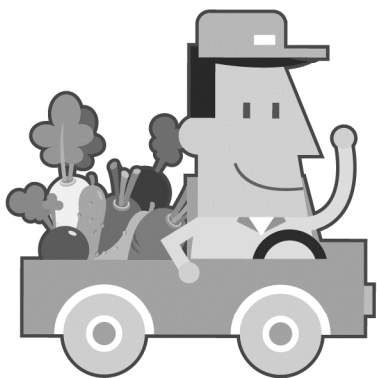


로컬푸드가 온(online)다(direct)





장바구니 속 신의 한 수를 읽어내는 **김태홍**입니다.

☎ (02)3770-5659 ✉ taehong.kim@tongyang.co.kr



소매/유통

로컬푸드가 온(online)다(direct)

소매/유통 (OverWeight)

종목	투자의견	목표주가 (원)
이마트	BUY (1)	300,000 (1)
현대백화점	BUY (1)	173,000 (1)
신세계	BUY (1)	275,000 (1)
GS 리테일	BUY (1)	30,000 (1)
롯데쇼핑	BUY (1)	365,000 (1)



Why This Report

오프라인 유통업체 5개사에 대한 커버리지 개시 자료를 작성하였습니다. 인덱스로 시달리는 오프라인 유통업체의 실적 개선을 막연하게 기다리기 보다 향후 가능성이 있음직한 시장 또는 발전 가능한 유통구조가 무엇이 있을까 생각해 본 것이 이 자료의 계기입니다. 저를 비롯한 소비자들의 인식이 바뀌고 있음에 비중을 두고, 오프라인 유통업체들의 장기 성장전략 마련에 관심을 가져보았습니다.

Investment Point

유통업종 투자의견 Overweight 제시

- ▶ 국내 유통산업, 민간소비 위축과 함께 부진한 면모 지속. 인구구조 변화와 실질소득 약화 등 거시환경의 변화와 더불어 소비 트렌드 다변화로 업체간 명암 갈리고 있는 상황. 2013년 온라인 채널의 재조명이 그 예
- ▶ 2014년은 오프라인 유통업체에게 긍정적인 환경 조성될 것 기대. 정부 규제 등 부정적인 영업환경에 대한 적응 끝나가면서 기저효과가 기대. 소비 시장의 개선이 전망되는 등 점진적으로 유통업종의 펀더멘탈 개선이 예상되어 유통업종 비중확대 제시

오프라인 유통업체의 고군분투

- ▶ 오프라인 유통업체, 복합쇼핑몰, 아울렛 등 다양한 업태로의 확장 통해 영업 환경과 소비자의 변화에 대응 중. 하지만 소비자의 인식과 트렌드가 끊임없이 변하고 있고 온라인과 모바일 등 다양한 新유통 채널의 비중 확대로 오프라인 유통업체의 전망 밝지 않은 것이 사실
- ▶ 점차 가격과 시간에 민감해지는 소비자들을 상대로 오프라인 유통업체가 매력을 어필할 수 있는 부분이 무엇인지 알아보는 것이 선행되어야 한다는 판단

상품차별화와 채널 다변화, 그리고 유통구조 개선

- ▶ 상품 구색 강화를 통한 상품 차별화로 과도한 가격 경쟁 구도에서 탈피하는 것 중요. 표준화된 공산품이 아닌 차별화된 상품의 비중 확대가 필요한 이유
- ▶ 오프라인의 한계점 극복하고 다양한 채널을 통한 소비수요 창출 노력 요구. 유통구조 개선은 단순히 비용 절감 목적이 아니라 오프라인 유통업체가 궁극적으로 달성해야 할 과제

로컬푸드+온라인(online)+직거래(direct)

- ▶ 로컬푸드 시장의 성장성에 주목할 필요. 차별화된 상품 경쟁력 바탕으로 소비 수요 창출 기대.
- ▶ 오프라인 유통채널의 온라인 비중 확대는 분명 긍정적인 요소. 오프라인과 온라인은 대체재가 아니라 보완재가 될 수 있음에 중점
- ▶ 직거래 방식이야말로 오프라인 유통업체의 강점 보일 수 있는 중요한 경쟁력

