켓	375.9	384.7	389.3	325.5	345.1	314.6	365.5	301.1	1,475.4	1,326.3	1,293.4
_ 기타	82.5	88.4	93.8	104.7	148.7	97.2	101.7	114.3	369.4	461.9	503.2
_ 파르나스호텔	67.4	76.6	74.6	86.9	45.3	36.0	56.0	65.2	305.5	202.4	326.9
매출원가	1,646.9	1,801.8	1,846.4	1,777.5	1,659.3	1,763.4	1,852.2	1,715.4	7,072.6	6,990.3	7,270.1
YoY, %	4.1	4.3	1.1	4.7	0.8	-2.1	0.3	-3.5	3.5	-1.2	4.0
매출총이익	435.9	506.0	529.2	463.3	482.6	447.3	496.6	557.7	1,934.3	1,984.2	0.0
YoY, %	5.4	7.3	5.9	-2.3	10.7	-11.6	-6.1	20.4	4.1	2.6	-100.0
매출총이익률, %	20.9	21.9	22.3	20.7	22.5	20.2	21.1	24.5	21.5	22.1	0.0
판매비	414.2	429.0	438.6	413.5	393.8	397.8	417.6	498.3	1,695.3	1,707.5	1,823.2
YoY, %	5.8	3.1	4.2	-7.9	-4.9	-7.3	-4.8	20.5	1.0	0.7	6.8
_ 인건비	127.6	135.3	134.3	141.7	120.4	118.5	119.4	140.9	538.8	499.3	507.3
_ 감가상각비	55.6	57.0	57.6	44.9	54.0	54.1	54.1	54.1	215.0	221.5	228.1
_ 무형자산상각비	12.6	12.1	12.1	4.0	9.4	9.3	9.3	9.3	40.9	42.1	43.3
_ 지급임차료	56.0	51.9	69.8	1.7	41.5	40.3	74.0	65.8	179.5	221.6	235.7
_ 기타판매비	162.3	172.7	164.9	221.2	168.4	175.6	160.8	228.2	721.1	733.0	808.8
영업이익	21.4	76.9	90.6	49.8	88.8	59.2	79.0	59.5	238.7	286.5	298.6
YoY, %	-0.9	38.1	16.8	96.8	315.0	-23.0	-12.8	19.4	32.5	20.0	4.2
영업이익률, %	1.0	3.3	3.8	2.2	4.1	2.7	3.4	2.6	2.7	3.2	3.2

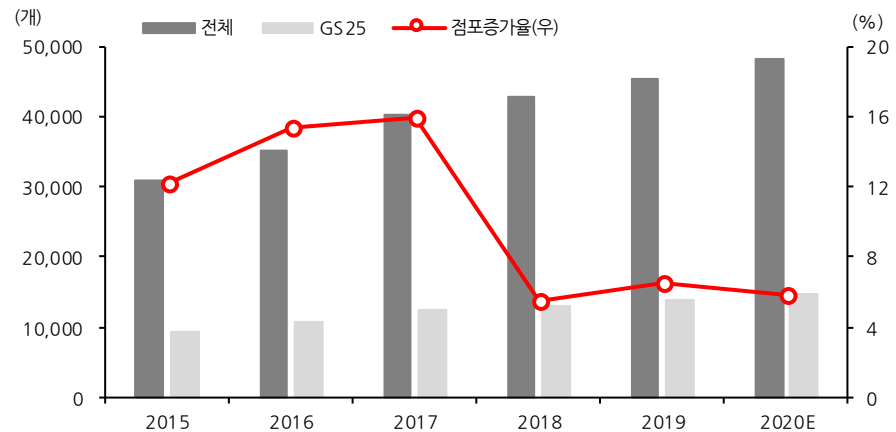
자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 상품별 매출액 성장률 추이



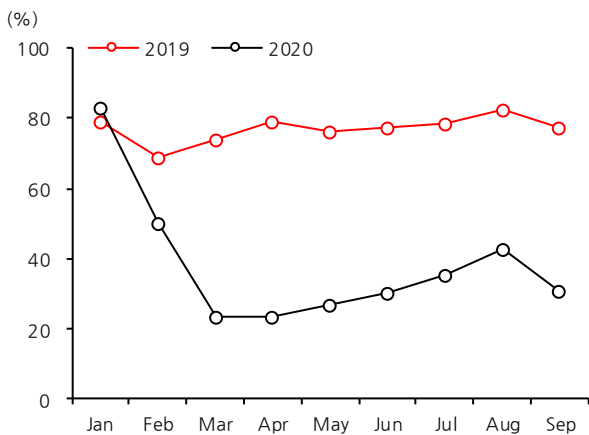
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 국내 편의점 및 GS25 신규점 출점 추이



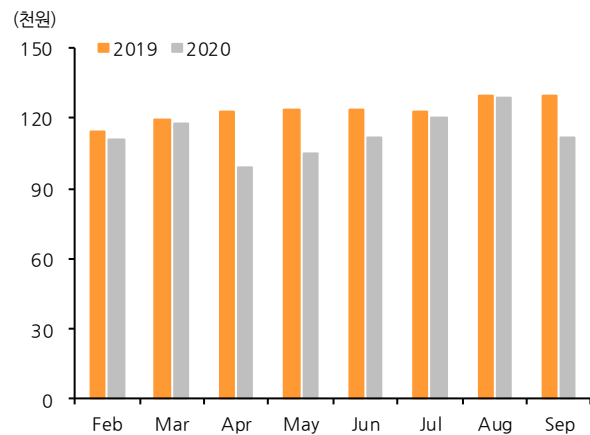
자료: 공정거래위원회, GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 서울지역 호텔 객실 이용률 추이



자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 서울지역 호텔 일평균 객실당가 추이



자료: 문화체육관광부, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	8,692	9,007	8,975	9,392	9,690
매출총이익	1,839	1,942	1,985	2,127	2,295
영업이익	180	239	286	299	324
EBITDA	481	898	669	584	605
순이자손익	-3	-30	-19	-13	-10
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-1	-3	-3	-4
세전계속사업손익	180	200	248	264	293
당기순이익	132	144	192	201	222
지배주주순이익	121	133	197	201	222
증가율(%)					
매출액	5.1	3.6	-0.4	4.7	3.2
영업이익	8.8	32.5	19.9	4.3	8.7
EBITDA	10.2	86.6	-25.5	-12.7	3.7
순이익	15.0	8.5	33.6	4.7	10.7
이익률(%)					
매출총이익률	21.2	21.6	22.1	22.6	23.7
영업이익률	2.1	2.7	3.2	3.2	3.3
EBITDA 이익률	5.5	10.0	7.5	6.2	6.2
세전이익률	2.1	2.2	2.8	2.8	3.0
순이익률	1.5	1.6	2.1	2.1	2.3

