

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
 skcase1976@sk.com  
 02-3773-8477

### Company Data

자본금	1,575 억원
발행주식수	3,149 만주
자사주	194 만주
액면가	5,000 원
시가총액	97,779 억원
주요주주	
산동빈(외18)	58.46%
롯데쇼핑 자사주	6.15%
외국인지분률	17.90%
배당수익률	0.60%

### Stock Data

주가(17/06/19)	305,500 원
KOSPI	2370.90 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	321,000 원
52주 최저가	193,000 원
60일 평균 거래대금	321 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	14.6%	11.4%
6개월	37.4%	18.8%
12개월	49.3%	23.4%

## 롯데쇼핑 (023530/KS | 매수(상향) | T.P 410,000 원(상향))

### 시가총액에 반영될 잠재 가치는 충분!

롯데쇼핑의 목표주가를 300,000 원에서 410,000 원으로 상향. 롯데그룹의 지주사 전환 과정에서 롯데쇼핑의 주가는 단기 실적보다는 롯데쇼핑이 궁극적으로 도달할 수 있는 가치를 반영할 가능성이 높음. 그 동안 목표주가에 반영하지 않았던 투자자산의 가치를 반영하고 영업가치 역시 단기 실적보다는 장기 성장 가치를 반영함. 그럼에도 불구하고 목표주가 410,000 원은 PBR 0.8x에 불과

### 목표주가 410,000 만원으로 상향

롯데쇼핑의 목표주가를 기존 300,000 원에서 410,000 원으로 상향. 410,000 원은 시가총액 13 조원에 해당하는 것으로 국내 사업 가치를 10 조원으로 평가하고 해외사업 및 관계사 투자지분을 3 조원으로 평가한 것. 그 동안 롯데쇼핑의 가치에 적극적으로 반영되지 않았던 투자자산의 가치가 부각되고 있는 점을 고려하여 해외 및 투자자산에 대한 가치를 별도로 산정하였고, 영업가치는 롯데쇼핑의 주요 사업에 대한 효율성 개선 가능성을 반영. 적극적인 가치산정에도 불구하고, 목표 시가총액 13 조원은 여전히 장부가 대비 0.8x에 불과. 따라서 회사의 전략에 따라 주가로 반영될 잠재 가치는 여전히 남아 있음. 최근 롯데시네마를 독립 법인으로 분리한 것이 대표적인 사례.

### 식품 유통분야, 수익성 개선 가능성 충분

동사 실적 개선의 핵심은 할인점. 할인점의 사업 매력도가 과거보다 낮아진 것은 사실이나 이미 3사 중심의 시장 개편이 완료된 현시점에서 롯데마트의 수익성만 극도로 낮은 상황이 지속될 것으로 전망할 필요는 없음. 롯데마트보다 수익성이 낮았던 홈플러스가 수년간의 수익성 악화를 끝내고 2016년 수익성을 가파르게 개선시킨 사례가 있음. 이는 대형 유통업체의 수익성은 회사의 전략에 따라 충분히 개선시킬 수 있는 요인임을 보여줌.

### 의류 유통분야, 백화점 수요 둔화를 가장 적극적으로 대응

동사의 핵심 사업인 백화점 사업은 수요 감소를 우려해야 함. 그러나 당사는 롯데쇼핑의 백화점 사업부가 수요 감소에 따라 성장이 둔화되기 보다는 아울렛과 Off-price 사업을 통해 안정적인 성장을 지속할 것으로 전망. 특히, 아직은 사업 초기로 매출 및 이익 기여는 미미하지만 Off-price store '롯데 Tops'에 대한 기대가 큼. 의류 유통업의 비즈니스 모델을 변화시키는 사례이기 때문

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	280,996	291,277	295,264	299,388	312,842	326,191
yoy	%	-0.4	3.7	1.4	1.4	4.5	4.3
영업이익	억원	11,884	8,537	9,404	9,640	10,783	12,090
yoy	%	-20.0	-28.2	10.2	2.5	11.9	12.1
EBITDA	억원	20,878	18,399	19,135	19,519	20,858	22,263
세전이익	억원	10,780	-798	4,894	8,329	9,178	10,516
순이익(지배주주)	억원	5,267	-3,831	1,682	4,665	5,375	6,167
영업이익률%	%	4.2	2.9	3.2	3.2	3.5	3.7
EBITDA%	%	7.4	6.3	6.5	6.5	6.7	6.8
순이익률	%	2.2	-1.2	0.8	1.9	2.1	2.4
EPS	원	16,724	-12,164	5,341	14,812	17,067	19,583
PER	배	16.3	N/A	41.5	21.0	18.2	15.9
PBR	배	0.5	0.5	0.4	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	5.8	6.0	5.4	6.5	5.9	5.3
ROE	%	3.2	-2.3	1.0	2.8	3.2	3.5
순차입금	억원	25,826	28,964	24,651	18,536	13,414	7,332
부채비율	%	128.4	138.1	142.8	146.8	148.8	148.7

# Contents

<b>1. 목표주가 410,000 원으로 상향</b>	<b>4</b>
(1) 현시점은 롯데쇼핑의 잠재력을 모두 주가로 반영할 때	
(2) 투자자산의 가치, 투자법인에 귀속된 자산은 수익가치로 반영	
(3) 핵심 사업인 백화점/할인점, 편의점의 효율성 개선 가능성을 반영	
(4) 롯데시네마의 독립법인화, 감춰져 있던 롯데쇼핑 가치를 부각시키는 주요 사례	
<b>2. 수익성 개선의 핵심: 식품 유통 분야</b>	<b>9</b>
(1) 할인점/편의점, 이상할 정도로 낮은 수익성	
(2) 통합매입, 판관비 효율화와 함께 식품분야 수익성 개선의 핵심이 될 전망	
<b>3. 국내 백화점 중 소비 패턴 변화를 가장 적극적으로 수용</b>	<b>13</b>
(1) 인당 GDP 30,000 달러 이상에서 백화점 수요는 감소	
(2) 백화점 수요 감소 리스크를 도심형 아울렛 & Off-price 점포로 뛰어 넘을 것	
<b>4. 롯데의 지주회사 전환 타임라인</b>	<b>20</b>
(1) 롯데제과 액면분할과 인적분할	
(2) 4사 분할합병	
(3) 오너일가의 현물출자 가능성	
(4) 주식매수청구권 행사	
<b>5. 지주회사 전환 요건 점검</b>	<b>29</b>
(1) 순환출자 해소	
(2) 금융계열사 매각	

## 1. 목표주가 410,000 원으로 상향

### (1) 현시점은 롯데쇼핑의 잠재력을 모두 주가로 반영할 때

롯데쇼핑의 목표주가를 기존 300,000 원에서 410,000 원으로 상향한다. 410,000 원은 시가총액 13 조원에 해당하는 것으로 국내 사업 가치를 10 조원으로 평가하고 해외사업 및 관계사 투자지분의 가치를 3 조원으로 평가하였다. 그 동안 롯데쇼핑의 가치에 적극적으로 반영되지 않았던 투자자산의 가치가 부각되고 있는 점을 고려하여 해외 및 투자자산 가치를 별도로 산정하였고, 영업가치 또한 롯데쇼핑의 주요 사업에 대한 효율성 개선 가능성을 반영하여 상향했다.

