

하나금융투자 Retail Weekly

7.11 Retail Weekly Letter | 델타변이 불확실성 주가에 기 반영

Analyst 박종대(02-3771-8544) | Analyst 서현정(7552)

1. 주가 분석과 투자전략

- 1. **Top Picks:** 호텔신라/신세계/LG생활건강/코스맥스
- 2. **Neutral:** 롯데쇼핑/BGF리테일/롯데하이마트/현대홈쇼핑/아모레G/애경산업
- 3. **주간 Top Picks:** 코스맥스/연우

*Investment Focus

1. 2분기 실적전망: 코스맥스 호실적, GS 리테일/롯데쇼핑 예상보다 부진

1) 롯데쇼핑: 백화점 회복세 지속

2분기 연결 영업이익은 830억원(YoY+820억원) 규모로 추정한다. 백화점 기존점 매출이 YoY 10% 성장하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 백화점에서만 영업이익 650억원을 예상한다. 대형마트 사업은 기존점 성장률이 2%에 그치면서 영업손실(-310억원, 부가세환급 80억원 포함)을 이어갈 전망이다. 신선식품/HMR은 양호하지만 롱스/리빙 등 비식품이 부진하다. 온라인 매출은 YoY 19% 양호한 성장세를 이어가고 있으며, 김포센터는 가동률 60%, 오프라인 센터 매출은 YoY 200~300%에 이르고 있다. 오프라인 점포의 물류센터 전환이 성공적으로 이뤄지면서 점포 스크랩은 올해 1~2개에 그칠 전망이다. 컬처웍스 매출이 전년 동기대비 2배 늘어나면서 영업이익 YoY +200억원 증가하고, 홈쇼핑도 소폭 증익이 예상된다.

하지만, 롯데하이마트 매출이 YoY 5% 감소하면서 YoY 10% 내외 감익 예상되고, 롯데은 프로모션 확대로 영업손실 규모가 줄어들지 못하는 게 아쉬움이다. 롯데쇼핑은 올해 동탄 백화점(8월), 의왕 아울렛(9월) 신규 오픈을 앞두고 있다. 슈퍼 폐점(1분기 -20개, 2분기 -10개)을 지속하면서 이마트와 마찬가지로 부동산 자산을 조금씩 줄일 계획이다. 백화점 회복세는 긍정적이지만, 롯데은 불확실성은 여전하다. 현재 주가는 12MF PER 16.3 배로 높은 편이다. 당분간 주가 모멘텀은 제한적이다.

2) GS 리테일: 예상보다 부진한 편의점

2분기 연결 영업이익은 510억원(YoY -14%)에 그칠 것으로 추정한다. 편의점 실적 부진이 아쉽다. 동일점 성장률이 YoY -1%에 그치면서 편의점 사업 감익이 불가피해 보인다. 주말 강우일 증가와 불매운동 영향 등으로 담배 및 연관 상품 매출 감소했고, 데일리/F&F도 부진했다. 점포수 증가는 분기별로 200개 내외 이뤄지고 있다. 슈퍼 사업 역시 매출 감소세가 지속되고 있고, 과징금(약 50억원)이 반영될 수 있어 감익이 예상된다. 파르나스는 투숙률이 상승 중이지만 큰 의미는 없어 보인다. 특히 2분기는 재산세(100억원) 때문에 적자가 불가피하다. 기타 개발사업은 연간 영업이익 150~200억원 수준 실적을 이어가고 있으며, H&B와 디지털 사업은 1분기 적자 수준을 유지할 전망이다. 디지털 사업의 경우 매출은 크게 증가하고 있지만, 마케팅비 증가로 영업손실폭을 줄이지 못하고 있다. 실적 추정치가 낮아지면서 밸류에이션 부담은 커졌다. 현재 주가는 12MF PER 18.4 배로 당분간 주가 모멘텀 제한적이다. 주가 모멘텀을 위해서는 동일점 성장률 회복세가 가시화되어야 할 것이다.

3) 코스맥스: 618 행사 수혜 가시화

2분기 연결 영업이익은 330억원(YoY 25%)으로 추정한다. 국내 사업의 경우 대일/대중 수출 증가하면서 전년도 속소독제(140억원) 제외하면 15% 성장이다. 매출 규모가 증가하면서 수익성도 개선될 듯 하다. 분기매출 1,900억원, 영업이익률 8%를 기준으로 보면 될 듯 하다. 2분기 중국 화장품 시장 성장률은 YoY 20% 미만인데, 코스맥스 중국 사업은 이보다 높은 성장률이 기대된다. 물론, 618 행사 종료로 4~5월 대비 6월 매출 저하가 예상되지만 역신장은 아닐 듯하다. 전분기 대비 매출 및 수익성 개선이 모두 가능할 것으로 보인다.

광저우의 경우 메이저 A사 물량 둔화(매출 비중 40% 이상)가 나타나고 있지만, 이미 2018년 상해공장에서 유사한 현상을 경험한 바 있기 때문에 신규 바이어 또는 신규 브랜드 적극적인 확보로 대응한다는 전략이다. 상해법인이 시장대비 높은 성장률로 실적 개선을 견인할 전망이다. 618 행사 화장품 매출 Top 20 가운데, 17개가 코스맥스(13개 중국, 4개 국내) 브랜드라는 점은 중국 시장 코스맥스의 압도적 경쟁력을 대변한다. 하반기 미국 장기공급 계약이 가시화될 경우 추가적인 실적 및 주가 모멘텀이 가능하다. 현재 주가는 12MF PER 14.8배로 비중확대가 유효하다.