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	325	804	641	557	569
당기순이익	132	144	192	201	222
자산상각비	301	659	382	285	281
운전자본증감	-169	-85	60	15	8
매출채권 감소(증가)	9	2	-11	-14	-19
재고자산 감소(증가)	8	42	-9	-10	-13
매입채무 증가(감소)	-82	-44	47	28	29
투자현금흐름	-385	-301	-237	-409	-467
유형자산처분(취득)	-268	-251	-333	-277	-285
무형자산 감소(증가)	-25	-1	-15	-15	-15
투자자산 감소(증가)	-9	-30	-91	-9	-12
재무현금흐름	31	-507	-172	-138	-62
차입금의 증가(감소)	79	-452	-118	-80	0
자본의 증가(감소)	-47	-50	-54	-58	-62
배당금의 지급	-47	-50	-54	-58	-62
총현금흐름	557	976	581	542	561
(-)운전자본증가(감소)	130	21	-27	-15	-8
(-)설비투자	288	269	346	277	285
(+)자산매각	-6	17	-2	-15	-15
Free Cash Flow	134	704	259	265	269
(-)기타투자	121	84	-236	108	155
잉여현금	12	620	495	157	114
NOPLAT	133	172	221	227	247
(+) Dep	301	659	382	285	281
(-)운전자본투자	130	21	-27	-15	-8
(-)Capex	288	269	346	277	285
OpFCF	16	542	284	251	251

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	710	800	1,147	1,195	1,285
현금성자산	151	248	566	585	638
매출채권	266	267	280	294	313
재고자산	225	183	193	202	216
비유동자산	4,389	6,254	6,084	6,171	6,316
투자자산	1,878	3,821	3,624	3,730	3,881
유형자산	2,347	2,297	2,346	2,347	2,354
무형자산	165	136	113	95	81
자산총계	5,099	7,055	7,230	7,365	7,602
유동부채	1,720	1,777	1,754	1,718	1,765
매입채무	573	531	558	585	615
유동성이자부채	792	875	798	718	718
비유동부채	920	2,727	2,790	2,818	2,847
비유동이자부채	279	2,069	2,100	2,100	2,100
부채총계	2,641	4,504	4,544	4,536	4,611
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156	156
이익잉여금	1,860	1,952	2,092	2,235	2,396
자본조정	-4	-11	-5	-5	-5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	2,458	2,551	2,686	2,829	2,990

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,566	1,729	2,563	2,609	2,888
BPS	27,116	28,232	30,122	31,981	34,070
DPS	650	700	750	800	850
CFPS	7,232	12,680	7,540	7,040	7,287
ROA(%)	2.4	2.2	2.8	2.8	3.0
ROE(%)	5.9	6.2	8.8	8.4	8.7
ROIC(%)	4.2	4.1	4.4	4.6	4.9
Multiples(x, %)					
PER	25.9	22.7	13.2	13.0	11.7
PBR	1.5	1.4	1.1	1.1	1.0
PSR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	5.6	3.1	4.5	4.8	4.7
EV/EBITDA	8.4	6.4	7.4	8.3	7.9
배당수익률	1.6	1.8	2.2	2.4	2.5
안정성(%)					
부채비율	107.4	176.6	169.1	160.3	154.2
Net debt/Equity	37.4	105.7	86.8	78.9	72.9
Net debt/EBITDA	191.1	300.2	348.6	382.2	360.1
유동비율	41.2	45.0	65.4	69.5	72.8
이자보상배율(배)	6.1	3.3	4.1	4.4	4.9
자산구조(%)					
투하자본	61.8	55.8	53.9	53.3	52.7
현금+투자자산	38.2	44.2	46.1	46.7	47.3
자본구조(%)					
차입금	30.3	53.6	51.9	49.9	48.5
자기자본	69.7	46.4	48.1	50.1	51.5

BGF리테일 (282330)

출점과 상품경쟁력 강화



▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

Buy (유지)

목표주가(유지): 180,000원

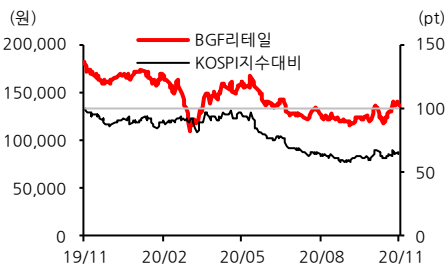
현재 주가(11/18)	133,000원
상승여력	▲35.3%
시가총액	22,988억원
발행주식수	17,284천주
52 주 최고가 / 최저가	183,000 / 109,000원
90 일 일평균 거래대금	60.52억원
외국인 지분율	31.5%
주주 구성	
비지애프 (외 25 인)	55.3%
국민연금공단 (외 1 인)	6.0%
GICPrivateLimited (외 1 인)	6.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.0	3.1	-16.1	-27.1
상대수익률(KOSPI)	0.3	-5.3	-47.5	-44.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,946	6,096	6,645	7,220
영업이익	197	163	202	230
EBITDA	526	535	533	534
지배주주순이익	151	127	160	184
EPS	8,758	7,362	9,259	10,630
순차입금	93	280	135	5
PER	19.4	18.1	14.4	12.5
PBR	4.7	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	5.7	4.8	4.6	4.3
배당수익률	1.6	2.0	2.0	2.0
ROE	26.5	19.9	22.4	21.9

주가 추이



출점 모멘텀 지속

2021년에도 출점을 통한 성장 가능성은 높은 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 1) 고용시장 약화에 따라 신규 창업수요가 증가할 가능성이 높고, 2) 편의점의 경우 가맹출점 비용이 상대적으로 낮아 관련 수요 전환 가능성이 높으며, 3) 코로나 19 영향을 제외할 경우 출점에 따른 잠식효과가 크다고 보기 어렵기 때문이다. 당사는 올해 약 6%의 신규점 출점을 통해 성장을 이루어냈다. 여기서 주의깊게 봐야하는 부분은 코로나 19 이전 기존점 성장률은 올해보다 나았다는 점이다. 2019년 하반기부터 출점이 본격화되는 과정에서도 기존점 성장률은 감소는 제한되었다는 점에서 신규출점에 따른 점포간 잠식효과는 크지 않은 것으로 판단한다. 2021년의 경우 신규점 효과와 기존점 회복이 동시에 기대된다는 점에서 긍정적으로 전망한다.