투자의견 Overweight, Top pick 이마트(TP W300,000) 제시

- 2014년 기저효과 및 민간소비 개선 등 유통업종 펀더멘탈 완화 예상되어 비중확대 제시
- 온라인 사업을 장기 성장동력으로 추진하고 있다는 점에서 이마트의 중장기적인 차별화 예상

Contents

I. Executive Summary	5
- Valuation Summary	
II. Macro & Industry: 장기 '변화'와 단기 '현상'	8
III. Industry Focus	16
IV. Investment Point	31
(1) 해외직구에는 '국내직구'로 대응하자	
(2) 믿을 만한 Online	
[Appendix] 해외 역(逆)직구의 가능성을 엿보다	
V. Investment Strategy	59
Top Picks 및 관심 종목	60
- 이마트 (139480)	(BUY, W300,000)
- 현대백화점 (069960)	(BUY, W173,000)
- 신세계 (004170)	(BUY, W275,000)
- GS 리테일 (007070)	(BUY, W30,000)
- 롯데쇼핑 (023530)	(BUY, W365,000)

Executive Summary

유통업종 투자의견 Overweight 제시

국내 유통산업은 저성장 기조 지속으로 민간 소비 위축과 함께 부진한 면모를 보여 왔다. 여기에 인구구조 변화가 예상되고 가계 실질소득이 약화되는 등 가계 구매력 자체에 변화를 일으키는 현상과 더불어 소비 트렌드의 다변화로 업태간 명암이 갈리고 있는 상황이다. 2013년 온라인 쇼핑채널의 재조명이 그 예이다. 2014년은 오프라인 유통업체들에게 긍정적인 환경이 조성될 것으로 기대된다. 정부 규제 등 부정적인 업황에 대한 적응이 끝나가고 있어 기저효과가 기대되고 소비시장의 개선이 전망되는 등 점진적으로 유통업종의 펀더멘탈 개선이 예상되어 비중확대를 제시한다.

오프라인 유통업체의 고군분투

오프라인 유통업체들은 복합쇼핑몰, 아울렛 등 새롭게 각광받는 업태로의 확장을 통해 영업 환경과 소비자의 변화에 대응하고 있다. 하지만 소비자의 인식과 트렌드가 끊임없이 변하고 있고 온라인과 모바일 등 다양한 新유통 채널 비중의 확대에 의해 오프라인 유통업체의 전망이 밝지 않은 것이 사실이다. 점차 가격과 시간에 민감해지는 소비자들에게 오프라인 유통업체가 매력을 어필할 수 있는 부분이 무엇인지 알아보는 것이 선행되어야 한다.

상품차별화와 채널 다변화, 그리고 유통구조 개선

상품 구색 강화를 통한 상품 차별화로 과도한 가격 경쟁 구도에서 탈피하는 것이 중요하다. 표준화된 공산품이 아닌 차별화된 상품의 비중 확대가 필요한 이유이다. 그리고 오프라인의 한계점을 극복하고 다양한 채널을 통한 소비수요 창출 노력이 요구된다. 유통구조 개선은 단순히 비용절감 목적이 아니라 오프라인 유통업체가 궁극적으로 달성해야 할 과제이다.

로컬푸드+온라인(online)+직거래(direct)

그런 의미에서 로컬푸드 시장의 성장성에 주목할 필요가 있다. 신선식품 시장과 함께 차별화된 상품 경쟁력을 바탕으로 소비 수요 창출에 이바지할 것이 기대된다. 그리고 오프라인 유통채널의 온라인 비중 확대는 분명 긍정적인 요소이다. 오프라인과 온라인은 대체재가 아니라 보완재가 될 수 있음에 비중을 두어야 한다. 마지막으로 직거래 방식이야말로 오프라인 유통업체의 강점을 보일 수 있는 중요한 경쟁력이다.

