



INDUSTRY

2022년 11월 23일

유통 (Neutral)

소비 양극화와 두 가지 구조적 변화

비우호적인 매크로 환경으로 소비 시장에 대한 우려가 커지고 있는 상황이다. 소비 부진이 현실화 될 경우, 소비 양극화가 가속화되며, 사치재 소비가 소비 침체에도 비탄력적으로 움직일 가능성이 높다고 판단한다. 업체별로는 사치재 중심인 백화점의 매출이 상대적으로 견조할 수 있다. 여기에 우리는 두 가지 구조적 변화에 주목할 필요가 있다. 하나는 자금 경색에 따른 이커머스 구조조정이며, 또 다른 하나는 아시아 내 럭셔리 시장의 지형변화이다. 전자는 대형마트 업체에게, 후자는 백화점 업체에게 손해가 될 전망이다.

| Contents |

I. 핵심 요약.....	03
II. 소비에 대한 걱정.....	05
유통업종 Neutral 의견 제시	05
소비 양극화 더욱 뚜렷해질 것으로 전망	07
소비 양극화 심화 → 백화점 선호.....	10
III. 구조적 변화에 주목.....	11
현재진행형인 이커머스 구조조정.....	11
아시아 지역의 럭셔리 쇼핑의 지형 변화 가능성	18
IV. 투자 전략.....	26
V. 기업분석	29
1. 롯데쇼핑 (023530)	30
2. 이마트 (139480)	34
3. 신세계 (004170)	38
4. 현대백화점 (069960)	42
5. 호텔신라 (008770)	45
6. BGF리테일 (282330)	48
7. GS리테일 (007070)	51
8. 현대홈쇼핑 (057050)	54
9. 롯데하이마트 (071840)	57

I. 핵심 요약

유통업종 Neutral 제시

소비 시장을 둘러싼 환경이 비우호적이다. 물가 상승과 금리 인상이 맞물린 순환침조는 소비 시장에 대한 걱정을 촉발시키고 있다. 소비 축소 가능성은 자연스럽게 소비 시장과 직접적으로 맞닿아 있는 유통업종에 대한 우려로 이어지고 있다. 유통업종에 대한 비중 확대를 논하기에는 아직까지는 시기상조인 시기이다. 다만 하방을 지지해주는 밸류에이션 수준을 감안 시, 비중 축소의 실익도 크지 않아 보인다. 유통업종에 대한 투자 의견을 Neutral로 제시한다.

소비 양극화 전망 → 백화점이 오히려 방어할 것

소비 부진이 현실화되더라도 그 형태는 소비 양극화의 가능성이 높다. 사치재에 대해서는 소비를 줄이지 않을 것이나, 필수재 소비에 있어서는 더욱 간판하게 살필 가능성이 크다. 이를 유통업체로 치환할 경우, 백화점의 매출은 상대적으로 타 유통업체 대비 견조할 수 있으나, 필수소비재를 주력으로 하는 업체들은 차별화가 나타날 수 있음을 의미한다. 달리스토어나 창고형 할인매장 등 박리다매 형태의 업체에 대한 소비자 선호도가 높아질 수 있다.

유통업종의 두 가지 구조적 변화 가능성

소비 시장의 우려가 있는 상황이지만, 동시에 기대되는 유통업종 내의 두 가지 구조적 변화 가능성에도 주목할 필요가 있다. 하나는 이커머스 구조조정에 따른 경쟁완화이며, 또 다른 하나는 아시아 지역 럭셔리 쇼핑의 지형 변화이다.

이커머스 구조조정은 현재 진행형이다. 지난해까지 적자를 기록할 정도로 수익성이 부진했으나, 놀라운 성장성을 보여주며 지속적으로 외부 자금 유치로 사업을 영속해왔던 이커머스 사업자들이 난립한 상황이었다. 하지만 리오프닝에 따라 이커머스의 성장성은 둔화되고 금리 인상에 따른 돈맥경화는 현금흐름에 부담으로 작용하기 시작했다. 이 같은 급격한 환경 변화는 수익성이 취약했던 이커머스 산업의 구조조정으로 이어질 수 있을 촉발시킬 것으로 전망하고 있으며, 이들로 인해 심화되었던 유통업종 내의 경쟁이 빠르게 완화될 수 있을 것으로 전망된다. 특히 경쟁완화의 수혜가 예상되는 것은 공산품과 식품 카테고리에서 직접적으로 경쟁을 하던 대형마트가 될 것이라는 판단이다. 대형마트 사업자의 수익성 개선과 M/S 확대가 기대된다.

아시아 럭셔리 시장 내에서 한국 시장이 뜨고 있다. 기존 강자인 일본과 홍콩이 주춤한 사이 세계 7위 시장으로 성장하였다. 한국 시장의 괄목할만한 성장으로 글로벌 럭셔리 브랜드들이 한국 시장에 대해 관심이 커지게 되었다. 이 같은 관심은 공급자 중심의 럭셔리 시장에서 셀렉션의 다양화로 이어질 수 있다. 뿐만 아니라 최근 나타난 원화 약세로 인해 한국에서 판매되는 럭셔리 상품의 가격이 아시아 내 주요 국가들 대비 낮아진 상태이기 때문에 가격적인 측면에서도 강점을 지닌 시장이 되었다. 셀렉션의 다양화와 낮은 가격은 외국인 관광객에게 한국에서 럭셔리를 소비하는 데 있어서 유인을 제공할 수 있어, 리오프닝이 진행됨에 따라 한국 럭셔리 시장 내에서 외국인 매출의 상승을 기대해볼 수 있을 전망이다. 코로나19 기간 동안 0%에 수렴했던 백화점 내 외국인 매출 비중이 코로나19 이전 5%까지는 최소한 회복 가능할 것이며, 일본과 홍콩의 비중까지 확대 시, 백화점의 수혜 강도는 더욱 커질 전망이다.

롯데쇼핑 최선희주
신세계, 이마트 차선희주
의견 제시

소비 양극화 가능성과 두 가지 구조적 변화에 모두 해당하는 사업자는 단연 롯데쇼핑이다. 롯데쇼핑을 당사 유통업종 최선희주로 제시한다. 특히 동사의 메인점포인 본점과 잠실점은 외국인들의 선호도가 높은 명동상권과 잠실상권에 자리 잡고 있기 때문에 외국인 매출 비중 상승에 따른 수혜 강도가 경쟁사 대비 강할 수 있을 것으로 전망한다.

백화점 내에서 M/S를 확대해나고 있는 신세계는 소비 양극화의 최대 수혜주일 수 있다. 여기에 중국의 제로코로나 방역정책 기조 완화 움직임은 면세점 업종에 대한 기대감을 키우는 요인이다. 중국의 리오프닝 시기에 대하여 당사에서는 23년 3월 양회 이후를 기대하고 있지만, 아직까지 특정할 수 없는 상황이기 때문에 백화점의 이익체력이 바탕이 되는 면세점주인 동사에 대한 차선희주 의견을 제시한다.

이마트도 차선희주이다. 이커머스 경쟁완화의 수혜로 할인점의 GPM의 턴어라운드 가능성이 본격화되었고, 동사의 이커머스 사업 적자도 축소되고 있다. 인사비, 지급수수료 등의 판관비 관리가 다소 아쉽긴 하지만, 이마트도 23년부터는 높아진 인사비의 기저로 인해 부담이 낮아질 수 있을 것으로 전망한다.

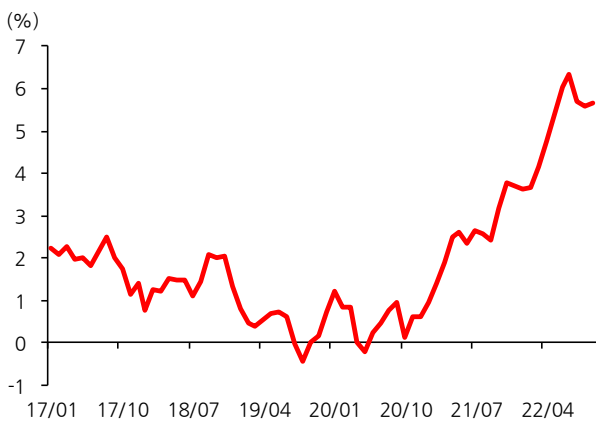
II. 소비에 대한 걱정

유통업종 Neutral 의견 제시

물가 상승과 금리 인상의
순환참조

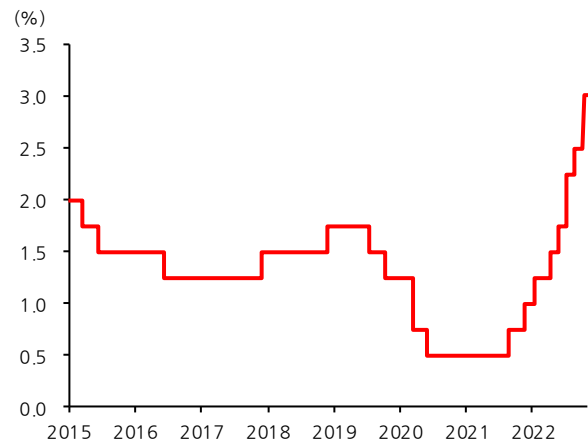
지금껏 경험하지 못한 수준으로 물가는 오르고 있으며, 물가안정이 목표인 각국의 중앙은행들은 모두들 빠르게 기준금리를 인상시키고 있다. 그럼에도 쉬이 물가가 잡히지 않는 상황에서 금리 인상은 당분간 지속될 수 밖에 없는 여건 하에 있다. 금리 인상이 촉발한 유동성 감소는 다양한 자산의 가치 하락으로 연결되고 있다.

[그림1] 소비자물가상승률(YoY) 추이



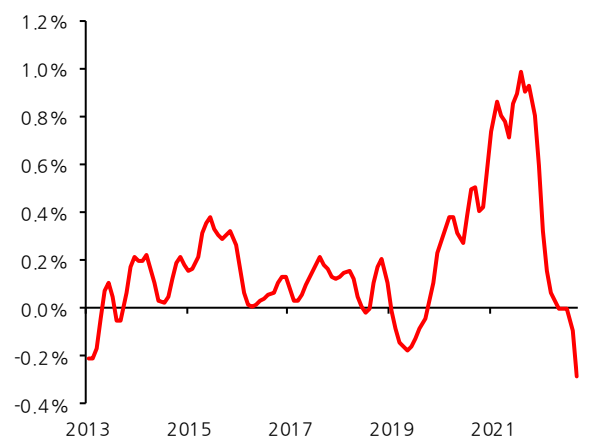
자료: KOSIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 기준금리 추이



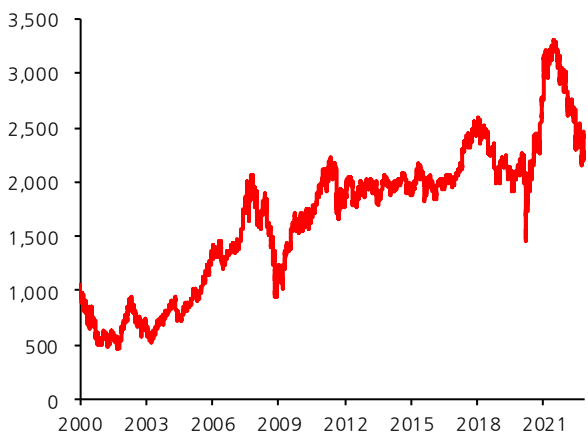
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 부동산 가격 추이(3MMA)



자료: 한국부동산원, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 코스피 지수 추이



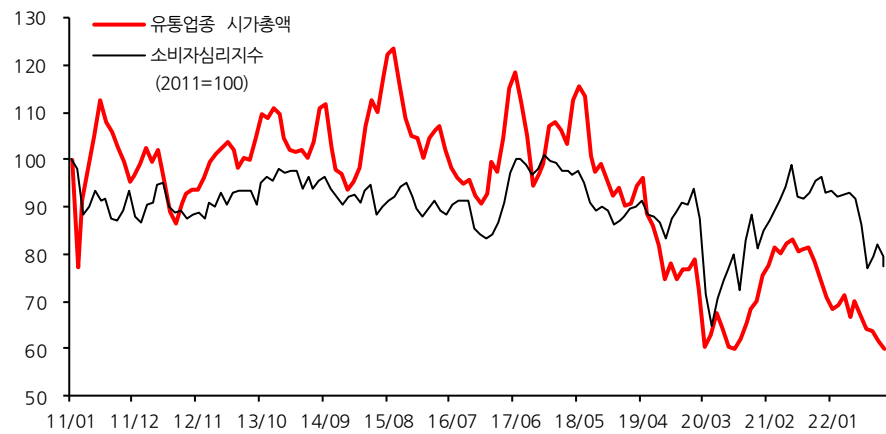
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

매크로 환경 경색으로 인한
소비심리 위축 우려

결국 소비에 대한 걱정이 촉발될 수 밖에 없는 상황이다. 물가의 폭발적 상승은 실질 가처분소득의 감소를 야기하고 있으며, 금리의 상승은 각 가계의 이자부담을 늘리고 있다. 금리의 상승은 단순히 이자비용의 부담을 증가시켜줄 뿐 아니라 전술했던 자산 가격의 하락을 부추기면서 소비심리가 악화되는 것을 우려하게 한다.

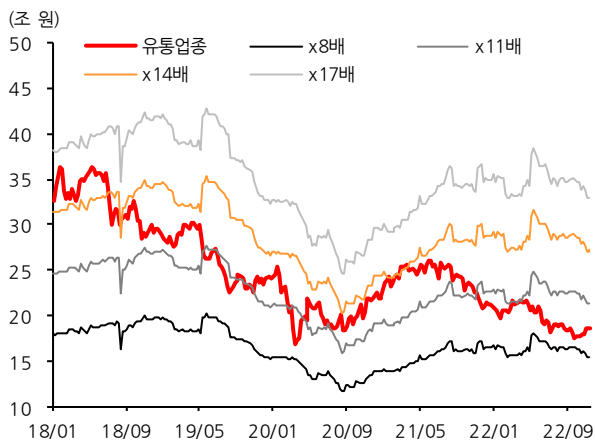
소비 시장에 대한 우려는 소비 시장과 직접적으로 맞닿아있는 유통업종의 투자심리에 득이 될 것이 없다. 유통업종의 대한 투자 비중 확대를 논하기에는 아직까지 시기상조라 판단된다. 다만, 소비 시장에 대한 우려를 기반영한 밸류에이션이 하방을 지지해줄 가능성이 높다. 현 시점에서 비중 축소의 실익도 크지 않을 것이다. 이에 따라 유통업종에 대해 Neutral의 투자 의견을 제시한다.

[그림5] 소비자심리지수와 유통업종 주가(index) 추이



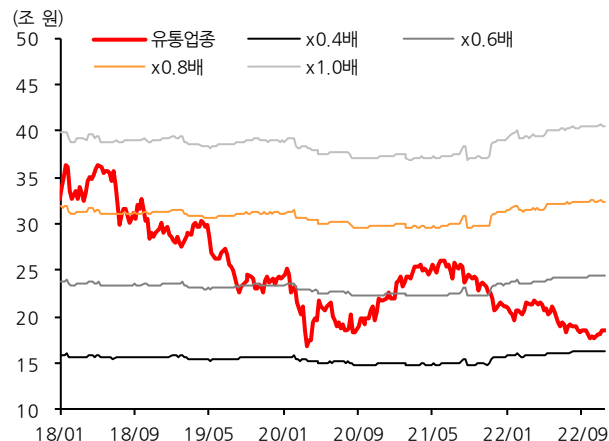
자료: Quantwise, 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 유통업종 P/E 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 유통업종 P/B 추이



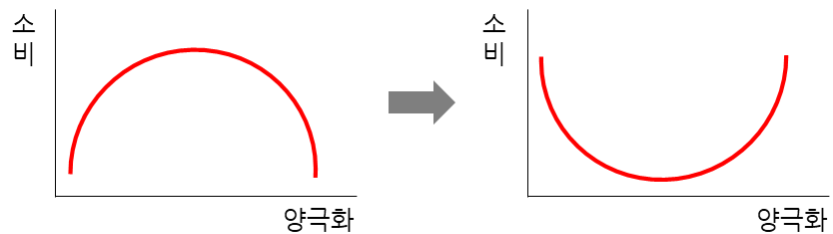
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

소비 양극화 더욱 뚜렷해질 것으로 전망

소비 위축 → 소비 양극화

불황은 소비의 양극화를 몰고 온다. 소비 양극화는 필수소비재에 대해서는 가성비를 따지며 소비를 하더라도, 사치재에 대해서는 지친 심신을 나를 위한 선물로 치유하는 가심비 소비를 지향하는 소비를 말한다. 장바구니는 줄이더라도 쇼핑백은 줄지 않는다는 것이다.

[그림8] 소비 양극화 추이



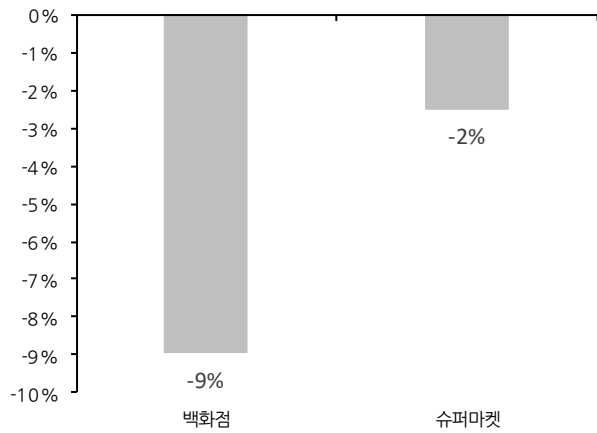
자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

과거 소비 시장 둔화시
사치재 수요 감소

우리는 지금껏 소비 시장이 둔화될 수 밖에 없을 것이라 예상하고, 필수재의 경우 물가 상승의 수혜를 예상하며, 소비 부진에도 버틸 수 있을 것이라고 전망하였다. 반대급부로 사치재에 대한 소비를 줄어든 것이라 예상하였다. 필자가 파악한 컨센서스는 적어도 그랬다.

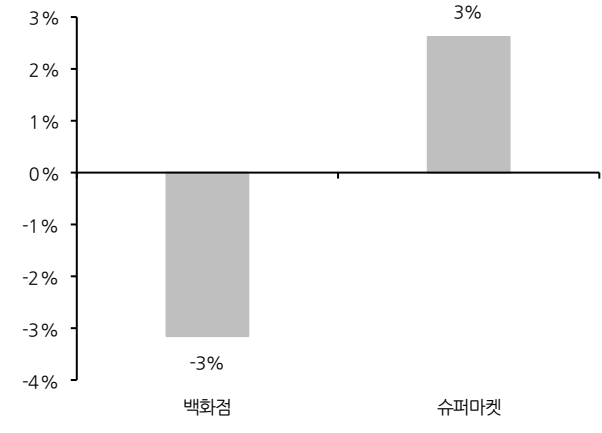
2000년대 까지만 해도 실제로 지표를 통해 확인할 수 있던 사실이었다. 소비가 부진했던 시기에 사치재 채널로 대표될 수 있는 백화점의 매출의 변동성이 필수재 채널로 대표될 수 있는 슈퍼마켓의 매출 변동성보다 크게 나타났다. 98년 외환위기 당시 백화점 채널의 매출 감소 폭은 9% 수준이었던 반면, 슈퍼마켓의 매출 감소 폭은 2% 수준으로 제한되었고, 03년 카드 사태로 인해 소비 둔화 시에도 백화점은 역성장한 반면, 슈퍼마켓은 매출이 성장하는 모습을 보였다.

[그림9] 98년 외환위기 당시 백화점 및 슈퍼마켓 매출액 변화



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 03년 카드 사태시 백화점 및 슈퍼마켓 매출액 변화

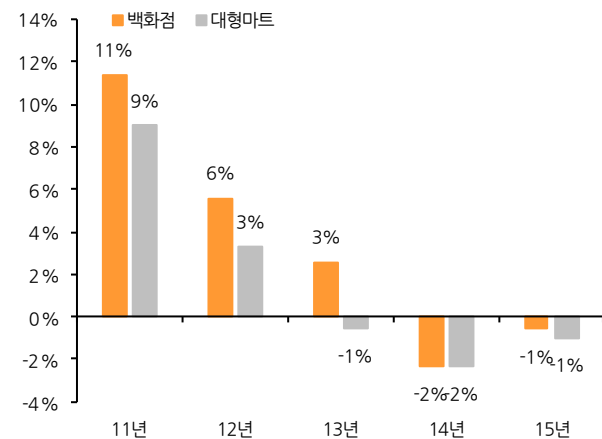


자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2010년 이후 소비 행태 역전

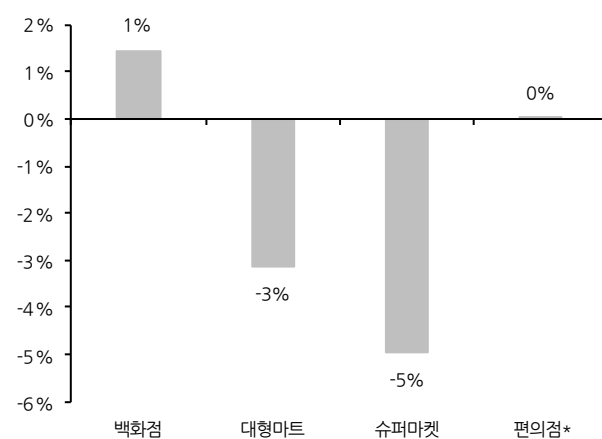
2010년대에 와서는 이 같은 일반적인 상식이 바뀌는 모습을 보인다. 금융위기 극복을 위한 양적완화 조치 이후, 유동성 축소에 따른 소비 둔화가 나타났던, 2013년의 모습을 보자. 성장률은 전반적으로 크게 둔화되는 모습을 보였지만, 백화점 채널은 여전히 2% 수준의 성장세를 이어간 반면, 대형마트는 역성장하는 모습을 보였다. 이 기간 연평균 10% 후반대의 성장을 이어오던 편의점도 high single 수준으로 성장률이 크게 둔화되는 모습이었다. 2019년도 소비가 좋지 못했던 시기이다. 이 시기에도 백화점은 타 업체 대비 상대적으로 방어하는 모습을 보였다.

[그림11] 2011 ~ 15년 백화점과 대형마트 매출액 성장률



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 2019년 업태별 성장률 비교



주: 편의점의 경우, 점포 성장률 제외 기준

자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

경제규모 커지며 소비
양극화 심화

이 같은 차이를 이끈 요인은 소비의 양극화이다. 경제 규모가 커지고, 소비에 있어서 가치에 대한 의미 부여가 커지면서 나타난 현상이라 판단한다. 생필품의 경우, 제품의 가치에 있어서 평가를 하기가 어렵다. 선호도의 차이는 있을 수 있으나, 가격이 소비 결정에 있어서 주요 결정 요인일 것이다. 예를 들어 A세제와 B세제의 차이점을 명확히 하기 어렵다면, 더 저렴한 제품을 선택할 가능성이 높다. 소비 둔화 국면에서 필수소비재는 가격에 더욱 민감해질 것이다.

반면 사치재의 경우, 해당 브랜드가 지니는 가치는 브랜드별로 제품별로 천차만별이다. 브랜드 로고 하나가 주는 가치를 소비자들은 생각하게 된다. 최근 소비시장에 있어서 주류로 떠오른 MZ세대일수록 소비에 있어서 상품이 주는 가치에 대해 민감해진다.

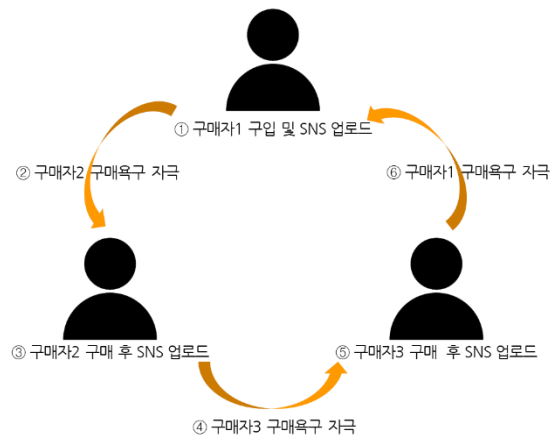
여기에는 SNS와 유튜브 등과 같은 플랫폼의 발전이 영향을 주었다고 판단한다. 실시간으로 쌍방향 소통이 되는 과정이 심미적, 심리적 가치를 지닌 상품에 대한 자연스러운 관심을 불러일으키면서, 가치 소비가 지속적으로 순환 참조되는 것이다.

[그림13] 유튜브 하울링 영상



자료: 유튜브, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] SNS에 따른 소비의 순환참조



자료: 한화투자증권 리서치센터

소비 양극화 심화 → 백화점 선호

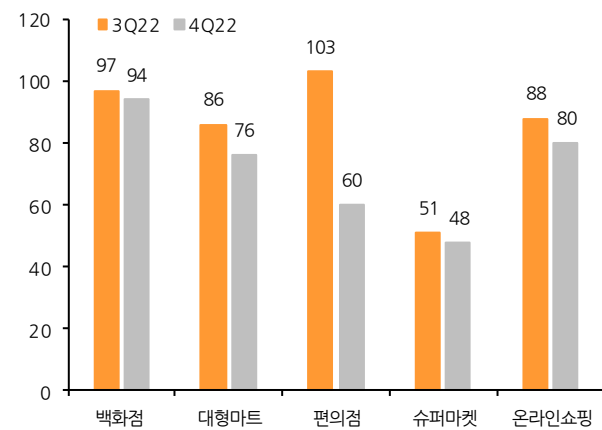
금번 소비 시장의 둔화는 소비의 양극화 현상을 더욱 심화시킬 것으로 예상하는 바, 사치재 판매 채널인 백화점이 소비 둔화에도 불구하고 상대적으로 타 업체 대비 잘 방어해낼 것이라 판단한다. 또한, 필수소비재에 대한 가성비 소비 행태 역시 강화되면서, 달러스토어/창고형 할인매장과 같은 업체에 대한 소비자의 선호도는 높아질 수 있을 것이다. 반면, 대형마트와 편의점과 같은 포지셔닝 업체의 선호도는 상대적으로 축소될 수밖에 없을 전망이다. 물론 해당 업체는 높아진 물가에 대한 손해가 나타날 수 있겠지만, 물가상승률이 YoY 함수라는 점에서 그 손해 강도는 점진적으로 축소될 것이다.