HMR 라인업 확대가 주는 의미

2020년의 경우 코로나 19에 따른 집객력 감소와 일부 주요 사이트 방문객수 급감에 따라 즉석식품 구매 비중은 하락하였다. 부정적인 영업 환경에도 불구하고 동사의 경우 ▶ 디스플레이 공간 확대 및, ▶ 다양한 상품연계 전략, ▶ CK를 활용한 PB브랜드 확대를 통해 상대적으로 견고한 매출을 달성할 수 있었다. 여기에 당사는 2021년부터 본격적인 냉장HMR 출시를 통해 즉석식품 라인업 강화를 계획하고 있다. 이러한 전략적인 선택은 ▶ 상품군 믹스를 통해 점포당 효율성을 높이고, ▶ 과거와 다르게 자체적인 상품경쟁력 확보가 무엇보다 중요해진다는 의미로 해석한다. 당사에서는 2021년 BGF푸드의 CK투자 성과를 기대하고 있으며, 차별적인 경쟁력 구축을 통해 점유율 확대가 이루어질 것으로 판단하고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 18만원 유지

BGF리테일에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 18만원을 유지한다. 긍정적인 시각을 제시하는 이유는 1) 신규점 출점을 통한 성장이 지속될 가능성이 높고, 2) 상품군 믹스를 통한 마진을 개선과, 3) 즉석식품 라인업 확대를 통해 경쟁력 확대를 모색하고 있기 때문이다.

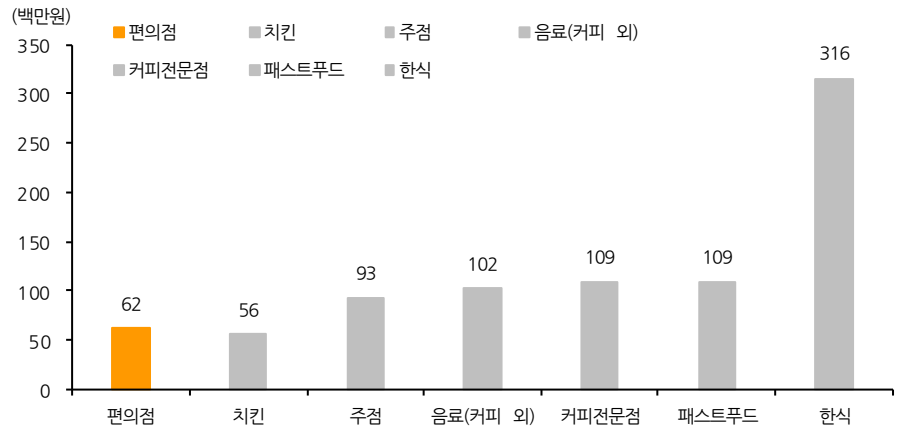
[표8] BGF리테일 분기 및 연간 실적 추이(연결기준)

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	1,349.8	1,516.5	1,582.8	1,497.0	1,393.1	1,549.2	1,682.7	1,546.1	5,946.1	6,096.1	6,645.1
YoY,%	2.5	2.6	2.8	3.9	3.2	2.2	6.3	3.3	2.9	2.5	9.0
_편의점	1,349.4	1,516.1	1,581.7	1,496.2	1,392.1	1,546.6	1,681.5	1,545.3	5,943.4	6,090.7	6,639.2
_기타	0.4	0.4	1.1	0.8	1.0	2.6	1.2	0.8	2.7	5.5	5.9
매출원가	1,118.5	1,239.6	1,298.2	1,233.3	1,159.1	1,285.6	1,390.0	1,281.4	4,889.6	5,048.1	5,502.5
YoY,%	2.3	2.0	3.1	3.7	3.6	3.7	7.1	3.9	2.8	3.2	9.0
매출총이익	231.3	276.9	284.6	263.7	233.9	263.6	292.7	264.6	1,056.5	1,048.1	1,142.6
YoY,%	3.6	5.2	1.4	4.4	1.1	-4.8	2.9	0.3	3.6	-0.8	9.0
매출총이익률, %	17.1	18.3	18.0	17.6	16.8	17.0	17.4	17.1	17.8	17.2	17.2
판매비	205.0	215.9	219.8	219.2	215.5	219.1	229.1	226.4	859.9	885.3	940.9
YoY,%	3.9	4.4	2.2	3.8	5.1	1.5	4.2	3.3	3.6	3.0	6.3
_인건비	41.8	42.8	41.8	42.2	42.8	43.6	45.2	42.0	168.6	167.4	168.8
_임차비	2.3	4.7	4.6	4.8	3.5	1.8	1.1	4.5	16.3	13.6	15.7
_감가상각비	28.5	29.6	30.6	31.4	32.5	33.7	34.9	33.7	120.2	123.8	127.5
_무형자산상각비	4.0	4.2	4.2	4.3	3.9	3.7	4.3	4.4	16.6	17.1	18.3
_지급수수료	65.5	72.7	75.2	72.7	70.3	74.3	77.6	74.3	286.0	296.3	322.8
_기타판매비	62.9	62.0	63.4	63.8	62.5	62.0	66.7	67.5	252.2	258.1	287.8
영업이익	26.3	61.0	64.8	44.5	18.5	44.6	63.6	38.2	196.6	162.8	201.6
YoY,%	0.9	8.1	-1.2	7.5	-29.7	-26.9	-1.9	-14.1	3.8	-17.2	23.9
영업이익률, %	1.9	4.0	4.1	3.0	1.3	2.9	3.8	2.5	3.3	2.7	3.0