Top pick 으로 이마트(139480) 제시

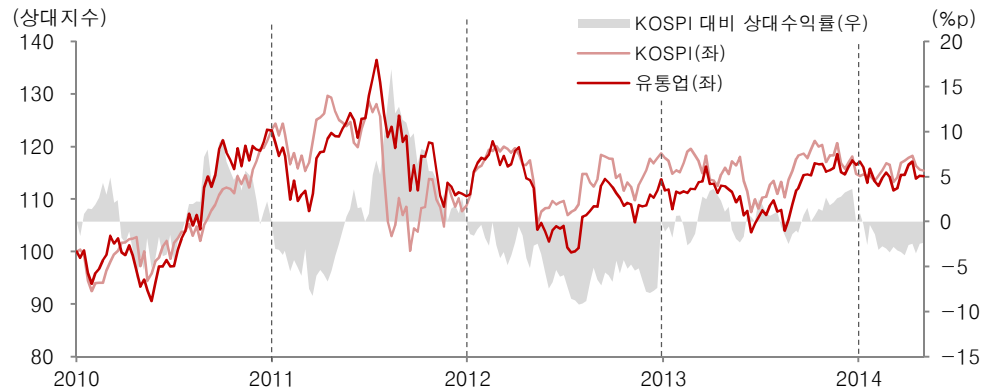
위의 세 가지 방향성에 가장 잘 부합하는 이마트(139480)를 유통업종 Top pick 으로 제시한다. 이마트는 1)로컬푸드를 비롯한 신선식품 분야에서 우위를 점하고 있고 2)온라인 전용 물류센터의 오픈으로 신선식품 확대 및 온라인몰 운영 효율화의 기반을 마련하였으며 3)하반기부터 본격적으로 나타날 기저효과 및 소비시장 개선으로 인한 펀더멘탈 회복이 실적 개선을 기대하게 한다. 특히, '식품 전문 온라인몰'을 표방하며 온라인 사업을 장기 성장동력으로 추진하고 있다는 점에서 중장기적인 차별화가 예상되는 이마트를 유통업종 Top pick 으로 제시한다.

Valuation Summary

유통업 지수, 연초 이후
KOSPI 수익률 -2.6%p
하회하며 부진

유통업 지수는 연초 이후 KOSPI 수익률을 -2.6%p 하회하며 부진한 상반기를 보내고 있다. 소비 심리 개선과 민간소비 회복 수준이 기대에 미치지 못한 여파로 보인다. 지난 4월 발생한 안타까운 일로 소비 위축 분위기가 조성되면서 2분기 역시 유사한 흐름이 지속되고 있는 것으로 판단된다. 결국 유통업 주가의 움직임은 하반기를 기점으로 방향성과 기울기를 드러낼 것으로 보인다.