표 1. 유통/화장품 커버리지 종목 2021년 2분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	2Q20	2Q21F	YoY(%)	2020	2021F	YoY(%,%p)	Con.(2Q21)	Con.(2021)
*롯데쇼핑	매출	4,046	4,142	2.4	16,184	16,423	1.5	4,130	16,277
	영업이익	1	83	5,859.0	346	494	42.8	82	524
	순이익	-237	-12	적지	-780	70	흑전	9	123
	OPM	0.0	2.0		2.1	3.0		2.0	3.2
*CS리테일	매출	2,211	2,219	0.4	8,862	8,949	1.0	2,325	9,189
	영업이익	59	51	-13.7	253	189	-25.1	77	262
	순이익	34	33	-1.0	155	122	-21.1	57	192
	OPM	2.7	2.3		2.8	2.1		3.3	2.9
*코스맥스	총매출	379	409	7.9	1,383	1,524	10.2	396	1,519
	영업이익	26	33	25.5	67	114	70.7	28	102
	순이익	20	30	48.9	21	91	323.8	20	70
	OPM	6.9	8.0		4.8	7.5		7.1	6.7

주1: *는 연결 기준

자료: 각 사, 하나금융투자

2. 이마트의 투자기준이 변하고 있다(2)

데카르트의 방법서설(정신지도를 위한 규칙들)을 보면 이런 구절이 나온다. "지식을 완벽하게 하기 위해서는 지속적으로 어디에서도 단절되지 않은 사유 운동에 의해 그 전체 및 각각을 면밀히 검사해야하고, 충분하고 순서잡힌 열거로 그것을 파악해야 한다. A와 B의 관계를, B와 C의 관계를, C와 D의 관계를, 마지막으로 D와 E의 관계를 각각 구하고~나아가 이런 운동이 단절되지 말아야 한다. 어떤 것을 아주 빨리 그리고 멀리 떨어진 원리들로부터 연역하고자 하는 사람들은 종종 중간에 있는 결론들의 연결을 정확하게 훑어보지 않은 채 경솔하게 많은 것을 빠트린다. 아무리 하찮은 것이라도 이것이 빠지게 되면 그 연결은 무너지고, 동시에 추론 전체의 확실성이 사라진다."

예를 들어, 백화점에서 옷이 팔리지 않는다고 할 때 그 원인을 바로 '가계가 돈이 없기 때문이다'라고 선불리 결론을 내려버리면, 백화점 실적이 좋아지기 위해서는 가계구매력의 개선되어야 하는 게 된다. 실제로는 그럴까? 물론 가계구매력이 높아야 하는 것은 맞지만, 가계가 돈이 있어도 미래가 불확실해서 소비를 줄일수도 있고(소비성향의 변화), 소비를 하더라도 여행소비를 더 늘릴 수 있으며(소비패턴의 변화), 옷을 사더라도 오프라인이 아닌 온라인에서 산다면(소비채널의 변화) 백화점 옷 판매는 가계가 돈이 많아도 위축될 수 있는 것이다. 실제로 2014~17년이 그랬다. 가계 구매력을 백화점 투자 지표로 삼았다면 투자 성과는 대단히 실망스러웠을 것이다.

기업분석할 때 가장 간단한 결론은 그 기업이 돈을 벌어야 한다는 것이다. 지금 벌고 있느냐, 나중에 벌 수 있느냐 차이만 있을 뿐이다. 그게 밸류에이션으로 나타난다. 즉 나중에 돈을 많이 벌 것 같으면 지금 실적이 안좋아도 높은 밸류에이션이 적용된다. 나중에도 돈을 못 벌 것 같으면 지금 실적이 좋아도 낮은 밸류에이션이 적용된다. 제약바이오부터 조선기계까지 이 논리는 다르지 않다. 그럼, 어떤 요인들이 왜 밸류에이션을 올리고 내릴 지 생각해봐야 한다.

이마트의 이베이코리아 인수가 워낙 규모가 크다보니 시장에서 여전히 갑론을박이 있다. 중장기적인 결과는 어떻게 될지 확실히 모른다. 다만, 이마트의 온라인 사업 방향과 투자기준이 크게 변하고 있는 것은 사실이다.

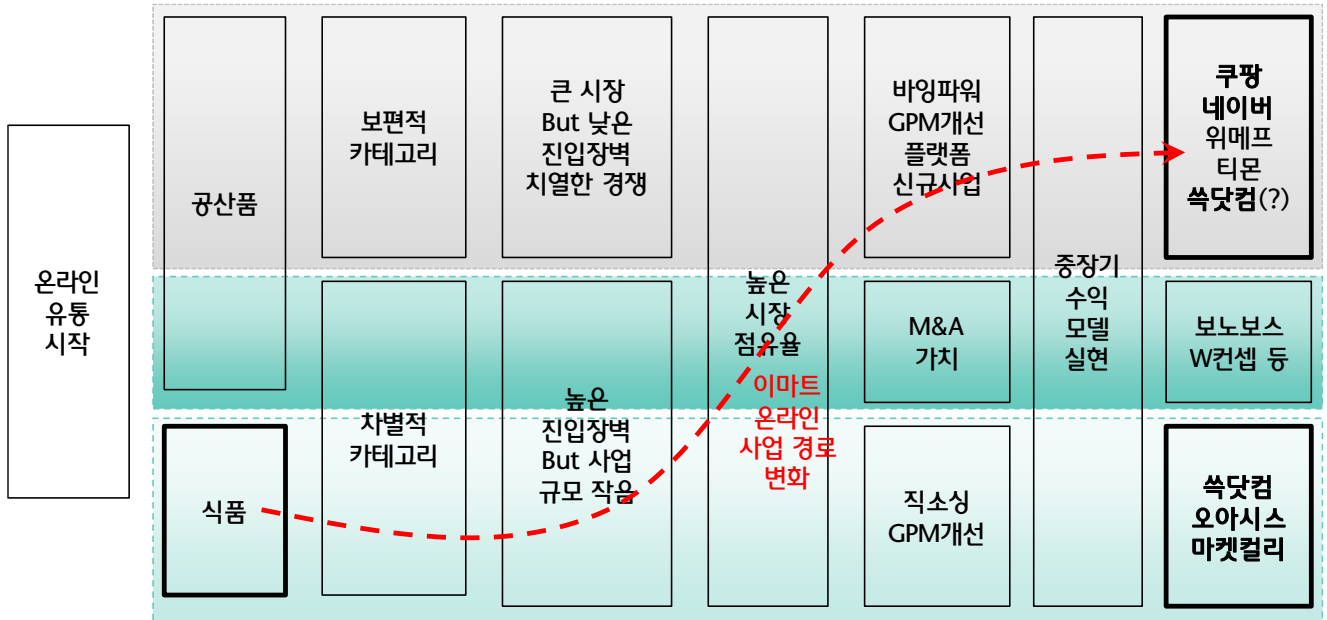
이마트가 작년에 주가가 오른 이유는 두가지다. 오프라인 대형마트가 시장점유율이 상승하면서 실적이 턴어라운드 시작했고, 쓱닷컴이 식품 온라인 시장에서 압도적인 물류인프라와 소싱 능력을 기반으로 패권을 잡아가고 있었기 때문이다. 쿠팡이 저렇게 고신장하고 있는데도 왜 쓱닷컴이 밸류에이션을 높게 받을 수 있었을까? 식품 카테고리는 일반 공산품 온라인과 달리 진입장벽이 높기 때문이다. 식품 온라인 사업을 제대로 하기 위해서는 대형마트도 필요하고, DPS 풀필먼트 센터에 CA 저장고라는 특수한 인프라들이 요구된다. 쿠팡은 이마트의 식품 온라인 사업에 위협적이지 않았다.