영업효율성 개선 가능성을 반영한 롯데쇼핑 valuation

(단위: 억원)

목표영업이익률 적용 영업이익	단위	2018년E	2019년E	2020년E
백화점	억원	6,938	7,665	8,378
할인점	억원	1,279	1,663	2,076
하이마트(65.25%)	억원	2,114	2,215	2,304
금융	억원	1,064	1,159	1,265
슈퍼	억원	150	172	193
홈쇼핑(53.03%)	억원	2,320	2,281	2,248
코리아세븐(51.14%)	억원	1,357	1,582	1,694
연결조정	억원	-184	-184	-184
영업이익	억원	15,038	16,552	17,973
영업외순손익	억원	-1,551	-1,575	-1,569
세전이익	억원	13,487	14,978	16,404
법인세율		27.0%	27.0%	27.0%
순이익	억원	9,845	10,934	11,975
지배주주순이익	억원	8,337	9,329	10,309
목표 P/E Multiple	X	120		
<b>A: 목표 국내사업 가치</b>	억원	<b>100,049</b>		
	<b>장부가</b>			<b>적용</b>
<b>B: 해외사업가치</b>	억원	8,700		<b>8,700</b>
중국	억원	2,500		2,500
인도네시아/베트남	억원	6,200		6,200
	<b>장부가(분할전)</b>	<b>사업법인 장부가 (a)</b>	<b>투자법인부문으로 분류된 자산에 대한 수익가치 평가액 (b)</b>	<b>적용(=a+b)</b>
<b>C: 관계기업지분가치</b>	억원	8,462	2,733	11,006
<b>D: 매도가능금융자산</b>	억원	3,264	2,512	4,638
<b>롯데쇼핑 가치(=A+B+C+D)</b>	억원	<b>129,638</b>		
주식수	천주	31,491		
목표주가	원	411,668		

자료: SK 증권

## (2) 투자자산의 가치, 투자법인에 귀속된 자산은 수익가치로 반영

이번 목표주가 산정에서는 롯데쇼핑의 투자자산 가치를 반영하였다. 앞서 언급한 바와 같이 지주사 전환 과정에서 분할 및 분할합병을 거치며 그 동안 부각되지 않았던 롯데쇼핑의 투자자산이 평가 받게 될 것이라 판단하기 때문이다. 당사가 반영한 롯데쇼핑의 투자자산 가치는 롯데쇼핑과 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드의 분할합병 과정에서 롯데쇼핑의 투자부문으로 분할된 부분에 대해서 롯데제과, 롯데칠성, 롯데푸드와의 합병 비율을 산정하기 위해 회계법인이 평가한 수익가치를 인용하였다. 합병 비율 산정을 위해서 평가하는 본질가치는 자산가치와 수익가치를 1:1.5의 비율로 반영하여 산정하는데, 당사는 롯데쇼핑의 투자법인으로 분할되는 투자자산들이 영업을 통해 수익을 확대하는 일반 기업이라는 점에서 수익가치만으로 가치를 평가하여도 된다고 판단하였다.

물론, 연결법인의 영업에 포함되어 영업가치로 평가되는 종속기업 투자주식에 대해서는 별도의 투자자산 가치를 평가하여 반영하지 않았다. 또한 투자법인으로 분리된 투자자산 외에도 롯데쇼핑의 사업회사에 남아 있는 매도가능금융자산과 관계기업투자주식은 5,000 억원 규모가 되는데, 이는 장부가로 반영하였다.

롯데쇼핑 투자부문의 비영업용자산 현황

단위: 백만원

내역	장부금액	평가금액
가. 현금및현금성자산	5,057	5,057
<b>나. 매도가능금융자산</b>	<b>75,253</b>	<b>463,815</b>
<b>다. 관계기업투자주식</b>	<b>572,936</b>	<b>1,100,586</b>
라. 종속기업투자주식	1,142,187	2,010,795
마. 기타자산	6,164	3,874
매출채권및기타채권	3,856	3,856
기타금융자산(유동성)-롯데글로벌로지스 신주인수권	1,312	-978
기타금융자산(유동성)	12	12
기타금융자산(비유동성)(*4)	911	911
유형자산	72	72
바. 기타부채	-25,725	-25,725
매입채무및기타채무	4,635	4,635
기타금융부채(유동성)	14,665	14,665
기타비금융부채	124	124
기타금융부채(비유동성)	11,788	11,788
확정급여부채및기타장기급여채무	-5,487	-5,487
합계(가+나+다+라+마+사)	1,775,873	3,558,401

자료: 롯데쇼핑

롯데쇼핑 투자부문 개별 투자주식 수익가치 평가

(단위: 백만원)

구분	장부금액	상장여부	평가방법	총주식수 (주)	보유주식수 (주)	지분율	주주가치	시가(원/주)	평가금액
<b>[매도가능금융자산]</b>									
롯데푸드(주)	30,620	상장	시가	1,369,385	47,180	3.45%	-	630,000	29,723
롯데로지스틱스(주)	17,729	비상장	현금흐름할인법	1,429,202	66,308	4.64%	530,244	-	24,601
<b>롯데쇼핑(주)</b>	<b>1,613</b>	<b>상장</b>	<b>시가</b>	<b>28,122,047</b>	<b>1,731,290</b>	<b>6.16%</b>	-	<b>224,500</b>	<b>388,675</b>
롯데글로벌로지스(주)	25,292	비상장	현금흐름할인법	24,016,926	720,078	3.00%	694,295	-	20,816
<b>소계</b>	<b>75,253</b>								<b>463,815</b>
<b>[관계기업투자주식]</b>									
롯데역사(주)	157,380	비상장	현금흐름할인법	3,600,000	900,000	25.00%	664,646	-	166,162
(주)대흥기획	28,785	비상장	현금흐름할인법	40,000	13,600	34.00%	732,840	-	249,166
롯데캐피탈(주)	77,413	비상장	현금흐름할인법	33,297,512	7,445,072	22.36%	1,075,615	-	240,499
(주)롯데리아	112,864	비상장	현금흐름할인법	481,024	186,062	38.68%	559,329	-	216,351
롯데자산개발(주)	72,890	비상장	현금흐름할인법	40,302,235	15,775,274	39.14%	224,954	-	88,052
(주)롯데디자인츠	9,823	비상장	장부금액	6,020,000	1,806,000	30.00%	-	-	9,823
롯데인천개발(주)	15,000	비상장	순자산가치법	20,000,000	3,000,000	15.00%	66,251	-	9,938
롯데상사(주)	92,782	비상장	현금흐름할인법	895,489	247,915	27.68%	413,928	-	114,596
롯데인천타운(주)	3,500	비상장	장부금액	13,000,000	700,001	5.38%	-	-	3,500
롯데엑셀러레이터(주)	2,500	비상장	장부금액	3,000,000	500,000	16.67%	-	-	2,500
<b>소계</b>	<b>572,936</b>								<b>1,100,586</b>
<b>[종속기업투자주식]</b>									
(주)롯데닷컴	23,177	비상장	현금흐름할인법	6,127,081	3,064,000	50.01%	75,515	-	37,763
롯데카드(주)	1,000,089	비상장	현금흐름할인법	74,740,059	70,088,853	93.78%	1,703,132	-	1,597,143
코리아세븐(주)	82,473	비상장	현금흐름할인법	36,227,634	18,526,176	51.14%	637,212	-	325,859
롯데멤버스(주)	36,447	비상장	현금흐름할인법	2,462,238	2,311,510	93.88%	53,292	-	50,030
<b>소계</b>	<b>1,142,187</b>								<b>2,010,795</b>
<b>합계</b>	<b>1,790,377</b>								<b>3,575,195</b>