[그림 1] 유통업종의 최근 4년간 주가 지수 및 KOSPI 대비 상대수익률 추이

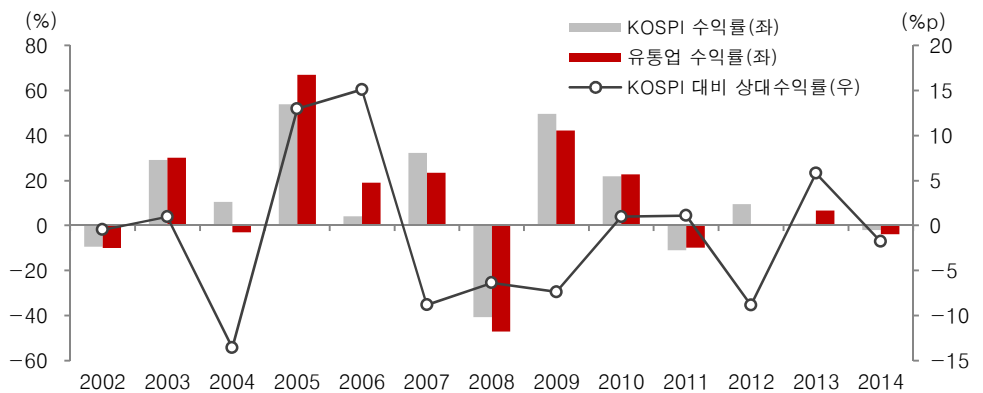


자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

펀더멘탈 요인의 악화로
유통업 투자매력 반감

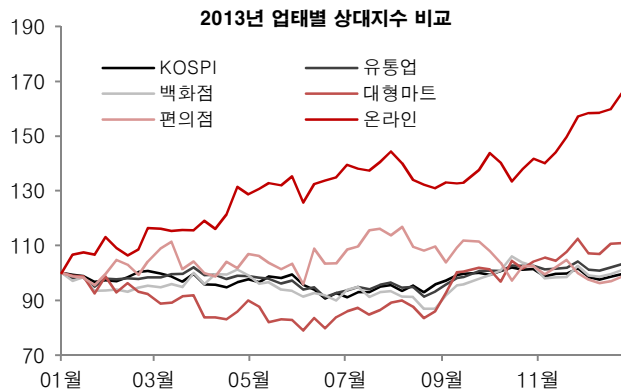
최근 몇 년간 유통업 지수는 시장 대비 의미 있는 움직임을 보이지 못하고 있다. 성숙기에 접어든 유통산업의 제한적인 성장 여력과 경쟁 심화, 우호적이지 못한 영업환경 등 펀더멘탈 요인들의 악화가 유통업 투자매력을 반감시킨 것으로 여겨진다. 2013년은 유통주의 실적 안정성 매력이 부각되면서 방어주로서의 반동이 나타났으나, 지속적인 상승 추세로 이어지지 못했다.

[그림 2] 유통업 지수, 2006년 이후 KOSPI 대비 부진한 모습 지속



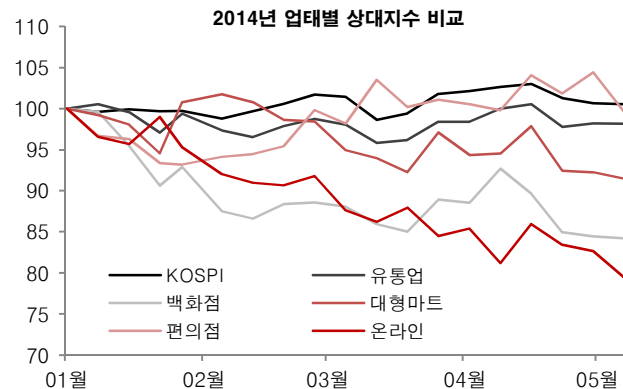
자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

[그림 3] 2013년, 온라인 유통채널의 존재감 확인



주: 백화점(롯데쇼핑, 신세계, 현대백화점 평균), 온라인(CJ 오쇼핑, GS 홈쇼핑, 현대홈쇼핑 평균)
자료: 동양증권 리서치센터

[그림 4] 2014년, 유통업종 전반적인 하락세

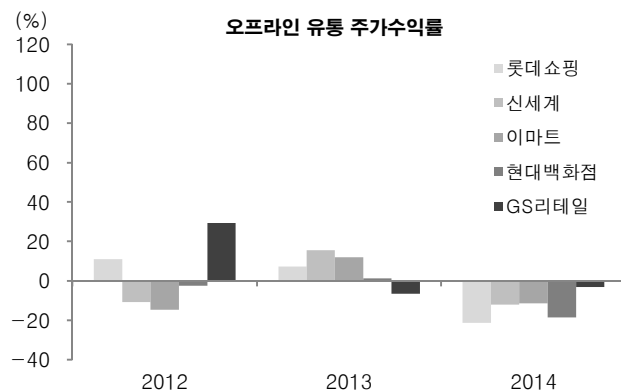


주: 백화점(롯데쇼핑, 신세계, 현대백화점 평균), 온라인(CJ 오쇼핑, GS 홈쇼핑, 현대홈쇼핑 평균)
자료: 동양증권 리서치센터

2014년, 연초부터
대부분의 유통업종 주가가
정체 또는 하락세

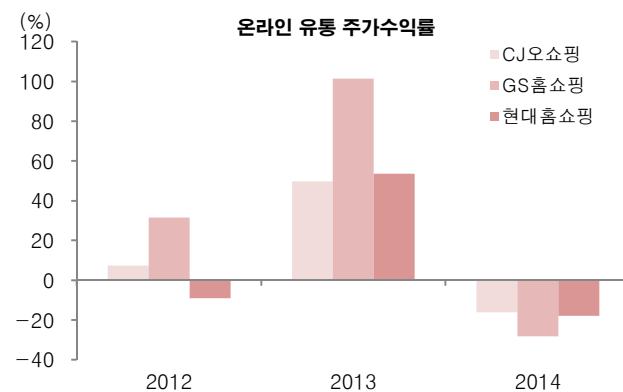
2014년은 연초부터 대부분의 유통업종 주가가 정체 또는 하락세를 보이고 있다. 특히, 2013년 유통업 지수의 상승을 이끌었던 온라인 채널의 하락세가 눈에 띈다. 온라인쇼핑 시장은 전년에 이어 올해도 두 자리 수의 성장을 지속할 것으로 예상된다. 그러나 전반적인 소매업황 침체와 높은 실적 베이스로 인한 성장세 둔화, 수익성 약화 등이 부각되면서 2013년 상승폭이 부담으로 작용한 것으로 판단된다.