그래서, 이마트의 투자포인트는 '한국의 월마트'였다. 월마트가 미국에서 온라인 시장 점유율은 5% 밖에 안된다. 전체 온라인 시장에서는 아마존에 상대가 되지 않는다. 식품 온라인 시장에서 아마존을 누르고 패권을 차지했기 때문에 밸류에이션이 올라간 것이다.

그런데, 이베이코리아를 인수하면서 이마트는 전체 온라인 시장 패자를 꿈꾸고 있는 듯 하다. 투자포인트가 바뀐 것이다. 이제 공산품 온라인 시장에서 시장점유율을 올릴 수 있느냐가 핵심이 된 것이다. 쿠팡을 누르고 절대적 시장점유율을 갖게 되어, 바이파워 확대를 통해 GPM을 개선시키거나, 막대한 고객 트래픽을 기반으로 플랫폼 성격을 갖고 다른 사업으로 확장성을 모색할 수 있느냐가 핵심이 된 것이다.

즉, 이마트에 대해 '한국의 월마트'로 리레이팅을 기대하려면, 이마트는 쓱닷컴의 식품 온라인 역량 강화에 더욱 중점을 두어야 한다. 어떤 투자자들은 이마트의 이베이코리아 인수를 애초 이마트가 목표한 온라인 사업의 종점에 더 빨리 도달하는 데 도움이 될 것으로 이해하고 있지만, 사실 아래와 같이 사업과 논리의 방향이 완전히 달라졌다는 점을 인식해야 한다.

그림 1. 온라인 시장 사업 방향성과 이마트의 경로 변화



자료: 하나금융투자

"이베이코리아 인수를 통해 사업 규모가 엄청 커졌고, 쿠팡과의 전면전에 나선 건데, 밸류에이션 리레이팅의 근거가 되는 것이 아닌가?" 기대하는 투자자들이 있다. 전면전에 나서는 것만으로는 리레이팅이 될 수 없다. 밸류에이션 상승은 미래에 돈을 벌 수 있는 가능성이 높아졌을 때이다. 전면전의 결과가 어떻게 될 지 모른다. 쿠팡과 전면전에 나서서 승기를 잡아야 리레이팅이 되는 것이다. 성수동 사옥을 매각했다. 부동산의 디지털 자산으로 전환을 긍정적으로 평가하는 사람도 있다. 하지만 돈만 쓰고 시장점유율이 상승하지 못한다면, 자산은 사라져 버리고, 주가는 하락할 가능성이 큰 것이다. 이런 주장의 논리에는 '전면전'과 '리레이팅' 사이 '승리'라는 단계가 빠져 있는 것이다.

이런 주장도 있다. "한 해 수천 억씩 적자 보면서 투자 확대해 가는 쿠팡은 시장에서 긍정적인 평가를 받는데, 이마트라는 확실한 캐시카우를 바탕으로 온라인 시장마저 장악하기 위해 투자 확대하려는 이마트의 움직임은 왜 보수적으로 봐야 하는 건지 모르겠다. 이마트가 온라인 투자 본격화 하면 쿠팡도 시장 점유율 확대에 제동 걸리는 거 아닌가?"

쿠팡이 긍정적인 평가를 받는 이유는 시장점유율이 엄청 빠르게 상승하고 있기 때문이다. 수천억원 적자를 내고 있지만 적자폭은 줄고 있고, 시장점유율은 가파르게 오르고 있다. 1분기 6%p 나 상승했다. 이런 주장의 논리에는 '수천억 적자와 '시장에서 긍정적 평가 사이'에 '시장점유율 상승'이라는 단계가 빠져 있다. 쿠팡의 시장점유율 상승에 제동이 걸리겠지만, 쿠팡은 5 조원 투자를 앞두고 있고, 이마트도 아마 그에 준하는 투자를 해야 할 것이다. 전면전이고 누가 승리할 지는 예단하기 어려워보인다. 여전히 불확실한 것이다. 밸류에이션은 '제동'만 갖고는 상승하기 어렵다.

기업은 변화무쌍한 사업 환경하에서 여러 마이크로적인 요인들이 반응하면서 성장 또는 도태할 수 있다. 투자자들은 현장 경영을 구체적으로 잘 모르고 정보가 한정돼 있기 때문에 최대한 논리로 접근하는 수밖에 없다. 그런데 그 논리까지 군데군데 단절된다면 투자의 합리성은 현저히 떨어지기 마련이다. 그 합리성은 주가로 나타난다. 어떤 기업의 추세적인 주가 상승은 기업환경의 변화와 마이크로적인 사업 역량이 단단한 끈으로 연결 돼 성공 가능성을 높일 때 나타난다. 반대로 만일 그 논리의 끈에 조금이라도 헛점이 생겨서 연결이 끊어진다면 주가는 오르지 못한다. 신기하게도 시장은 다 알고 반응한다. 중장기적으로 시장은 합리적이고 기업의 펀더멘탈로 수렴한다.