자료: 롯데쇼핑

### (3) 핵심 사업인 백화점/할인점, 편의점의 효율성 개선 가능성을 반영

투자자산에 대한 가치반영과 함께 영업가치에 대한 평가 역시 백화점/할인점/편의점 등 주요 사업부에 대해 단기 실적 전망에 따른 가치 평가보다는 장기 성장 가치를 반영하였다. 당사는 롯데쇼핑의 현재 영업이 정상적인 상황은 아니라는 판단이다. 현재의 영업부진은 2014년부터 이어져 온 경영권 분쟁 및 대주주의 검찰 조사 등이 급변하는 국내 유통산업 환경과 맞물린 상황에서 적절한 대응이 되지 않았던 결과다. 즉 유통산업에 대한 규제 강화, 소비패턴의 변화 등으로 기존의 영업방식에 의미 있는 변화가 필요했던 시점에 경영권 분쟁 및 대주주의 검찰 조사 등이 경영진의 주요 의사결정을 하는데 악영향을 미쳤던 것이다.

롯데그룹의 지배구조 개편은 경영권 분쟁과 관련한 잡음을 해소하고 본격적으로 영업력을 발휘하는 계기가 될 전망이다. 영업환경 변화에 다소 늦게 대응하는 것이기는 하나, 롯데쇼핑이 보유한 유통 사업 역량을 고려할 때, 경쟁사들을 빠르게 따라잡을 수 있을 것이라 판단한다.

따라서 당사는 당사가 현재 추정하고 있는 추정치를 기반으로 영업가치를 평가하지 않고 백화점/할인점/편의점의 영업이 정상수준으로 회복할 경우를 가정하여 영업가치를 평가하였다. 실제로 평가에 반영된 추정치는 기존 추정치에서 수익성만 개선되는 것을 가정하였다.

롯데쇼핑 백화점 및 할인점, 편의점의 영업이익률이 개선 가능한 수준으로 추정

국내 영업이익률 (현재 당사 추정)	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
백화점	11.7%	10.7%	9.1%	9.3%	8.4%	7.2%	8.0%	<b>7.0%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.2%</b>	<b>7.3%</b>
할인점	4.5%	4.2%	3.9%	3.5%	2.6%	1.0%	0.3%	<b>0.5%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.3%</b>
하이마트	-	-	5.5%	5.3%	3.8%	4.1%	4.4%	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%
금융	17.1%	16.7%	13.0%	11.8%	11.6%	9.5%	7.8%	7.5%	5.6%	5.9%	6.3%
슈퍼	2.2%	2.5%	2.5%	1.5%	0.4%	0.2%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
홈쇼핑	14.4%	13.6%	9.2%	8.9%	10.7%	8.2%	8.6%	10.3%	10.2%	10.1%	10.0%
코리아세븐	2.9%	3.7%	2.8%	2.2%	1.4%	1.4%	1.3%	<b>1.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.0%</b>

목표영업이익률	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
백화점								<b>7.0%</b>	<b>7.5%</b>	<b>8.0%</b>	<b>8.5%</b>
할인점								<b>0.5%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.0%</b>
하이마트								4.9%	5.0%	5.1%	5.1%
금융								7.5%	5.6%	5.9%	6.3%
슈퍼								0.5%	0.7%	0.8%	0.9%
홈쇼핑								10.3%	10.2%	10.1%	10.0%
코리아세븐								<b>1.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.2%</b>

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 추정

**(4) 롯데시네마의 독립법인화,**

**감춰져 있던 롯데쇼핑 가치를 부각시키는 주요 사례**

지난 6월 8일 롯데쇼핑은 롯데쇼핑의 사업부로 있던 영화관 사업을 신설법인 롯데시네마(주)에 영업양도, 분할하기로 결정하였다. 롯데시네마는 한국에서는 CJ CGV 다음으로 큰 영화관 사업자이다. 또한 베트남 영화시장에서도 CJ CGV에 이어 2위 사업자로 자리잡으며 의미 있는 사업확장을 지속하고 있다.

롯데시네마의 의미 있는 역량에도 불구하고 롯데쇼핑의 사업부문으로 있는 롯데시네마에 대해 투자자들은 큰 의미를 부여하지 않았다. 그러나 분할된 롯데시네마는 적절한 가치를 평가 받게 될 것이며 독립사업부일 때 보다 적극적인 사업 확장을 통한 가치 상승을 꾀할 것으로 예상된다.

롯데시네마 vs CJ CGV

	영화관 인프라 현황		실적현황	
	롯데시네마	CJ CGV	롯데시네마	CJ CGV
<b>영화관 수(개)</b>	<b>152</b>	<b>384</b>	<b>2016년 연결 매출액 규모</b>	<b>6,910억원</b> <b>1조 4,322억원</b>
국내	112	138	국내	6,270억원      9,146억원
중국	11	81	중국	640억원      3,043억원
베트남	29	40	베트남	1,111억원
인도네시아		27	인도네시아	
터키		90	터키	1,148억원
미얀마		6	미얀마	
미국		2	미국	
<b>스크린 수(개)</b>	<b>1,008</b>	<b>2,923</b>	<b>2016년 영업이익 규모</b>	<b>350억원</b> <b>703억원</b>
국내	793	1,027	국내	390억원      620억원
중국	82	636	중국	-40억원      32억원
베트남	133	257	베트남	51억원
인도네시아		185	인도네시아	-
터키		791	터키	125억원
미얀마		16	미얀마	-
미국		11	미국	-
기타사업		4DX	시가총액	?      1조 7,000억원

자료 각 사

## 2. 수익성 개선의 핵심: 식품 유통 분야

### (1) 할인점/편의점, 이상할 정도로 낮은 수익성

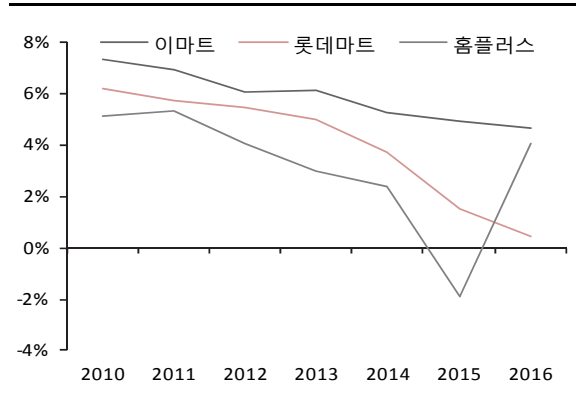
당사는 롯데쇼핑의 효율성 개선 중심에 할인점 사업이 있는 것으로 판단한다. 국내할인점 사업은 롯데쇼핑의 총매출의 20%를 구성함에도 불구하고 영업이익 기여가 거의 없기 때문이다.