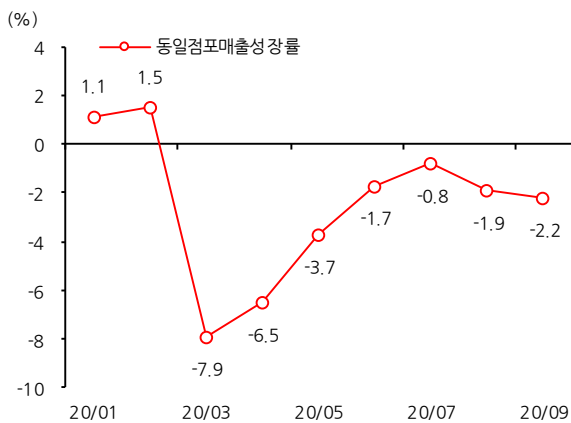
자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 업종별 평균 창업비용



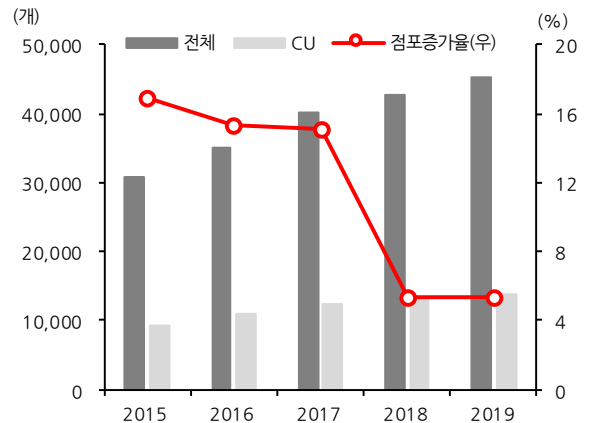
자료: 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 2020년 BGF 리테일 동일점포매출성장률(SSSG) 추이



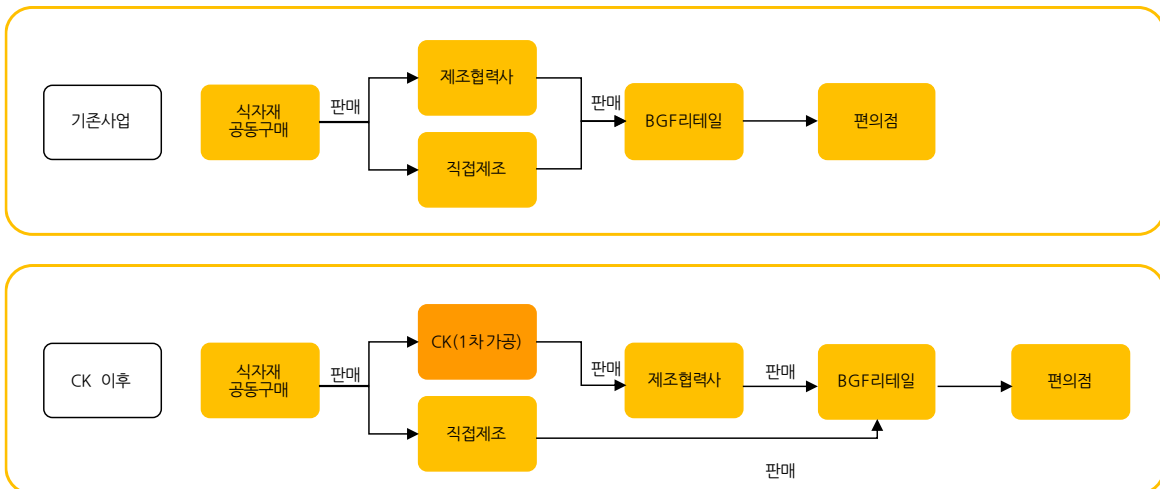
자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 국내 편의점 및 CU 신규점 출점 추이



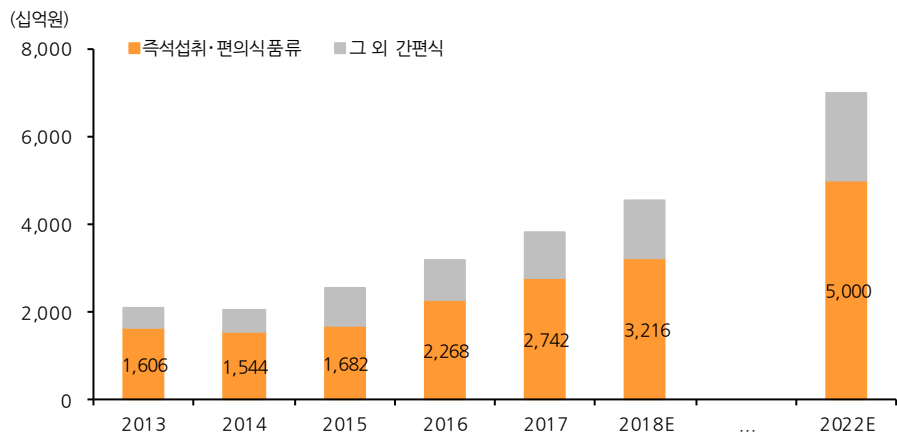
자료: BGF리테일, 공정거래위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] BGF 푸드 사업구조 변화



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 국내 간편식 시장 규모 추이 및 전망



주: 2018년 즉석섭취·편의식품류 출하액은 한국농촌경제연구원 추정치 참고
 자료: 농수산식품유통공사 <2019 가공식품 세분시장 현황 - 간편식 시장> 한화투자증권 리서치센터

[표9] BGF 리테일 상품별 구성비

(단위: %)

상품구분	FY 20		FY 19		FY19	FY18
	3Q	3Q누계	3Q	3Q누계		
식품 (주 1)	12.4	12.7	12.6	13.1	13.3	13.1
가공식품 (주 2)	41.4	40.3	42.2	40.8	40.7	39.9
담배	40.1	41.0	39.3	40.2	40.1	41.0
비식품 (주 3)	6.1	6.0	5.9	5.9	5.9	6.0