이마트의 이베이코리아 인수가 쿠팡에 대단히 위협적이었다면, 쿠팡의 주가가 하락했어야 한다. 그런데, 쿠팡 주가는 오히려 상승했다. 시장은 아직 이마트의 온라인 사업 전략 변화에 냉소적인 것이다.

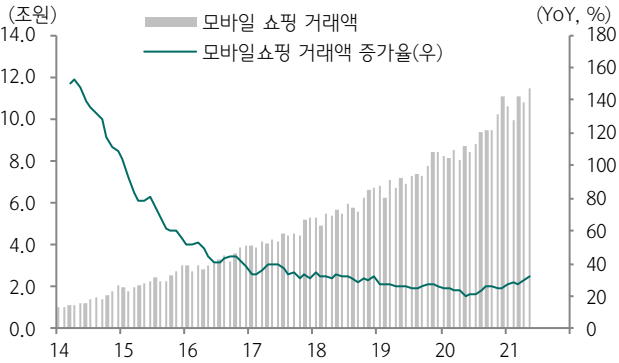
3. 투자전략: 면세점/화장품 펀더멘탈 중심 능동적 대응 바람직

델타변이 확산으로 서울의 경우 거리두기 4단계에 접어들면서 주요 유통업체들 실적 불확실성이 커졌다. 면세점과 화장품의 경우 글로벌 여행 재개 지연 가능성이 투자심리를 약화시켰다. 하지만, 그 우려의 중점은 거리두기 4단계였지 않았을까 한다. 향후 델타변이 확산 불확실성이 주가 미치는 정도는 크지 않을 것으로 본다. 백신 접종률이 상승하면서 치명률은 분명히 크게 떨어지고 있고, 싱가포르와 영국 등은 확진자가 크게 증가하는 상황에서도 사실상 관련 규제를 풀었다. 우리나라도 유사한 경로를 따를 가능성이 있다. 실제로, 접종률이 70% 이상이 되는 11 월경부터는 방역의 패러다임이 바뀌어야 한다는 의견이 전문가들을 중심으로 확산하고 있다. 치명률이 독감 수준까지 낮아질 경우, 코로나와 공존하면서 일상으로 복귀다. 물론, 아직 정책화된 것은 아니지만, 2020년 3월처럼 펜데믹으로 확산하지는 않을 가능성은 높은 것은 사실이다. 델타변이로 일상으로 복귀가 안되는 것이 아니라 다소 지연되는 것뿐이라면, 글로벌 해외여행 재개 불확실성을 크게 볼 필요는 없을 듯 하다. 7월 이후 유통/화장품 업체들 주가 하락으로 상당히 선만영됐다고 본다. 지금부터는 펀더멘탈 개선 가능성이 높은 업체들 중심으로 조정이 나올 때마다 비중을 늘리는 전략이 타당해 보인다. 호텔신라와 신세계, LG 생활건강, 코스맥스, 클리오, 연우 등을 꼽을 수 있다.

주간 Top Picks	코스맥스 (TP 17만원)	2분기 높은 실적 모멘텀, 중국 시장 입지 확대
	연우 (TP 3.5만원)	2분기 높은 실적 모멘텀, 국내외 화장품 수요 회복 최대 수혜

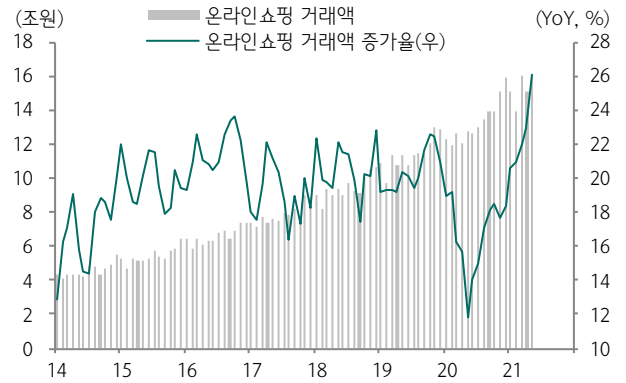
II. 산업동향과 매크로 분석

그림 1. 모바일쇼핑 거래액과 증가율(3MA)



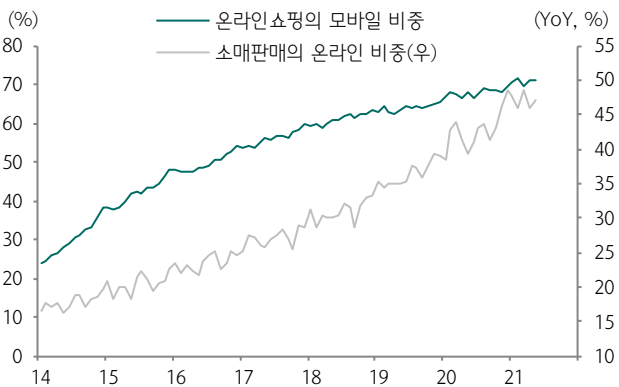
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 온라인쇼핑 거래액과 증가율(3MA)



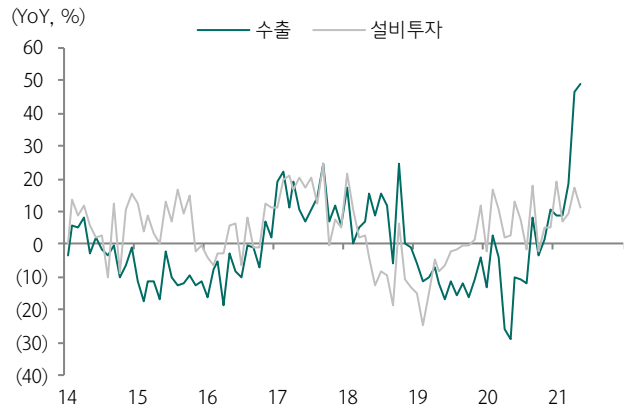
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 3. 온라인과 모바일 쇼핑 비중



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 4. 수출과 설비투자(3MA)



자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

- 5월 온라인 거래액 16조 594억원(YoY 26%), 인터넷 거래액 4조 6,248억(YoY 14%)
- 5월 모바일 거래액 11조 4,346억(YoY 32%) 온라인에서 비중 71%
- 5월 수출 YoY 49%, 설비투자 YoY 11%