[그림15] 업체별 포지셔닝



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 4분기 유통업체별 RSI



자료: 대한상공회의소, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 구조적 변화에 주목

소비 양극화에 따라 백화점을 선호한다는 의견과 함께 우리는 유통시장 내에서 나타나고 있는 그리고 나타날 수 있는 구조적인 변화에 대해서 주목할 필요가 있다. 첫째는 이커머스 사업자들의 구조조정이다. 이는 소비 양극화에 따른 부담에도 불구하고 우리가 대형마트 사업자를 선호하는 이유이다. 둘째는 한국이 럭셔리 쇼핑의 중심이 될 수 있는 가능성이다. 이는 국내 백화점의 구조적 성장 가능성을 점검하는 것이다.

현재진행형인 이커머스 구조조정

이커머스 업계, 갑작스러운
고난의 시기

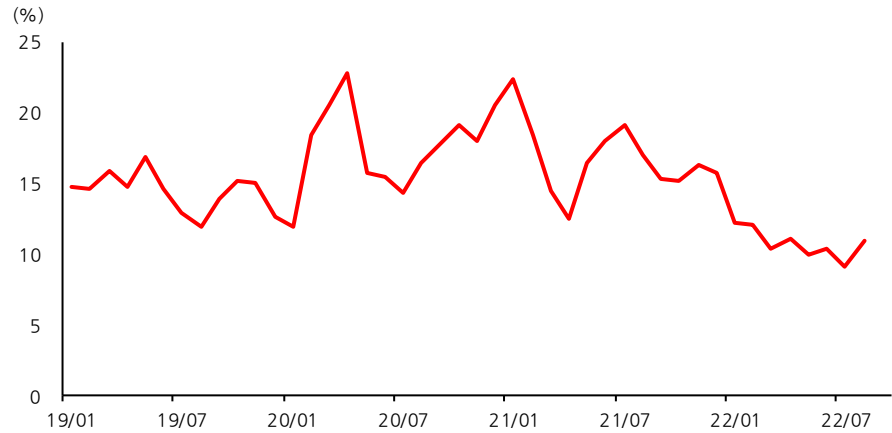
유통성이 풍부했던 지난해까지 성장은 곧 투자금이었다. 여기에 코로나19 팬데믹은 이커머스 시장의 성장성을 극대화 시켜주게 된다. 물이 들어올 때 노를 젓듯 이 시기의 이커머스 스타트업들은 적극적으로 사업을 확장하기 시작했다. 신규 고객을 유치하기 위한 경쟁은 전방위적으로 강화되었으며, 보다 빠른 물류 서비스를 위해 막대한 CAPEX 집행을 서슴지 않았다. 이 같은 투자를 통해 확보된 성장률은 P/GMV, P/S 등 Valuation 높은 밸류에이션이 적용된 기업 가치로 치환되어 새로운 투자 자금의 유치가 이어졌다. 그리고 이를 통해 확보한 자금은 또 성장을 위해 쓰이게 된다. 이러한 일련의 과정 속에서 수익성은 그다지 중요한 지표가 아니었다. 풍부한 유동성으로 인해 투자금은 계속 유치가 가능했기 때문이다.

성장성 둔화 및 유동성
경색으로 신규 투자 유치
난항

상황은 22년이 되자 급변하였다. 코로나19 기간 중 시행되었던 사회적 거리두기는 사라졌고, 리오프닝이 진행되면서 이커머스 사업자들의 성장률은 크게 둔화되었다. 여기에 사업의 근간이 되던 신규 투자 유치는 폭발적인 고물가를 잡겠다는 각국 중앙은행의 긴축 정책에 따라 유동성이 빠르게 경색되고 있는 국면을 맞이하여 사실상 불가능한 상황에 놓이게 된 것이다.

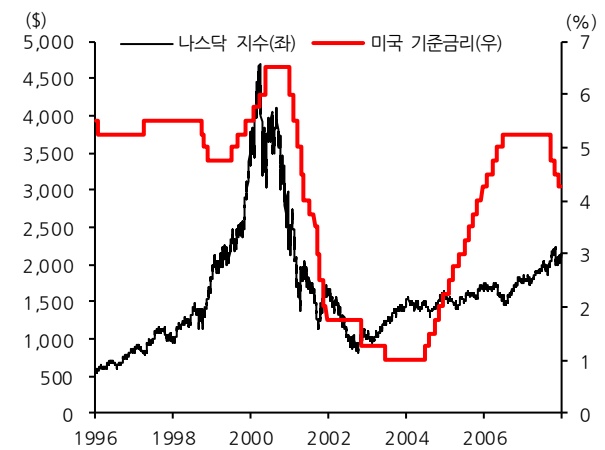
그동안 상대적으로 중요성이 떨어지던 수익성이 이커머스 사업자에게 화두로 떠올랐다. 보릿고개가 찾아왔고 이 시기를 버텨야 하기 때문이다. 버티지 못하는 사업자들은 결국 정리가 될 수 밖에 없는 환경이다. 2000년 초의 닷컴버블이 붕괴되는 시기와 유사하다고 판단한다. 그 당시에도 풍부한 유동성이 축소되는 상황에서 IT 스타트업들은 고난의 시기를 겪고 말았다. 최근 언론 상에 많이 회자되었던 메쉬코리아(부릉), 오늘식탁(오늘화) 등이 이미 현금흐름에 있어서 어려움을 겪고 있다.

[그림17] 이커머스 성장률 추이



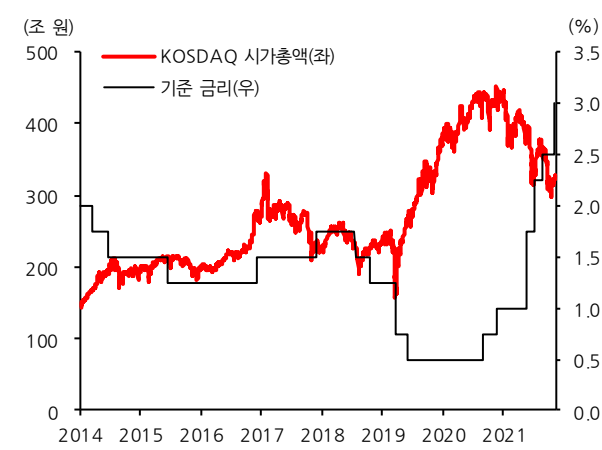
자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 닷컴버블 - 금리와 나스닥 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 현재 금리와 코스닥 시가총액



자료: Bloomberg, Quantitiwise, 한화투자증권 리서치센터

대형사도 성장성보다는
수익성 개선에 초점

이커머스 스타트업 뿐만 아니라 대형사들도 수익성 챙기기가 시작되었다. 가장 대표적인 사례가 쿠팡이다. ‘계획된 적자’를 강조하며, 수익성보다는 성장성에 치중하였던 쿠팡이 22년 가이드를 제시하면서, 처음으로 4Q22 분기 EBITDA 흑자전환을 꺼내 들었다. 수익성 개선 작업을 본격화한다는 것이었는데, 2Q22 실적 발표 이후에는 수익성 가이드를 더욱 더 상향하여 연간 EBITDA 흑자전환을 달성할 것이라 시장에 전달하였다. 쿠팡의 수익성 개선의 원동력은 단연 GPM의 개선이다. 2021년 17.4%에 불과했던 쿠팡의 Product Commerce 부문 GPM은 1Q22 21.6%로 개선되었고, 2Q22 23.1%, 3Q22에는 24.6%까지 확대되는 모습을 보였다. GPM의 개선에 힘입어 3Q22 쿠팡은 영업이익 흑자전환까지도 성공시키는 모습이었다.

쿠팡의 수익성 개선에는
할인 축소가 주효했을 것

쿠팡의 GPM 개선에 있어서 여러 이유들이 있을 것이다. 상품 사업의 규모가 확대되며, 바이킹 파워가 더욱 개선되었고, 운영 효율성 등이 개선된 영향이 있을 것이다. 또한 수수료 매출이 그대로 매출총이익으로 떨어지는 3P(오픈마켓)의 비중 확대가 꾸준히 나타난 효과도 무시할 수 없다. 다만, 이 같은 요인들은 쿠팡의 사업 과정 중에서 지속적으로 나타났던 변화들이기 때문에 지난해 실적 대비해서 7%p 가까이 GPM이 좋아지는 극적인 효과를 나타내는 주요한 요인일 것인가에 대해서는 당사는 그 가능성을 낮게 보고 있다.

당사가 생각하는 GPM 개선의 가장 주요한 원인은 바로 덜 싸게 파는 것이다. 할인율을 축소하면서 수익성 개선 작업을 본격화하는 것이라는 판단이다. 쿠팡 또한 해외 진출과 신 사업 확대 등의 사업 확장 니즈가 큰 상황에서, 유동성이 축소되는 외부 환경이 아무래도 부담일 수 밖에 없었을 것이다. 기텔 언덕이었던 비전펀드 등 주요 주주들 역시, 이 같은 위기 속에서 어려움을 겪고 있었기 때문에 빠르게 주요 사업인 국내 커머스 부문의 수익화를 선택할 수 밖에 없는 상황이었을 것이라 추정한다.

[표1] 쿠팡 실적 테이블

(단위: 백만 달러)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
Net Revenue	2,413	2,614	3,137	3,803	4,207	4,478	4,645	5,077	5,117	5,038	5,101
YoY					74.3%	71.3%	48.1%	33.5%	21.6%	12.5%	9.8%
Product Commerce					4,098	4,333	4,482	4,926	4,936	4,878	4,947
YoY									20.5%	12.6%	10.4%
Developing Offering					109	145	163	151	181	160	154
YoY									65.4%	10.2%	-5.5%
Gross Profit	430	440	467	649	733	659	755	806	1,043	1,154	1,234
GPM	17.8%	16.8%	14.9%	17.1%	17.4%	14.7%	16.2%	15.9%	20.4%	22.9%	24.2%
Product Commerce					749	678	780	901	1,065	1,127	1,218
Product Commerce GPM					18.3%	15.7%	17.4%	18.3%	21.6%	23.1%	24.6%
EBITDA	-42	-57	-177	-82	-133	-122	-207	-285	-91	66	195
EBITDA Margin	-1.7%	-2.2%	-5.6%	-2.1%	-3.2%	-2.7%	-4.5%	-5.6%	-1.8%	1.3%	3.8%
Product Commerce					-69	-48	-118	-126	3	98	239
Product Commerce EBITDA Margin					-1.7%	-1.1%	-2.6%	-2.5%	0.1%	2.0%	4.8%
Developing Offering					-64	-74	-89	-160	-94	-32	-44
Developing Offering EBITDA Margin					-58.3%	-51.1%	-54.7%	-105.8%	-51.9%	-19.8%	-28.7%
Operating Profit	-74	-95	-216	-131	-267	-515	-315	-397	-206	-67	77
OPM	-3.0%	-3.6%	-6.9%	-3.4%	-6.4%	-11.5%	-6.8%	-7.8%	-4.0%	-1.3%	1.5%
Active Customers	13,278	13,487	13,987	14,850	16,037	17,022	16,823	17,936	18,112	17,885	17,992
OCF	315	-240	210	16	-183	31	-55	-203	-55	-18	-15

자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터

국내 최상위권 이커머스 회사인 쿠팡도 수익화에 열을 올리는 상황인 데, 하위권 사들도 다르지 않다. 오프라인 유통업체들의 이커머스 사업도 수익성 개선 작업에 보다 초점을 맞춘 상황이다. 이마트의 SSG.Com, 롯데쇼핑의 롯데ON, GS리테일의 GS프레시샵 등이 모두 하반기부터는 수익성 개선에 시동을 걸었다. 공히 프로모션을 축소하고, 성장을 위해 적극적으로 확장하였던 배송 서비스의 효율화 작업을 우선적으로 진행 중에 있다.

[그림20] 배송 축소 혹은 이마트 하반기 전략 PT

【 22년 하반기 중점 추진 전략 】

“ 수익창출로 이어지는 사업구조 집중 (지속 가능성 관점 강화) ”

오프라인 : 업의 본질 경쟁력 제고	온라인 : Balanced Growth
✓ 할인점 : Turn Around 핵심 레버 집중 ① 수익구조 개선 - 가격 선명성 확보 (대표품목 상시 최저가 운영, 매입주도력 강화) - 성공적 대항행사 진행 (바캉스, 추석, 쓱데이, 월드컵, 크리스마스) - One & Only MD 육성 (기존 PL MD강화 / 신규 PL 라인업 육성) ② OP효율화 - 점포 자동화 시스템 확대 (젯봇, Kiosk 등), PP효율화 - 리뉴얼 투자 우선순위 재검토 (下4개점 계획) ③ 고객경험, 로열티 강화 - 고객경험 확대 (시식, 시향, 시연 등) - 브랜드 제휴/데넛트 강화 ✓ Traders : 참고형 Biz 핵심 경쟁력 강화 • 인플레이션 대응 : 글로벌 원가상승 대비 수요예측 통한 선제매입 • Next Traders 혁신과제 수행 : SKU 최적화, PL개발 확대 ✓ NoBrand : 수익중심 사업모델 확립 • 상품경쟁력 기반 가성비 MD역할 지속 • 점포 LCO체계 구축 : 무인화점포 Test 등	✓ 성장이 수익창출로 이어지는 사업구조로 전환 【 물 류 】 CAPA 관리 고도화를 통한 효율 개선 • PP센터 운영 효율화 - 중소형 PP센터 통합 (18개점) → 자동화율이 높은 대형PP센터 이관 - 대형 PP센터, 주문량 고려 단계적 확대 (당초+24 → +12개점) - 쓱배송 투나잇 핵심전략 상권위주 운영 • 단계적 RDC 확장 및 G마켓 시너지 강화 - 통합 풀필먼트 정책, 거점 공동 활용 방안 수립 등 * RDC센터(23년 1.) 【 상 품 】 본질적 경쟁력 확보 • 그로서리 : 성장/이익개선 효과가 높은 핵심CAT 선별적 가격투자 • 비식품 : 5대 전략CAT 선택과 집중, GMV&수익 밸런싱 ※ 글로벌브랜드/대형제조사 공동 상품 개발 【 마케팅/멤버십 】 유료멤버십 로열티 제고, 리텐션 마케팅 강화 • 멤버십고객에 대한 적립중심 마케팅 전환 (기존, Mass고객 & 프로모션 중심) • 그룹사 연계 온오프통합 멤버십 확장 추진 【 플랫폼 고도화 】 신규수익원 창출, 고객사용성 개선 • 시기반 검색 - 추천 기반 판매자 광고기능 고도화 • 스마일프레시 런칭(8월), 스마일페이 연동 확대(9월) • 고객 사용성 향상 : UI/UX 개편 (신세계물 7월, 장보기물 12월)

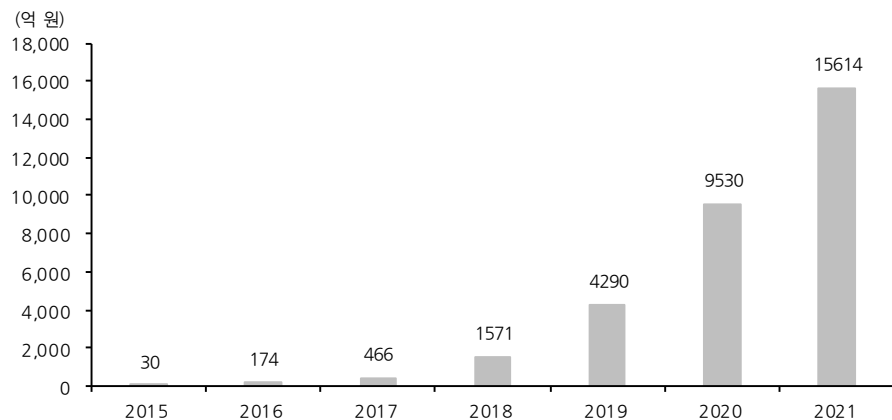
자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

이커머스 구조조정은
대형마트 사업자에 기회

이커머스 업계에서 나타나고 있는 변화는 대형마트 사업자에게는 기회 요인이 될 수 있을 것으로 전망한다. 오프라인 유통업체들 모두, 이커머스 시장 성장에 있어서 그리고 경쟁심화에 있어서 영향과 우려가 없던 것은 아니지만, 백화점과 편의점은 업태의 특성상 상대적으로 그 영향에서 빗겨나 있었다. 백화점은 취급하는 주요 품목이 이커머스 사업자들이 취급하기는 어려운 럭셔리 브랜드라는 점이, 편의점은 24시간 운영되며, 즉시 수요를 해결할 수 있다는 점이 바로 각 업태가 지닌 특성이고, 진입 장벽이었다.

대형마트도 진입 장벽이 없던 것은 아니었다. 공산품과 같은 비식품 카테고리는 영향이 불가피하였지만, 식품 그 중에서도 신선식품에 있어서 확실한 진입 장벽을 갖추고 있을 것으로 예상했다. 하지만 새벽배송의 시작과 코로나19 팬데믹에 따른 새벽배송 사업자의 고속 성장이 그 장벽을 허물어버렸다. 비식품과 식품 모두 이커머스 사업자에게 위협을 받게 된 것이다. 이 때문에 대형마트 사업자들이 이 같은 흐름에서 자신들의 M/S를 방어하고자 타 업태 사업자들보다 이커머스에 더욱 적극적인 행보를 보일 수 밖에 없었다.

[그림21] 마켓컬리 매출 추이

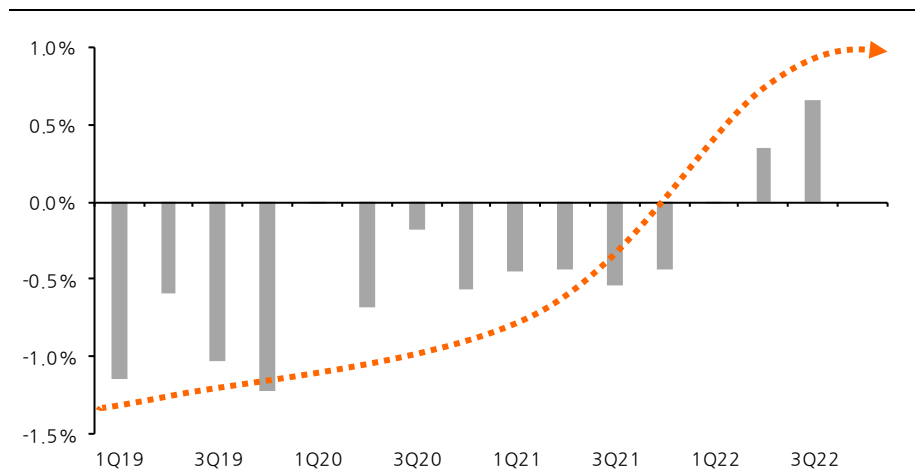


자료: 마켓컬리, 한화투자증권 리서치센터

플레이어가 많아지면서, 자연스럽게 경쟁은 심화되었다. 그 결과는 대형마트 사업자들의 마진 스퀴즈였다. 비전펀드로부터 쿠팡이 2조원의 투자를 받은 2018년 연말 이후, 경각심을 가지게 된 대형마트 사업자들은 본격적으로 가격 경쟁을 시작하였으며, 이에 따라 아래에서 확인할 수 있는 바와 같은 대형마트 사업자들의 GPM은 축소되게 된다. 지난 3년 간 대형마트 사업자 중 이마트가 잃어버린 GPM은 약 3%p로 3년 전 대비 절대적 금액으로는 매출총이익이 연간 3,000 ~ 4,000억원의 이익이 감소하였다고 할 수 있다.

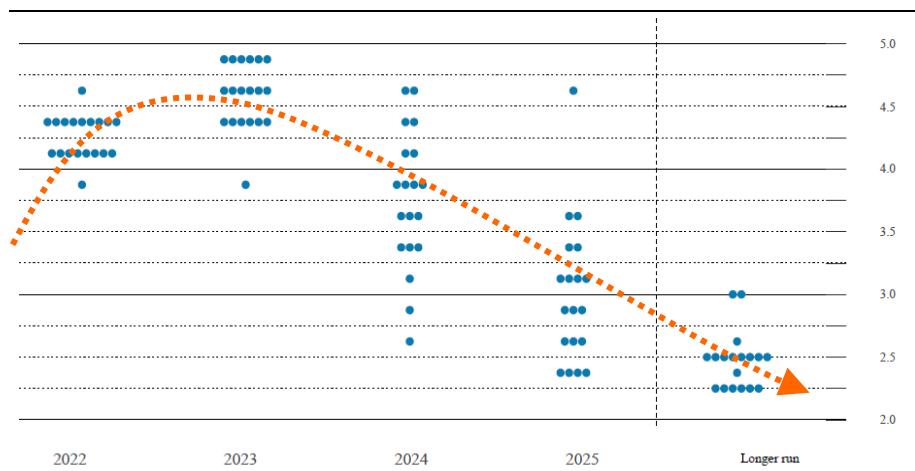
이커머스 사업자들의 구조조정이 본격화되고, 저마다 수익성 확보에 주목하면서 국면이 전환되고 있다고 판단하고 있다. 이커머스 경쟁 강도 완화는 유통업종 전반의 경쟁 완화로 이어질 수 있으며, 이에 따라 대형마트 사업자들은 잃어버린 GPM 3%p를 회복하는 과정에 본격적으로 돌입할 수 있을 것이라 예상한다. 이 같은 경쟁 완화 국면은 최소한 23년까지는 지속될 수 있을 것으로 전망하는 데, 23년까지 금리 인상 추세가 지속될 것으로 예상되어 유동성이 지속 축소될 것으로 예상되기 때문이다.

[그림22] 이마트 전년대비 GPM 변동폭 추이



자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] FED 금리인상 경로



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

롯데쇼핑:
상품코드 통합을 통한
유통마진 개선 기대

개별 기업의 측면에서 GPM 개선 가능성이 높은 회사는 롯데쇼핑이다. 롯데쇼핑은 롯데마트와 슈퍼의 상품 코드를 통합하는 과정에 있다. 이에 따라 24년부터 통합 구매가 시작될 수 있을 것으로 예상하고 있는 데, 과거 GS리테일이 편의점과 슈퍼가 통합 구매를 하면서 편의점의 GPM이 약 +0.7%p 개선되었던 기억이 있다. 편의점과 슈퍼보다 아무래도 겹치는 MD가 많을 수 밖에 없는 마트와 슈퍼의 MD 통합의 효과가 더욱 클 수 밖에 없을 것으로 전망하고 있다. 25년부터는 오카도 CFC의 가동도 가세될 것이다. 향후 각 사업부별로 따로 진행되고 있는 상품 구매가 통합되는 예는 점진적으로 많아질 수 있을 것으로 기대한다. 유통업의 근간이 유통 마진이다. 이 같은 변화는 유통업의 근본적 경쟁력을 키울 수 있는 활동이 될 것이다.

[표2] 롯데쇼핑 통합 구매 타임라인

2022년	2023년	2024년	2025년	~2030년
대형마트/슈퍼마켓 상품코드 통합 50% 완료	통합소싱 개시	상품코드 통합 100% 완료	OCADO CFC 1 호기 가동	OCADO CFC 6 호기 순차적 가동

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

아시아 지역의 럭셔리 쇼핑의 지형 변화 가능성

기존 아시아
럭셔리 시장의 두 축 =
일본과 홍콩

기존 아시아 럭셔리 시장의 두 축은 일본과 홍콩이었다. 18년 기준으로 일본은 전 세계 럭셔리 시장의 2위(303억 달러)를 점하였으며, 홍콩은 7위(141억 달러) 국가였다. 일본과 홍콩이 아시아 럭셔리 시장의 축이 된 것은 자국의 경제 규모, 소득 수준 등의 영향도 있지만, 외국인의 소비가 유입되었기 때문이라고 볼 수 있다. Euromonitor에 따르면 일본 럭셔리 시장 중 외국인 매출액 비중은 19년 기준으로 약 15% 수준으로 추정되며, 홍콩은 무려 40% 이상이었다.

이들 국가가 아시아 럭셔리 시장을 주름잡고 있었던 이유는 크게 2가지로 볼 수 있다. 첫째는 셀렉션의 다양성이다. 럭셔리 시장은 기본적으로 공급자 중심의 시장이다. 제한된 공급으로 인해 수요자들은 상품을 구하고 싶어도 쉽게 구할 수 없다. 이 때문에 오픈런과 리셀 프리미엄이라는 기이한 소비 구조가 자리잡고 있는 것이다. 셀렉션의 다양성은 결국 해당 시장의 규모와 관련이 있을 수 밖에 없다. 당연히 해당 시장 규모가 큰 국가에 각 브랜드들은 보다 많은 양의 제품을 그리고 보다 다양한 컬렉션을 공급할 수 밖에 없을 것이다.

두 번째 이유는 가격이다. 특히 홍콩과 같은 국가는 자유무역항이기 때문에 국가 자체가 면세국가이다. 이 때문에 홍콩에서 구매하는 것이 저렴하다는 소비자들의 관념이 생겼다고 판단하고 있다. 일본 역시, 일본을 기반으로 둔 일본 의류브랜드들이 저렴하다는 점들이 외국인 관광객들이 일본으로 쇼핑 여행을 떠나는 이유가 된다.

뜨고 있는 한국 럭셔리 시장
백화점의 성장 모멘텀
자극 가능성

그런데 최근 일본과 홍콩이 주춤하다. 일본은 상대적으로 느린 리오프닝의 영향이라고 판단해볼 수 있다. 22년 하반기가 되어서야 리오프닝이 본격화되고 있는 모양새이다. 반면 홍콩은 19년부터 21년까지 럭셔리 시장이 연평균 13% 역성장했다. 시장규모 순위도 전 세계 10위권으로 추락하였다. 이는 홍콩의 불안정한 정세에 기인한다고 할 수 있다. 19년부터 홍콩은 여러 이슈가 연이어 발생하고 있는 데, 19년에는 범죄인 인도법에 반대한 대규모 시위가 발생하였으며, 이후에는 코로나19 관련한 방역 정책이 여전히 강하게 이뤄지고 있는 상황이다.