주1: FF, HMR 등
 주2: 주류, 스낵, 유제품 등
 주3: OTC drug, 갑화 등
 자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,776	5,946	6,096	6,645	7,220
매출총이익	1,020	1,057	1,048	1,143	1,238
영업이익	190	197	163	202	230
EBITDA	312	526	535	533	534
순이자손익	7	-7	-6	-4	-2
외화관련손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	203	201	172	215	246
당기순이익	154	151	127	160	184
지배주주순이익	154	151	127	160	184
증가율(%)					
매출액	515.3	2.9	2.5	9.0	8.7
영업이익	614.7	3.7	-17.2	23.9	14.2
EBITDA	591.0	68.7	1.7	-0.4	0.1
순이익	451.0	-1.8	-15.9	25.8	14.8
이익률(%)					
매출총이익률	17.7	17.8	17.2	17.2	17.1
영업이익률	3.3	3.3	2.7	3.0	3.2
EBITDA 이익률	5.4	8.9	8.8	8.0	7.4
세전이익률	3.5	3.4	2.8	3.2	3.4
순이익률	2.7	2.5	2.1	2.4	2.5

현금흐름표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	346	533	505	493	488
당기순이익	154	151	127	160	184
자산상각비	122	330	372	331	303
운전자본증감	29	36	-5	1	0
매출채권 감소(증가)	8	-1	-41	-10	-11
재고자산 감소(증가)	-9	13	-9	-10	-11
매입채무 증가(감소)	22	10	87	27	29
투자현금흐름	-324	-294	-260	-324	-334
유형자산처분(취득)	-180	-178	-241	-259	-267
무형자산 감소(증가)	-12	-4	-6	-6	-6
투자자산 감소(증가)	-99	-76	42	-22	-23
재무현금흐름	-15	-246	-105	-55	-55
차입금의 증가(감소)	1	-185	-65	-8	-8
자본의 증가(감소)	-17	-46	-47	-47	-47
배당금의 지급	-17	-46	-47	-47	-47
총현금흐름	340	545	510	492	488
(-)운전자본증가(감소)	-64	-76	23	-1	0
(-)설비투자	181	179	241	259	267
(+)자산매각	-11	-4	-6	-6	-6
Free Cash Flow	212	438	241	228	215
(-)기타투자	68	76	39	36	38
잉여현금	144	362	202	191	177
NOPLAT	144	148	120	150	172
(+) Dep	122	330	372	331	303
(-)운전자본투자	-64	-76	23	-1	0
(-)Capex	181	179	241	259	267
OpFCF	150	375	229	223	208

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	696	744	1,011	1,178	1,334
현금성자산	358	463	702	838	960
매출채권	82	88	97	107	118
재고자산	103	91	100	110	121
비유동자산	786	1,428	1,432	1,402	1,410
투자자산	250	787	896	932	970
유형자산	486	550	497	438	412
무형자산	51	49	39	32	28
자산총계	1,483	2,172	2,442	2,580	2,745
유동부채	764	951	1,152	1,176	1,202
매입채무	600	624	626	653	682
유동성이자부채	5	174	370	362	354
비유동부채	197	599	634	635	636
비유동이자부채	0	382	611	611	611
부채총계	961	1,550	1,786	1,811	1,838
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
이익잉여금	160	261	295	408	545
자본조정	22	22	22	22	22
자기주식	-2	0	-2	-2	-2
자본총계	522	623	656	770	907

주요지표 (단위: 원, 배)

12월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	8,921	8,758	7,362	9,259	10,630
BPS	30,182	36,022	37,969	44,527	52,457
DPS	2,680	2,700	2,700	2,700	2,700
CFPS	19,669	31,516	29,497	28,486	28,236
ROA(%)	11.2	8.3	5.5	6.4	6.9
ROE(%)	33.9	26.5	19.9	22.4	21.9
ROIC(%)	100.5	35.2	17.9	23.1	27.3
Multiples(x, %)					
PER	22.9	19.4	18.1	14.4	12.5
PBR	6.8	4.7	3.5	3.0	2.5
PSR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
PCR	10.4	5.4	4.5	4.7	4.7
EV/EBITDA	10.2	5.7	4.8	4.6	4.3
배당수익률	1.3	1.6	2.0	2.0	2.0
안정성(%)					
부채비율	184.2	248.9	272.2	235.3	202.7
Net debt/Equity	-67.6	14.9	42.6	17.5	0.5
Net debt/EBITDA	-113.0	17.6	52.2	25.3	0.9
유동비율	91.1	78.3	87.7	100.2	111.0
이자보상배율(배)	27.7	10.3	9.5	13.0	16.5
자산구조(%)					
투자자본	21.8	35.0	29.6	26.3	24.5
현금+투자자산	78.2	65.0	70.4	73.7	75.5
자본구조(%)					
차입금	1.0	47.2	59.9	55.8	51.6
자기자본	99.0	52.8	40.1	44.2	48.4



현대백화점 (069960)

2021년 기저와 면세점

▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

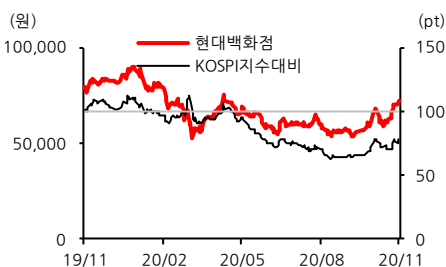
현재 주가(11/18)	70,400원
상승여력	▲42%
시가총액	16,475억원
발행주식수	23,402천주
52 주 최고가 / 최저가	90,000 / 53,000원
90 일 일평균 거래대금	164.18억원
외국인 지분율	14.9%
주주 구성	
정지선 (외 4 인)	36.1%
국민연금공단 (외 1 인)	13.5%
자사주 (외 1 인)	5.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	13.7	17.5	5.7	-10.8
상대수익률(KOSPI)	5.0	9.1	-25.7	-28.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,199	2,475	2,715	2,870
영업이익	292	185	310	366
EBITDA	504	386	481	538
지배주주순이익	194	156	263	308
EPS	8,296	6,645	11,224	13,165
순차입금	406	650	493	244
PER	10.0	10.6	6.3	5.3
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA	4.7	6.0	4.4	3.5
배당수익률	1.2	1.6	1.7	2.0
ROE	4.6	3.6	5.8	6.5

주가 추이



영업환경의 최악의 시점은 지났다고 판단합니다. 기존점 성장률이 회복되고 있고, 의류 및 잡화 성장세도 목격되고 있습니다. 면세점의 경우에도 시장 성장률을 상회하고 있어 긍정적으로 생각합니다. 현대백화점을 2021년 차선후주로 제시합니다.