할인점 사업의 매력도가 과거보다 낮아진 것은 사실이다. 하지만 이미 3사 중심의 시장 개편이 완료된 현지점에서 롯데쇼핑만 수익성이 극도로 악화되어 있는 상황이 지속될 것으로 전망하는 것은 롯데쇼핑을 너무 보수적으로 평가하는 것이다. 당사는 유통 대기업인 롯데쇼핑이 극도로 악화된 롯데마트의 수익성을 회복시킬만한 역량을 보유하고 있다는 판단이다. 롯데마트보다 수익성이 낮았던 홈플러스가 수년간의 수익성 악화를 끝내고 2016년 수익성을 가파르게 개선시켰다. 이는 대형 유통업체의 수익성이 회사의 전략에 따라 충분히 개선시킬 수 있는 부분임을 보여주는 사례다.

덧붙여 편의점 역시 롯데쇼핑 영업효율 개선의 또 한 축이 될 수 있다. 할인점보다 규모가 크지 않다는 점에서 상대적으로 영향을 미치는 정도는 크지 않을 수 있으나, 편의점 역시 주요 개선 포인트임은 분명하다. 현재 롯데쇼핑의 편의점인 세븐일레븐은 일본 세븐일레븐에 제공하는 로열티 0.6%를 고려하더라도 상위 업체와의 영업이익률이 3%p 이상 차이가 나고 있다. 이 역시 경영권 분쟁이 시작된 2014년부터 악화된 점을 고려할 때, 경영 공백에 의한 수익성 악화였다고 판단할 수 있다.