아시아 시장의 두 개의 축이 주춤한 가운데 떠오르고 있는 시장이 있다. 바로 한국 시장이다. 우리나라의 럭셔리 시장규모는 지난해 142억달러를 기록해, 7위 시장을 기록했는데, 아시아에서는 막강한 내수 소비력을 바탕으로 한 중국과 일본 다음 순위이다. 홍콩 시장이 절반 가량으로 축소된 가운데 나타난 변화이다.

당사는 셀렉션과 가격의 측면에서 한국으로 외국인 관광객이 럭셔리 쇼핑을 위해 유입될 수 있다고 판단하고 있다. 그리고 이 같은 가능성은 국내 백화점 사업자들에게는 구조적인 성장 모멘텀으로 작용할 수 있다고 판단하고 있다. 우리나라의 럭셔리 쇼핑은 로드샵 부티크보다는 백화점 부티크 중심으로 형성되어 있기 때문이다. 셀렉션과 가격의 측면을 하나씩 살펴보자.

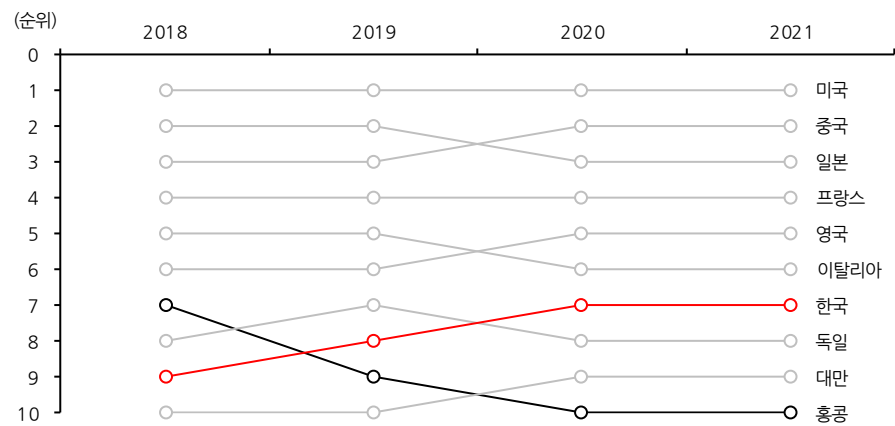
[표3] 럭셔리 시장 순위

(단위: 백만 달러)

	2018	2019	2020	2021	CAGR	19년 대비
미국	82,318	83,987	65,235	70,419	-4%	-16%
일본	30,268	31,814	24,646	28,123	-2%	-12%
중국	25,114	29,411	38,055	58,082	23%	97%
프랑스	22,252	22,578	17,615	20,483	-2%	-9%
이탈리아	18,543	18,930	14,509	16,243	-3%	-14%
영국	17,546	18,446	14,620	19,090	2%	3%
홍콩	14,136	11,683	6,768	8,276	-13%	-29%
독일	13,466	13,896	10,487	13,175	-1%	-5%
한국	11,961	12,517	12,504	14,166	4%	13%
대만	6,703	7,173	7,556	8,545	6%	19%

자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 럭셔리 시장 순위



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

럭셔리 브랜드의
한국 시장 관심도 ↑
→ 셀렉션의 다양화

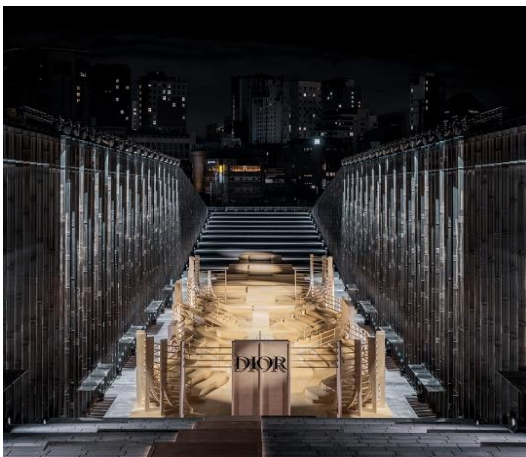
앞서도 언급한 바와 같이 럭셔리 시장은 공급자 중심의 시장이다. 럭셔리 브랜드들은 주요 시장에 보다 다양한 상품을 빠르게 소개할 수 있다. 즉, 시장 규모의 확대가 셀렉션의 확대에 자연스럽게 이어질 수 있다는 점이다. 실제 한국 시장이 유의미한 시장으로 성장함에 따라서 한국 시장에 대한 관심도가 높아졌음을 여러 가지 이슈를 통해서 확인할 수 있다. 지난 4월 디올은 패션쇼를 국내에서 진행하였다. 구찌도 11월 경복궁에서 패션쇼를 개최할 예정이었으나, 이태원 참사로 불가피하게 취소되었다. 루이비통/TWC/브라이틀링 등의 브랜드는 전 세계 최초로 한국에서 식당 혹은 카페를 론칭하기도 했다. 이 같은 이벤트들은 글로벌 럭셔리 브랜드들이 한국 시장을 어떻게 바라보는지에 대해서 짐작하게 한다. 뿐만 아니라 전 세계 최초로 국내에서 신규 컬렉션이 선보이는 사례도 늘어나고 있다. 펜디, 고야드, 톰브라운, 구찌 등이 그 예이며, 한국 한정판 제품을 선보이는 예들도 늘어나고 있다.

[표4] 글로벌 럭셔리 브랜드들의 한국 시장에 대한 관심을 확인할 수 있는 주요 이벤트

브랜드	내용
구찌	22년 11월, 경복궁에서 코스모고니 컬렉션 패션쇼 개최(이태원 참사로 취소) 22년 3월, 구찌 오스테리아 4호점 국내 오픈 평창 캡슐 컬렉션, 제주 익스클루시브 아이템, 추석 캡슐 컬렉션 등 코리아 익스클루시브 컬렉션 출시
루이비통	피에르 상 at 루이비통 팝업 레스토랑 오픈. 루이비통의 최초 레스토랑 16년 세계 최초 남성 컬렉션 전문 매장 오픈
디올	22년 4월 이화여대에서 패션쇼 개최. 07년에 이어 두번째 국내 패션쇼 22년 5월, 콘센트스토어인 디올 성수 오픈
보테가베네타	22년 6월, 아시아 타겟 신규 컬렉션을 한국에 최초로 출시
펜디	19년 5월, 로마 아모르 컬렉션을 전 세계 최초로 국내에서 판매
고야드	21년 9월, 고야드 제트블랙 컬렉션, 국내에서 전 세계 최초 공개
통브라운	18년 10월, 전세계 최초 골프 캡슐 컬렉션 국내에서 공개
IWC	21년 7월, IWC 전 세계 최초로 카페 오픈. 17년 제네바에 오픈한 카테일방 이후 두번째 F&B 매장
브라이틀링	22년 3월, 브라이틀링이 운영하는 최초 레스토랑인 브라이틀링 키친을 오픈
닐바렛	전 세계 최초로 22FW 골프 캡슐 컬렉션 출시
아크로님	22년 9월, 코리아 익스클루시브 컬렉션 출시

자료: 각 사, 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 디올 이대 패션쇼



자료: 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 루이비통 레스토랑



자료: 루이비통, 한화투자증권 리서치센터

가격도 싸네? 글로벌 럭셔리 브랜드들이 한국 시장에 대한 관심을 여러 방면으로 보이고 있으며, 이 때문에 제품의 셀렉션이 다양화될 수 있다는 점을 확인했다. 하지만, 걸리는 것이 있다. 가격이다. 한국에서 구매하는 럭셔리 제품의 가격은 비싸다라는 인식이 자리 잡혀있다. 럭셔리 브랜드들이 가격 인상을 할 때마다 수 차례 관련 기사가 쏟아지기도 하였다. 대부분의 기사는 주요국에 비해 한국의 럭셔리 제품 가격이 비싸다는 것을 꼬집는다.

대부분의 럭셔리 브랜드는 유럽의 회사들이다. 관세 등을 감안하면 유럽에서 판매하는 제품 대비해서는 우리나라에서 구매하는 금액이 비싼 것은 어찌 보면 당연한 일일 수 있다. 그렇다면, 주요 아시아 국가들과 비교해보면 어떨까? 당사의 조사 결과, 주요 아시아 국가의 현 시점의 럭셔리 상품의 가격을 비교해보았을 때, 한국의 명품 가격은 작게는 5% 내외에서 많게는 30% 이상 저렴한 것으로 확인할 수 있었다. 우리나라 보다 럭셔리 상품이 저렴한 국가는 일본 정도였으며, 일반적으로 명품이 저렴하다는 인식이 큰 홍콩에서는 우리나라보다 10% 가까이 비싸게 판매되고 있는 것으로 나타났다.

[표5] 아시아 국가별 럭셔리브랜드 제품 가격 비교

(단위: 원)

브랜드	품목	한국	일본	홍콩	중국	대만	싱가포르
루이비통	알마백	2,250,000	2,110,809	2,437,326	2,301,774	2,403,150	2,376,851
	한국 대비		-6%	8%	2%	7%	6%
	카튀신	9,160,000	8,591,735	9,939,450	9,527,835	9,785,800	9,674,375
	한국 대비		-6%	9%	4%	7%	6%
	트위스트백	6,390,000	5,993,000	6,827,970	6,886,455	6,841,400	6,776,973
	한국 대비		-6%	7%	8%	7%	6%
구찌	GG 마몽 스몰 솔더백	3,500,000	2,747,234	3,491,772	3,679,065		3,781,355
	한국 대비		-22%	0%	5%		8%
	디오니스스	4,000,000	3,903,405	4,770,936	5,037,489		5,176,036
	한국 대비		-2%	19%	26%		29%
	홀스빗로퍼	1,240,000	1,283,457	1,417,452	1,433,892		1,424,147
	한국 대비		4%	14%	16%		15%
디올	레이디디올 스몰백	7,500,000	6,798,174	7,692,270	7,924,140	7,144,500	7,759,143
	한국 대비		-9%	3%	6%	-5%	3%
	새들백	5,500,000	5,303,540	5,704,380	5,848,770	5,196,000	5,696,586
	한국 대비		-4%	4%	6%	-6%	4%
펜디	피카부 미디엄	6,350,000	6,417,283	6,741,540	7,169,460	6,711,500	6,668,934
	한국 대비		1%	6%	13%	6%	5%
	바게트	4,200,000	4,242,832	4,459,788	4,716,750	4,416,600	4,370,657
	한국 대비		1%	6%	12%	5%	4%
보테가베네타	패디드 카세트백	5,550,000	5,303,540	5,687,094	6,207,243	5,629,000	5,883,198
	한국 대비		-4%	2%	12%	1%	6%
	미니 조디	3,470,000	3,182,124	3,439,914	3,754,533	3,438,020	3,535,812
	한국 대비		-8%	-1%	8%	-1%	2%
버버리	롱 켄징턴 헤리티지 트렌치코트	3,390,000	3,129,089	3,630,060	3,867,735	3,680,500	3,683,138
	한국 대비		-8%	7%	14%	9%	9%
	다이아몬드 퀼팅재킷	1,420,000	1,315,278	1,503,882	1,622,562	1,511,170	1,561,650
	한국 대비		-7%	6%	14%	6%	10%
셀린느	퀴르 트리오페 스몰 버킷	2,950,000	2,492,664	3,111,480	3,113,055	3,117,600	3,192,053
	한국 대비		-16%	5%	6%	6%	8%
	스몰 버틸컬 카바스	2,400,000	2,068,381	2,333,610	2,358,375	2,424,800	2,651,859
	한국 대비		-14%	-3%	-2%	1%	10%
불가리	비제로원 링	4,010,000	3,606,407	4,165,926	4,490,346	3,879,680	4,174,223
	한국 대비		-10%	4%	12%	-3%	4%
	디바스 드림 네크리스	8,700,000	8,061,381	9,732,018	10,508,919	9,067,020	9,546,692
	한국 대비		-7%	12%	21%	4%	10%

주: 2022년 11월 21일 기준

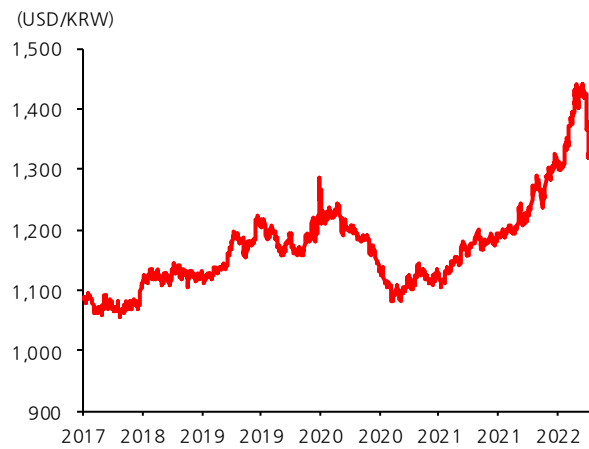
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

원화 평가절하:
가격 경쟁력 확대 요인

주요한 원인을 꼽아보자면, 먼저 환율을 생각해볼 수 있겠다. 달러화의 강세로 원화의 가치가 많이 절하되었다. 그런데 원화는 달러화 대비로만 약세를 보이는 것이 아니라 아시아 주요 국가들의 화폐 대비해서도 절하되고 있는 모습이다. 이 같은 원화 약세가 한국의 럭셔리 제품의 가격을 상대적으로 저렴하게 하는 요인이다. 엔화 정도만이 원화 대비해서 약세를 보이고 있는 상황이다.

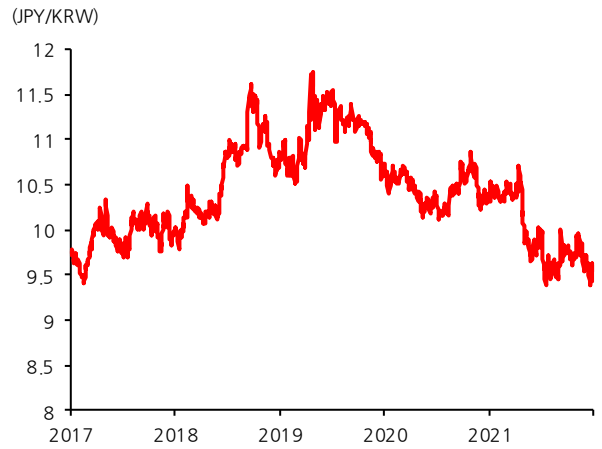
단순히 환에 의해서만 한국의 럭셔리 가격이 싸다고 말하기는 어렵다. 브랜드들은 환율의 영향을 고려하여, 가격을 수시로 조정하고 있다. 가장 최근인 10월 17일 LVMH 계열의 펜디는 전 상품에 대한 가격을 6% 인상하였다. 그럼에도 불구하고 당사의 조사에 따르면, 10% 가까운 가격의 차이가 나고 있는 것이다. 내수의 구매력까지 고려해야하는 브랜드들의 대응력이 급격한 환 변동성을 따라가지 못하는 것인 지, 구조적으로 성장하는 시장에 대해 더욱 더 집중하는 것인지에 대해 브랜드의 내부사정을 알 수는 없지만, 이 같은 환경은 한국으로 외국인들이 유입되어, 그들이 쇼핑을 즐기기에 유리한 환경이다.

[그림27] 미국 달러 대비 원화 환율



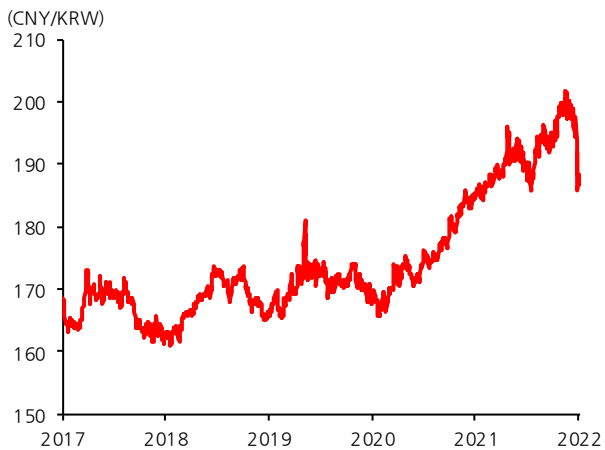
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 일본 엔화 대비 원화 환율



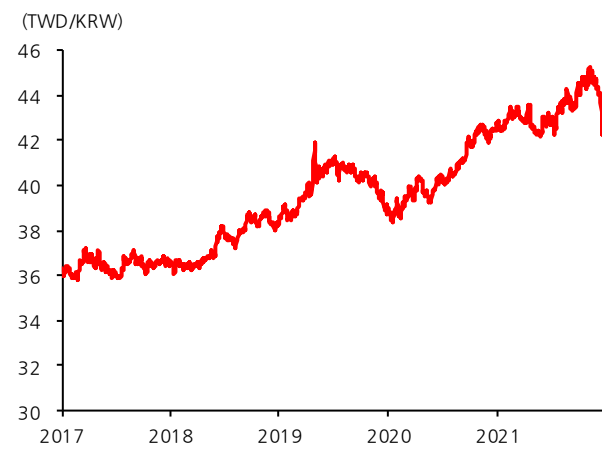
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 중국 위안화 대비 원화 환율



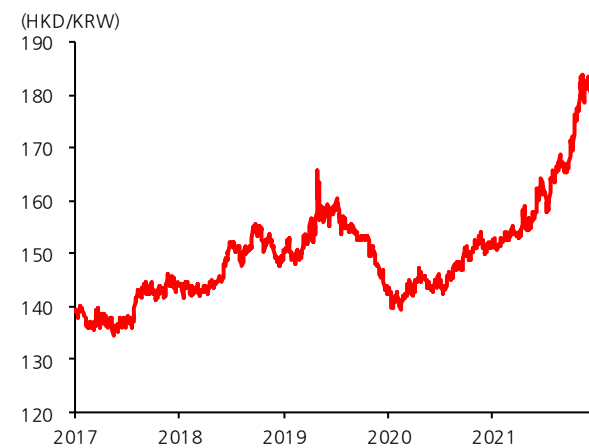
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 대만 달러 대비 원화 환율



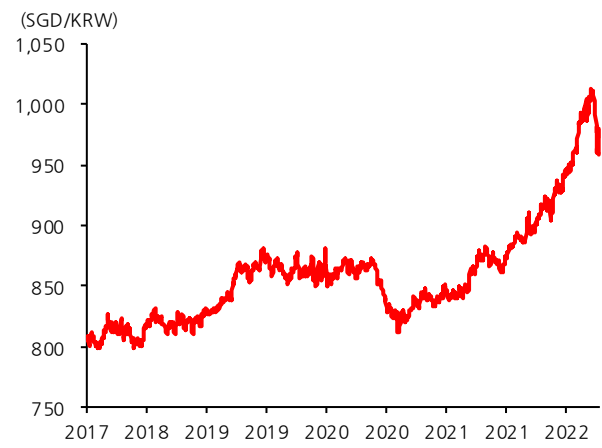
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 홍콩 달러 대비 원화 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 싱가포르 달러 대비 원화 환율



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

단순히 가격이 저렴한 것뿐만 아니라 외국인들이 국내에서 쇼핑을 한 이후에는 택스리펀을 받을 수 있는 혜택을 누릴 수 있다. 택스리펀은 관광객들이 해외 여행시 부가세가 포함된 물품을 구매 시, 부가세를 환급해주는 개념으로 우리나라의 부가세는 10%로, 수수료를 제외한 6 ~ 8% 내외의 금액을 관광객에게 환급해주게 된다. 외국인관광객의 입장에서는 가격 차이에 더해 추가적인 할인 효과까지 누릴 수 있게 되는 것이다. 이외에도 백화점 차원에서 외국인 관광객 전용 프로모션을 개시했다는 점도 눈 여겨 볼만한 점이다.

[그림33] 택스리펀



자료: 글로벌 택스프리, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 롯데백화점 외국인 프로모션

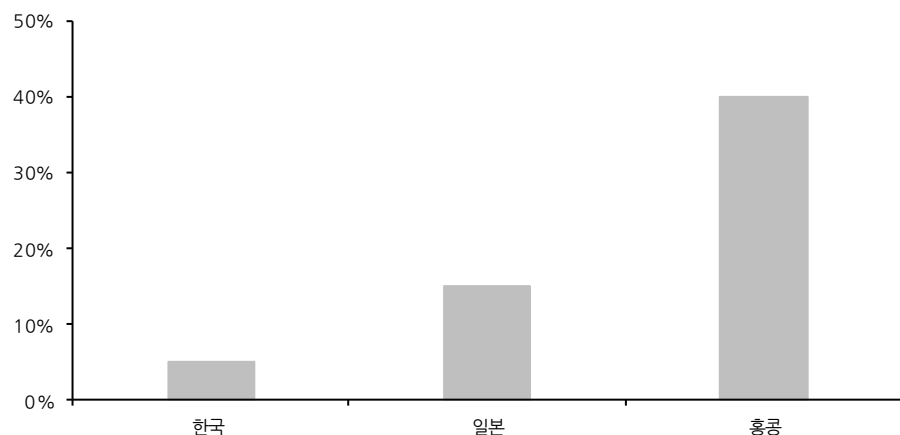


자료: 롯데백화점, 한화투자증권 리서치센터

외국인 럭셔리 매출 비중 상승 기대

코로나19 이전 국내 백화점의 외국인 매출 비중은 5% 수준으로 추정된다. 현재는 사실상 0% 수준이다. 리오프닝에 따라 최소한 5%의 매출 기여가 외국인 관광객의 유입으로 기대되는 상황이다. 여기에 더해 셀렉션의 다양화, 가격 효과 등이 가미되어 일본의 15%, 홍콩의 40% 수준으로 외국인 럭셔리 매출이 유입된다면, 한국 럭셔리 시장의 성장에 따른 국내 백화점 수혜 강도는 더욱 강화될 수 있을 전망이다.

[그림35] 코로나 19 이전 백화점 외국인 매출 비중



자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

IV. 투자 전략

백화점 선호, 대형마트도 관심 필요. 롯데쇼핑 최선호주, 신세계/이마트 차선호주 의견 제시

소비 둔화 및 소비 양극화
→ 백화점 업태 선호

지금까지의 논의를 정리해보고 투자 전략에 대해 살펴보자.

매크로 환경의 불안으로 소비가 둔화될 가능성이 높다고 판단한다. 소비 둔화 시, 기존 관념과는 다르게 소비 양극화가 극대화 되면서, 사치재에 대한 소비는 줄이지 않고, 필수재에 대해서 더욱 더 가성비 소비를 할 공산이 크다. 이 같은 모습은 지난 2014~2015년에 확인할 수 있었던 것으로 사치재의 창구인 백화점이 필수재의 창구인 대형마트보다 강세를 보였다.

SNS 등의 발전으로 즉각적인 쌍방향 소통이 가능해짐에 따라 소비는 순환참조되는 모습을 보였다. 이에 10년 전에 비해 소비자들의 사치재 소비에 있어 가치 부여가 더욱 강화되었기 때문에 소비 양극화의 정도는 확대될 것으로 예상하고 있다. 반면 필수소비재에 대해서는 더 간간하게 따지는 행태가 예상된다. 필수소비재 소비에 있어서 가치 부여가 어렵기 때문이다.

소비 양극화의 심화를 전망하고 있기 때문에 자연스럽게 백화점 업태를 필수소비재를 주로 취급하는 대형마트, 편의점에 비해 선호하는 의견이다. 필수소비재에 대한 가성비 소비로 달리스토어나 창고형 할인점과 같은 업태가 선호될 가능성이 크다.

이커머스 성장성 둔화 및
경쟁 완화로 대형마트 주목

여기에 더해 유통업종에서 기대할 수 있는 구조적인 변화에 대해서도 관심이 필요하다. 급격하게 축소된 유통성과 리오프닝에 따른 이커머스 성장성 둔화가 이커머스 업계를 긴장하게 하고 있다. 지금까지 투자 유치를 통해서 부의 현금흐름을 상쇄해왔던 이커머스 사업자들은 급작스럽게 찾아온 겨울을 버텨내고자 노력하고 있다. 이 과정에서 도태되는 사업자들도 하나 둘 나타나고 있는 상황이다. 대기업 기반 이커머스 회사, 대형사 등도 이 같은 흐름에 동조하고 있다. 이커머스 업계 전반의 경쟁이 크게 완화되고 있는 것이다.

이 같은 변화는 이커머스 사업자와 가장 극렬히 경쟁해오던 대형마트 사업자에게는 우호적인 환경이다. 우선 기대할 수 있는 것은 경쟁 심화로 악화되었던 수익성의 턴어라운드이다. 또한, 소비 양극화로 둔화될 수 있는 대형마트 수요가 도태된 경쟁자의 출현에 따른 M/S 확대에 충분히 상쇄될 수 있을 것이라고도 예상한다. 대형마트 사업자에 대해 관심이 필요한 이유이다.

아시아 럭셔리 시장 지형 변화 : 백화점 수혜

또한 국내 럭셔리 시장이 주목받고 있다. 코로나19 기간 중 어려움을 겪는 타 국가와는 다르게 꾸준히 성장하며, 전 세계 7위권 시장으로 올라섰다. 이 같은 성장은 글로벌 럭셔리 브랜드로 하여금 한국 시장에 대한 관심을 불러일으키기 충분하다. 그 관심은 셀렉션의 다양화로 이어질 수 있다. 또한 우호적인 환율 등의 영향으로 한국의 럭셔리 가격이 아시아 시장에서 일본 다음으로 저렴해진 상황이다.

셀렉션의 강화와 가격 경쟁력은 외국인이 국내에서 럭셔리를 소비할 수 있는 이유가 될 것이다. 국내의 럭셔리 소비가 백화점 부티크 중심이라는 점에서 이 같은 외국인 소비 가능성의 수혜 채널이 백화점이라는 점을 분명케 한다. 코로나19 이전 19년 기준 국내 백화점의 외국인 매출 비중은 5% 수준이었다. 이것이 코로나19 기간 중 거의 0%에 수렴하였기 때문에 진행하고 있는 리오프닝이 최소한 백화점의 매출에 5%를 기여할 수 있을 것이다. 일본과 홍콩의 국가처럼 외국인 매출 비중이 늘어나게 된다면, 그 수혜 강도는 더욱 커질 수 있다.