표 1. 유통업체 매출 동향

구 분	2020년								2021년				
	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월
전체 유통업체 매출 증가율(%)	2.0	4.6	4.4	6.6	8.5	8.4	6.3	9.0	6.1	10.0	18.5	13.7	12.9
오프라인	(6.1)	(3.0)	(2.1)	(2.4)	1.0	2.1	(2.4)	(4.4)	(5.8)	14.3	21.7	11.2	8.8
온라인	13.5	15.9	13.4	20.1	20.0	17.1	17.0	27.2	22.6	5.5	15.2	16.5	17.6
기존점성장률(전년동월비 %)													
백화점	(7.4)	(3.4)	(2.1)	(6.5)	(6.2)	4.2	(4.3)	(16.9)	(6.3)	39.6	77.6	34.5	19.1
할인점	(9.7)	(5.3)	(5.5)	(2.3)	5.3	2.3	(4.1)	2.1	(11.7)	15.0	2.1	(2.8)	5.6
편의점(전점)	0.8	2.4	3.7	2.3	2.3	2.9	3.3	2.7	2.4	2.1	10.7	11.6	4.6
SSM(전점)	(12.4)	(14.7)	(11.9)	(7.6)	4.6	(12.4)	(9.8)	4.0	(3.3)	(19.2)	(18.6)	(11.7)	(2.2)
백화점 - 여성캐주얼	(32.4)	(24.1)	(27.2)	(31.1)	(37.4)	(10.8)	(25.2)	(44.0)	(30.5)	18.3	84.5	25.1	6.1
- 명품	19.1	22.1	32.5	27.6	15.3	23.8	17.9	9.1	21.9	45.7	89.0	57.5	36.6
- 구매단가 증감율	16.1	28.2	29.0	29.1	32.0	26.0	24.8	28.5	25.2	22.4	5.9	13.1	13.0
- 구매건수 증감율	(20.3)	(24.6)	(24.1)	(27.5)	(28.9)	(17.3)	(23.4)	(35.3)	(25.2)	14.0	67.7	19.0	5.4
할인점 - 식품	(9.1)	(7.1)	(2.7)	(0.6)	14.9	1.7	(0.3)	12.4	(8.4)	17.1	(2.1)	(2.5)	15.2
- 구매단가 증감율	10.3	11.4	11.0	13.1	16.1	11.7	9.8	12.3	8.0	17.2	0.5	2.0	4.6
- 구매건수 증감율	(18.1)	(15.0)	(14.9)	(13.7)	(9.3)	(8.4)	(12.7)	(9.2)	(18.3)	(1.9)	1.6	(4.7)	0.9
편의점 - 식품	(3.8)	(1.1)	1.0	(0.9)	1.0	2.1	1.3	4.9	4.4	5.7	12.1	15.9	8.4
- 담배 등 기타	6.1	6.0	6.2	5.7	4.9	4.0	6.6	2.0	2.4	1.3	8.9	6.5	0.5
- 구매단가 증감율	15.4	9.7	9.2	11.9	15.3	12.9	12.5	20.1	19.0	11.8	1.4	1.5	3.7
- 구매건수 증감율	(12.7)	(6.7)	(5.0)	(8.6)	(11.3)	(8.9)	(8.2)	(14.5)	(14.0)	(8.7)	9.2	10.0	0.8
- 점포 증가율	5.9	6.0	6.0	5.9	5.9	5.8	5.8	5.7	5.7	5.8	5.9	6.0	6.2
- 점포당 매출액	(4.9)	(3.5)	(2.2)	(3.5)	(3.4)	(2.8)	(2.4)	(2.8)	(3.1)	(3.5)	4.6	5.2	(1.5)

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

III. 기업 Update

GS리테일: 예상보다 부진한 편의점	
1. 편의점	<ul style="list-style-type: none"> • 동일점 YoY: 4월 2%, 5월 -3%, 6월 0% 예상 • 담배 및 연관 상품 매출 감소, 데일리/F&F도 부진 • 주말 강우일 증가 • 점포수 분기 +200개
2. 슈퍼	<ul style="list-style-type: none"> • 매출 감소세 지속 • 과징금 50여억원 반영 가능성 • 감익이나 흑자 예상
3. 파르나스	<ul style="list-style-type: none"> • 투숙률 상승 중, 큰 의미는 없음 • 2분기 재산세(100억원) 때문에 적자
4. 기타	<ul style="list-style-type: none"> • 개발사업: 연간 영업이익 150~200억원 가능 • H&B: 1분기 적자 수준 유지 • 디지털: 매출 확대, 마케팅비 증가로, 적자수준 1분기 유지
5. 투자판단(BUY, TP 4.5만원)	<ul style="list-style-type: none"> • 2분기 영업이익 510억원(YoY -14%) 추정 • 편의점 성장을 저하 아쉬움 • 거리두기 4단계 소비 부진 불확실성 • 12MF PER 18.4배, 당분간 주가 모멘텀 제한적

종목 시가총액	투자의견/TP PER(21년,배) PBR(21년,배)	항목	2Q20	2Q21F	YoY(%)	2020	2021F	YoY(%)	Con. (2Q21)	Con. (2021)
*GS리테일	BUY/4.5만원	매출	2,211	2,219	0.4	8,862	8,949	1.0	2,325	9,189
2,653	21.8	영업이익	59	51	-13.7	253	189	-25.1	77	262
	1.1	순이익	34	33	-1.0	155	122	-21.1	57	192
		OPM	2.7	2.3		2.8	2.1		3.3	2.9