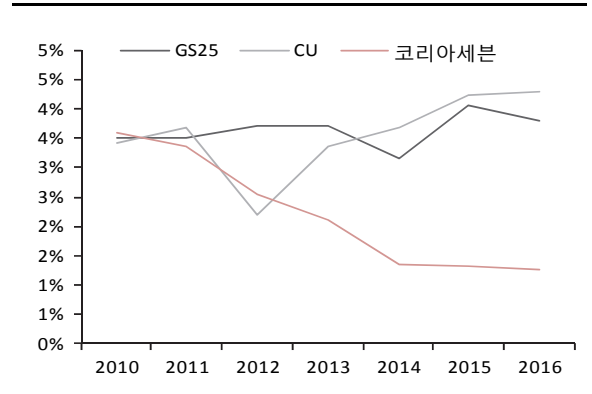


대형마트 3사 영업이익률 추이



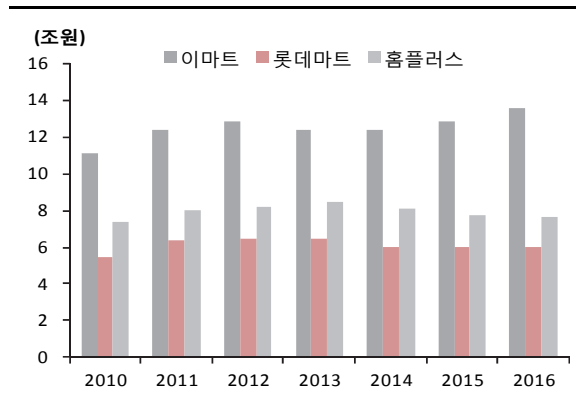
자료 각사

편의점 3사 영업이익률 추이



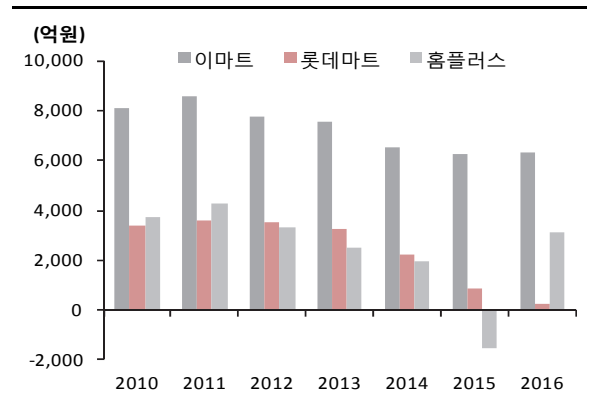
자료 각사

대형마트 3사 매출 규모 추이



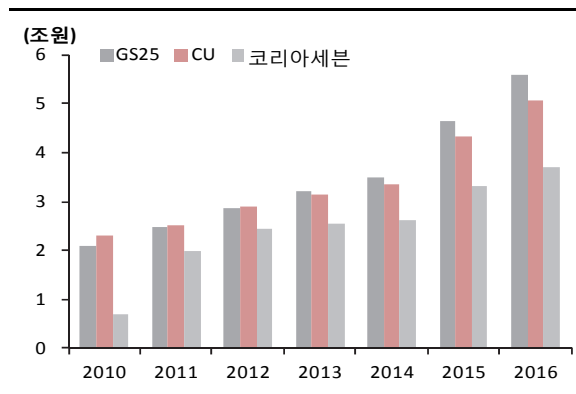
자료 각사

대형마트 3사 영업이익 규모 추이



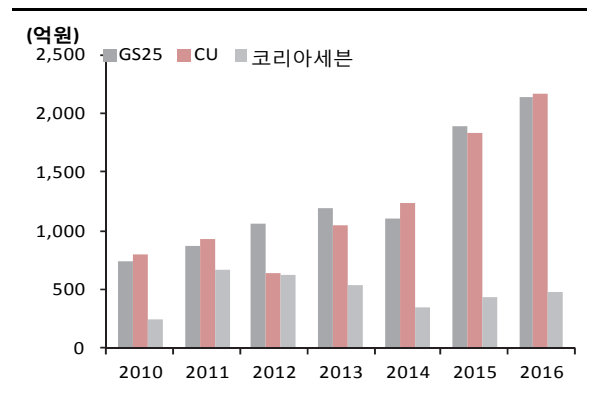
자료 각사

편의점 3사 매출 규모 추이



자료 각사

편의점 3사 영업이익 규모 추이



자료 각사

## (2) 통합매입, 판관비 효율화와 함께 식품분야 수익성 개선의 핵심이 될 전망

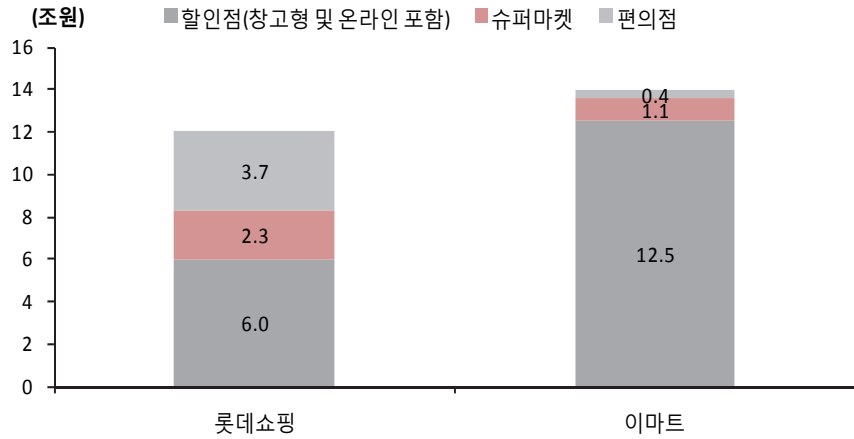
롯데쇼핑 사업 부문 중 수익성이 악화된 할인점/편의점의 주요 판매 품목은 '식품'이다. 백화점을 기초로 성장한 롯데쇼핑이 영업에 집중하지 못한 기간 동안 백화점과 관련한 사업은 상대적으로 안정적이었지만 식품 유통 분야에서는 수익성이 크게 악화되었다. 오랜 경험을 가진 백화점 분야에서는 경영공백에도 안정적인 영업을 할 수 있는 역량이 있었지만, 식품관련 사업에서는 역량이 다소 부족했던 것으로 평가할 수 있다. 하지만 이러한 식품분야에서의 부진은 역설적으로 적극적인 영업효율화 작업을 통해 수익성을 개선시킬 수 있는 여지가 충분함을 의미한다.

영업효율화의 가장 쉬운 방법은 비용통제라 할 수 있지만 당사가 주목하는 것은 '통합매입'이다. 최근 동사는 백화점, 대형마트, 편의점, 홈쇼핑 등 유통 계열사를 아우르는 글로벌 공동구매 체제를 구축하기로 했다. 각 계열사에 흩어져 있는 구매 조직을 하나로 합쳐 공동 구매함으로써 구매에 있어 바게닝(Bargaining) 파워를 높이기 위함이다. 통합매입은 매입 규모가 커지는 효과로 제조 업체들과의 협상에서 우위를 누릴 수 있게 되고, 이에 따라 좀더 좋은 조건으로 상품을 조달할 수 있게 된다.

특히, 가공식품 분야는 통합매입에 따른 매입효율화가 가장 크게 나타날 전망이다. 과자/라면/음료/간편식 등 가공식품은 할인점과 편의점, 그리고 슈퍼마켓에서 동일한 제품이 포장단위만 다르게 판매되고 있다. 그럼에도 불구하고 각 사업부가 각각 매입함으로써 실제 구매 규모보다 작은 규모에 해당하는 협상력만을 누리고 있었다. 동일한 제품의 구매 창구를 일원화시킨다는 측면에서 가공식품의 통합매입은 단기에 극적인 수익성 개선을 이끌 전망이다.

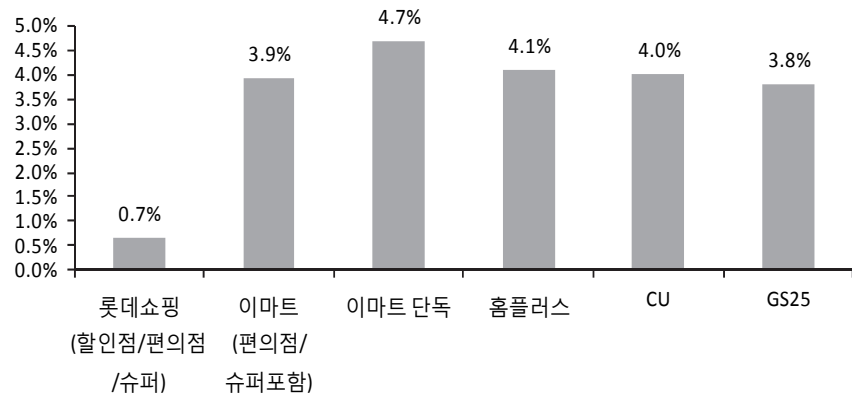
롯데쇼핑의 식품 유통분야 총매출을 모두 합하면 규모가 12 조원으로 최대 식품 유통 채널인 이마트의 할인점 매출 13 조원과 유사해진다. 이마트의 영업이익률이 4.7%에 이르는 점을 고려하면 롯데쇼핑 식품 유통분야의 영업이익률 개선 가능성은 매우 높다. 한편, 이마트가 신규사업으로 추진하고 있는 편의점과 슈퍼마켓의 매출을 포함할 경우 이마트의 매출 규모는 15 조원이고 편의점과 슈퍼마켓 사업의 적자를 포함한 영업이익률 역시 3.8%로 높다. 또한 4 조원~5 조원의 매출을 일으키고 있는 편의점 업체들과 매출이 7 조원인 홈플러스의 영업이익률 역시 4% 수준인 점을 고려하면 롯데쇼핑의 해당 사업 역시 영업이익률 3% 수준까지는 충분히 예상해볼 수 있다.

롯데쇼핑 및 이마트 식품 유통 분야 매출액 비교



자료 각 사

주요 업체들 식품 유통 사업분야 영업이익률(2016년 기준)



자료 각 사

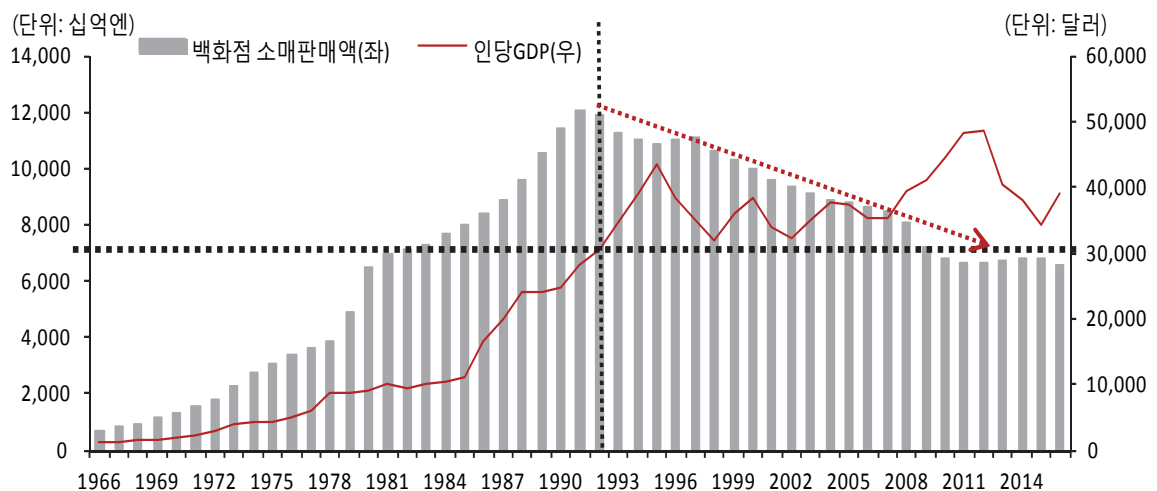
### 3. 국내 백화점 중 소비 패턴 변화를 가장 적극적으로 수용

#### (1) 인당 GDP 30,000 달러 이상에서 백화점 수요는 감소

2016년 한국의 인당 GDP는 27,533 달러로 2014년 이후 3년 동안 27,000 달러 수준에 머무르고 있지만 최근 수출의 회복과 함께 경제 성장률도 회복되고 있어 인당 GDP 30,000 달러 도달이 머지 않아 보인다. 그런데 인당 GDP 30,000 달러는 유통업종 중 특히, 백화점 업태에 미치는 영향이 크다. 실제로 백화점 업태가 활성화되었던 미국과 일본에서 인당 GDP 30,000 달러 수준에서 백화점의 시장 규모가 감소되기 시작했다.