롯데쇼핑 최선희주

이 같은 전망 하에서 당사의 Top Pick으로 롯데쇼핑을 제시한다. 롯데쇼핑 역시, 백화점의 이익 비중이 절대적이다. 무엇보다 최근 경쟁사 대비 열위에 있던 경쟁력이 구조적으로 개선되고 있으며, 외국인 관광객 매출이 실제 가시화될 경우, 명동과 잠실 상권의 수혜 강도가 가장 강할 수 있기 때문에 롯데백화점 잠실점, 본점의 수혜가 기대된다. 이커머스 구조조정의 수혜로 대형마트와 이커머스 사업의 수익성 개선 가능성도 동사의 실적에 있어서 업사이드를 만들어줄 수 있는 요인이 될 것이다. 대형마트의 경우, 마트와 통합 구매를 2024년부터 진행할 예정이기 때문에 개별적 수익성 개선에 대한 기대도 가능하다.

신세계, 이마트 차선희주

소비 양극화에 대한 수혜 강도가 가장 강한 회사는 신세계가 될 것이다. 신세계를 차선희주로 제시한다. 경쟁사 대비 우월한 MD 경쟁력을 통해 소비자의 선호도가 가장 높은 백화점이기 때문이다. 여전히 중국이 제로코로나 정책을 고수하고 있는 상황이기에는 하나, 당대회 이후 중국 당국의 방역 완화 움직임이 조금씩 나타나고 있다. 당사의 중국 증시 담당자는 국가직의 선출이 완료되는 23년 3월 양회 이후부터 중국의 리오프닝이 본격화될 것으로 전망하고 있다. 중국 리오프닝에 대한 관점으로 면세점에 대한 관심도 조금씩 필요한 구간이다.

이마트도 당사 유통업종 차선희주로 제시한다. 이커머스 구조조정에 따른 대형마트 사업자의 실적 턴어라운드의 수혜 강도가 가장 강할 수 있는 대형마트 대표주이다. 대형마트의 GPM은 22년부터 턴어라운드 가시화되었다. SSG.Com과 G마켓의 적자 축소도 전사 수익성 개선에 긍정적인 것이다. 3Q22까지는 판관비 증가의 부담으로 기존점 성장과 GPM의 턴어라운드에도 별도기준 증익이 나타나지 못한 점이 다소 아쉬움이 남지만, 인건비 등 판관비 기저가 동일해지는 23년 실적부터 별도 실적도 증익으로 전환될 수 있을 전망이다.

[표6] 커버리지 기업 요약

기업 (코드)	시가총액	주가	항목	실적 전망		YoY 성장률		P/E(배)		P/B(배)		
				22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	
롯데쇼핑 (023530)	24,130억원	목표주가(원)	130,000	매출액	15,644	16,655	0%	6%	27.0	5.4	0.2	0.2
		현재주가(원)	85,300	영업이익	491	701	137%	43%				
		상승여력	▲52.4%	당기순이익	204	640	-175%	214%				
이마트 (139480)	25,646억원	목표주가(원)	130,000	매출액	29,045	29,304	16%	1%	2.8	8.6	0.2	0.2
		현재주가(원)	92,000	영업이익	202	434	-36%	115%				
		상승여력	▲41.3%	당기순이익	913	296	-43%	-68%				
신세계 (004170)	20,576억원	목표주가(원)	300,000	매출액	7,732	8,546	22%	11%	5.5	4.3	0.5	0.5
		현재주가(원)	209,000	영업이익	750	881	45%	17%				
		상승여력	▲43.5%	당기순이익	504	631	30%	25%				
현대백화점 (069960)	13,644억원	목표주가(원)	78,000	매출액	4,901	5,890	37%	20%	5.7	4.5	0.3	0.3
		현재주가(원)	58,300	영업이익	374	522	41%	40%				
		상승여력	▲33.8%	당기순이익	290	400	24%	38%				
호텔신라 (008770)	27,474억원	목표주가(원)	93,000	매출액	5,084	6,017	35%	18%	55.3	16.7	4.5	3.7
		현재주가(원)	70,000	영업이익	116	242	-3%	109%				
		상승여력	▲32.9%	당기순이익	47	156	74%	231%				
BGF 리테일 (282330)	33,963억원	목표주가(원)	240,000	매출액	7,561	8,079	11%	7%	17.5	14.3	3.6	3.0
		현재주가(원)	196,500	영업이익	253	307	27%	21%				
		상승여력	▲22.1%	당기순이익	194	238	31%	23%				
GS 리테일 (007070)	30,473억원	목표주가(원)	33,000	매출액	11,245	12,061	15%	7%	21.8	12.7	0.7	0.7
		현재주가(원)	29,100	영업이익	211	323	1%	53%				
		상승여력	▲13.4%	당기순이익	127	234	-84%	85%				
현대홈쇼핑 (057050)	5,838억원	목표주가(원)	73,000	매출액	2,257	2,340	2%	4%	3.7	3.7	0.3	0.3
		현재주가(원)	48,650	영업이익	136	159	6%	17%				
		상승여력	▲50.1%	당기순이익	149	152	47%	2%				
롯데하이마트 (071840)	3,293억원	목표주가(원)	15,000	매출액	3,344	3,440	-14%	3%	-0.8	-7.7	0.2	0.2
		현재주가(원)	13,950	영업이익	-35	-16	-133%	-54%				
		상승여력	▲7.5%	당기순이익	-420	-42	630%	-90%				

자료: 한화투자증권 리서치센터



V. 기업분석

1. 롯데쇼핑 (023530)
2. 이마트 (139480)
3. 신세계 (004170)
4. 현대백화점 (069960)
5. 호텔신라 (008770)
6. BGF리테일 (282330)
7. GS리테일 (007070)
8. 현대홈쇼핑 (057050)
9. 롯데하이마트 (071840)

롯데쇼핑 (023530)

구조적 변화의 최대 수혜주



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 130,000원

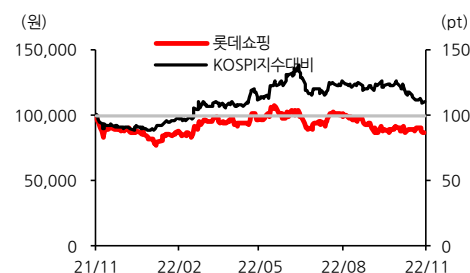
현재 주가(11/22)	85,300원
상승여력	▲52.4%
시가총액	24,130억원
발행주식수	28,289천주
52 주 최고가 / 최저가	108,000 / 76,600원
90 일 일평균 거래대금	50.14억원
외국인 지분율	12.9%
주주 구성	
롯데지주 (외 31 인)	61.2%
롯데쇼핑우리사주 (외 1 인)	0.1%
자사주 (외 1 인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-5.6	-16.0	-11.4	-13.2
상대수익률(KOSPI)	-14.3	-13.6	-2.6	7.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	16,184	15,574	15,644	16,655
영업이익	346	208	491	701
EBITDA	1,621	1,424	1,710	1,890
지배주주순이익	-786	-292	89	448
EPS	-27,783	-10,332	3,163	15,838
순차입금	12,729	12,203	12,017	11,375
PER	-3.7	-8.4	27.0	5.4
PBR	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	9.6	10.3	8.4	7.3
배당수익률	2.7	3.2	3.3	3.5
ROE	-7.7	-2.9	0.9	4.3

주가 추이



소비 양극화, 외국인 럭셔리 매출 비중 증가, 이커머스 구조조정 등의변화의 수혜가 예상됩니다. 당사 유통업종 최선호주 의견을 제시합니다.

백화점 강세 지속 전망. 외국인 매출 개선의 최대 수혜

소비 둔화 우려에도 소비 양극화 심화에 따라서 백화점 매출은 23년에도 +high single 수준의 기존점성장률 강세를 보일 것으로 전망하고 있다. 견고한 내수 소비에 더해 당사는 외국인 쇼핑 수요가 백화점으로 유입될 수 있음을 전망하고 있다. 글로벌 럭셔리브랜드사들이 한국 시장에 대한 관심도가 높아지면서 컬렉션의 다양성이 확대되고, 최근 원화 가치 하락은 상품의 가격도 한국 시장이 매력적이기 때문이다. 외국인들의 선호도가 높은 명동과 잠실 상권에 메인 점포를 운영하고 있는 롯데쇼핑의 수혜 강도가 경쟁사 대비 강할 것으로 전망된다.

대형마트 유통 마진 개선도 기대

동사의 대형마트 사업부의 유통 마진 개선도 기대해볼만 한 투자포인트이다. 그간 공산품과 같은 비식품부터 새벽배송 등 그로서리몰의 성장에 따른 식품 카테고리까지 경쟁이 심화되면서 대형마트와 같은 오프라인 사업자들의 유통 마진이 악화되는 모습이였다. 최근 자금 경쟁으로 인해 그간 대형마트 사업자가 위협 요인이 되던 이커머스 사업자들의 구조조정이 본격화될 것으로 예상하고 있으며, 이에 따른 경쟁완화는 대형마트 수익성 개선에 긍정적으로 작용할 것으로 판단한다. 더욱이 동사는 2024년부터 대형마트/슈퍼 사업부의 MD 통합을 꾀하고 있기 때문에 바잉 파워 확대에 따른 GPM 개선 추세는 금번 이커머스 구조조정 사이클에 국한된 것이 아닌 중장기적으로 이어질 수 있다고 판단된다. 2025년부터는 오카도와 협업한 CFC의 가세도 기대해볼 수 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 13만원, 유통업종 Top Pick 제시

롯데쇼핑에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 13만원을 제시하며, 당사 유통업종 Top Pick으로 선정한다. 목표주가는 12MF 지배순자산 1.04 조원에 목표 P/B 0.35배를 적용하여 산정하였다.

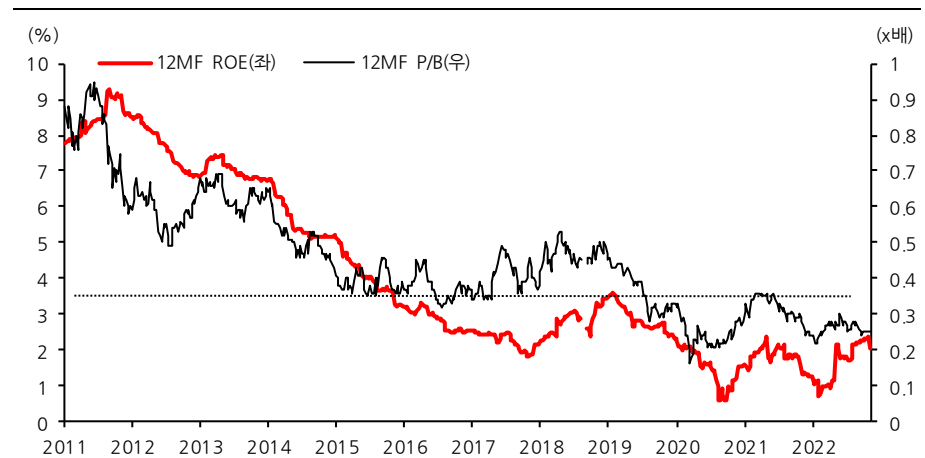
[표7] 롯데쇼핑 P/B 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
지배기업 소유주지분	103,967	
Target P/B	0.35	ROE 3.5% 전망. 과거 3.5% ROE의 하단 PBR 수준
적정 시가총액	36,389	
발행주식수	28,103	
적정가치	129,483	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 롯데쇼핑 ROE & P/B 추이



자료: 롯데쇼핑, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 롯데쇼핑 실적 테이블

(단위: 십억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	3,880	3,903	4,007	3,792	3,771	3,902	4,013	3,958	15,582	15,644	16,655
YoY	-4.8%	-3.5%	-2.4%	-1.5%	-2.8%	0.0%	0.1%	4.4%	-3.1%	0.4%	6.5%
백화점	676	721	656	835	740	828	769	901	2,888	3,238	3,400
국내 백화점	661	707	647	820	726	814	754	886	2,835	3,180	3,339
할인점	1,476	1,424	1,481	1,335	1,481	1,441	1,560	1,441	5,716	5,923	6,224
국내 할인점	1,138	1,072	1,191	1,022	1,125	1,080	1,215	1,062	4,423	4,483	4,595
하이마트	956	988	1,040	885	841	887	874	742	3,870	3,344	3,440
수퍼	403	379	397	343	349	332	352	314	1,522	1,347	1,311
홈쇼핑	258	273	271	302	275	272	256	308	1,104	1,111	1,122
컬처웍스	40	43	79	72	73	121	188	172	234	554	771
기타	87	96	76	-1	-15	-7	-10	80	258	48	386
영업이익	61	8	29	117	69	74	150	198	215	491	701
YoY	17.3%	471.4%	-73.9%	-35.7%	13.1%	825.0%	417.2%	69.3%	-37.9%	128.4%	42.8%
백화점	103	62	-21	205	105	104	109	240	349	558	623
국내 백화점	99	57	-20	205	99	100	109	239	341	547	619
할인점	1	-26	12	-18	16	-7	32	4	-31	45	75
국내 할인점	-6	-28	16	-19	8	-18	27	2	-37	19	35
하이마트	26	33	51	0	-1	0	6	-28	110	-23	-16
수퍼	3	-2	3	-9	3	-6	6	-10	-5	-7	-8
홈쇼핑	34	31	24	13	31	28	21	12	102	92	104
컬처웍스	-40	-36	-32	-25	-29	11	21	15	-133	18	77
기타	-66	-54	-7	-53	-49	-55	-40	-36	-180	-180	-154
영업이익률	1.6%	0.2%	0.7%	3.1%	1.8%	1.9%	3.7%	5.0%	1.4%	3.1%	4.2%
백화점	15.2%	8.6%	-3.2%	24.6%	14.2%	12.6%	14.2%	26.6%	12.1%	17.2%	18.3%
국내 백화점	15.0%	8.1%	-3.1%	25.0%	13.6%	12.3%	14.5%	27.0%	12.0%	17.2%	18.5%
할인점	0.1%	-1.8%	0.8%	-1.3%	1.1%	-0.5%	2.1%	0.3%	-0.5%	0.8%	1.2%
국내 할인점	-0.5%	-2.6%	1.3%	-1.9%	0.7%	-1.7%	2.2%	0.2%	-0.8%	0.4%	0.8%
수퍼	0.7%	-0.5%	0.8%	-2.6%	0.9%	-1.8%	1.7%	-3.1%	-0.3%	-0.5%	-0.6%

자료: 롯데쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	17,622	16,184	15,574	15,644	16,655
매출총이익	7,437	6,541	6,542	6,800	7,346
영업이익	428	346	208	491	701
EBITDA	1,947	1,621	1,424	1,710	1,890
순이자손익	-370	-398	-398	-359	-359
외화관련손익	-29	62	-73	-68	0
지분법손익	16	1	34	170	190
세전계속사업손익	-1,134	-771	-638	313	853
당기순이익	-816	-687	-273	204	640
지배주주순이익	-896	-786	-292	89	448
증가율(%)					
매출액	-1.1	-8.2	-3.8	0.5	6.5
영업이익	-28.3	-19.1	-40.0	136.6	42.8
EBITDA	43.5	-16.7	-12.1	20.1	10.5
순이익	적지	적지	적지	흑전	214.2
이익률(%)					
매출총이익률	42.2	40.4	42.0	43.5	44.1
영업이익률	2.4	2.1	1.3	3.1	4.2
EBITDA 이익률	11.0	10.0	9.1	10.9	11.3
세전이익률	-6.4	-4.8	-4.1	2.0	5.1
순이익률	-4.6	-4.2	-1.8	1.3	3.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	1,637	1,490	1,828	1,484	1,555
당기순이익	-816	-687	-273	204	640
자산상각비	1,519	1,275	1,217	1,219	1,188
운전자본증감	-293	-138	471	-62	83
매출채권 감소(증가)	38	202	-42	41	-28
재고자산 감소(증가)	-5	243	72	-161	-76
매입채무 증가(감소)	-13	-53	142	81	146
투자현금흐름	-1,041	-598	201	-285	-872
유형자산처분(취득)	-526	-489	-9	-586	-666
무형자산 감소(증가)	-84	-22	-45	-15	-20
투자자산 감소(증가)	-660	-321	215	935	-38
재무현금흐름	-846	-543	-1,571	-1,084	-279
차입금의 증가(감소)	-365	213	-1,206	-738	-200
자본의 증가(감소)	-184	-160	-157	-79	-79
배당금의 지급	-184	-160	-139	-79	-79
총현금흐름	2,035	1,748	1,572	1,538	1,472
(-)운전자본증감(감소)	-333	385	128	-296	-83
(-)설비투자	551	811	869	591	666
(+)자산매각	-59	300	816	-10	-20
Free Cash Flow	1,759	851	1,390	1,233	869
(-)기타투자	398	-481	-639	978	147
잉여현금	1,361	1,332	2,029	255	721
NOPLAT	310	251	151	319	526
(+) Dep	1,519	1,275	1,217	1,219	1,188
(-)운전자본투자	-333	385	128	-296	-83
(-)Capex	551	811	869	591	666
OpFCF	1,612	330	369	1,243	1,131

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	6,107	6,291	7,000	6,312	6,885
현금성자산	3,558	3,821	3,791	3,474	3,916
매출채권	874	640	608	586	614
재고자산	1,459	1,247	1,395	1,592	1,669
비유동자산	27,865	26,539	26,426	26,264	26,100
투자자산	11,522	10,534	10,328	10,627	10,964
유형자산	14,496	14,373	14,579	14,155	13,718
무형자산	1,848	1,632	1,520	1,483	1,417
자산총계	33,973	32,829	33,427	32,576	32,985
유동부채	8,202	8,780	8,994	10,050	10,063
매입채무	3,337	2,772	3,082	3,040	3,186
유동성이자부채	3,558	4,600	4,204	5,335	5,135
비유동부채	13,980	12,961	12,635	10,900	10,927
비유동이자부채	12,871	11,950	11,790	10,156	10,156
부채총계	22,182	21,741	21,630	20,950	20,990
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	9,910	9,177	8,997	8,989	9,357
자본조정	-3,012	-3,091	-2,629	-2,753	-2,753
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	11,791	11,089	11,797	11,626	11,995

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-31,685	-27,783	-10,332	3,163	15,838
BPS	375,189	346,484	356,449	357,749	370,779
DPS	3,800	2,800	2,800	2,800	3,000
CFPS	71,947	61,776	55,562	54,356	52,052
ROA(%)	-3.0	-2.4	-0.9	0.3	1.4
ROE(%)	-8.0	-7.7	-2.9	0.9	4.3
ROIC(%)	1.6	1.1	0.7	1.5	2.5
Multiples(x, %)					
PER	-4.3	-3.7	-8.4	27.0	5.4
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
PCR	1.9	1.7	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	8.6	9.6	10.3	8.4	7.3
배당수익률	2.8	2.7	3.2	3.3	3.5
안정성(%)					
부채비율	188.1	196.1	183.3	180.2	175.0
Net debt/Equity	109.2	114.8	103.4	103.4	94.8
Net debt/EBITDA	661.1	785.3	856.8	702.8	601.9
유동비율	74.5	71.6	77.8	62.8	68.4
이자보상배율(배)	0.9	0.7	0.4	1.0	1.5
자산구조(%)					
투하자본	60.7	61.0	60.7	60.2	58.6
현금+투자자산	39.3	39.0	39.3	39.8	41.4
자본구조(%)					
차입금	58.2	59.9	57.6	57.1	56.0
자기자본	41.8	40.1	42.4	42.9	44.0

이마트 (139480)

이제는 실적으로 보여줄 때



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 130,000원

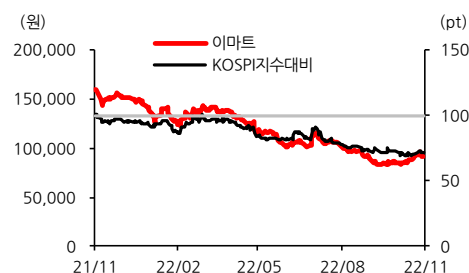
현재 주가(11/22)	92,000원
상승여력	▲41.3%
시가총액	25,646억원
발행주식수	27,876천주
52 주 최고가 / 최저가	160,000 / 82,500원
90 일 일평균 거래대금	110.88억원
외국인 지분율	28.1%
주주 구성	
정용진 (외 2 인)	28.6%
국민연금공단 (외 1 인)	8.9%
자사주 (외 1 인)	3.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.6	-9.4	-21.0	-42.3
상대수익률(KOSPI)	-1.1	-7.0	-12.2	-22.1

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	22,033	24,933	29,045	29,304
영업이익	237	317	202	434
EBITDA	1,223	1,454	1,740	1,960
지배주주순이익	362	1,571	902	296
EPS	12,979	56,348	32,462	10,670
순차입금	5,143	9,288	10,068	9,670
PER	11.7	2.7	2.8	8.6
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.7	9.3	7.3	6.2
배당수익률	1.3	1.3	2.2	2.7
ROE	4.0	16.2	8.5	2.7

주가 추이



이커머스 구조조정 등 경쟁 완화에 따라 동사의 대형마트와 이커머스 사업부의 수익성 개선이 본격화되고 있습니다. 할인점 판관비 증가에 따라 별도실적의 증익이 더디다는 점은 아쉽지만, 23년부터 해소될 수 있을 것으로 기대됩니다. 이커머스 구조조정의 최대 수혜주라는 점에서 당사 유통업종 차선후주 의견 제시합니다.

이커머스발 경쟁완화 수혜 전망

이커머스 사업자들이 긴축의 시대에서 생존하기 위하여 성장성보다는 수익성 개선을 꾀하고 있다. 이 같은 변화는 오프라인 사업자까지 확대되고 있는 상황으로 이커머스 사업자와 직접적으로 가격 경쟁을 해오던 대형마트 사업자의 수익성 개선에 도움을 줄 것으로 예상한다. 실제 이마트의 할인점 GPM은 3년 만에 턴어라운드하였으며, 개선 폭을 확대해나가고 있다. 당사는 이커머스 업계 구조조정이 23년부터 본격적으로 진행될 것으로 예상하고 있다.

할인점뿐만 아니라 동사의 이커머스 사업 역시 수익성 개선 작업에 들어가고 있는 상황으로 이커머스 사업의 적자는 연간 약 500억원 개선될 전망이다.

할인점의 판관비 관리의 필요

기존점성장은 지속되고 있으며, GPM의 턴어라운드 강도는 강해지고 있다. 유통업종에서 가장 핵심이 되는 지표가 강세를 보이고 있는 것이다. 하지만 3Q22 실적까지는 별도 기준의 증익이 나타나지 못했는데, 이는 인사비, PP센터 수수료 등의 판관비용 증가에 기인한다. 23년이 되면 해당 비용의 기고가 높아져 판관비 증가의 부담은 줄어들 수 있겠지만, 분명히 비용효율화 등 관리가 필요로 한다.

투자의견 BUY, 목표주가 13만원 제시

이마트에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 13만원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 13만원은 23년 BPS 전망치에 목표 P/B 0.3배를 적용하여 산정하였다. 당사 유통업종 차선후주 의견을 제시한다. 이제는 구조적 경쟁완화의 수혜주라는 내러티브보다는 의미있는 실적 개선이 필요하다.