[그림 5] 오프라인 유통업체 연간 수익률 비교(그림 6 과 축단위 일치)



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 온라인 유통업체 연간 수익률 비교



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

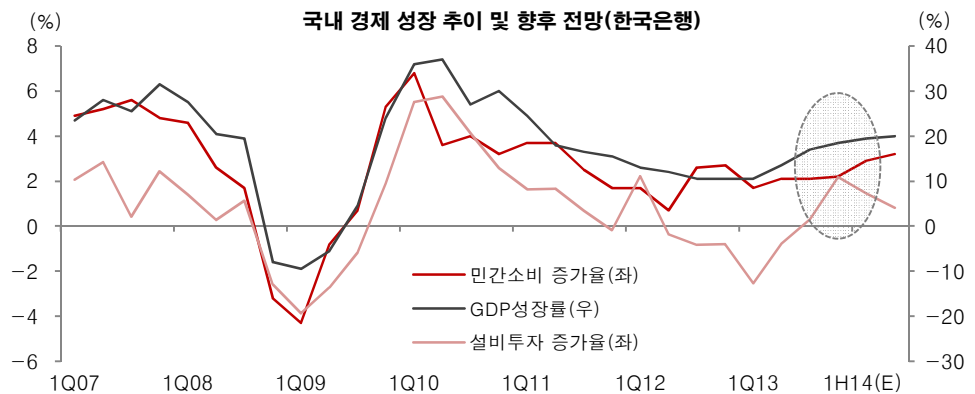
Macro & Industry: 장기 '변화'와 단기 '현상'

성장 동력 한계로 인한
장기 저성장 시대의 도래

유통산업의 장기 성장성에
대한 우려 부각

2010년 이후 나타난 국내외 경제 성장세 둔화는 회복 시기와 정도가 과거 패턴과 다른 모습을 보일 것으로 전망되고 있다. 경기 사이클의 주기적인 순환 반복이 아니라 성장 동력 한계로 인한 장기 저성장 시대의 도래로 보는 시각이 주를 이룬다. 성장률 전망의 장기 하향세는 미래 소득의 감소를 예견하고 이는 곧 미래 소비를 대비한 현재 소비의 긴축을 유발한다. 점진적이거나 경기 회복이 기대됨에도 불구하고 유통산업의 장기 성장성에 대한 우려가 부각되고 있는 가장 큰 이유이다.

[그림 7] 국내 경제 및 민간소비, 소폭이나마 회복세 예상

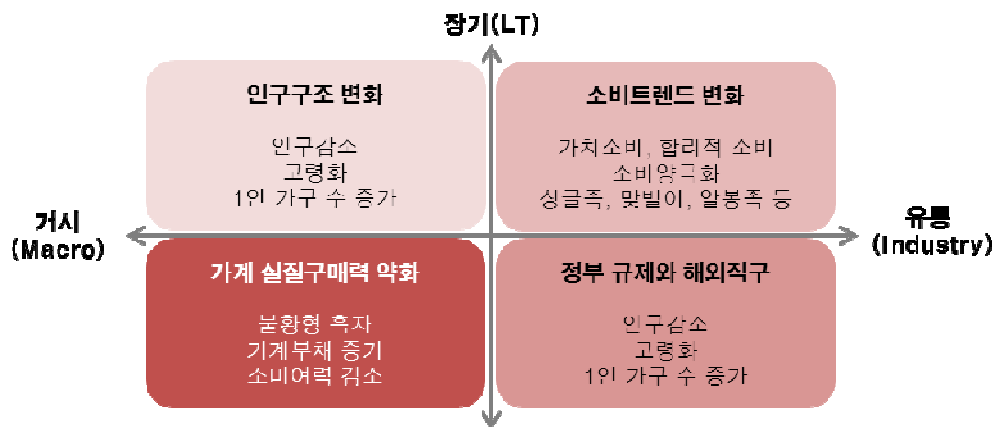


자료: 한국은행, 동양증권 리서치센터

국내 거시경제와
유통산업이 직면한 상황

국내 거시경제 현황과 유통산업이 직면한 상황을 장·단기 측면으로 구분하여 간략히 점검하는 것을 시작으로 유통업종에 대한 투자포인트를 제시하고자 한다. [그림 8]은 장기적인 '변화'와 단기적인 '현상'을 바탕으로 국내 거시경제와 유통산업의 현실을 표현한 것이다.