이는 인당 GDP 30,000 달러 이상에서 유형상품에 대해 합리적인 소비가 활성화되고 무형상품인 서비스 소비가 확대되는 경향이 강하게 나타나기 때문인 것으로 파악된다. 유형상품에 대한 합리적 소비가 활성화되는 것은 인당 GDP 30,000 달러 이상에서 소득의 증가율이 가파르게 나타나기 어렵기 때문이다. 즉, 소득이 낮은 수준에서 빠르게 증가하는 구간에서 소비자들은 '신상 명품'으로 대표되는 '가치 있는' 유형상품의 '소유'를 통해 만족을 느꼈으나, 절대 소득수준이 높아지고 증가율은 낮아지기 시작하면서부터는 '소유'보다는 합리적인 '소비'를 하는 것으로 파악된다. 이에 따라 유형상품에 대해서는 '사용'의 측면이 부각되며 합리적인 가격에 필요한 기능을 할 수 있는 제품으로 수요가 증가하는 반면, 소비 자체로 만족감을 느낄 수 있는 서비스 소비에는 이전보다 많은 금액을 지출하기 시작하는 것이다. 이에 따라 '신상'을 구매할 수 있는 백화점의 매출은 미국과 일본 모두에서 위축되었다.

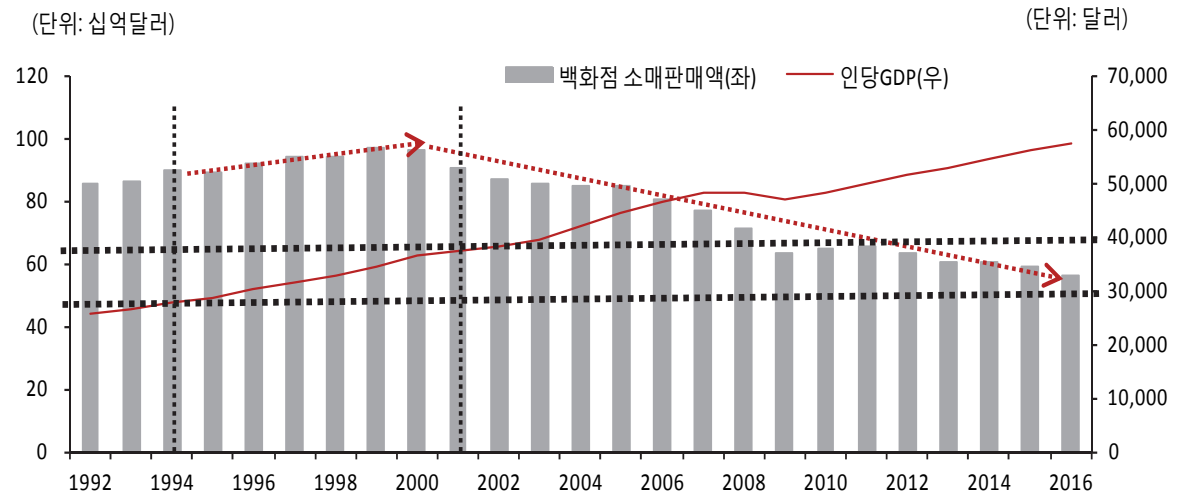
일본 백화점 시장 규모 및 인당 GDP 추이



자료: CEC

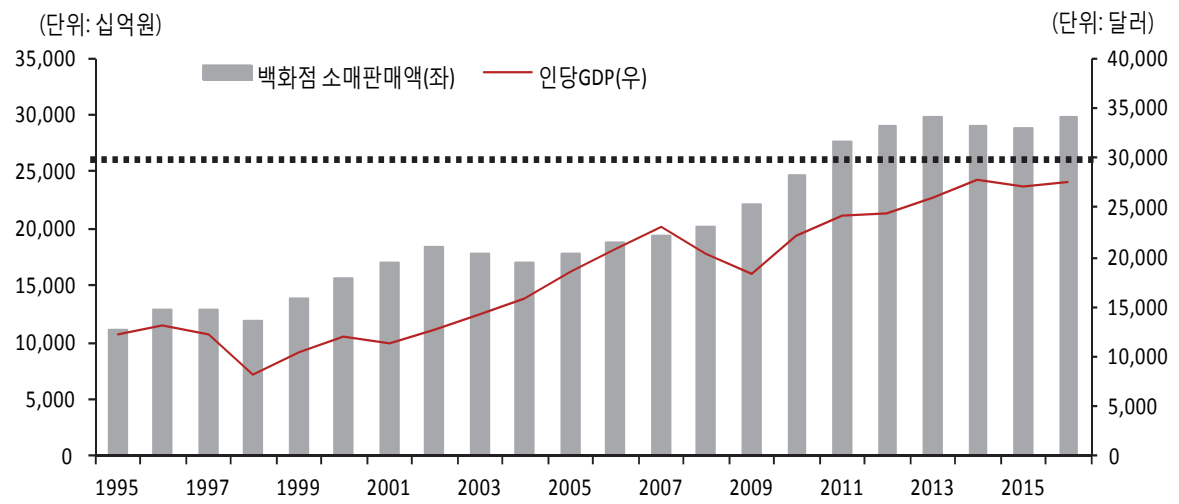
미국 백화점 시장 규모 및 인당 GDP 추이

: 미국 백화점은 상대적으로 좀 더 긴 기간 동안 성장, 그러나 궁극적으로는 시장 규모 축소



자료: CEC

한국 백화점 시장 규모 및 인당 GDP 추이



자료: CEC

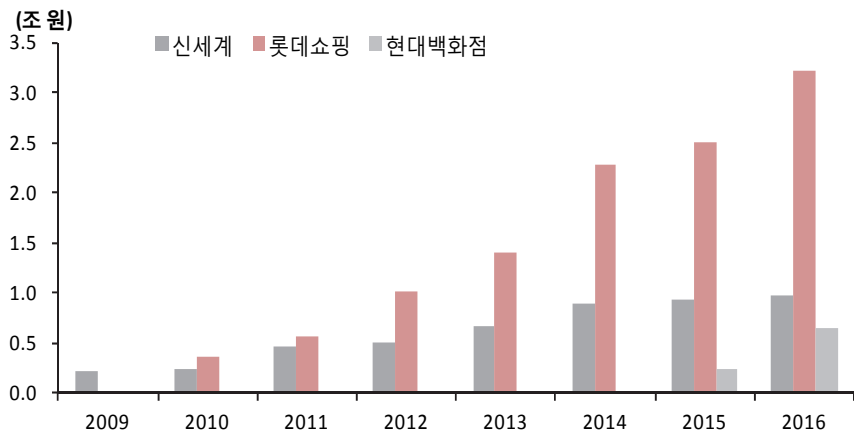
## (2) 백화점 수요 감소 리스크를

### 도심형 아울렛 & Off-price 점포로 뛰어 넘을 것

인당 GDP 27,000 달러 수준에서 백화점은 소득이 증가할수록 수요 감소를 우려해야 하는 현실에 당면해 있다. 하지만 당사는 롯데쇼핑의 백화점 사업부가 수요 감소에 따른 성장둔화 가능성보다는 아울렛과 Off-price 사업을 통해 안정적인 성장을 지속할 것으로 전망한다. 특히, 아직은 사업 초기로 매출 및 이익 기여는 미미하지만 Off-price store '롯데 Tops'에 대한 기대가 크다.