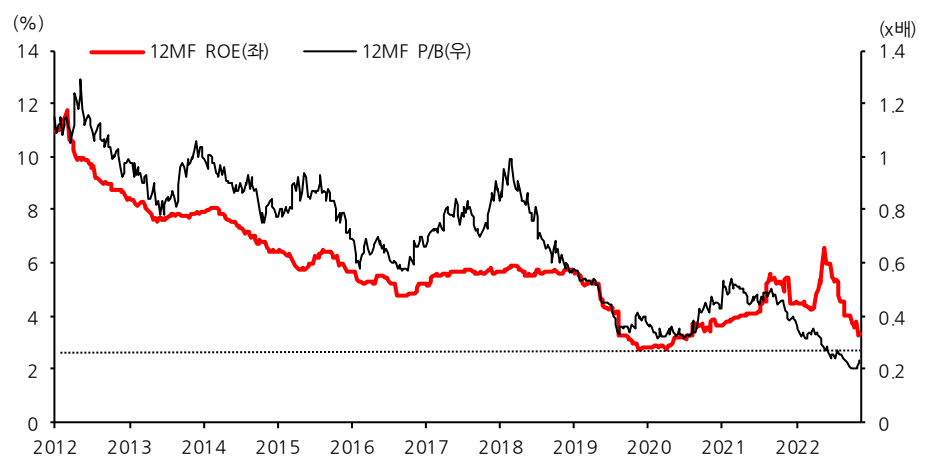
[표9] 이마트 P/B 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	23년	비고
지배기업 소유주지분	110,831	
Target P/B	0.3	ROE 2.7% 전망. 과거 2.7% ROE의 하단 PBR 수준
적정 시가총액	33,249	
발행주식수	25,964	
적정가치	128,058	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 이마트 ROE & P/B 추이



자료: 이마트, Quantivise, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 이마트 별도 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
총매출액	41,972	38,940	43,352	40,249	42,189	39,607	45,365	42,025	164,513	169,186	174,558
YoY	10.8%	9.6%	3.0%	0.9%	0.5%	1.7%	4.6%	4.4%	5.9%	2.8%	3.2%
할인점	30,019	27,871	31,109	29,408	30,930	29,002	33,106	30,592	118,407	123,630	125,670
트레이더스	8,387	8,005	9,053	7,706	8,409	7,974	9,522	8,334	33,151	34,239	36,349
전문점	3,211	2,995	3,124	3,039	2,808	2,615	2,719	3,039	12,369	11,181	12,299
기타	355	69	66	96	42	16	18	60	586	136	240
순매출액	38,381	35,618	39,667	36,770	38,757	36,184	41,611	38,453	150,436	155,005	159,721
매출총이익	10,088	9,440	10,402	9,464	10,234	9,742	11,198	10,090	39,394	41,264	43,060
영업이익	1,130	59	1,049	422	917	-191	1,050	377	2,660	2,153	2,597
YoY	32.2%	-139.2%	-25.1%	-50.0%	-18.8%	적전	0.1%	-10.7%	-9.8%	-19.1%	20.7%
영업이익률	2.7%	0.2%	2.4%	1.0%	2.2%	-0.5%	2.3%	0.9%	1.6%	1.3%	1.5%

자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 이마트 연결 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
순매출액	58,958	58,647	63,119	68,603	70,035	71,473	77,074	71,870	249,327	290,452	293,040
YoY	13.1%	13.0%	6.8%	19.8%	18.8%	21.9%	22.1%	4.8%	13.2%	16.5%	0.9%
이마트	38,381	35,618	39,667	36,770	38,757	36,184	41,611	38,453	150,436	155,005	159,721
에브리데이	3,150	3,222	3,401	3,149	3,320	3,385	3,520	3,243	12,922	13,468	13,563
SSG.Com	3,371	3,495	3,865	4,211	4,250	4,231	4,406	4,562	14,942	17,449	19,184
SCK 컴퍼니				6,583	6,021	6,659	6,581	7,273	6,583	26,534	29,299
G마켓				1,184	3,163	3,373	3,310	3,523	1,184	13,369	14,705
이마트 24	4,230	4,795	5,178	4,976	4,842	5,360	5,636	5,523	19,179	21,361	23,518
프라퍼티	499	524	524	783	596	756	724	783	2,330	2,859	2,945
조선포털	517	717	841	1,032	907	1,165	1,327	1,445	3,107	4,844	5,328
영업이익	1,232	76	1,086	761	344	-123	1,007	792	3,155	2,020	4,335
YoY	154.5%	흑전	-28.2%	-10.4%	-72.1%	적전	-7.3%	4.1%	33.1%	-36.0%	114.6%
이마트	1,130	59	1,049	422	917	-191	1,050	377	2,660	2,153	2,597
에브리데이	45	68	86	26	55	55	82	16	225	208	237
SSG.Com	-31	-265	-382	-402	-257	-405	-231	-223	-1,080	-1,116	-718
SCK 컴퍼니				575	290	475	266	582	575	1,613	2,461
G마켓				43	-194	-182	-149	-123	43	-648	-541
이마트 24	-53	8	46	-35	-4	43	57	-11	-34	85	164
프라퍼티	56	-71	16	201	-88	88	22	150	202	172	335
조선포털	-203	-192	-60	-37	-72	14	132	188	-492	262	467
영업이익률	2.1%	0.1%	1.7%	1.1%	0.5%	-0.2%	1.3%	1.1%	1.3%	0.7%	1.5%

자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	19,063	22,033	24,933	29,045	29,304
매출총이익	4,892	5,809	6,749	8,267	8,059
영업이익	151	237	317	202	434
EBITDA	1,033	1,223	1,454	1,740	1,960
순이자손익	-73	-89	-133	-200	-206
외화관련손익	-39	63	-90	-95	0
지분법손익	74	101	1,210	23	27
세전계속사업손익	282	622	2,114	1,256	394
당기순이익	224	363	1,589	913	296
지배주주순이익	234	362	1,571	902	296
증가율(%)					
매출액	11.8	15.6	13.2	16.5	0.9
영업이익	-67.4	57.4	33.6	-36.2	114.6
EBITDA	4.1	18.4	18.8	19.7	12.6
순이익	-53.0	62.0	338.3	-42.6	-67.5
이익률(%)					
매출총이익률	25.7	26.4	27.1	28.5	27.5
영업이익률	0.8	1.1	1.3	0.7	1.5
EBITDA 이익률	5.4	5.6	5.8	6.0	6.7
세전이익률	1.5	2.8	8.5	4.3	1.3
순이익률	1.2	1.6	6.4	3.1	1.0

현금흐름표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	816	1,386	987	2,380	1,874
당기순이익	224	363	1,589	913	296
자산상각비	883	986	1,137	1,538	1,526
운전자본증감	-217	206	-256	-302	20
매출채권 감소(증가)	-9	-41	-22	17	-88
재고자산 감소(증가)	-157	20	-182	-244	-103
매입채무 증가(감소)	58	146	-92	-10	157
투자현금흐름	-1,005	-78	-3,901	-1,215	-1,436
유형자산처분(취득)	128	413	66	-1,133	-1,200
무형자산 감소(증가)	-20	-16	-24	-41	-32
투자자산 감소(증가)	-637	-92	-85	-224	-16
재무현금흐름	581	-870	2,790	-513	-106
차입금의 증가(감소)	-331	-747	2,986	-610	-50
자본의 증가(감소)	-208	-107	48	-190	-56
배당금의 지급	-104	-107	-102	-56	-56
총현금흐름	1,155	1,179	1,101	2,815	1,854
(-)운전자본증감(감소)	396	-744	-996	2,118	-20
(-)설비투자	955	520	969	1,173	1,200
(+)자산매각	1,063	916	1,011	-1	-32
Free Cash Flow	867	2,320	2,139	-477	642
(-)기타투자	297	921	5,111	-2,000	189
잉여현금	569	1,399	-2,972	1,522	453
NOPLAT	120	138	238	147	326
(+) Dep	883	986	1,137	1,538	1,526
(-)운전자본투자	396	-744	-996	2,118	-20
(-)Capex	955	520	969	1,173	1,200
OpFCF	-349	1,349	1,403	-1,607	672

주: IFRS 연결 기준

재무상태표 (단위: 십억 원)					
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	3,650	4,063	5,188	6,420	7,001
현금성자산	1,016	1,529	1,312	1,988	2,336
매출채권	684	778	1,646	1,554	1,642
재고자산	1,279	1,262	1,559	1,804	1,906
비유동자산	17,445	18,277	26,054	25,400	25,322
투자자산	6,122	6,955	8,269	7,364	7,580
유형자산	10,004	9,667	10,007	10,214	10,105
무형자산	1,319	1,655	7,778	7,822	7,636
자산총계	21,095	22,340	31,242	31,820	32,323
유동부채	5,406	5,988	9,817	9,315	9,520
매입채무	2,597	2,955	4,192	2,762	2,919
유동성이자부채	1,657	1,595	3,085	4,147	4,097
비유동부채	5,482	5,856	9,025	9,337	9,395
비유동이자부채	4,789	5,077	7,514	7,908	7,908
부채총계	10,888	11,844	18,842	18,653	18,916
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,277	4,277	4,277
이익잉여금	2,794	3,071	4,578	5,398	5,639
자본조정	1,638	1,626	1,266	629	629
자기주식	-106	-106	-10	-145	-145
자본총계	10,207	10,497	12,400	13,167	13,408

주요지표 (단위: 원, 배)					
12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	8,391	12,979	56,348	32,462	10,670
BPS	315,997	325,504	368,044	388,945	397,587
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,500
CFPS	41,426	42,284	39,497	100,970	66,496
ROA(%)	1.2	1.7	5.9	2.9	0.9
ROE(%)	2.8	4.0	16.2	8.5	2.7
ROIC(%)	1.0	1.0	1.4	0.7	1.5
Multiples(x, %)					
PER	15.2	11.7	2.7	2.8	8.6
PBR	0.4	0.5	0.4	0.2	0.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
PCR	3.1	3.6	3.8	0.9	1.4
EV/EBITDA	8.7	7.7	9.3	7.3	6.2
배당수익률	1.6	1.3	1.3	2.2	2.7
안정성(%)					
부채비율	106.7	112.8	151.9	141.7	141.1
Net debt/Equity	53.2	49.0	74.9	76.5	72.1
Net debt/EBITDA	525.6	420.3	638.8	578.7	493.4
유동비율	67.5	67.9	52.9	68.9	73.5
이자보상배율(배)	1.0	1.4	1.5	0.7	1.4
자산구조(%)					
투하자본	66.0	61.6	67.2	69.4	68.0
현금+투자자산	34.0	38.4	32.8	30.6	32.0
자본구조(%)					
차입금	38.7	38.9	46.1	47.8	47.2
자기자본	61.3	61.1	53.9	52.2	52.8

신세계 (004170)

럭셔리하면 신세계



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 300,000원

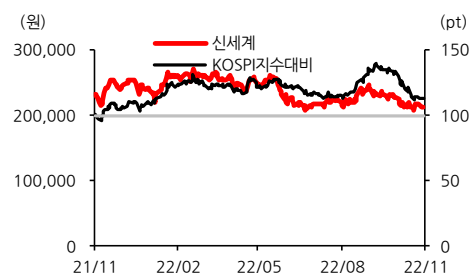
현재 주가(11/22)	209,000원
상승여력	▲43.5%
시가총액	20,576억원
발행주식수	9,845천주
52 주 최고가 / 최저가	271,000 / 208,500원
90 일 일평균 거래대금	132.94억원
외국인 지분율	26.8%
주주 구성	
정유경 (외 3인)	28.6%
국민연금공단 (외 1인)	11.8%
자사주 (외 1인)	0.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.3	-4.8	-15.7	-10.3
상대수익률(KOSPI)	-17.0	-2.5	-6.9	9.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,769	6,316	7,732	8,546
영업이익	88	517	750	881
EBITDA	745	1,169	1,399	1,525
지배주주순이익	-103	307	372	473
EPS	-10,512	31,165	37,868	48,105
순차입금	4,597	4,003	3,330	2,799
PER	-22.8	8.2	5.5	4.3
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.3	5.6	3.9	3.2
배당수익률	0.6	1.2	1.8	2.0
ROE	-2.8	8.5	9.5	11.0

주가 추이



동사는 차별화된 백화점 경쟁력으로 백화점업체 내에서 M/S 를 지속 확대하고 있습니다. 이 같은 경쟁력은 소비 양극화 시대에 빛을 발할 것입니다. 업황 개선이 지연되고 있는 면세점 업황의 턴어라운드 시점을 특정하기 어려운 상황에서 백화점의 이익이 견조한 동사가 면세점주 중 선호됩니다. 차선호주 의견 제시합니다.

차별화된 백화점 경쟁력, 소비 양극화 시대에 빛을 발할 것

동사의 럭셔리 중심 차별화된 MD 경쟁력, 그에 따른 높은 럭셔리 매출 비중(신세계 40% vs 산업 33%)은 소비 부진으로 더욱 강화될 것으로 예상되는 소비 양극화에 따른 동사의 외형 성장 가능성을 더욱 지지해주는 요인이다. VIP 중심의 럭셔리 매출 성장으로 23년에도 +high single 수준의 기존점성장률 달성이 가능할 것으로 전망한다.

면세점은 기다림과의 싸움

견조했던, 그리고 견조할 것으로 예상되는 백화점과 달리 면세점 업체에 대한 전망은 아직까지 우호적이지 못하다. 리오프닝에 따라 내국인 매출을 중심으로 반등이 나타나고 있지만, 시장의 기대와는 달리 지연되고 있는 중국의 리오프닝에 따라서 수익성이 낮은 B2B 매출 비중이 절대적으로 높은 상황이며, 비우호적인 환율, 중국 소비시장 부진 등도 부담이 되고 있기 때문이다.

중국의 리오프닝이 현실화될 경우, 주가 모멘텀이 강화될 수 있음은 분명하다. 기다림과의 싸움이다. 면세업종 중 견조한 백화점 이익에 기댈 수 있어 부담이 상대적으로 덜한 동사에 대한 선호도가 높을 수 밖에 없는 시기이다.

투자의견 BUY, 목표주가 30만원 제시

신세계에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 30만원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 30만원은 SOTP 방식을 통해서 산정하였다. 목표주가에 내재되어 있는 백화점의 가치는 2.7조원, 면세점은 0.25조원이다.

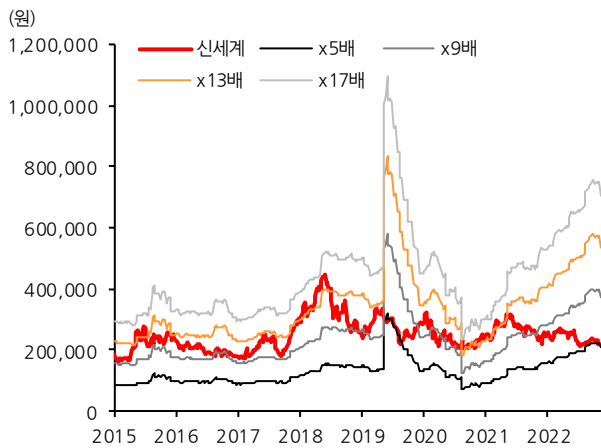
[표12] 신세계 SOTP 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
백화점부문 순이익	3,385	별도 + 대구신세계
Target P/E	8	
백화점 가치	27,079	
면세점부문 순이익	145	
Target P/E	18	호텔신라 목표 P/E 대비 20% 할인
면세점 가치	2,553	
적정 시가총액	29,633	백화점 + 면세점
발행주식수	9,836	자사주 제외
적정 주당가치	301,258	

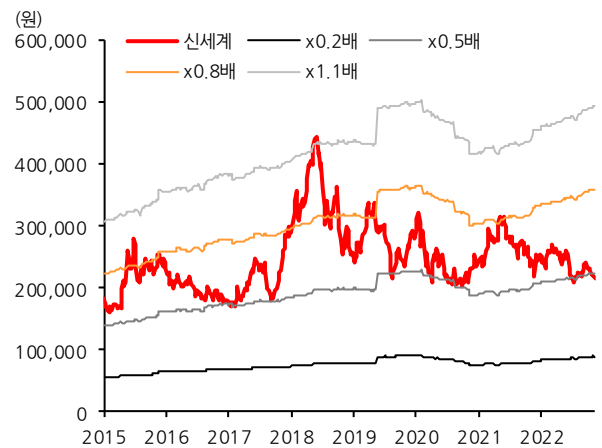
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림38] 신세계 P/E 밴드



자료: 신세계, Qunatiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 신세계 P/B 밴드



자료: 신세계, Qunatiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 신세계 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
순매출액	13,200	13,953	16,671	19,340	17,665	18,771	19,551	21,330	63,164	77,317	85,462
YoY	10.3%	37.5%	37.3%	44.3%	33.8%	34.5%	17.3%	10.3%	32.5%	22.4%	10.5%
신세계	3,996	3,997	3,929	4,795	4,430	4,670	4,579	5,370	16,717	19,049	20,002
신세계인터내셔널	3,419	3,407	3,502	4,179	3,522	3,839	3,875	4,543	14,507	15,779	17,357
센트럴시티	597	665	603	774	695	800	854	929	2,639	3,278	3,425
신세계 DF	4,789	5,605	7,969	8,233	7,721	8,132	8,566	8,777	26,596	33,196	38,202
대구	536	560	574	693	628	691	655	797	2,363	2,771	2,826
광주				496	426	485	444	506	496	1,861	1,898
대전			201	393	369	389	418	416	594	1,592	1,781
까사미아	495	483	602	721	732	678	679	793	2,301	2,882	3,170
영업이익	1,236	962	1,024	1,951	1,636	1,874	1,530	2,463	5,173	7,503	8,805
YoY	3645.5%	흑전	308.0%	89.2%	32.4%	94.8%	49.4%	26.3%	485.2%	45.0%	17.4%
신세계	612	475	552	977	873	825	751	1,265	2,616	3,714	4,072
신세계인터내셔널	213	265	141	301	331	387	242	358	920	1,318	1,490
센트럴시티	158	41	103	224	153	65	226	279	526	723	995
신세계 DF	231	192	229	123	-21	287	51	74	775	391	684
대구	102	86	114	194	186	193	195	267	496	841	872
광주				198	150	190	143	207	198	690	710
대전			-62	34	6	3	5	70	-28	84	212
까사미아	-10	-26	-11	-41	1	-42	-58	-17	-88	-116	-68
영업이익률	9.4%	6.9%	6.1%	10.1%	9.3%	10.0%	7.8%	11.5%	8.2%	9.7%	10.3%

자료: 신세계, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	6,394	4,769	6,316	7,732	8,546
매출총이익	3,268	2,400	3,709	5,020	5,555
영업이익	468	88	517	750	881
EBITDA	1,136	745	1,169	1,399	1,525
순이자손익	-115	-109	-89	-76	-81
외화관련손익	-7	55	-33	-40	0
지분법손익	794	13	-42	-10	0
세전계속사업손익	798	-118	518	679	840
당기순이익	593	-69	389	504	631
지배주주순이익	526	-103	307	372	473
증가율(%)					
매출액	23.3	-25.4	32.4	22.4	10.5
영업이익	17.7	-81.1	484.7	45.0	17.3
EBITDA	62.5	-34.5	57.0	19.7	9.0
순이익	108.2	적전	흑전	29.7	25.1
이익률(%)					
매출총이익률	51.1	50.3	58.7	64.9	65.0
영업이익률	7.3	1.9	8.2	9.7	10.3
EBITDA 이익률	17.8	15.6	18.5	18.1	17.8
세전이익률	12.5	-2.5	8.2	8.8	9.8
순이익률	9.3	-1.4	6.2	6.5	7.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	790	552	1,104	1,062	1,206
당기순이익	593	-69	389	504	631
자산상각비	669	656	652	648	644
운전자본증감	-195	98	333	17	48
매출채권 감소(증가)	-31	35	-103	-40	-49
재고자산 감소(증가)	-162	182	110	-144	-90
매입채무 증가(감소)	25	-134	264	167	158
투자현금흐름	-71	-389	-825	-707	-644
유형자산처분(취득)	-283	-418	-583	-432	-520
무형자산 감소(증가)	-14	-7	-10	-7	-12
투자자산 감소(증가)	-4	-10	-31	-134	-5
재무현금흐름	-894	48	-91	-278	-236
차입금의 증가(감소)	-856	446	-57	-225	-200
자본의 증가(감소)	-37	-35	-22	-30	-36
배당금의 지급	-37	-35	-22	-30	-36
총현금흐름	1,165	612	871	1,128	1,158
(-)운전자본증가(감소)	211	-177	-497	33	-48
(-)설비투자	321	477	584	433	520
(+)자산매각	25	51	-9	-6	-12
Free Cash Flow	657	363	775	656	674
(-)기타투자	-245	32	366	84	107
잉여현금	902	331	409	572	567
NOPLAT	348	64	389	557	662
(+) Dep	669	656	652	648	644
(-)운전자본투자	211	-177	-497	33	-48
(-)Capex	321	477	584	433	520
OpFCF	484	420	953	740	834

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,831	1,664	1,910	2,304	2,779
현금성자산	226	394	639	780	1,110
매출채권	439	362	472	493	542
재고자산	1,077	863	756	901	991
비유동자산	11,187	11,105	11,734	11,404	11,399
투자자산	4,354	4,120	4,363	4,099	4,207
유형자산	6,481	6,604	6,943	6,893	6,792
무형자산	352	382	428	412	400
자산총계	13,018	12,769	13,645	13,708	14,178
유동부채	3,173	3,609	3,571	4,108	4,201
매입채무	1,255	1,087	1,409	1,585	1,744
유동성이자부채	1,294	1,889	1,352	1,670	1,570
비유동부채	4,330	4,103	4,312	3,484	3,425
비유동이자부채	3,262	3,102	3,291	2,440	2,340
부채총계	7,503	7,712	7,882	7,592	7,625
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	397	348	403	403	403
이익잉여금	2,921	2,788	3,084	3,425	3,862
자본조정	559	257	208	208	208
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
자본총계	5,515	5,057	5,762	6,116	6,553

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	53,472	-10,512	31,165	37,868	48,105
BPS	398,826	349,650	380,297	414,931	459,297
DPS	2,000	1,500	3,000	3,700	4,100
CFPS	118,291	62,122	88,462	114,592	117,572
ROA(%)	4.4	-0.8	2.3	2.7	3.4
ROE(%)	14.2	-2.8	8.5	9.5	11.0
ROIC(%)	4.5	0.8	4.7	6.8	8.3
Multiples(x, %)					
PER	5.4	-22.8	8.2	5.5	4.3
PBR	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5
PSR	0.4	0.5	0.4	0.3	0.2
PCR	2.4	3.9	2.9	1.8	1.8
EV/EBITDA	6.3	9.3	5.6	3.9	3.2
배당수익률	0.7	0.6	1.2	1.8	2.0
안정성(%)					
부채비율	136.1	152.5	136.8	124.1	116.4
Net debt/Equity	78.5	90.9	69.5	54.4	42.7
Net debt/EBITDA	381.0	617.2	342.5	238.0	183.6
유동비율	57.7	46.1	53.5	56.1	66.2
이자보상배율(배)	3.4	0.7	4.8	6.9	8.8
자산구조(%)					
투자자본	64.7	64.5	62.5	62.1	59.8
현금+투자자산	35.3	35.5	37.5	37.9	40.2
자본구조(%)					
차입금	45.2	49.7	44.6	40.2	37.4
자기자본	54.8	50.3	55.4	59.8	62.6

현대백화점 (069960)

백화점 강세 지속 전망, 지배구조 개편 이후의 움직임 주목



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 78,000원

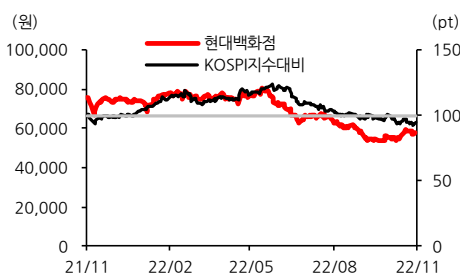
현재 주가(11/22)	58,300원
상승여력	▲33.8%
시가총액	13,644억원
발행주식수	23,402천주
52 주 최고가 / 최저가	80,500 / 53,700원
90 일 일평균 거래대금	46.81억원
외국인 지분율	24.3%
주주 구성	
경지선 (외 4 인)	36.1%
국민연금공단 (외 1 인)	9.1%
자사주 (외 1 인)	6.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.7	-8.2	-23.6	-22.9
상대수익률(KOSPI)	-4.0	-5.9	-14.7	-2.7

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,273	3,572	4,901	5,890
영업이익	136	264	374	522
EBITDA	377	568	694	846
지배주주순이익	70	189	222	280
EPS	3,005	8,092	10,175	12,823
순차입금	1,919	1,737	2,700	2,542
PER	23.8	9.3	5.7	4.5
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.5	6.2	5.9	4.6
배당수익률	1.4	1.5	2.2	2.6
ROE	1.7	4.4	4.9	5.9

주가 추이



23 년 소비 양극화에 따른 백화점의 강세, 중국 리오프닝에 따른 면세점 업황 개선 등이 기대됩니다. 향후 지배구조 개편 이후의 전략적 투자 등 움직임이 주목됩니다.

소비 양극화 강화의 수혜주

매크로 환경 불안과 관련하여 소비 시장에 대한 불확실성이 커지고 있다. 소비 부진이 나타난다고 하더라도 소비 양극화는 과거 대비 강해질 것으로 예상하며, 23년에도 동사의 백화점의 성장세는 +mid single 수준으로 지속할 것으로 전망한다. 지난 9월 화재 사고가 있었던 대전아울렛의 영업 중단에 영향을 당분간은 불가피하기에 경쟁사보다는 낮은 수준이 기존점성장이 불가피할 전망이다. 대전아울렛의 기존점성장률 영향은 3~4% 수준으로 추정된다. 면세점의 업황이 유의미하게 개선되는 시점은 중국의 방역 정책 전환이 가시화되는 시기가 될 것이다.

지배구조 개편 이후 변화에 주목

현대백화점은 지주사로의 전환을 앞두고 있다. 금번 지배구조 개편으로 인한 한무쇼핑의 분리가 아쉬운 점이기는 하나, 동사가 지배구조 개편을 꾀하는 주요한 목적이 전통적 유통사업에서 벗어나 새로운 성장 동력을 확보하기 위한 측면이라는 점을 감안할 시, 중장기적으로 지배구조 개편 이후의 동사의 움직임에 주목할 필요가 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 7.8만원 제시

현대백화점에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 7.8만원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 7.8만원은 12MF 지배순이익 2,658억원에 목표 P/E 6배를 적용하여 산정한 것이다. 면세점의 경쟁력이 아직까지는 경쟁사 대비 열위에 있다는 점과 대전 아울렛의 영업 중단 등의 이슈는 단기적으로 동사의 Valuation이 경쟁사 대비 할인 거래될 수 밖에 없는 요인으로 작용할 전망이나, 향후 지배구조 개편 과정을 지켜볼 필요가 있다.