롯데쇼핑: 백화점 회복세 지속

1. 백화점	<ul style="list-style-type: none"> • 기존점 YoY 10%: 40월 20%, 5월 9%, 6월 3% • 명품 33%, 생활가전 12%, 식품 9%, 남성스포츠 6%, 여성패션 3% • 회계매출 YoY 5% 이상, 수익성 개선, 영업이익 650억원 예상
2. 마트	<ul style="list-style-type: none"> • 기존점 2%: 4월 -1.5%, 5월 8%, 6월 -1% • 신선식품/HMR 양호 but 록스/리빙 등 비식품 부진 • 온라인 YoY 19%, 김포 가동률 60%, 오프라인 센터 YoY 200~300% • 부가세환급 80억원 • 스크랩 1~2개, 스마트스토어 등으로 활용 • 영업손실 -310억원 예상
3. 기타	<ul style="list-style-type: none"> • 슈퍼: 기존점 4월 -11%, 5월 3%, 6월 1%, 흑자 가능 • 컬처웍스: 매출은 YoY 2배, 영업이익 YoY +200억원 • 롯데온: 회계매출 YoY 0%(셀러수수료 인하), 프로모션 확대, 영업손실 규모 1분기 유사 • 홈쇼핑: 거래액 YoY 7%, 소폭 증익 예상 • 재산세: 작년 1,220억원, 소폭 증가
4. 신규점포/구조조정	<ul style="list-style-type: none"> • 동탄 백화점(8월), 의왕 아울렛(9월), 2023년 대구 아울렛 • 슈퍼 폐점 지속: 1분기 -20개, 2분기 -10개 • 록스: 현재 90개, 절반 올해말까지 스크랩 • 마트/백화점: 각각 1~2개 스크랩 • 부동산 자산 줄일 계획
5. 투자판단(Neutral, TP 13만원)	<ul style="list-style-type: none"> • 2분기 영업이익 830억원(YoY+820억원) • 백화점 빠른 회복세, 대형마트 사업구조 개선 긍정적 • 롯데온 불확실성 지속 아쉬움 • 12MF PER 17.2배, 높은 밸류에이션 부담, 조정시 매수 유효

종목 시가총액	투자의견/TP PER(21년,배) PBR(21년,배)	항목	2Q20	2Q21F	YoY(%)	2020	2021F	YoY(%)	Con. (2Q21)	Con. (2021)
*롯데쇼핑	Neut./13만원	매출	4,046	4,142	2.4	16,184	16,423	1.5	4,130	16,277
2,900	41.2	영업이익	1	83	5,859.0	346	494	42.8	82	524
	0.30	순이익	-237	-12	적지	-780	70	흑전	9	123
		OPM	0.0	2.0		2.1	3.0		2.0	3.2

코스맥스: 2분기 6.18 행사 수혜 가시화

1. 한국	<ul style="list-style-type: none"> • 대일/대중 수출 증가, 전년도 속소독제(140억원) 제외시 15% 성장 • 클리오/카버코리아 호조, 롬엔/독도/라카 여전히 양호 • YoY 수익성 개선, 분기매출 1,900억원 OPM 8% 기준선
2. 중국	<ul style="list-style-type: none"> • 화장품 시장 성장률 20% 미만 • 618 행사 종료로 4~5월 대비 6월 매출 저하 but 역신장은 아닐 듯 • 2분기 매출 20% 이상 성장 가능 • QoQ 매출 및 수익성 개선 • 광저우: A사 물량 둔화(매출 비중 40% 이상), JV 신공장, 추가 고객 확보 중 • 상해: 시장대비 높은 성장률 • 618 Top 20 가운데, 17개가 코스맥스(13개 중국, 4개 국내) • 가동률: 2교대 기준 상해 50%, 광저우 30~35%
3. 기타	<ul style="list-style-type: none"> • 미국: 2분기 부진 지속, 하반기 장기공급 계약 실현 관건 • 인도네시아: 매출 감소폭 축소, 1분기 대비 수익성 개선 • 태국: 코로나 재확산, 매출 성장 둔화
4. 투자판단(BUY, TP 17만원)	<ul style="list-style-type: none"> • 2분기 영업이익 330억원(YoY 25%) 추정 • 중국/국내 경쟁력 제고와 618 행사 영향 호조 긍정적 • 미국 장기공급 계약 실현 시 추가적인 실적 모멘텀 가능 • 12MF PER 14.6배, 비중확대 유효

종목 시가총액	투자의견/TP PER(21년,배) PBR(21년,배)	항목	2Q20	2Q21F	YoY(%)	2020	2021F	YoY(%)	Con. (2Q21)	Con. (2021)
*코스맥스	BUY/17만원	매출	379	409	7.9	1,383	1,524	10.2	396	1,519
		영업이익	26	33	25.5	67	114	70.7	28	102
1,000	11.0	순이익	20	30	48.9	21	91	323.8	20	70
	2.5	OPM	6.9	8.0		4.8	7.5		7.1	6.7

IV. News Clipping

8월 출점 앞둔 롯데·신세계百貨, 코로나 재확산에 고심 7/11 <https://bit.ly/3i14Wmc>

- 롯데백화점 동탄점, 신세계 대전엑스포점 8월 출점 예정
- 그러나 갑작스럽게 코로나19 확진자가 역대 최고 수준으로 증가하면서 출점 시점에 영향을 미칠 지 주목
- 향후 코로나19 확진자 감소 추이와 소비 심리가 영향을 미칠 듯

"오늘 주말 맞아?"...백화점 여름세일, 시작은 좋았는데... 7/11 <https://bit.ly/3reJuP7>

- 여름 정기세일 기간 백화점 3사의 매출은 신세계 18.5%/롯데 10.1%/현대 6.2% 기록
- 하지만 행사 초반 실적과 비교하면 재확산 이후 매출 신장률이 3분의 1 수준으로 떨어진 것으로 추정
- 백화점업계는 이번 세일을 계기로 하반기까지 이어갈 수 있을 거로 기대했지만, 사실상 물거품이 됐다는 분위기

충청권서 새벽배송 대전...마켓컬리 이어 SSG닷컴 참전 7/11 <https://bit.ly/3wHMOmZ>

- SSG닷컴, 새벽배송 2년 만에 충청권서 시작,
- SSG닷컴은 이번 충청권 새벽배송을 위해 청주에 별도의 콜드체인 물류센터를 구축
- 이는 지난 5월부터 대전시, 세종시, 아산시, 청주시 등에서 새벽배송인 '샛별배송'을 하고 있는 마켓컬리와 맞붙는 모양새