기저만으로도 고 성장세 가능

2021년 현대백화점 실적은 고 성장할 것으로 전망한다. 2021년 동사의 매출액은 7조 7,962억 원(전년대비 +10.1%), 영업이익 3,101억 원(전년대비 +67.8%)로 추정한다. 긍정적 실적을 예상하는 근거는 1) 코로나 19에 따른 기저가 존재하고, 2) 의류 및 잡화류 매출 상승이 이루어지고 있고, 3) 면세점 매출 증가에 따른 효과와 4) 점진적인 소비개선이 이루어질 것으로 예상하기 때문이다.

특히, 면세점 실적 성장에 주목하고 있다. 2020년 3분기 면세점 일평균 매출액은 50억 원을 상회하였는데, 이는 전분기대비 2배 이상 성장한 수치이다. ▶ 동 추세는 3분기부터 본격화되기 시작하였고, ▶ 외형확대에 따른 이익개선 효과가 빠르게 이루어지고 있어 적자폭은 급격하게 개선될 것으로 전망한다. 2020년 면세점 사업부 적자는 약 550억 원으로 추정한다. 2021년 보수적으로 가정하더라도 약 280억 원 이상의 적자폭 축소가 가능할 것으로 예상되어 긍정적이다.

신규점 출점 효과도 기대

신규점 출점에 따른 효과도 기대되는 부분이다. 동사는 올해 6월 프리미엄아울렛 대전점, 11월에는 남양주점을 오픈하였다. 2021년 1분기에는 여의도 파크원 출점이 예정되어 있다. 신규점 출점을 기대하는 이유는 1) 2021년 관련 실적이 온기로 반영될 전망이고, 2) 지리적 위치 이점이 크며, 3) 파크원의 경우 영업면적이 판교와 유사해 6천 억원 이상의 매출이 기대되기 때문이다.

투자의견 BUY, 목표주가 10만 원 유지

현대백화점에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 10만 원을 유지한다. ▶ 코로나 19에 따른 백화점 본업에 대한 기저가 존재하고, ▶ 면세점 실적 성장이 빠르게 이루어지고 있다는 점에서 긍정적인 시각을 제시한다.

[표10] 현대백화점 수익 추정치 변화

(단위: 십억 원, %, %p)

구분	당사 추정치 변경전			당사 추정치 변경후			추정치 변경후 차이		
	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	4Q20E	2020E	2021E	3Q20E
순매출액	2,219.0	2,482.9	702.2	2,474.6	2,714.6	846.1	11.5	9.3	20.5
영업이익	122.2	246.7	69.3	184.8	310.1	117.1	51.2	25.7	69.0
영업이익률	5.5	9.9	9.9	7.5	11.4	13.8	2.0	1.5	4.0

자료: 현대백화점, 한화투자증권 리서치센터

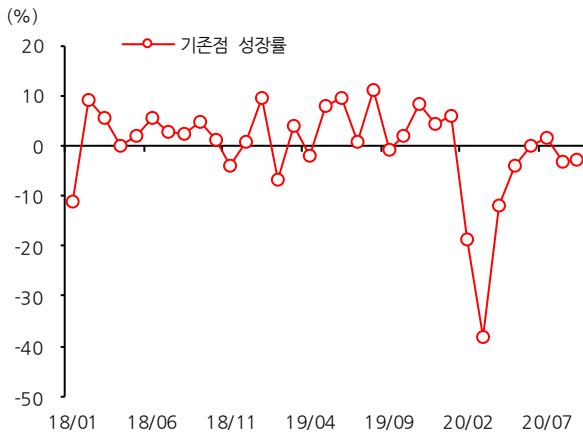
[표11] 현대백화점 분기 및 연간 실적 추이 (연결기준)

(단위: 십억 원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20E	2019	2020E	2021E
총매출액	1,583.1	1,585.8	1,554.1	1,818.4	1,383.7	1,555.2	1,802.4	2,338.6	6,541.4	7,079.9	7,796.2
YoY, %	10.5	14.0	13.1	8.2	-12.6	-1.9	16.0	28.6	11.3	8.2	10.1
순매출액	521.0	533.4	532.2	612.4	449.6	516.6	662.3	846.1	2,199.0	2,474.6	2,714.6
YoY, %	15.3	20.6	21.8	15.3	-13.7	-3.1	24.4	38.2	18.1	12.5	9.7
매출원가	131.6	134.1	146.2	160.3	130.5	163.0	268.8	229.9	572.2	792.2	735.5
YoY, %	52.8	68.9	78.7	55.3	-0.9	21.5	83.9	43.4	63.2	38.4	-7.2
매출총이익	389.4	399.3	386.0	452.1	319.1	353.6	393.5	616.2	1,626.8	1,682.4	1,979.1
YoY, %	6.5	10.0	8.7	5.7	-18.1	-11.4	1.9	36.3	7.6	3.4	17.6
매출총이익률, %	24.6	25.2	24.8	24.9	23.1	22.7	21.8	26.3	24.9	23.8	25.4
판매 및 일반관리비	314.3	348.6	325.1	346.6	304.2	345.5	348.8	499.1	1,334.6	1,497.6	1,669.0
YoY, %	19.5	21.2	18.1	5.3	-3.2	-0.9	7.3	44.0	15.5	12.2	11.4
영업이익	75.1	50.7	60.9	105.5	14.9	8.1	44.7	117.1	292.2	184.8	310.1
YoY, %	-26.9	-32.7	-23.8	7.0	-80.2	-84.0	-26.6	11.0	-18.0	-36.8	67.8
영업이익률, %	4.7	3.2	3.9	5.8	1.1	0.5	2.5	5.0	4.5	2.6	4.0

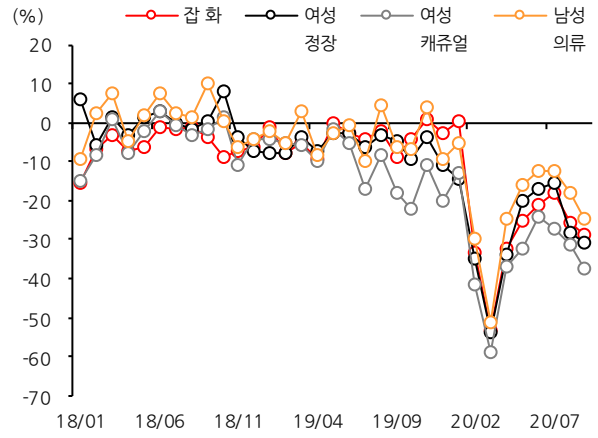
자료: 현대백화점, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 백화점 기준점 성장률 추이