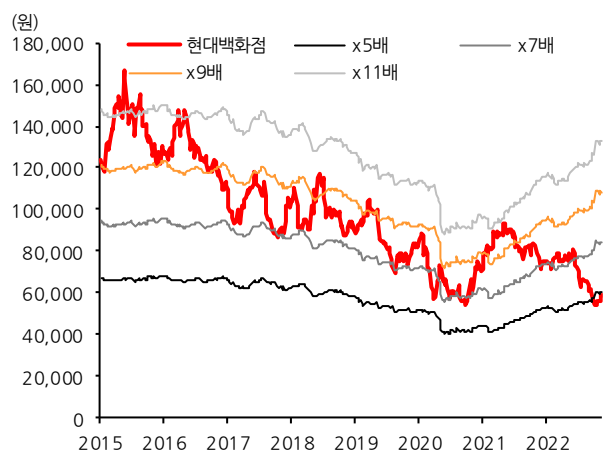
[표14] 현대백화점 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
지배순이익	2,658	
Target P/E	6	신세계 백화점 멀티플 대비 20% 할인
적정가치	17,010	
발행주식수	21,855	자사주 제외
적정 주당가치	77,829	

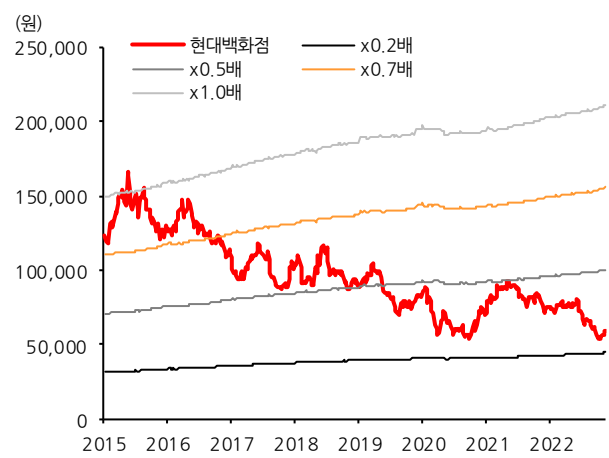
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 현대백화점 P/E 밴드



자료: 현대백화점, Qunatiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 현대백화점 P/B 밴드



자료: 현대백화점, Qunatiwise, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 현대백화점 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
총매출액	20,338	23,076	22,157	25,645	22,821	24,318	26,656	28,833	91,216	102,628	113,456
YoY	47.0%	48.4%	22.9%	22.6%	12.2%	5.4%	20.3%	12.4%	33.5%	12.5%	10.6%
백화점	15,766	16,900	15,000	19,000	17,350	18,357	17,266	19,570	66,666	72,543	75,111
면세점	4,929	6,560	7,338	7,155	5,874	6,369	6,580	6,174	25,982	24,997	25,495
지누스							2,862	3,389		6,251	14,050
순매출액	6,832	8,638	9,248	11,006	9,344	11,252	13,721	14,691	35,724	49,008	58,898
매출총이익	4,244	5,490	6,094	7,575	6,533	8,141	8,636	9,492	23,403	32,802	38,032
영업이익	650	577	475	942	889	712	922	1,213	2,644	3,736	5,225
YoY	336.2%	612.3%	6.3%	38.3%	36.8%	23.4%	94.1%	28.7%	94.7%	41.3%	39.9%
백화점	760	653	586	1,049	1,027	850	965	1,175	3,048	4,017	4,250
면세점	-112	-77	-113	-106	-140	-138	-150	-147	-408	-575	-105
지누스							106	185		291	1,080
영업이익률	3.2%	2.5%	2.1%	3.7%	3.9%	2.9%	3.5%	4.2%	2.9%	3.6%	4.6%
백화점	4.8%	3.9%	3.9%	5.5%	5.9%	4.6%	5.6%	6.0%	4.6%	5.5%	5.7%
면세점	-2.3%	-1.2%	-1.5%	-1.5%	-2.4%	-2.2%	-2.3%	-2.4%	-1.6%	-2.3%	-0.4%
지누스							3.7%	5.5%		4.7%	7.7%

자료: 현대백화점, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,199	2,273	3,572	4,901	5,890
매출총이익	1,627	1,428	2,340	3,280	3,803
영업이익	292	136	264	374	522
EBITDA	504	377	568	694	846
순이자손익	-3	-13	-16	-28	-27
외화관련손익	1	3	-7	-3	0
지분법손익	27	21	39	16	0
세전계속사업손익	339	147	317	399	544
당기순이익	243	105	233	290	400
지배주주순이익	194	70	189	222	280
증가율(%)					
매출액	18.1	3.4	57.2	37.2	20.2
영업이익	-18.1	-53.5	94.6	41.3	39.8
EBITDA	-1.4	-25.2	50.4	22.2	22.0
순이익	-15.5	-56.8	122.2	24.3	38.0
이익률(%)					
매출총이익률	74.0	62.8	65.5	66.9	64.6
영업이익률	13.3	6.0	7.4	7.6	8.9
EBITDA 이익률	22.9	16.6	15.9	14.2	14.4
세전이익률	15.4	6.5	8.9	8.1	9.2
순이익률	11.1	4.6	6.5	5.9	6.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	377	259	500	599	551
당기순이익	243	105	233	290	400
자산상각비	212	242	303	320	324
운전자본증감	-45	-82	-77	41	-64
매출채권 감소(증가)	21	19	-188	-213	-129
재고자산 감소(증가)	-71	-51	-134	22	-71
매입채무 증가(감소)	10	-22	86	182	146
투자현금흐름	-502	-1,085	42	-1,124	-366
유형자산처분(취득)	-272	-513	-260	-255	-320
무형자산 감소(증가)	0	-7	-3	0	0
투자자산 감소(증가)	-224	-517	335	-172	-1
재무현금흐름	-63	806	-530	547	-178
차입금의 증가(감소)	-20	851	-482	578	-150
자본의 증가(감소)	-37	-39	-42	-24	-28
배당금의 지급	-20	-22	-22	-24	-28
총현금흐름	554	432	635	623	616
(-)운전자본증가(감소)	220	770	-316	527	64
(-)설비투자	273	515	263	255	320
(+)자산매각	1	-5	0	1	0
Free Cash Flow	61	-858	688	-160	231
(-)기타투자	-170	-640	422	129	44
잉여현금	231	-218	265	-289	187
NOPLAT	210	97	195	272	385
(+) Dep	212	242	303	320	324
(-)운전자본투자	220	770	-316	527	64
(-)Capex	273	515	263	255	320
OpFCF	-72	-946	551	-191	324

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,365	1,986	1,945	2,911	3,156
현금성자산	193	54	65	102	111
매출채권	636	608	794	1,231	1,360
재고자산	184	234	365	680	751
비유동자산	6,258	6,721	7,024	8,069	8,110
투자자산	1,158	1,340	1,648	1,761	1,805
유형자산	5,059	5,300	5,298	5,585	5,598
무형자산	41	81	78	723	706
자산총계	7,623	8,707	8,969	10,979	11,265
유동부채	1,443	2,276	1,978	3,243	3,265
매입채무	951	923	1,051	1,399	1,546
유동성이자부채	61	905	343	1,207	1,057
비유동부채	1,200	1,399	1,765	1,904	1,915
비유동이자부채	871	1,068	1,459	1,596	1,596
부채총계	2,644	3,675	3,744	5,146	5,181
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	3,648	3,695	3,869	4,066	4,318
자본조정	-136	-157	-177	-177	-177
자기주식	-127	-143	-163	-163	-163
자본총계	4,979	5,032	5,226	5,833	6,085

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	8,296	3,005	8,092	10,175	12,823
BPS	181,263	182,312	188,909	197,334	208,095
DPS	1,000	1,000	1,100	1,300	1,500
CFPS	23,653	18,453	27,144	26,605	26,307
ROA(%)	2.7	0.9	2.1	2.2	2.5
ROE(%)	4.6	1.7	4.4	4.9	5.9
ROIC(%)	4.5	1.7	3.1	3.8	4.9
Multiples(x, %)					
PER	10.0	23.8	9.3	5.7	4.5
PBR	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
PSR	0.9	0.7	0.5	0.3	0.2
PCR	3.5	3.9	2.8	2.2	2.2
EV/EBITDA	5.3	9.5	6.2	5.9	4.6
배당수익률	1.2	1.4	1.5	2.2	2.6
안정성(%)					
부채비율	53.1	73.0	71.6	88.2	85.1
Net debt/Equity	14.9	38.1	33.2	46.3	41.8
Net debt/EBITDA	146.7	508.4	305.9	389.3	300.4
유동비율	94.6	87.2	98.3	89.8	96.6
이자보상배율(배)	16.3	4.4	6.4	6.7	8.9
자산구조(%)					
투자자본	79.1	82.0	78.7	80.8	80.6
현금+투자자산	20.9	18.0	21.3	19.2	19.4
자본구조(%)					
차입금	15.8	28.2	25.6	32.5	30.4
자기자본	84.2	71.8	74.4	67.5	69.6

호텔신라 (008770)

결국은 나타날 중국의 리오프닝



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 93,000원

현재 주가(11/22)	70,000원
상승여력	▲32.9%
시가총액	27,474억원
발행주식수	39,248천주
52 주 최고가 / 최저가	85,100 / 62,700원
90 일 일평균 거래대금	221.55억원
외국인 지분율	17.4%

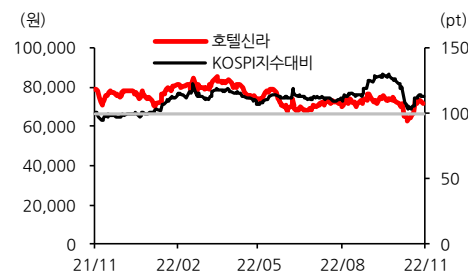
주주 구성	
삼성생명보험 (외 6 인)	17.3%
국민연금공단 (외 1 인)	7.6%
자사주 (외 1 인)	5.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-3.4	-2.4	-5.4	-11.2
상대수익률(KOSPI)	-12.1	0.0	3.5	9.0

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	3,188	3,779	5,084	6,017
영업이익	-185	119	116	242
EBITDA	39	246	239	353
지배주주순이익	-283	27	47	156
EPS	-7,226	685	1,266	4,201
순차입금	1,244	1,243	1,102	968
PER	-11.4	113.9	55.3	16.7
PBR	5.3	5.4	4.5	3.7
EV/EBITDA	117.3	17.7	16.3	10.6
배당수익률	0.2	0.3	0.3	0.3
ROE	-36.7	4.5	7.9	22.6

주가 추이



중국의 리오프닝이 지연되면서 면세점업종의 실적 회복도 궤를 같이하고 있습니다. 다만, 리오프닝이 비정상의 정상화라는 점을 감안하면, 결국은 나타날 변화입니다. 긴 호흡에서 접근이 요구됩니다.

지연되고 있는 회복

우리나라의 리오프닝으로 내외국인 출입국자가 회복 추세를 보이고 있음에도 불구하고, 면세업종에 있어 가장 중요한 국가인 중국이 제로코로나 정책을 유지하고 있음에 따라 파이공(B2B)의 영향이 여전히 절대적인 상황이 지속되고 있다. 제로코로나 정책으로 중국 소비가 아직까지는 회복이 더디며, 달러 대비 약세를 보이고 있는 위안화는 파이공의 구매력까지 약화시키고 있는 상황이다. 이는 결국 동사의 수익성 약제로 이어지고 있다.

결국은 나타날 변화. 수익성 개선 속도 빠르게 진행될 것

중국 봉쇄 정책의 변화는 비정상의 정상화이기 때문에 시점을 특정할 수 없지만, 결국에 나타날 일이다. 실제 당대회 이후 중국의 제로코로나 기조가 일부 완화되고 있는 상황이다. 리오프닝의 시기로 당사에서는 23년 3월 양회 이후 시점을 주목하고 있다. 봉쇄 정책의 완화는 자연스레 B2C 비중 확대, 파이공 체류 비용 감소 등의 요인들로 인해 면세점의 마진 회복이 빠르게 진행될 수 있을 것으로 기대된다. 더욱이 22년 중국 소비의 낮은 기저와 부동산 부양 정책 등으로 23년의 중국 소비 부진에 대한 우려는 낮아진다.

투자의견 BUY, 목표주가 9.3만원 제시

호텔신라에 대해서 투자의견 BUY, 목표주가 9.3만원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가는 23년 지배순이익 전망치 1,561억원에 목표 P/E 22배를 적용한 것이다. 중국의 리오프닝 지연에 따라 면세점의 업황 회복도 함께 지연되고 있는 것이 사실이나 중장기적인 관점에서 나타날 수 밖에 없는 정상화이기 때문에 단기적인 관점보다는 긴 호흡으로 접근하는 것이 요구된다.

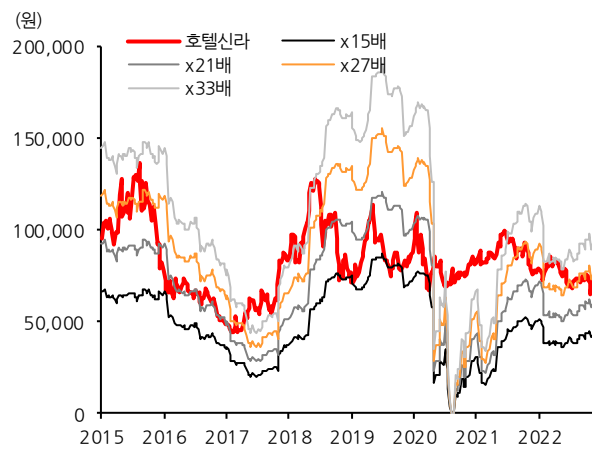
[표16] 호텔신라 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	23E	비고
지배기업 소유주지분	1,561	
Target P/E	22	코로나19 이전 19년 멀티플 상단
적정 시가총액	34,344	
발행주식수	37,113	자사주 제외
적정주가	92,538	

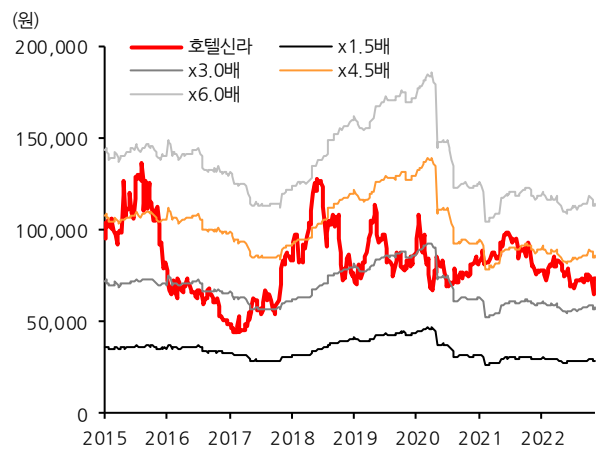
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 호텔신라 P/E 밴드



자료: 호텔신라, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 호텔신라 P/B 밴드



자료: 호텔신라, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 호텔신라 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	7,272	9,534	9,687	11,299	10,944	11,659	13,618	14,616	37,792	50,837	60,172
YoY	-22.9%	82.3%	10.1%	34.2%	50.5%	22.3%	40.6%	29.4%	18.5%	34.5%	18.4%
TR	6,324	8,465	8,576	10,074	9,785	10,101	11,977	12,901	33,439	44,764	53,737
시내점	5,589	7,729	7,850	9,239	8,966	8,841	10,532	11,239	30,407	39,578	46,036
공항점	735	736	726	835	819	1,260	1,445	1,662	3,032	5,186	7,701
호텔&레저	947	1,069	1,111	1,225	1,159	1,558	1,641	1,714	4,352	6,072	6,435
영업이익	266	464	209	250	151	432	266	308	1,189	1,157	2,424
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	-43.2%	-6.9%	27.3%	23.3%	-164.2%	-2.7%	109.4%
TR	417	471	200	231	127	148	6	-19	1,319	262	1,457
호텔&레저	-151	-7	9	19	24	284	260	327	-130	895	967
영업이익률	3.7%	4.9%	2.2%	2.2%	1.4%	3.7%	2.0%	2.1%	3.1%	2.3%	4.0%
TR	6.6%	5.6%	2.3%	2.3%	1.3%	1.5%	0.1%	-0.1%	3.9%	0.6%	2.7%
호텔&레저	-15.9%	-0.7%	0.8%	1.6%	2.1%	18.2%	15.8%	19.1%	-3.0%	14.7%	15.0%

자료: 호텔신라, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,717	3,188	3,779	5,084	6,017
매출총이익	2,417	1,095	1,723	2,920	3,558
영업이익	296	-185	119	116	242
EBITDA	515	39	246	239	353
순이자손익	-27	-37	-33	-34	-34
외화관련손익	-6	-11	-6	-4	0
지분법손익	-4	-23	-50	-17	0
세전계속사업손익	226	-361	48	58	208
당기순이익	169	-283	27	47	156
지배주주순이익	170	-283	27	47	156
증가율(%)					
매출액	21.3	-44.2	18.5	34.5	18.4
영업이익	41.5	적전	흑전	-2.6	109.3
EBITDA	81.6	-92.5	537.8	-3.1	48.0
순이익	53.6	적전	흑전	74.3	230.9
이익률(%)					
매출총이익률	42.3	34.4	45.6	57.4	59.1
영업이익률	5.2	-5.8	3.1	2.3	4.0
EBITDA 이익률	9.0	1.2	6.5	4.7	5.9
세전이익률	3.9	-11.3	1.3	1.1	3.5
순이익률	3.0	-8.9	0.7	0.9	2.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	404	-52	42	107	222
당기순이익	169	-283	27	47	156
자산상각비	219	224	128	123	111
운전자본증감	-44	-63	-207	-88	-45
매출채권 감소(증가)	-28	95	-15	-26	-28
재고자산 감소(증가)	-139	218	-2	-130	-94
매입채무 증가(감소)	150	-294	29	110	73
투자현금흐름	-93	-260	134	-81	-85
유형자산처분(취득)	-65	-46	6	-47	-48
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	4	1	-4	-4
재무현금흐름	-87	48	-180	2	-108
차입금의 증가(감소)	-56	82	-151	16	-100
자본의 증가(감소)	-13	-13	-8	-8	-8
배당금의 지급	-13	-13	-8	-8	-8
총현금흐름	511	53	248	197	267
(-)운전자본증감(감소)	39	-4	115	37	45
(-)설비투자	66	48	22	47	48
(+)자산매각	0	2	28	0	0
Free Cash Flow	406	11	139	113	174
(-)기타투자	33	285	-36	81	33
잉여현금	374	-274	175	32	141
NOPLAT	222	-134	67	94	182
(+) Dep	219	224	128	123	111
(-)운전자본투자	39	-4	115	37	45
(-)Capex	66	48	22	47	48
OpFCF	337	46	58	134	199

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,716	1,164	1,087	1,402	1,558
현금성자산	530	388	261	385	419
매출채권	271	136	178	231	259
재고자산	849	620	626	762	856
비유동자산	1,811	1,730	1,569	1,426	1,395
투자자산	1,081	1,051	937	837	870
유형자산	675	625	590	558	505
무형자산	56	54	42	31	20
자산총계	3,527	2,894	2,656	2,827	2,954
유동부채	1,438	775	1,012	1,096	1,074
매입채무	858	520	454	596	670
유동성이자부채	419	162	463	394	294
비유동부채	1,170	1,495	1,068	1,115	1,115
비유동이자부채	1,143	1,470	1,041	1,093	1,093
부채총계	2,608	2,270	2,080	2,211	2,189
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	627	342	289	328	477
자본조정	-104	-115	-109	-109	-109
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	920	624	577	616	765

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	4,317	-7,226	685	1,266	4,201
BPS	22,979	15,588	14,411	15,396	19,108
DPS	350	200	200	200	200
CFPS	12,764	1,327	6,204	4,925	6,684
ROA(%)	5.8	-8.8	1.0	1.7	5.4
ROE(%)	20.2	-36.7	4.5	7.9	22.6
ROIC(%)	14.9	-7.3	3.8	5.5	10.7
Multiples(x, %)					
PER	21.0	-11.4	113.9	55.3	16.7
PBR	4.0	5.3	5.4	4.5	3.7
PSR	0.6	1.0	0.8	0.6	0.5
PCR	7.1	62.0	12.6	14.2	10.5
EV/EBITDA	9.0	117.3	17.7	16.3	10.6
배당수익률	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	283.6	363.8	360.5	358.7	286.2
Net debt/Equity	112.2	199.3	215.5	178.8	126.6
Net debt/EBITDA	200.2	3,218.9	504.3	461.4	274.0
유동비율	119.3	150.1	107.5	127.8	145.1
이자보상배율(배)	7.5	n/a	3.0	2.7	5.8
자산구조(%)					
투하자본	54.2	55.2	59.7	58.0	56.9
현금+투자자산	45.8	44.8	40.3	42.0	43.1
자본구조(%)					
차입금	62.9	72.3	72.3	70.7	64.5
자기자본	37.1	27.7	27.7	29.3	35.5

BGF리테일 (282330)

M/S가 확대되고 있는 편의점



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 240,000원

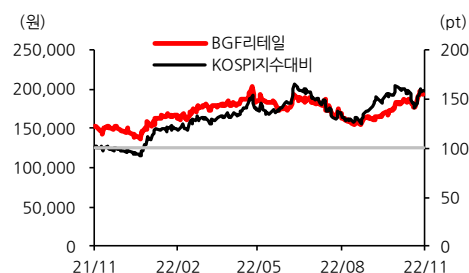
현재 주가(11/22)	196,500원
상승여력	▲22.1%
시가총액	33,963억원
발행주식수	17,284천주
52 주 최고가 / 최저가	203,000 / 137,500원
90 일 일평균 거래대금	88.69억원
외국인 지분율	32.8%
주주 구성	
비지엠프 (외 22 인)	54.1%
국민연금공단 (외 1 인)	8.1%
JFAssetManagementLimited (외 6 인)	5.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	7.4	15.9	5.6	28.9
상대수익률(KOSPI)	-1.3	18.3	14.5	49.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	6,181	6,781	7,561	8,079
영업이익	162	199	253	307
EBITDA	515	582	680	772
지배주주순이익	123	148	194	238
EPS	7,100	8,542	11,217	13,775
순차입금	281	467	578	480
PER	19.1	17.0	17.5	14.3
PBR	3.4	3.1	3.6	3.0
EV/EBITDA	5.1	5.1	5.8	5.0
배당수익률	1.8	2.1	1.7	1.8
ROE	18.6	19.6	22.0	22.9

주가 추이



23년에도 편의점 업종의 물가 상승 수혜는 이어질 전망이다. 동사는 탁월한 MD 경쟁력을 통해 편의점 업종 내에서 M/S를 확대하고 있어 경쟁사 대비 Valuation 프리미엄이 유지될 전망이다.

물가 상승의 최대 수혜와 M/S 확대

편의점의 가공식품 판매 비중은 약 50% 수준으로 유통업체 중 가공식품 매출비중이 가장 높다. 가공식품의 물가가 전방위적으로 상승의 수혜 강도가 가장 큰 업태이다. 이를 통해 23년에도 편의점 업종은 +mid single YoY 수준의 산업 성장이 예상된다. 동사는 차별화된 MD 경쟁력을 통해 편의점 업태 내에서 M/S를 빠르게 확대하고 있어, +7% YoY에 가까운 매출 성장을 지속할 것으로 예상하고 있다.

23년 상저하의 실적 전망

BGF리테일의 23년 실적은 상저하의 실적이 전망된다. 특히 1분기에는 1Q22의 진단키트 기고(진단키트 영업이익 기여 50억원)가 다소 부담으로 작용한다. 1Q23의 증익 모멘텀은 제한적이지만, 지난해 1분기 이후에는 진단키트가 편의점 업황에 미치는 영향이 크지 않았기 때문에 2Q23부터 동사의 안정적 성장과 증익 모멘텀이 되살아 날 것으로 기대된다.

투자의견 BUY, 목표주가 24만원 제시

BGF리테일에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 24만원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가 24만원은 12MF 지배순이익에 목표 P/E 18배를 적용하여 산정하였다. 가맹사업의 특성상 타 유통업체 대비 상대적으로 Asset light한 사업을 영위할 수 있어 20% 수준의 ROE가 창출 가능하다. 이는 타 유통업체 대비 분명한 Valuation 프리미엄 요인이다.

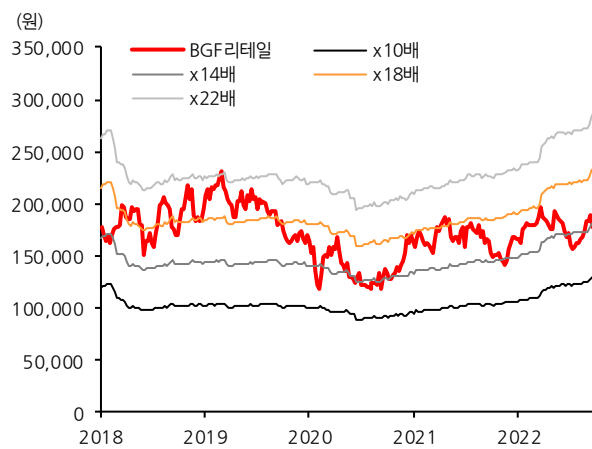
[표18] BGF 리테일 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
지배순이익	2,269	
Target P/E	18	최근 2년 상단 P/E 수준
적정 시가총액	41,526	
발행주식수	17,275	자사주 제외
적정 주당가치	240,381	

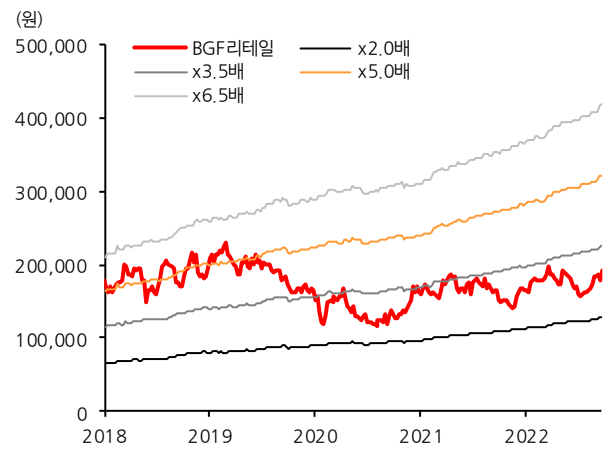
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림44] BGF 리테일 P/E Band



자료: BGF리테일, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] BGF 리테일 P/B Band



자료: BGF리테일, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표19] BGF 리테일 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	15,012	17,005	18,365	17,430	16,922	19,186	20,557	18,942	67,812	75,607	80,792
YoY	7.8%	9.8%	9.1%	12.0%	12.7%	12.8%	11.9%	8.7%	9.7%	11.5%	6.9%
매출총이익	2,516	3,005	3,201	3,049	2,984	3,510	3,872	3,449	11,771	13,815	14,978
영업이익	216	587	695	496	378	708	915	532	1,994	2,533	3,071
YoY	16.8%	31.6%	9.1%	39.7%	75.0%	20.6%	31.7%	7.2%	22.9%	27.0%	21.3%
영업이익률	1.4%	3.5%	3.8%	2.8%	2.2%	3.7%	4.5%	2.8%	2.9%	3.3%	3.8%