쿠팡vs신세계vs네이버, 물류센터가 e커머스 성패 가른다 7/11 <https://bit.ly/3i1SUt3>

- 신세계그룹이 이베이코리아 인수 후 물류인프라에 1조원 이상을 투자하겠다고 밝히면서 e커머스 물류인프라 경쟁 본격화
- 쿠팡은 이미 지방 주요 거점도시에 초대형 물류센터 구축을 시작했고, 네이버는 CJ대한통운과 미래형 물류센터 구축
- 과거 전국 주요 상권에 대형 매장을 내며 확장 경쟁해왔던 유통업계가 이번엔 물류인프라 확보에 사력을 다하고 있는 셈

중국 "화장품 핵심기술 공개하라" 원료비 100% 공개하라'...K뷰티 '날벼락' 7/11 <https://bit.ly/3r02nFg>

- 중국이 최근 '원료 조성비'까지 공개하도록 화장품감독관리조례를 바꾸면서 국내 화장품업계가 '초비상' 상황
- 문제는 원료 정보 등록 양식에 표기해야 하는 '원료의 조성비'가 기업의 노하우라는 점
- 업계 관계자는, "제품 처방 제출로 인해 고유 정보가 노출될 것"이라고 우려

미국 상장 실패한 마켓컬리... '지분 6%' 김슬아, 경영권 방어 어떻게 7/9 <https://bit.ly/3xA68DB>

- 컬리는 다수의 기관 투자자들로부터 2,245억원 규모의 투자 유치를 완료하고 국내 상장을 추진한다고 발표
- 이번 투자 유치로 김슬아 대표의 지분율(작년 말 기준 6.67%)은 더 떨어졌을 것으로 추정
- VC의 지분이 50%가 넘는 걸 고려하면, 상장 후 투자자들의 경영 간섭이 이어질 가능성을 배제 불가피

신세계그룹, 이마트 본사 매각 검토... "확정 아니다" 7/7 <https://bit.ly/3e2F3Bd>

- 신세계그룹 서울 성동구 성수동 본사 건물 매각에 대해 아직 확정된 게 없다며 부인
- 신세계그룹은 2019년부터 자산유동화를 통해 자금 마련 적극적으로 검토 중
- 특히 점포 건물을 매각한 후 재임차해 운영하는 '세일 앤 리스백' 방식의 자산유동화를 활용 중

<소비촉진 12조>를 통해 보는 중국 소비시장 동향 분석 7/6 <https://bit.ly/2T3LnRX>

- 중국 내 선케어 화장품이 전체 화장품 시장에서 차지하는 비중 점차 확대
- 블루라이트, 미세먼지 등 일상생활 자극으로부터 피부를 보호하기 위한 수요가 증가했기 때문
- 중국 선케어 화장품 시장은 3~5선 도시 거주 소비자를 아우르며 더욱 성장할 것으로 전망

III. Coverage 실적 추정과 Valuation

(기준일자: 20.7.9 단위: 십억원, X, %)

	종목코드	FY	매출액	영업이익	순이익	EPS	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
*롯데쇼핑	023530	2021F	16,210	501	56	1,967	54.9	0.3	10.2	0.6
		2022F	16,487	679	263	9,306	11.6	0.3	9.6	2.7
*신세계	004170	2021F	5,586	452	267	27,159	10.0	0.7	8.2	7.5
		2022F	6,228	562	351	35,634	7.6	0.7	7.4	9.1
*이마트	139480	2021F	24,509	438	392	14,052	10.8	0.4	7.0	4.2
		2022F	26,065	515	424	15,192	10.0	0.4	6.3	4.4
*현대백화점	069960	2021F	2,879	305	205	8,749	9.4	0.4	5.9	4.7
		2022F	3,041	348	231	9,855	8.3	0.4	5.3	5.1
*GS리테일	007070	2021F	9,239	253	169	1,863	19.5	1.6	7.7	7.2
		2022F	9,648	307	218	2,081	17.5	1.5	8.2	8.8
*BCG리테일	282330	2021F	6,640	189	143	8,267	19.7	3.5	6.8	19.1
		2022F	7,013	236	179	10,373	15.7	3.0	6.7	20.7
롯데하이마트	071840	2021F	4,133	172	120	5,072	6.7	0.4	4.5	6.1
		2022F	4,291	187	134	5,672	6.0	0.4	3.8	6.5
현대홈쇼핑	057050	2021F	2,339	174	157	13,087	6.6	0.5	2.1	8.4
		2022F	2,388	178	160	13,336	6.5	0.5	1.5	8.0
GS홈쇼핑	028150	2021F	1,222	164	136	20,758	7.5	0.7	1.5	10.5
		2022F	1,271	166	138	20,992	7.4	0.7	1.0	10.0
*아모레퍼시픽	090430	2021F	5,222	520	392	5,687	42.1	3.2	15.2	8.3
		2022F	6,065	649	492	7,130	33.6	2.8	13.2	9.1
*LG생활건강	051900	2021F	8,450	1,347	890	50,255	34.2	5.5	17.2	17.4
		2022F	9,231	1,504	1,007	56,811	30.3	4.8	16.0	17.2
*애경산업	018250	2021F	586	34	20	739	34.8	1.9	12.3	5.7
		2022F	630	45	28	1,074	24.0	1.8	9.6	7.9
*코스맥스	192820	2021F	1,535	114	91	9,058	14.6	3.1	12.0	23.4
		2022F	1,632	135	111	11,016	12.0	2.4	11.0	22.6
*한국콜마	161890	2021F	1,574	111	37	1,609	33.8	1.9	14.1	5.8
		2022F	1,687	127	54	2,348	23.2	1.8	12.9	8.0
*네오팜	092730	2021F	92	25	21	2,521	13.0	2.0	6.1	16.5
		2022F	104	29	24	2,916	11.2	1.7	4.7	16.8
*호텔신라	008770	2021F	3,497	195	117	2,927	31.7	4.4	13.7	17.3
		2022F	4,611	263	174	4,341	21.4	3.7	12.7	21.3
*코웨이	021240	2021F	3,712	689	499	6,762	11.3	3.3	5.7	33.5
		2022F	4,185	801	583	7,902	9.6	2.6	4.8	31.4
*연우	115960	2021F	301	31	22	1,801	15.3	1.4	6.4	9.8
		2022F	331	38	28	2,228	12.4	1.3	5.2	11.0
*클리오	237880	2021F	244	17	13	761	31.5	2.3	14.6	8.2
		2022F	286	32	25	1,433	16.7	2.1	9.0	14.0