아울렛 사업의 확대는 백화점 3사가 모두 적극적으로 진행하고 있는데, 경쟁사는 대부분 프리미엄 아울렛 출점에만 집중하고 있다. 프리미엄 아울렛은 대형 점포를 기반으로 하기 때문에 매출 및 이익 기여 규모가 도심형 아울렛과 비교하여 크지만, 출점 가능한 지역이 많지 않다. 따라서 향후 성장성은 제한적이라 판단된다. 반면, 도심형 아울렛은 확산되고 있는 중저가 의류의 합리적 구매 수요를 기반으로 하고 있으며, 상대적으로 작은 상권에 출점하는 사업 모델이라는 점에서 출점할 수 있는 지역이 여전히 풍부하다.

#### 유통 3사 아울렛 총거래액 규모 추이 추정



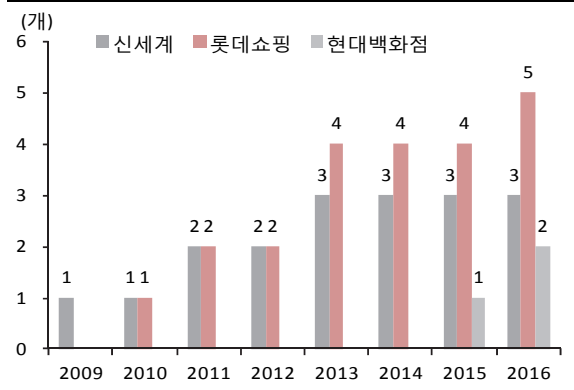
자료: 각 사 및 SK 증권 추정

**롯데쇼핑만이 도심형 아울렛에 공을  
들이고 있음**

도심형 아울렛은 백화점 3사 중 동사가 가장 적극적으로 확대하고 있는데, 당사는 동사의 이러한 도심형 아울렛 확대 전략이 장기적으로 백화점의 수요 둔화를 적절히 상  
대해 줄 것으로 기대한다. 도심형 아울렛이 대중적인 가격의 의류를 보다 저렴하게 제  
공함으로써 넓은 수요층을 흡수할 수 있을 것으로 전망되기 때문이다.

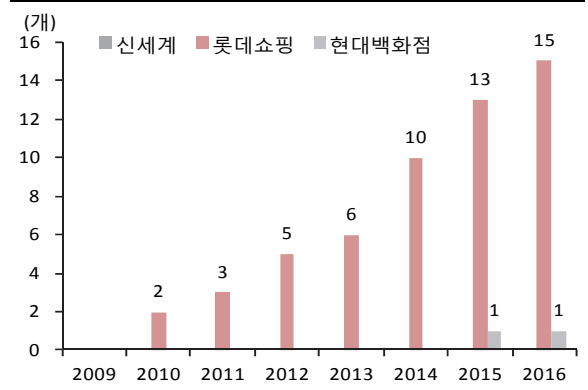
다만, 국내에서 운영되는 도심형 아울렛은 기존 의류 유통이 운영하는 방식인 의류 업  
체들이 입점해 판매하고 유통업체가 수수료를 받는 구조로 유통업체의 역할이 크지 않  
다. 즉 안정적인 수입을 제공하지만 유통업체가 적극적으로 소비를 자극하고 그에 따른  
규모의 경제를 누릴 수 있는 방안이 많지 않다. 그 동안 백화점 업체들은 유행에 민감  
한 의류를 판매함에 있어 실패 리스크를 줄이기 위해 판매수수료를 받는 사업 모델을  
주로 운영하면서 직접 재고를 확보하고 판매하는 노하우를 축적하지 못했다. 따라서 가  
격이 소비를 자극하는 가장 큰 요인인 도심형 아울렛에서도 적극적으로 가격을 인하하  
여 판매하기 보다 브랜드들의 가격 정책에 따라 제한된 가격인하로 소비자를 유치하고  
있다. 이에 따라 풍부한 잠재수요에도 불구하고 한국의 도심형 아울렛은 가격 경쟁력이  
낮아 집객 효과를 충분히 누리지 못하고 있다.