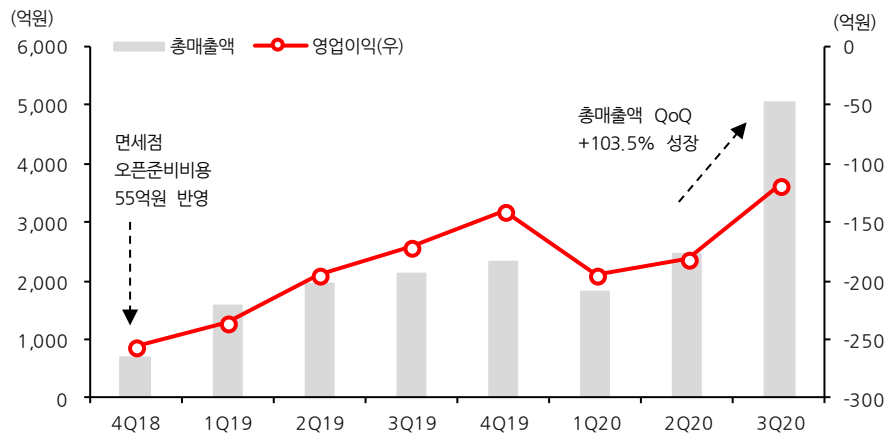
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 백화점 잡화 및 의류 상품군 매출액 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 현대백화점 면세점 부문 영업실적 추이



자료: 현대백화점, 한화투자증권 리서치센터

[표12] 현대백화점 신규점포 개요

현대프리미엄아울렛 대전점(6 월)	
소재지	대전광역시 유성구 용산동
규모	16,144 평(B1F~4F)
상권	대전, 세종, 청주, 천안 등 중부권 약 540만명
현대프리미엄아울렛 스페이스원(11 월)	
소재지	경기도 남양주시 다산동
규모	18,874 평(B1F~5F)
상권	강남, 송파, 강동, 남양주 등 서울 동부권 260만명 이상
현대백화점면세점 인천공항점(9 월)	
소재지	인천공항 터미널 1(DF7 구역)
규모	864 평
취급 카테고리	명품, 잡화, 전자, 유아, 식품 등
비고	코로나 19로 인한 임차료 감면 적용 중
현대백화점 파크원점(2 월)	
소재지	서울특별시 영등포구 여의도동
규모	26,953 평(B7F~8F)
상권	서울 서남부(영등포구, 마포구 등) 및 수도권
비고	서울 내 최대 규모, 20·30대 타겟 9,900m ² (2,995 평) 규모 밀레니얼관 오픈

자료: 현대백화점, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,862	2,199	2,475	2,715	2,870
매출총이익	1,512	1,627	1,682	1,979	2,115
영업이익	357	292	185	310	366
EBITDA	512	504	386	481	538
순이자손익	2	-3	-13	-12	-7
외화관련손익	0	1	0	0	0
지분법손익	19	27	40	44	45
세전계속사업손익	398	339	234	361	424
당기순이익	287	243	169	263	308
지배주주순이익	239	194	156	263	308
증가율(%)					
매출액	0.8	18.1	12.5	9.7	5.7
영업이익	-9.4	-18.1	-36.8	67.8	18.1
EBITDA	-4.6	-1.4	-23.6	24.9	11.7
순이익	-4.9	-15.5	-30.3	55.0	17.3
이익률(%)					
매출총이익률	81.2	74.0	68.0	72.9	73.7
영업이익률	19.2	13.3	7.5	11.4	12.8
EBITDA 이익률	27.5	22.9	15.6	17.7	18.7
세전이익률	21.4	15.4	9.4	13.3	14.8
순이익률	15.4	11.1	6.8	9.7	10.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업현금흐름	435	377	356	393	453
당기순이익	287	243	169	263	308
자산상각비	155	212	201	171	172
운전자본증감	-25	-45	67	-12	4
매출채권 감소(증가)	-9	26	-24	-45	-35
재고자산 감소(증가)	-54	-71	-9	-14	-10
매입채무 증가(감소)	27	9	2	21	22
투자현금흐름	-134	-502	-474	-230	-196
유형자산처분(취득)	-221	-272	-391	-200	-160
무형자산 감소(증가)	0	0	-4	-2	-6
투자자산 감소(증가)	-34	-224	20	-20	-20
재무현금흐름	-147	-63	324	-226	-28
차입금의 증가(감소)	-121	-20	364	-200	0
자본의 증가(감소)	-18	-20	-40	-26	-28
배당금의 지급	-18	-20	-23	-26	-28
총현금흐름	555	554	289	405	450
(-)운전자본증가(감소)	-101	-39	45	12	-4
(-)설비투자	221	273	393	200	160
(+)자산매각	0	1	-3	-2	-6
Free Cash Flow	435	320	-152	191	287
(-)기타투자	5	89	-14	8	9
잉여현금	430	231	-138	182	278
NOPLAT	257	210	134	225	266
(+) Dep	155	212	201	171	172
(-)운전자본투자	-101	-39	45	12	-4
(-)Capex	221	273	393	200	160
OpFCF	292	187	-103	185	281

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	1,259	1,365	1,656	1,674	1,972
현금성자산	470	527	741	697	947
매출채권	643	617	648	693	728
재고자산	115	184	193	206	217
비유동자산	5,730	6,258	6,628	6,710	6,759
투자자산	794	1,158	1,279	1,331	1,385
유형자산	4,894	5,059	5,305	5,336	5,326
무형자산	42	41	43	44	49
자산총계	6,989	7,623	8,283	8,384	8,731
유동부채	1,293	1,443	1,911	1,761	1,812
매입채무	673	687	708	729	751
유동성이자부채	0	61	497	297	297
비유동부채	866	1,200	1,247	1,262	1,277
비유동이자부채	499	871	893	893	893
부채총계	2,159	2,644	3,158	3,022	3,089
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,501	3,648	3,782	4,018	4,298
자본조정	-98	-136	-131	-131	-131
자기주식	-110	-127	-143	-143	-143
자본총계	4,829	4,979	5,125	5,362	5,642