자료: BGF리테일, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,717	3,188	3,779	5,084	6,017
매출총이익	2,417	1,095	1,723	2,920	3,558
영업이익	296	-185	119	116	242
EBITDA	515	39	246	239	353
순이자손익	-27	-37	-33	-34	-34
외화관련손익	-6	-11	-6	-4	0
지분법손익	-4	-23	-50	-17	0
세전계속사업손익	226	-361	48	58	208
당기순이익	169	-283	27	47	156
지배주주순이익	170	-283	27	47	156
증가율(%)					
매출액	21.3	-44.2	18.5	34.5	18.4
영업이익	41.5	적전	흑전	-2.6	109.3
EBITDA	81.6	-92.5	537.8	-3.1	48.0
순이익	53.6	적전	흑전	74.3	230.9
이익률(%)					
매출총이익률	42.3	34.4	45.6	57.4	59.1
영업이익률	5.2	-5.8	3.1	2.3	4.0
EBITDA 이익률	9.0	1.2	6.5	4.7	5.9
세전이익률	3.9	-11.3	1.3	1.1	3.5
순이익률	3.0	-8.9	0.7	0.9	2.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	404	-52	42	107	222
당기순이익	169	-283	27	47	156
자산상각비	219	224	128	123	111
운전자본증감	-44	-63	-207	-88	-45
매출채권 감소(증가)	-28	95	-15	-26	-28
재고자산 감소(증가)	-139	218	-2	-130	-94
매입채무 증가(감소)	150	-294	29	110	73
투자현금흐름	-93	-260	134	-81	-85
유형자산처분(취득)	-65	-46	6	-47	-48
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	1	4	1	-4	-4
재무현금흐름	-87	48	-180	2	-108
차입금의 증가(감소)	-56	82	-151	16	-100
자본의 증가(감소)	-13	-13	-8	-8	-8
배당금의 지급	-13	-13	-8	-8	-8
총현금흐름	511	53	248	197	267
(-)운전자본증감(감소)	39	-4	115	37	45
(-)설비투자	66	48	22	47	48
(+)자산매각	0	2	28	0	0
Free Cash Flow	406	11	139	113	174
(-)기타투자	33	285	-36	81	33
잉여현금	374	-274	175	32	141
NOPLAT	222	-134	67	94	182
(+) Dep	219	224	128	123	111
(-)운전자본투자	39	-4	115	37	45
(-)Capex	66	48	22	47	48
OpFCF	337	46	58	134	199

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	1,716	1,164	1,087	1,402	1,558
현금성자산	530	388	261	385	419
매출채권	271	136	178	231	259
재고자산	849	620	626	762	856
비유동자산	1,811	1,730	1,569	1,426	1,395
투자자산	1,081	1,051	937	837	870
유형자산	675	625	590	558	505
무형자산	56	54	42	31	20
자산총계	3,527	2,894	2,656	2,827	2,954
유동부채	1,438	775	1,012	1,096	1,074
매입채무	858	520	454	596	670
유동성이자부채	419	162	463	394	294
비유동부채	1,170	1,495	1,068	1,115	1,115
비유동이자부채	1,143	1,470	1,041	1,093	1,093
부채총계	2,608	2,270	2,080	2,211	2,189
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
이익잉여금	627	342	289	328	477
자본조정	-104	-115	-109	-109	-109
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
자본총계	920	624	577	616	765

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	4,317	-7,226	685	1,266	4,201
BPS	22,979	15,588	14,411	15,396	19,108
DPS	350	200	200	200	200
CFPS	12,764	1,327	6,204	4,925	6,684
ROA(%)	5.8	-8.8	1.0	1.7	5.4
ROE(%)	20.2	-36.7	4.5	7.9	22.6
ROIC(%)	14.9	-7.3	3.8	5.5	10.7
Multiples(x, %)					
PER	21.0	-11.4	113.9	55.3	16.7
PBR	4.0	5.3	5.4	4.5	3.7
PSR	0.6	1.0	0.8	0.6	0.5
PCR	7.1	62.0	12.6	14.2	10.5
EV/EBITDA	9.0	117.3	17.7	16.3	10.6
배당수익률	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
안정성(%)					
부채비율	283.6	363.8	360.5	358.7	286.2
Net debt/Equity	112.2	199.3	215.5	178.8	126.6
Net debt/EBITDA	200.2	3,218.9	504.3	461.4	274.0
유동비율	119.3	150.1	107.5	127.8	145.1
이자보상배율(배)	7.5	n/a	3.0	2.7	5.8
자산구조(%)					
투하자본	54.2	55.2	59.7	58.0	56.9
현금+투자자산	45.8	44.8	40.3	42.0	43.1
자본구조(%)					
차입금	62.9	72.3	72.3	70.7	64.5
자기자본	37.1	27.7	27.7	29.3	35.5

GS리테일 (007070)

빠른 의사 결정에 박수를, 편의점 수익성 개선은 필요



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 33,000원

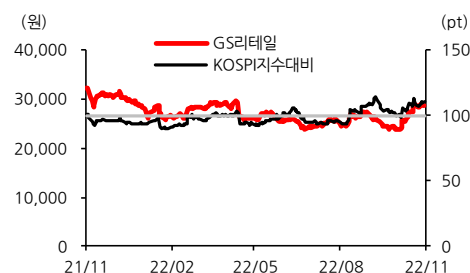
현재 주가(11/22)	29,100원
상승여력	▲13.4%
시가총액	30,473억원
발행주식수	104,718천주
52 주 최고가 / 최저가	32,350 / 23,650원
90 일 일평균 거래대금	47.79억원
외국인 지분율	7.6%
주주 구성	
GS (외 2 인)	57.9%
국민연금공단 (외 1 인)	8.3%
자사주 (외 1 인)	2.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	23.0	16.2	11.1	-9.6
상대수익률(KOSPI)	14.4	18.5	19.9	10.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	8,862	9,766	11,245	12,061
영업이익	253	208	211	323
EBITDA	921	890	902	1,030
지배주주순이익	168	815	136	234
EPS	2,187	7,785	1,333	2,289
순차입금	2,799	2,631	2,876	2,776
PER	15.7	3.9	21.8	12.7
PBR	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	5.9	6.5	6.6	5.7
배당수익률	2.6	3.9	4.1	4.1
ROE	7.5	25.6	3.3	5.7

주가 추이



빠른 의사결정으로 우려가 커지던 기타 사업부의 적자가 3Q22 실적부터 QoQ 로 감소하는 모습을 시현하였습니다. 추가적인 비용효율화 작업으로 적자 축소 추세는 당분간 이어질 것으로 전망됩니다. 이제는 핵심사업부인 편의점의 수익성 개선이 요구되는 시점입니다.

빠른 의사결정에 박수를

4Q21 실적부터 매 분기 확대되었던 늘어나기만 하던 프레시몰 등 기타 사업부의 적자는 3Q22 실적을 기점으로 QoQ로 축소되는 모습이 었다. 프레시몰과 쿠팡 등 사업의 효율화, 띠라블라의 사업 중단 등의 영향인 데, 4Q22에도 추가적인 비용효율화 작업이 진행되며 적자가 축소될 수 있을 전망이다. 전방위적 신 사업 확장 기조에서 빠르게 수익성 위주로의 사업 방향성을 전환한 것이 주효하였다. 기타 사업부(개발사업부 포함)의 적자 규모는 23년 -1,330억원(+558억원 YoY)으로 줄어들며 실적 부담이 줄어들 전망이다.

편의점 수익성 개선이 필요

기타 사업부의 적자가 축소된 것은 반가운 소식이지만, 핵심 사업부인 편의점의 수익성 개선이 더딘 점은 아쉬움이 남는다. 물가 상승, 객수 회복 등으로 편의점 업황이 우호적인 상황에서도 IT/마케팅 투자 비용 집행으로 이익 개선이 제한적이었다. 편의점 업황 개선과 동사의 이익 개선 간의 상관관계가 낮아진다면, 편의점업의 성장이라는 동사의 투자포인트의 훼손이 불가피하다. 결국 편의점의 수익성 개선이 요구되는 시점이다.

투자의견 BUY, 목표주가 3.3만원 제시

GS리테일에 대해서 투자의견 BUY와 목표주가 3.3만원을 제시하며, 커버리지를 개시한다. 목표주가는 23년 지배순이익 2,339억원에 목표 P/E 14배를 적용하여 산정하였다. 편의점의 이익 개선이 더디다는 점은 PEER 기업 대비 Valuation의 할인 요인이다. 적자 축소에 따른 이익 개선도 의미가 있지만, 핵심 사업부 중심의 이익 성장이 나타나야 추세적인 주가 상승을 기대할 수 있을 것이라 판단한다.

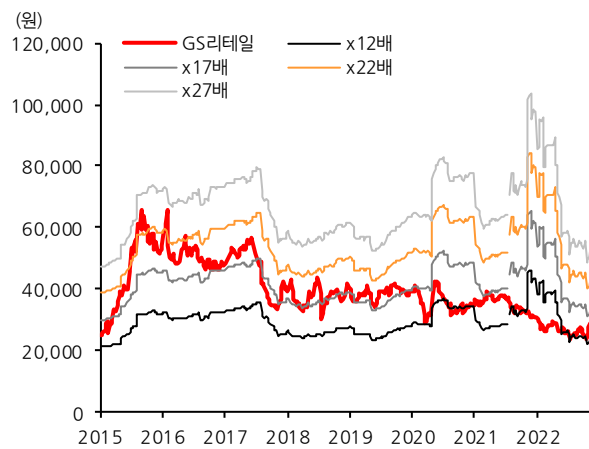
[표20] GS 리테일 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	23E	비고
지배순이익	2,339	
Target P/E	14	BGF리테일 Target P/E 대비 20% 할인
적정 시가총액	33,681	
발행주식수	102,180	자사주 제외
적정 주당가치	32,962	

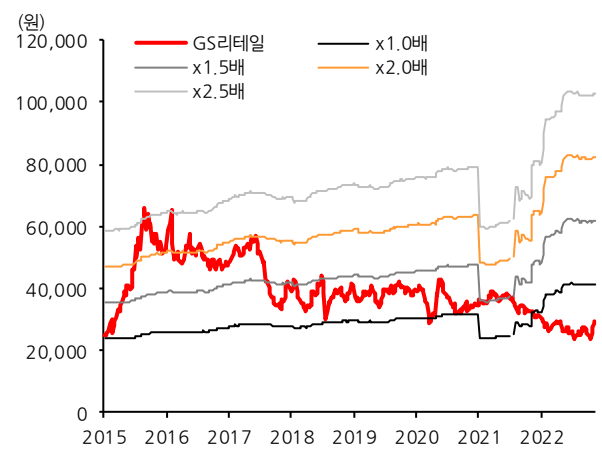
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림46] GS 리테일 P/E 밴드



자료: GS리테일, Quantitwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] GS 리테일 P/B 밴드



자료: GS리테일, Quantitwise, 한화투자증권 리서치센터

[표21] GS 리테일 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	21,001	22,856	27,254	26,545	25,985	28,169	29,560	28,886	97,656	112,600	120,610
YoY	-2.0%	3.4%	16.0%	22.8%	23.7%	23.2%	8.5%	8.8%	10.2%	15.3%	7.1%
편의점	16,479	18,160	19,252	18,222	17,557	19,532	20,832	19,853	72,113	77,774	83,945
수퍼	2,985	2,974	3,264	2,922	3,170	3,133	3,528	3,205	12,145	13,036	13,655
홈쇼핑			2,931	3,266	3,021	3,273	2,894	3,248	6,197	12,436	13,093
호텔	452	526	494	689	614	818	1,044	1,206	2,161	3,682	4,399
기타	1,085	1,195	1,312	1,447	1,622	1,413	1,261	1,375	5,039	5,671	5,519
영업이익	375	428	1,025	255	273	474	876	561	2,083	2,184	3,228
YoY	-57.8%	-27.7%	29.7%	-0.8%	-27.2%	10.7%	-14.5%	120.0%	-17.6%	4.9%	47.8%
편의점	418	663	743	316	340	669	750	305	2,140	2,064	2,459
수퍼	111	31	138	-57	82	3	92	-95	223	82	23
홈쇼핑			279	392	259	321	262	406	671	1,248	1,244
호텔	1	-75	30	105	88	81	231	277	61	677	832
기타	-155	-191	-137	-501	-495	-601	-459	-333	-984	-1,888	-1,330
영업이익률	1.8%	1.9%	3.8%	1.0%	1.1%	1.7%	3.0%	1.9%	2.1%	1.9%	2.7%

자료: GS리테일, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	9,007	8,862	9,766	11,245	12,061
매출총이익	1,942	1,831	2,226	2,864	3,106
영업이익	239	253	208	211	323
EBITDA	898	921	890	902	1,030
순이자손익	-30	-10	-6	-39	-40
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	-1	-7	57	-11	0
세전계속사업손익	200	201	900	189	263
당기순이익	144	155	801	127	234
지배주주순이익	133	168	815	136	234
증가율(%)					
매출액	3.6	-1.6	10.2	15.1	7.3
영업이익	32.5	5.7	-17.5	1.4	52.7
EBITDA	86.6	2.6	-3.3	1.3	14.2
순이익	8.5	7.6	418.6	-84.2	84.6
이익률(%)					
매출총이익률	21.6	20.7	22.8	25.5	25.8
영업이익률	2.7	2.8	2.1	1.9	2.7
EBITDA 이익률	10.0	10.4	9.1	8.0	8.5
세전이익률	2.2	2.3	9.2	1.7	2.2
순이익률	1.6	1.7	8.2	1.1	1.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	804	806	715	617	601
당기순이익	144	155	801	127	234
자산상각비	659	669	682	690	707
운전자본증감	-85	-40	-81	-12	24
매출채권 감소(증가)	2	-1	-20	-18	-20
재고자산 감소(증가)	42	-5	38	-37	-12
매입채무 증가(감소)	-44	20	-34	125	63
투자현금흐름	-301	-391	-277	-389	-387
유형자산처분(취득)	-229	-281	-347	-339	-360
무형자산 감소(증가)	-1	-4	-10	-6	-5
투자자산 감소(증가)	-30	-166	155	-206	-10
재무현금흐름	-507	-436	-383	-185	-173
차입금의 증가(감소)	-446	-373	-426	-74	-50
자본의 증가(감소)	-54	-62	-69	-123	-123
배당금의 지급	-54	-62	-69	-123	-123
총현금흐름	976	974	930	688	576
(-)운전자본증감(감소)	51	133	-328	85	-24
(-)설비투자	247	302	380	349	360
(+)자산매각	17	17	23	4	-5
Free Cash Flow	696	557	901	258	235
(-)기타투자	75	-153	485	-235	12
잉여현금	620	710	416	492	223
NOPLAT	172	194	186	130	287
(+) Dep	659	669	682	690	707
(-)운전자본투자	51	133	-328	85	-24
(-)Capex	247	302	380	349	360
OpFCF	533	428	815	386	658

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	800	923	1,184	1,364	1,463
현금성자산	208	156	375	378	428
매출채권	271	279	343	384	405
재고자산	183	189	193	231	243
비유동자산	6,249	6,254	8,272	8,464	8,519
투자자산	3,816	3,844	5,259	5,418	5,430
유형자산	2,297	2,299	2,735	2,786	2,862
무형자산	136	112	278	260	226
자산총계	7,050	7,178	9,456	9,828	9,982
유동부채	1,777	1,682	2,055	2,167	2,239
매입채무	816	861	1,063	1,194	1,257
유동성이자부채	875	738	742	761	761
비유동부채	2,705	2,828	2,986	3,234	3,204
비유동이자부채	2,069	2,217	2,265	2,493	2,443
부채총계	4,483	4,511	5,042	5,401	5,443
자본금	77	77	105	105	105
자본잉여금	156	156	1,205	1,209	1,209
이익잉여금	1,969	2,083	2,853	2,868	2,980
자본조정	-11	-12	-94	-108	-108
자기주식	0	0	-98	-98	-98
자본총계	2,567	2,667	4,414	4,427	4,538

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	1,729	2,187	7,785	1,333	2,289
BPS	28,443	29,928	38,857	38,906	39,969
DPS	750	900	1,200	1,200	1,200
CFPS	12,680	12,655	8,880	6,567	5,504
ROA(%)	2.2	2.4	9.8	1.4	2.4
ROE(%)	6.2	7.5	25.6	3.3	5.7
ROIC(%)	4.2	3.8	3.5	2.3	5.0
Multiples(x, %)					
PER	22.7	15.7	3.9	21.8	12.7
PBR	1.4	1.2	0.8	0.7	0.7
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
PCR	3.1	2.7	3.4	4.4	5.3
EV/EBITDA	6.4	5.9	6.5	6.6	5.7
배당수익률	1.9	2.6	3.9	4.1	4.1
안정성(%)					
부채비율	174.6	169.1	114.2	122.0	119.9
Net debt/Equity	106.6	104.9	59.6	65.0	61.2
Net debt/EBITDA	304.7	303.8	295.5	319.1	269.6
유동비율	45.0	54.9	57.6	62.9	65.3
이자보상배율(배)	3.3	3.7	3.3	2.6	3.9
자산구조(%)					
투하자본	55.7	56.5	49.3	49.6	49.4
현금+투자자산	44.3	43.5	50.7	50.4	50.6
자본구조(%)					
차입금	53.4	52.6	40.5	42.4	41.4
자기자본	46.6	47.4	59.5	57.6	58.6

현대홈쇼핑 (057050)

현대백화점그룹 지배구조 개편의 수혜주



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 73,000원

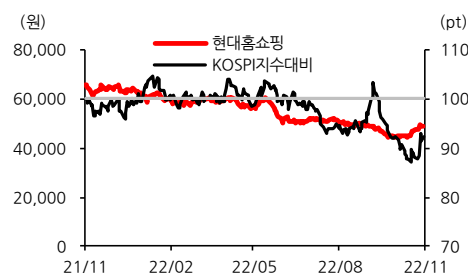
현재 주가(11/22)	48,650원
상승여력	▲50.1%
시가총액	5,838억원
발행주식수	12,000천주
52 주 최고가 / 최저가	65,800 / 44,250원
90 일 일평균 거래대금	5.77억원
외국인 지분율	25.5%
주주 구성	
현대그린푸드 (외 2 인)	40.8%
국민연금공단 (외 1 인)	7.5%
YackmanAssetManagementLP (외 1 인)	5.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	9.2	-3.9	-14.2	-26.1
상대수익률(KOSPI)	0.5	-1.5	-5.3	-5.9

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,126	2,210	2,257	2,340
영업이익	172	128	136	159
EBITDA	248	207	207	232
지배주주순이익	113	102	149	152
EPS	9,392	8,472	13,048	13,319
순차입금	214	147	260	138
PER	8.7	7.5	3.7	3.7
PBR	0.5	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	4.8	4.4	4.1	3.1
배당수익률	2.7	3.8	5.3	5.8
ROE	6.4	5.5	7.7	7.4

주가 추이



현대백화점그룹 지배구조 개편에 따라 그룹의 투자 주체가 분명해졌습니다. 현대홈쇼핑의 현금창출력을 지주사의 투자재원화 시키기 위한 배당 상황이 예상됩니다. 동사의 실적도 경기 침체에 강한 홈쇼핑과 자회사의 수익성 개선으로 턴어라운드 기대되는 상황입니다. 현 주가는 과도한 저평가 상황이라 판단됩니다.

현대백화점그룹 지배구조 개편의 수혜주

현대백화점그룹은 백화점홀딩스(HDH), 그린푸드홀딩스(HGH) 등을 신설 설립하면서 지주사 체제로의 지배구조 개편을 꾀하고 있다. 지금까지의 현대백화점그룹의 M&A 전략은 자금력이 있는 계열사가 그룹 차원에서의 시너지를 감안하여 M&A의 주체가 되는 모습이었고, 이에 따라 Capex 부담이 극히 제한적이기에 현금창출력이 우월한 홈쇼핑이 M&A의 주체가 되는 경우가 많았다. 지배구조 개편 이후에는 지주사가 투자의 주체가 될 가능성이 높기 때문에, 홈쇼핑의 현금창출력을 지주사로 이전시켜주는 것이 필요하며, 자연스럽게 지주사 체제 하에서의 홈쇼핑의 배당상황을 기대해볼 수 있을 것이다.

경기 침체기에 강한 홈쇼핑과 렌탈의 이익 기여

홈쇼핑은 단일 시간에 단일 제품만 판매하기 때문에 대외 환경에 따라 유연한 MD가 가능하다. 이 같은 업태적 특징으로 인해 경기 침체에도 안정적 성장을 보여줄 수 있을 것으로 기대된다.

22년부터 흑자전환에 성공한 렌탈케어의 이익 기여도 동사의 수익성에 긍정적이다. 또한 사실상 시장에서 가치를 인정받지 못하던 렌탈케어의 지분 일부 매각은 동사의 기업가치에 긍정적이다. 전자재 사업자인 L&C도 최근 원자재 가격이 안정화되면서 수익성의 개선이 나타나고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 7.3만원 제시

현대홈쇼핑에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 7.3만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12MF 지배순이익에 목표 P/E 5.5배를 적용하여 산정하였다. 동사의 보유 현금성 자산(약 5,000억원)과 지배구조 개편에 따른 배당 상황 가능성을 감안하면, 현 주가는 과도한 저평가 수준이라는 판단이다.

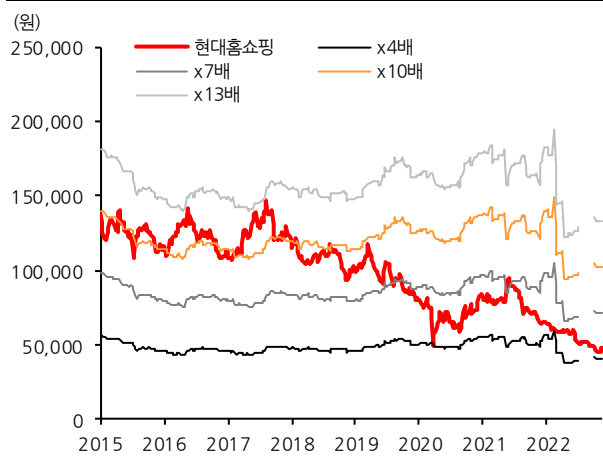
[표22] 현대홈쇼핑 P/E 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	12MF	비고
지배순이익	1,517	
Target P/E	5.5	최근 2년 평균 P/E
적정가치	8,344	
발행주식수	11,448	자사주 제외
적정 주당가치	72,884	

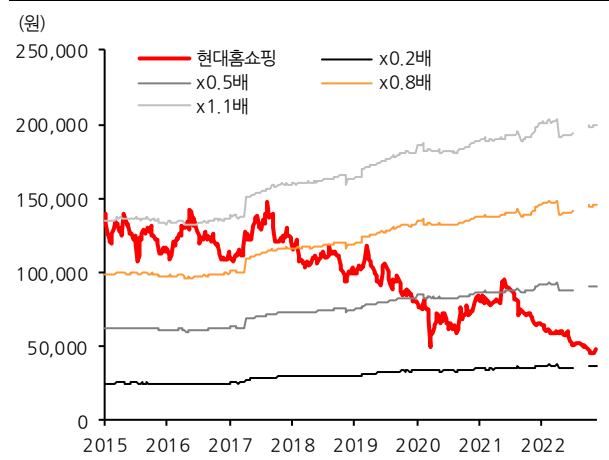
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 현대홈쇼핑 P/E 밴드



자료: 현대홈쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 현대홈쇼핑 P/B 밴드



자료: 현대홈쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[표23] 현대홈쇼핑 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
취급고	13,116	13,036	12,883	12,997	12,807	13,507	13,111	13,396	52,032	52,821	54,242
YoY	1.7%	2.0%	0.8%	-2.0%	-2.4%	3.6%	1.8%	3.1%	0.6%	1.5%	2.7%
홈쇼핑	10,047	10,384	9,740	10,084	10,113	10,497	10,227	10,307	40,255	41,144	41,785
TV	5,591	5,977	5,682	5,667	5,591	6,310	6,193	5,814	22,917	23,908	24,544
인터넷	4,248	4,183	3,818	4,151	4,101	3,928	3,765	4,212	16,400	16,006	16,143
기타	209	224	239	267	236	260	269	280	939	1,045	1,098
현대렌탈케어	260	271	275	340	296	316	319	318	1,146	1,249	1,308
현대 L&C	2,363	2,348	2,868	2,573	2,398	2,694	2,564	2,772	10,152	10,428	11,149
영업이익	411	322	277	206	363	296	341	372	1,216	1,372	1,589
YoY	42.2%	-25.3%	-28.2%	-52.1%	-11.7%	-8.1%	23.1%	80.7%	-20.8%	12.9%	15.8%
영업이익률	3.1%	2.5%	2.2%	1.6%	2.8%	2.2%	2.6%	2.8%	2.3%	2.6%	2.9%
홈쇼핑	392	306	297	345	353	269	292	310	1,340	1,224	1,336
현대렌탈케어	-19	-24	-36	-37	14	18	42	49	-116	123	139
현대 L&C	71	73	19	-101	-4	8	7	13	62	24	115

자료: 현대홈쇼핑, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	2,060	2,126	2,210	2,257	2,340
매출총이익	962	1,007	989	1,046	1,151
영업이익	130	172	128	136	159
EBITDA	208	248	207	207	232
순이자손익	2	5	5	0	2
외화관련손익	3	-3	4	5	0
지분법손익	44	17	79	44	40
세전계속사업손익	126	179	154	188	201
당기순이익	83	113	102	149	152
지배주주순이익	83	113	102	149	152
증가율(%)					
매출액	102.4	3.2	3.9	2.1	3.7
영업이익	16.0	32.2	-25.4	6.0	16.7
EBITDA	47.0	19.6	-16.4	-0.5	12.2
순이익	-50.1	35.5	-9.8	46.9	2.1
이익률(%)					
매출총이익률	46.7	47.4	44.7	46.4	49.2
영업이익률	6.3	8.1	5.8	6.0	6.8
EBITDA 이익률	10.1	11.7	9.4	9.2	9.9
세전이익률	6.1	8.4	7.0	8.3	8.6
순이익률	4.0	5.3	4.6	6.6	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	32	232	90	101	159
당기순이익	83	113	102	149	152
자산상각비	77	76	79	70	73
운전자본증감	-153	20	-82	-87	-30
매출채권 감소(증가)	-11	32	-18	-52	-10
재고자산 감소(증가)	-25	-1	-42	-34	-9
매입채무 증가(감소)	-56	4	10	26	15
투자현금흐름	-15	-174	20	-177	-8
유형자산처분(취득)	-30	-21	-63	-44	-44
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	2	0
투자자산 감소(증가)	36	-146	69	1	0
재무현금흐름	-64	38	-201	203	-30
차입금의 증가(감소)	-41	79	-161	230	0
자본의 증가(감소)	-22	-42	-25	-27	-30
배당금의 지급	-22	-23	-25	-27	-30
총현금흐름	234	254	222	214	189
(-)운전자본증가(감소)	104	44	-24	246	30
(-)설비투자	30	24	64	44	44
(+)자산매각	-1	4	0	2	0
Free Cash Flow	99	189	182	-74	115
(-)기타투자	69	-57	91	-23	-36
잉여현금	30	247	91	-51	151
NOPLAT	86	126	97	108	120
(+) Dep	77	76	79	70	73
(-)운전자본투자	104	44	-24	246	30
(-)Capex	30	24	64	44	44
OpFCF	30	133	136	-111	119