**유통 3사 프리미엄 아울렛 점포 수 추이**



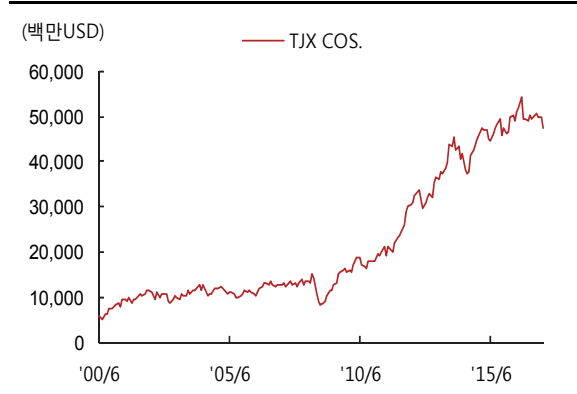
자료 각사

**유통 3사 도심형 아울렛 점포 수 추이**



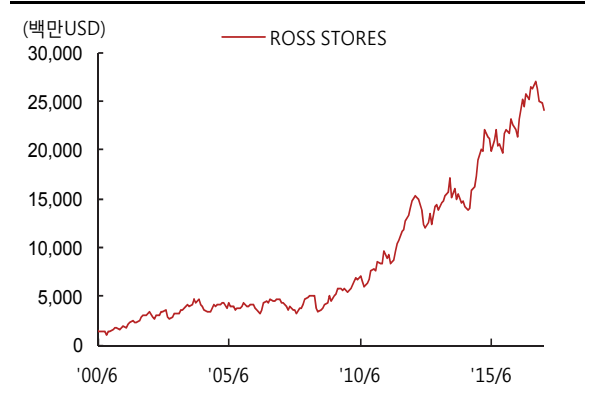
자료 각사

Off-Price Retailer: TJX 시가총액 추이



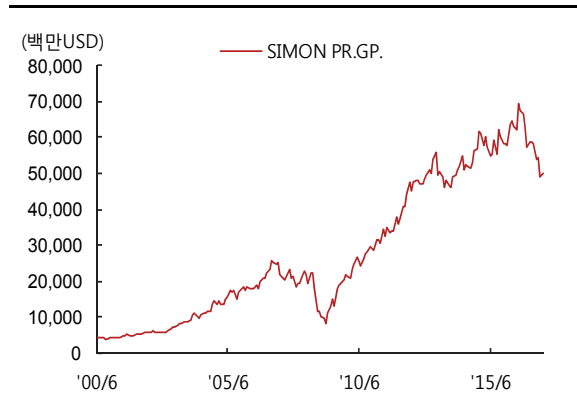
자료: 데이터스트림

Off-Price Retailer: Ross 시가총액 추이



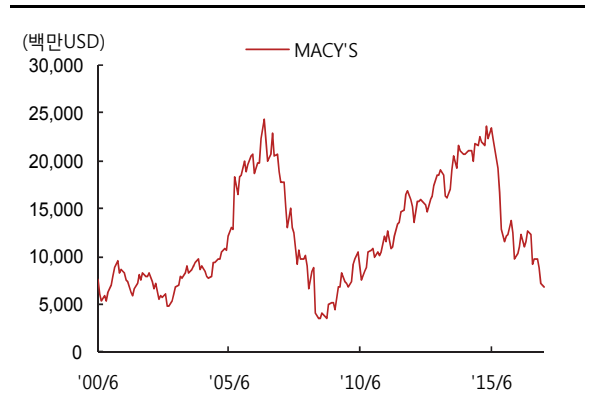
자료: 데이터스트림

프리미엄아울렛: Simon 시가총액 추이



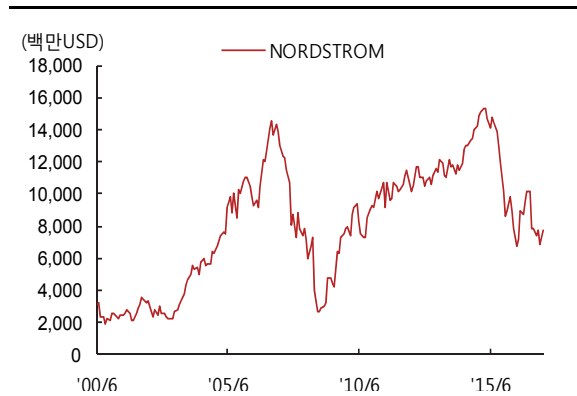
자료: 데이터스트림

백화점: Macy's 시가총액 추이



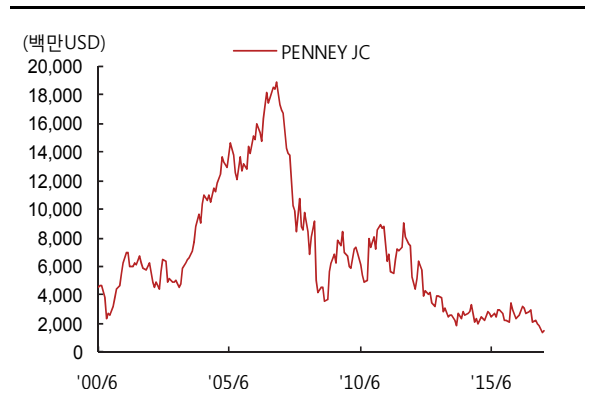
자료: 데이터스트림

백화점: Nordstrom 시가총액 추이



자료: 데이터스트림

백화점: Penny JC 시가총액 추이



자료: 데이터스트림

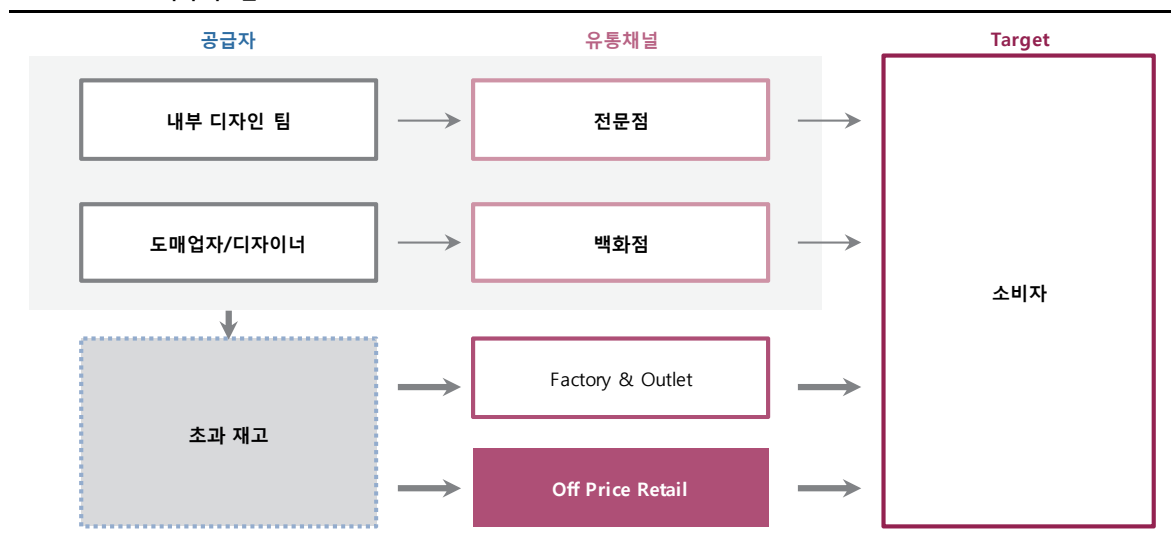


**롯데쇼핑,  
Off-price retailer 로 변신을 시도**

롯데쇼핑이 이러한 의류 유통의 한계를 넘어설 수 있는 사업을 시작하였다. 최근 롯데쇼핑이 향후 확장을 강조하고 있는 사업인 ‘롯데 Tops’다. 롯데 Tops 는 Off-price retailer 의 사업 모델로 운영되는 점포다. Off-price retailer 는 기본적으로 유통 채널에 있는 재고를 대량으로 매입하여 소비자에게 저렴한 가격에 판매하는 사업자다. 대표적으로 TJX 와 Ross 가 있다. 미국 시장에서 이들의 사업 규모는 이미 백화점 사업자들의 규모를 넘어서고 있다.

현재, 롯데 Tops 는 명품을 병행수입을 통해 확보하여 저렴하게 판매하는 모델이다. 아직은 작은 점포로 운영되고 있어 전체 영업에 미치는 영향은 크지 않다. 그러나 롯데쇼핑이 롯데 Tops 운영을 통해 유통 시장에 남아 있는 재고를 확보하는 상품 소싱 노하우와 이렇게 확보한 상품에 적절한 가격을 책정하는 노하우를 충분히 축적한 이후에는 사업을 보다 적극적으로 확대할 수 있을 것으로 예상된다. 특히, 가격에 민감한 수요를 대상으로 하는 도심형 아울렛에 Off-price 비즈니스 모델 도입해 제품 및 가격 차별화를 통한 성장성 및 수익성을 확대할 수 있을 전망이다. 장기적으로는 대형 Off-price 점포를 직접 운영할 가능성도 높다. TJX 와 ROSS 역시 처음에는 작은 점포로 쇼핑센터에 입점하는 방법으로 사업을 확장하다가 사업 규모가 커지면서 대형 단독매장을 운영하는 형태로 진화한 바 있다.

**Off-Price Retailer 의 수익모델**



자료: Jefferies & company

롯데쇼핑 Off-Price Store 점포 확장 중: 해외 브랜드 병행수입 '롯데 Tops', 15 개 매장 운영



자료: 롯데백화점 공식블로그