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표					
EPS	10,211	8,296	6,645	11,224	13,165
BPS	176,584	181,263	187,157	197,281	209,246
DPS	900	1,000	1,100	1,200	1,400
CFPS	23,718	23,653	12,334	17,296	19,219
ROA(%)	3.5	2.7	2.0	3.2	3.6
ROE(%)	5.9	4.6	3.6	5.8	6.5
ROIC(%)	6.1	4.6	2.7	4.3	5.1
Multiples(x, %)					
PER	8.9	10.0	10.6	6.3	5.3
PBR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
PSR	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
PCR	3.8	3.5	5.7	4.1	3.7
EV/EBITDA	4.2	4.7	6.0	4.4	3.5
배당수익률	1.0	1.2	1.6	1.7	2.0
안정성(%)					
부채비율	44.7	53.1	61.6	56.4	54.8
Net debt/Equity	0.6	8.2	12.7	9.2	4.3
Net debt/EBITDA	5.6	80.5	168.5	102.5	45.3
유동비율	97.3	94.6	86.6	95.1	108.8
이자보상배율(배)	24.3	16.3	6.3	11.2	15.2
자산구조(%)					
투하자본	77.1	74.0	71.9	72.1	69.2
현금+투자자산	22.9	26.0	28.1	27.9	30.8
자본구조(%)					
차입금	9.4	15.8	21.3	18.2	17.4
자기자본	90.6	84.2	78.7	81.8	82.6

[Compliance Notice]

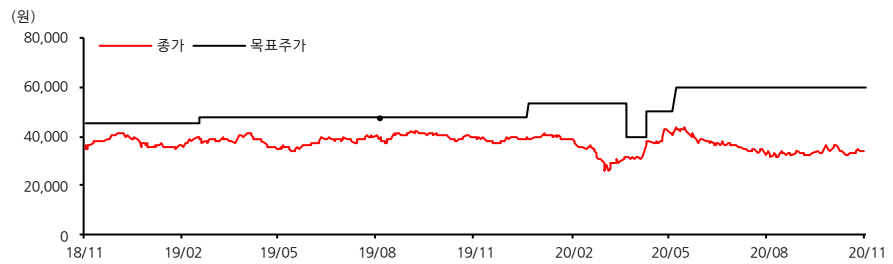
(공표일: 2020년 11월 18일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[GS리테일 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

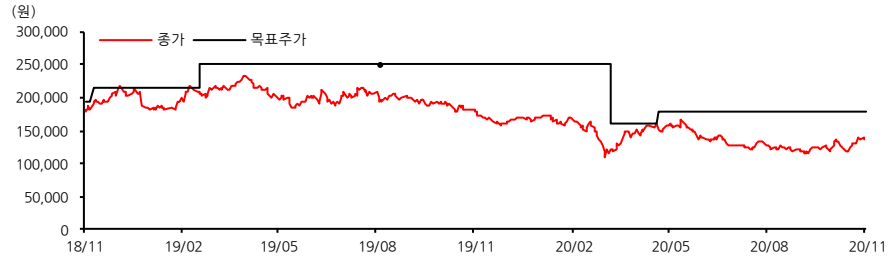
일 시	2016.08.12	2019.01.11	2019.02.01	2019.03.06	2019.05.07	2019.08.05
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		45,000	45,000	48,000	48,000	48,000
일 시	2019.08.09	2019.10.17	2020.01.08	2020.02.06	2020.04.09	2020.04.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	48,000	48,000	53,000	53,000	40,000	50,000
일 시	2020.05.25	2020.07.09	2020.08.10	2020.10.14	2020.10.28	2020.11.11
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
일 시	2020.11.18					
투자의견	Buy					
목표가격	60,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.03.06	Buy	48,000	-19.34	-12.50
2020.01.08	Buy	53,000	-33.09	-22.64
2020.04.09	Buy	40,000	-20.42	-8.75
2020.04.28	Buy	50,000	-20.79	-14.40
2020.05.25	Buy	60,000		

[BGF리테일 주가 및 목표주가 추이]



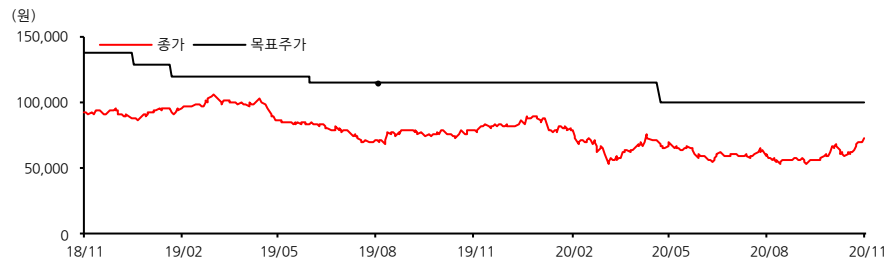
[투자의견 변동 내역]

일 시	2018.11.26	2019.03.06	2019.03.25	2019.05.10	2019.08.09	2019.09.17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	215,000	250,000	250,000	250,000	250,000	250,000
일 시	2019.11.08	2020.02.12	2020.03.25	2020.05.08	2020.07.13	2020.08.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	250,000	250,000	160,000	180,000	180,000	180,000
일 시	2020.10.19	2020.11.06	2020.11.18			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	180,000	180,000	180,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018.11.26	Buy	215,000	-8.13	1.40
2019.03.06	Buy	250,000	-23.42	-7.00
2020.03.25	Buy	160,000	-10.52	0.31
2020.05.08	Buy	180,000		

[현대백화점 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2019.01.04	2019.01.14	2019.02.08	2019.06.18	2019.08.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		128,000	128,000	120,000	115,000	115,000
일 시	2019.10.22	2019.11.08	2020.01.29	2020.02.07	2020.03.27	2020.04.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000	115,000
일 시	2020.05.11	2020.08.24	2020.10.16	2020.11.06	2020.11.18	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.01.04	Buy	128,000	-28.20	-25.08
2019.02.08	Buy	120,000	-20.82	-11.67
2019.06.18	Buy	115,000	-34.04	-21.74
2020.05.11	Buy	100,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%