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	934	1,106	975	1,352	1,522
현금성자산	41	136	45	173	294
매출채권	265	210	215	251	261
재고자산	171	153	178	208	216
비유동자산	1,570	1,587	1,625	1,622	1,597
투자자산	967	1,003	1,081	1,094	1,098
유형자산	399	375	379	370	346
무형자산	203	209	165	158	153
자산총계	2,504	2,693	2,600	2,974	3,119
유동부채	538	747	544	830	848
매입채무	365	376	365	374	390
유동성이자부채	113	290	103	384	384
비유동부채	237	151	174	140	144
비유동이자부채	140	60	89	48	48
부채총계	775	898	718	970	992
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	253	253	253	253	253
이익잉여금	1,465	1,554	1,638	1,760	1,882
자본조정	-50	-73	-69	-69	-69
자기주식	-39	-57	-57	-57	-57
자본총계	1,729	1,795	1,882	2,004	2,127

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	6,931	9,392	8,472	13,048	13,319
BPS	144,084	149,567	156,864	167,014	177,240
DPS	2,000	2,200	2,400	2,600	2,800
CFPS	19,490	21,178	18,474	17,819	15,749
ROA(%)	3.3	4.3	3.8	5.4	5.0
ROE(%)	4.9	6.4	5.5	7.7	7.4
ROIC(%)	8.8	11.9	9.2	9.5	9.6
Multiples(x, %)					
PER	11.6	8.7	7.5	3.7	3.7
PBR	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
PSR	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2
PCR	4.1	3.8	3.4	2.7	3.1
EV/EBITDA	5.7	4.8	4.4	4.1	3.1
배당수익률	2.5	2.7	3.8	5.3	5.8
안정성(%)					
부채비율	44.8	50.1	38.1	48.4	46.6
Net debt/Equity	12.3	11.9	7.8	13.0	6.5
Net debt/EBITDA	102.4	86.1	71.0	125.9	59.7
유동비율	173.7	148.0	179.2	163.0	179.5
이자보상배율(배)	11.4	24.2	26.6	18.5	18.4
자산구조(%)					
투자자본	50.6	48.7	47.8	49.8	47.5
현금+투자자산	49.4	51.3	52.2	50.2	52.5
자본구조(%)					
차입금	12.8	16.3	9.3	17.8	16.9
자기자본	87.2	83.7	90.7	82.2	83.1

롯데하이마트 (071840)

이중고



▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha. 02-3772-7638

Hold (신규)

목표주가(신규): 15,000원

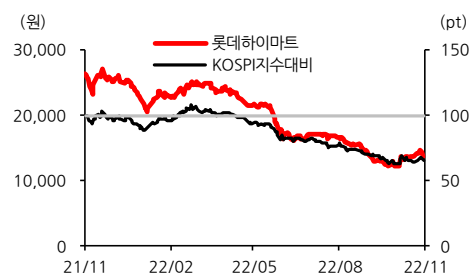
현재 주가(11/22)	13,950원
상승여력	▲7.5%
시가총액	3,293억원
발행주식수	23,608천주
52 주 최고가 / 최저가	27,000 / 12,150원
90 일 일평균 거래대금	3.81억원
외국인 지분율	6.7%
주주 구성	
롯데쇼핑 (외 10 인)	65.5%
자사주 (외 1 인)	2.0%
롯데하이마트우리사주 (외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	13.9	-16.7	-35.4	-47.0
상대수익률(KOSPI)	5.2	-14.4	-26.5	-26.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,052	3,870	3,344	3,440
영업이익	161	107	-35	-16
EBITDA	305	248	104	121
지배주주순이익	29	-57	-420	-42
EPS	1,217	-2,434	-18,139	-1,803
순차입금	588	689	684	763
PER	25.6	-10.3	-0.8	-7.7
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.3	5.2	9.8	9.0
배당수익률	3.9	4.0	3.6	3.6
ROE	1.5	-3.1	-26.1	-3.1

주가 추이



소비 둔화가 가전제품 소비 심리에서부터 나타나고 있습니다. 이 같은 환경에서 롯데하이마트의 부진은 당분간 지속될 수 밖에 없을 것으로 보입니다. 소비 턴어라운드 시에도 구조적으로 가전양판점의 M/S 가 낮아지는 추세인 점은 극복해야 합니다. 이를 타개하기 위한 방안이 요구되는 시기입니다.

이중고

롯데하이마트는 이중고를 겪고 있다. 소비 시장을 둘러싼 불확실성에 따라 가전제품과 같은 내구소비재에 대한 소비가 급격히 냉각하고 있기 때문이다. 가전제품 소매판매는 9월 누계로 -36.7% YoY 감소하는 모습이 나타났다. 여기에 가전제품 판매채널 중 가전양판점의 M/S는 지속 하락하고 있으며, 가전양판점 내에서도 제조사 계열 양판점 대비 약세를 보이고 있는 실정이다. M/S의 감소는 동사의 바잉파워에 부정적이다.

신 사업에 주목

소비시장 부진은 사이클의 순환 측면에서 바라볼 수 있지만, M/S의 감소는 구조적인 문제이다. 상위 가전제품 브랜드 2개사가 사실상 과점화되어 있는 시장 환경 하에서 유통 중심의 가전 양판점의 M/S 확대는 쉽지 않다. 또한 가전판매 시장 전체에서는 공산품이라는 점에서 가격 메리트를 지닌 이커머스 사업자와 소비 양극화로 프리미엄 제품을 취급하는 백화점이 상대적 강세를 보이고 있다. B2C만을 바라보기에는 한계가 있다.

신 사업 확장이 요구되는 데, 롯데건설/한샘 등과의 시너지를 통해 B2B 시장 진출이 필요하다. 최근 시범적으로 진행 중인 가전제품 아울렛도 성과를 지켜볼 만 하다. 재고를 가진 유통업체만이 운영할 수 있으며, 재고 비용 축소의 효과도 기대할 수 있기 때문이다.

투자의견 HOLD, 목표주가 1.5만원 제시

롯데하이마트에 대해 투자의견 Hold, 목표주가 1.5만원을 제시한다. 목표주가는 23년 순자산 1.3조원에 목표 P/B 0.27배를 적용하여 산출하였다. 주가의 반등을 위해선 가전제품 소매판매 시장의 개선이 필요하다.

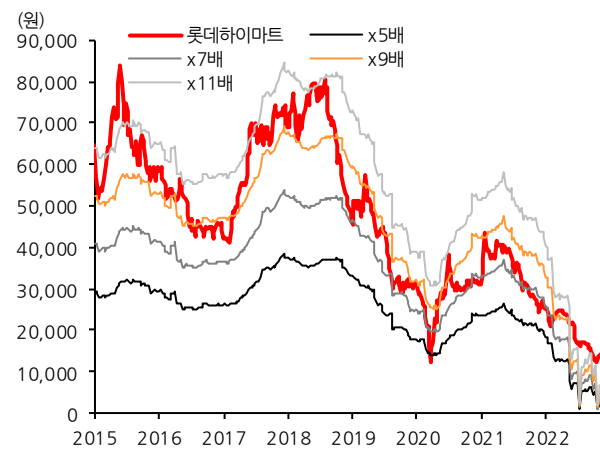
[표24] 롯데하이마트 P/B 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	23E	비고
순자산	13,324	
Target P/B	0.27	이마트 목표 P/B 대비 10% 할인
적정 시가총액	3,597	
발행주식수	23,136	자사주 제외
적정주가	15,549	

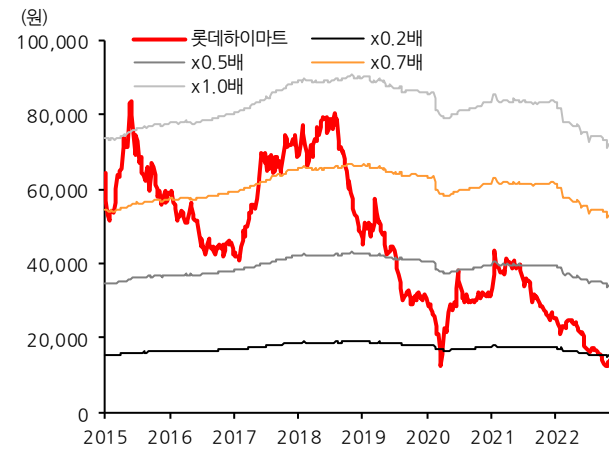
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 롯데하이마트 P/E 밴드



자료: 롯데하이마트, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 롯데하이마트 P/B 밴드



자료: 롯데하이마트, Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표25] 롯데하이마트 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	9,559	9,881	10,403	8,854	8,412	8,875	8,738	7,420	38,697	33,445	34,401
YoY	3.3%	-11.4%	-0.7%	-8.1%	-12.0%	-10.2%	-16.0%	-16.2%	-4.5%	-13.6%	2.9%
AV 가전	1,166	1,152	1,295	1,098	1,102	1,076	1,039	911	4,711	4,128	4,170
백색가전	3,738	5,166	5,458	3,701	2,953	4,623	4,516	3,072	18,063	15,164	15,922
정보통신	2,438	2,030	2,104	1,957	2,372	1,697	1,719	1,702	8,528	7,491	7,491
소형가전	2,218	2,542	2,398	2,090	1,994	2,125	1,969	1,734	9,247	7,822	8,057
매출총이익	2,233	2,469	2,655	1,970	1,860	2,107	2,027	1,577	9,327	7,571	7,814
영업이익	258	331	509	-30	-82	2	7	-277	1,068	-350	-162
YoY	32.3%	-52.2%	-8.9%	적전	적전	-99.4%	-98.6%	적지	-33.7%	적전	적지
영업이익률	2.7%	3.3%	4.9%	-0.3%	-1.0%	0.0%	0.1%	-3.7%	2.8%	-1.0%	-0.5%

자료: 롯데하이마트, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	4,026	4,052	3,870	3,344	3,440
매출총이익	1,001	1,006	933	757	781
영업이익	110	161	107	-35	-16
EBITDA	245	305	248	104	121
순이자손익	-14	-17	-14	-15	-18
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	-84	65	-33	-425	-34
당기순이익	-100	29	-57	-420	-42
지배주주순이익	-100	29	-57	-420	-42
증가율(%)					
매출액	-2.1	0.6	-4.5	-13.6	2.9
영업이익	-41.1	46.6	-33.7	적전	적지
EBITDA	4.7	24.2	-18.7	-58.1	16.8
순이익	적전	흑전	적전	적지	적지
이익률(%)					
매출총이익률	24.9	24.8	24.1	22.6	22.7
영업이익률	2.7	4.0	2.8	-1.0	-0.5
EBITDA 이익률	6.1	7.5	6.4	3.1	3.5
세전이익률	-2.1	1.6	-0.9	-12.7	-1.0
순이익률	-2.5	0.7	-1.5	-12.5	-1.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	130	370	146	134	15
당기순이익	-100	29	-57	-420	-42
자산상각비	136	144	141	139	138
운전자본증감	-100	69	-99	62	-6
매출채권 감소(증가)	-4	21	1	8	-2
재고자산 감소(증가)	-33	38	-28	29	-14
매입채무 증가(감소)	-19	5	-58	24	8
투자현금흐름	-106	-206	5	-46	-83
유형자산처분(취득)	-66	-61	-72	-64	-64
무형자산 감소(증가)	-4	-4	-7	-4	-4
투자자산 감소(증가)	-17	-146	84	19	0
재무현금흐름	-275	23	-348	-41	88
차입금의 증가(감소)	-214	68	-284	3	100
자본의 증가(감소)	-40	-24	-47	-23	-12
배당금의 지급	-40	-24	-28	-23	-12
총현금흐름	262	317	279	88	20
(-)운전자본증감(감소)	74	-112	102	-42	6
(-)설비투자	67	61	73	64	64
(+)자산매각	-3	-4	-6	-3	-4
Free Cash Flow	118	364	98	62	-53
(-)기타투자	44	37	-3	-24	15
잉여현금	74	326	101	86	-68
NOPLAT	80	71	77	-25	-12
(+) Dep	136	144	141	139	138
(-)운전자본투자	74	-112	102	-42	6
(-)Capex	67	61	73	64	64
OpFCF	74	266	44	91	56

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	716	989	683	676	714
현금성자산	60	392	60	88	108
매출채권	97	77	75	67	69
재고자산	532	494	522	493	508
비유동자산	2,392	2,360	2,261	1,857	1,878
투자자산	460	480	485	429	444
유형자산	437	458	485	482	489
무형자산	1,496	1,423	1,291	945	945
자산총계	3,108	3,349	2,944	2,533	2,592
유동부채	590	846	576	749	760
매입채무	298	308	246	268	276
유동성이자부채	215	418	224	390	390
비유동부채	596	577	541	399	499
비유동이자부채	582	561	525	382	482
부채총계	1,186	1,423	1,116	1,148	1,260
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
이익잉여금	748	752	672	231	178
자본조정	0	0	-19	-19	-19
자기주식	0	0	-19	-19	-19
자본총계	1,922	1,926	1,827	1,386	1,332

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	-4,232	1,217	-2,434	-18,139	-1,803
BPS	81,410	81,582	77,405	58,695	56,438
DPS	1,000	1,200	1,000	500	500
CFPS	11,104	13,435	11,814	3,720	868
ROA(%)	-3.2	0.9	-1.8	-15.3	-1.6
ROE(%)	-5.0	1.5	-3.1	-26.1	-3.1
ROIC(%)	3.2	2.8	3.1	-1.1	-0.6
Multiples(x, %)					
PER	-7.3	25.6	-10.3	-0.8	-7.7
PBR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
PCR	2.8	2.3	2.1	3.7	16.1
EV/EBITDA	6.0	4.3	5.2	9.8	9.0
배당수익률	3.2	3.9	4.0	3.6	3.6
안정성(%)					
부채비율	61.7	73.9	61.1	82.8	94.5
Net debt/Equity	38.3	30.5	37.7	49.3	57.3
Net debt/EBITDA	300.1	192.8	278.0	658.1	629.1
유동비율	121.4	116.9	118.7	90.3	93.9
이자보상배율(배)	5.3	7.0	5.7	n/a	n/a
자산구조(%)					
투하자본	83.6	74.2	81.9	79.6	78.7
현금+투자자산	16.4	25.8	18.1	20.4	21.3
자본구조(%)					
차입금	29.3	33.7	29.1	35.8	39.5
자기자본	70.7	66.3	70.9	64.2	60.5

[Compliance Notice]

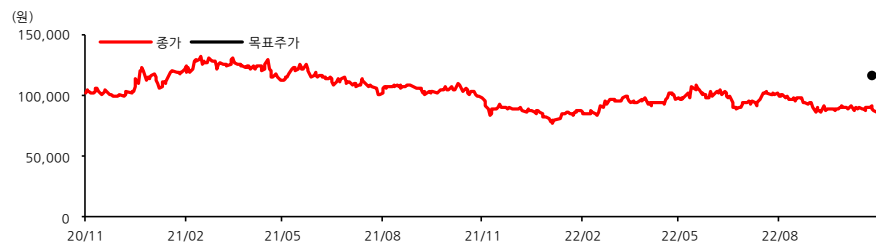
(공표일: 2022년 11월 22일)

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. (이진협)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[롯데쇼핑 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

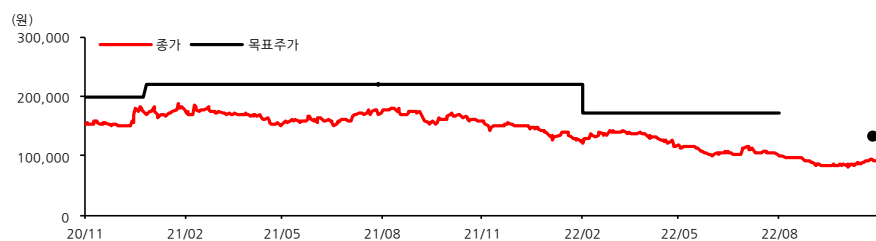
일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경	2022.11.22 담당자변경 이진협	2022.11.22 Buy 130,000			
일 시 투자의견 목표가격						

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.22	Buy	130,000		

[이마트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

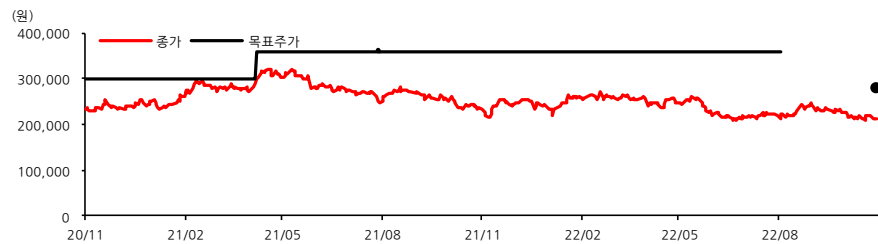
일 시	2016.08.12	2021.01.18	2021.02.19	2021.03.05	2021.03.11	2021.04.02
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		220,000	220,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2021.04.21	2021.05.14	2021.06.17	2021.06.25	2021.07.12	2021.07.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2021.08.13	2021.10.25	2021.11.12	2022.01.11	2022.02.11	2022.02.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000	172,000
일 시	2022.04.25	2022.05.13	2022.11.22	2022.11.22		
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy		
목표가격	172,000	172,000	이진협	130,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.01.18	Buy	220,000	-25.06	-14.09
2022.02.11	Buy	220,000	-41.44	-38.41
2022.02.24	Buy	172,000	-35.9	-17.15
2022.11.22	Buy	130,000		

[신세계 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

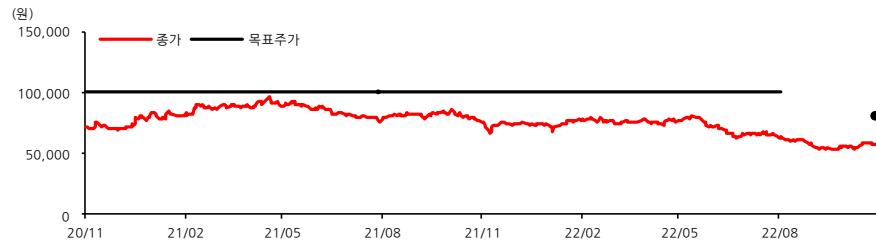
일 시	2016.08.12	2021.01.15	2021.02.19	2021.04.29	2021.05.13	2021.06.25
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		300,000	300,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2021.07.15	2021.08.13	2021.10.18	2021.11.10	2022.02.10	2022.04.21
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000	360,000
일 시	2022.05.12	2022.07.12	2022.11.22	2022.11.22		
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy		
목표가격	360,000	360,000	이진협	300,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.28	Buy	360,000	-26.53	-10.56
2022.05.12	Buy	360,000	-36.79	-27.64
2022.11.22	Buy	300,000		

[현대백화점 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

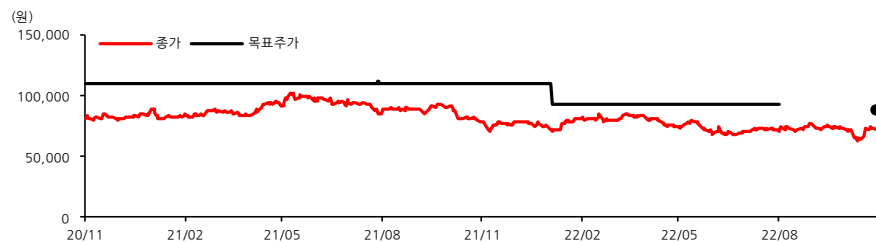
일 시	2016.08.12	2021.01.07	2021.02.08	2021.06.25	2021.07.23	2021.10.08
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2021.11.05	2022.01.11	2022.03.23	2022.05.12	2022.11.22	2022.11.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	이진협	78,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.06.25	Buy	100,000	-22.02	-10.8
2022.11.22	Buy	78,000		

[호텔신라 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

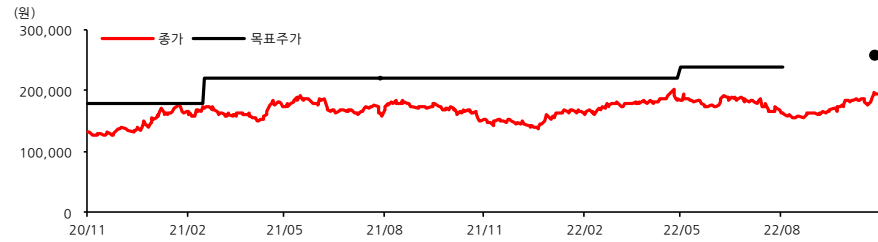
일 시	2016.08.12	2021.02.01	2021.04.15	2021.05.03	2021.06.25	2021.07.09
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		110,000	110,000	110,000	110,000	110,000
일 시	2021.08.03	2021.11.01	2022.01.26	2022.04.27	2022.07.22	2022.11.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자변경
목표가격	110,000	110,000	92,000	92,000	92,000	이진협
일 시	2022.11.22					
투자의견	Buy					
목표가격	93,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.03	Buy	110,000	-20.35	-7.73
2022.01.25	Buy	92,000	-18.66	
2022.11.22	Buy	93,000		

[BGF리테일 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

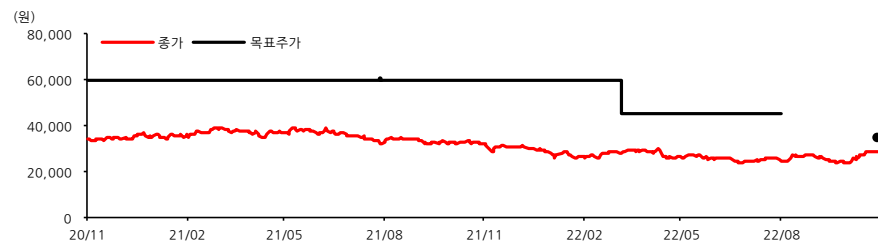
일 시	2021.01.07	2021.02.10	2021.03.10	2021.04.27	2021.05.07	2021.06.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	180,000	180,000	220,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2021.08.06	2021.09.24	2021.11.10	2022.01.11	2022.02.11	2022.03.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000	220,000
일 시	2022.05.10	2022.05.23	2022.11.22	2022.11.22		
투자의견	Buy	Buy	담당자변경	Buy		
목표가격	220,000	240,000	이진협	240,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.03.10	Buy	220,000	-24.61	-12.73
2022.03.16	Buy	220,000	-17.12	-7.73
2022.05.23	Buy	240,000		

[GS리테일 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

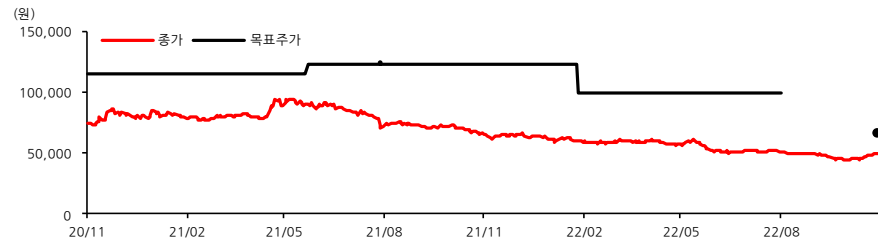
일 시	2016.08.12	2021.01.20	2021.01.27	2021.02.09	2021.04.27	2021.06.25
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
일 시	2021.07.12	2021.08.05	2021.09.08	2022.01.13	2022.03.30	2022.05.09
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	60,000	60,000	60,000	60,000	45,000	45,000
일 시	2022.11.22	2022.11.22				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	이진협	33,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.06.25	Buy	60,000	-47.23	-35.58
2022.03.30	Buy	45,000	-41.58	-34
2022.11.22	Buy	33,000		

[현대홈쇼핑 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

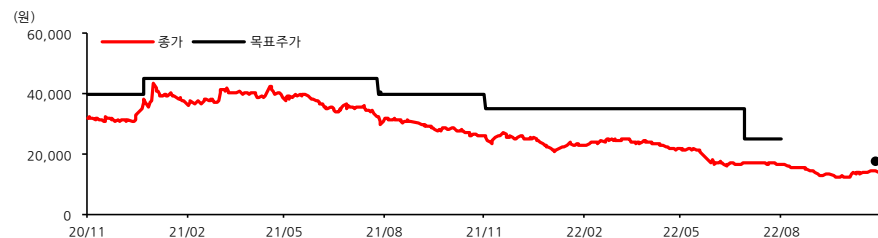
일 시	2021.02.25	2021.04.28	2021.05.10	2021.06.14	2021.06.25	2021.09.10
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	115,000	115,000	115,000	123,000	123,000	123,000
일 시	2021.11.09	2022.02.17	2022.05.10	2022.11.22	2022.11.22	
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자변경 이진협	Buy	
목표가격	123,000	99,000	99,000		73,000	
일 시						
투자의견						
목표가격						

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.04.28	Buy	115,000	-23.22	-17.83
2021.06.14	Buy	123,000	-41.05	-25.53
2022.02.17	Buy	99,000	-46.23	-38.69
2022.11.22	Buy	73,000		

[롯데하이마트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시 투자의견 목표가격	2016.08.12 투자등급변경 40,000	2020.12.10 Buy 40,000	2021.01.14 Buy 45,000	2021.02.08 Buy 45,000	2021.03.16 Buy 45,000	2021.05.10 Buy 45,000
일 시 투자의견 목표가격	2021.06.24 Buy 45,000	2021.06.25 Buy 45,000	2021.08.06 Buy 45,000	2021.08.18 Buy 40,000	2021.09.15 Buy 40,000	2021.09.16 Buy 40,000
일 시 투자의견 목표가격	2021.11.05 Buy 40,000	2021.11.24 Buy 35,000	2022.01.10 Buy 35,000	2022.03.14 Buy 35,000	2022.07.21 Buy 25,000	2022.11.22 담당자변경 이진협
일 시 투자의견 목표가격	2022.11.22 Hold 15,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.01.14	Buy	45,000	-15.19	-3.56
2021.08.18	Buy	40,000	-27.22	-19.38
2021.11.24	Buy	35,000	-35.49	-22.86
2022.07.21	Buy	25,000	-40.76	-31.2
2022.11.22	Hold	15,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +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 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 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: 2022년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%