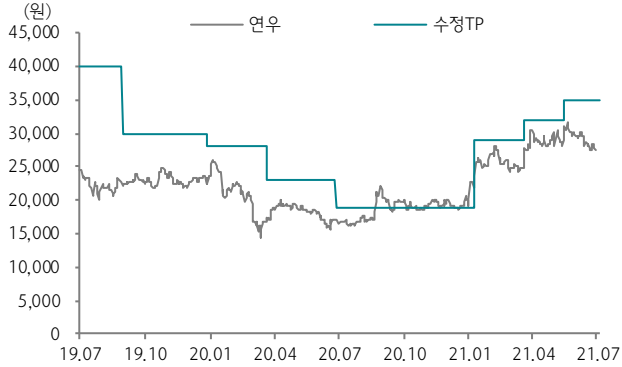
주1:* 표시하지 않은 종목은 별도기준으로 지분법이익 등이 배제된 만큼 자회사 이익비중이 큰 종목은 밸류에이션이 높게 나옴

주2: 우선주 포함한 수치로 아모레퍼시픽 등 우선주 비중이 높은 종목들은 PER 등의 멀티플이 높게 나옴

자료: 하나금융투자

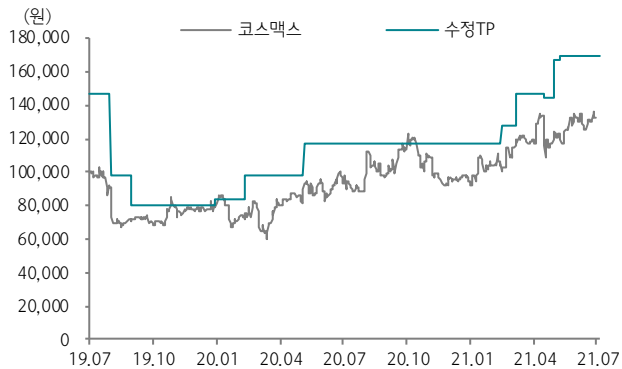
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

연우



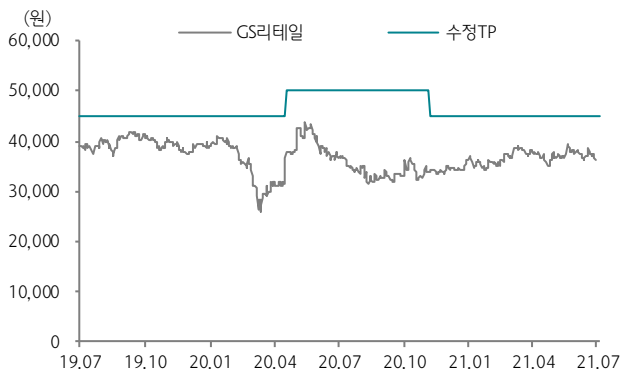
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.26	BUY	35,000		
21.3.31	BUY	32,000	-9.75%	-4.53%
21.1.20	BUY	29,000	-11.63%	-3.45%
20.7.7	Neutral	19,000	-0.80%	21.32%
20.4.1	BUY	23,000	-20.54%	-13.48%
20.1.8	BUY	28,000	-25.87%	-7.14%
19.9.9	BUY	30,000	-23.39%	-17.00%
19.5.16	BUY	40,000	-38.71%	-19.13%

코스맥스



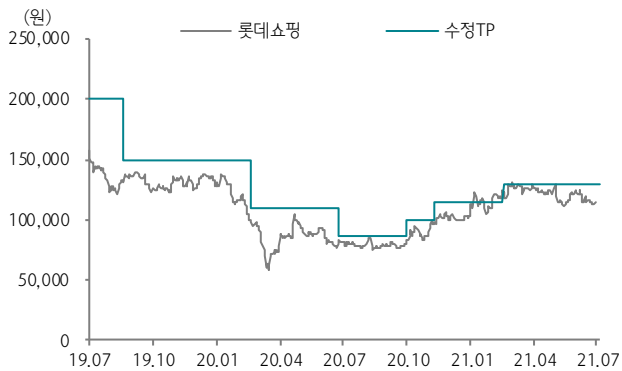
날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.5.20	BUY	170,000		
21.5.12	BUY	166,640	-26.64%	-26.19%
21.4.27	Neutral	144,095	-19.09%	-14.63%
21.3.17	BUY	147,036	-16.80%	-8.00%
21.2.24	BUY	127,431	-13.52%	-8.85%
20.5.15	BUY	117,628	-15.67%	5.00%
20.2.21	BUY	98,024	-20.67%	-9.00%
20.1.8	Neutral	83,320	-8.73%	3.53%
19.9.9	Neutral	80,379	-6.44%	6.10%
19.8.11	Neutral	98,024	-28.50%	-25.50%
19.5.16	BUY	147,036	-29.56%	-22.00%

GS리테일



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.11.17	BUY	45,000		
20.4.28	BUY	50,000	-28.02%	-12.30%
20.2.25	1년 경과		-	-
19.2.25	BUY	45,000	-13.79%	-6.67%

롯데쇼핑



날짜	투자의견	목표주가	퍼리얼	
			평균	최고/최저
21.2.24	Neutral	130,000		
21.1.12	Neutral	115,000	0.54%	-8.26%
20.11.17	BUY	115,000	-11.17%	-1.30%
20.10.8	BUY	100,000	-9.92%	-1.00%
20.7.1	Neutral	86,000	-7.87%	-2.09%
20.2.27	Neutral	110,000	-22.90%	-5.45%
19.8.27	Neutral	150,000	-14.31%	-6.67%
19.2.24	Neutral	200,000	-18.35%	-3.00%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.05%	6.95%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 07월 09일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 7월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2021년 7월 12일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.