[그림 8] 국내 거시경제와 유통산업의 당면 과제



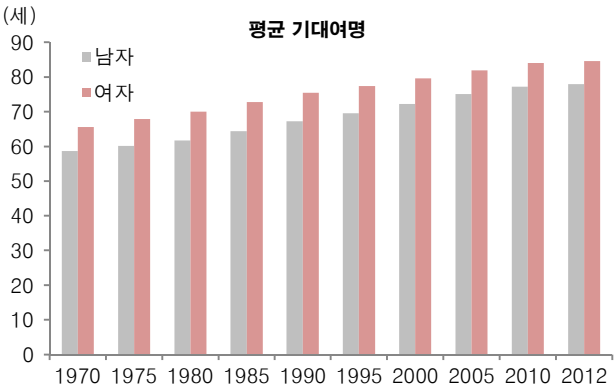
자료: 동양증권 리서치센터

#1. Macro + 장기: 인구구조 변화

노후 대비 중요성
강조되면서 미래 소비에
대한 시간 선호 증가

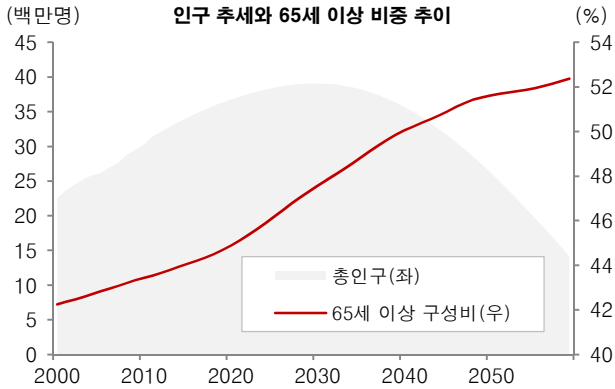
저출산(2013년 기준 합계출산율 1.19명, OECD 회원국 중 최저) · 고령화 · 경제활동인구 감소 등 한국 사회가 겪고 있는 인구구조 변화는 다양한 분야의 주요 쟁점이 된 지 오래이다. 특히, 초고령화 사회의 도래가 예견되면서 성장엔진의 노후화로 인한 미래 소득 불확실성이 높아지고 있다. 반면, 기대여명 증가로 노후 대비 중요성이 강조되면서 가계의 미래 소비에 대한 시간 선호가 꾸준히 증가하고 있는 상황이다.

[그림 9] 기대여(수)명의 증가로 노후 대비의 중요성 부각



주: 당해 태어난 신생아 기준
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 10] 점차 초고령화 사회로 진입 중

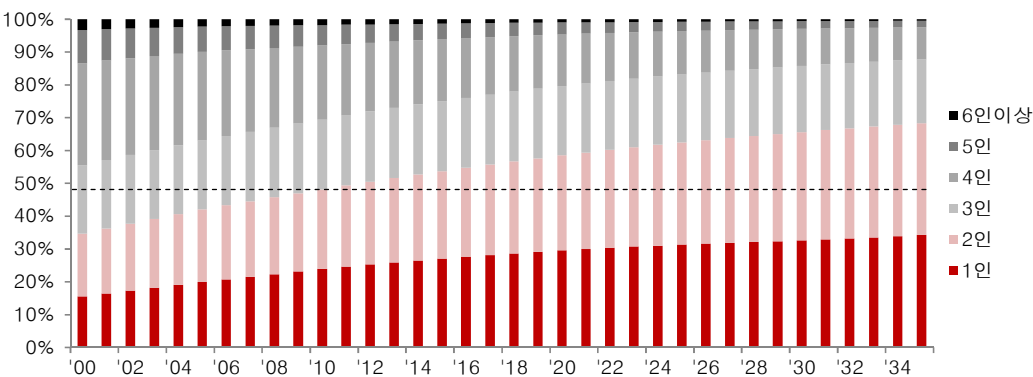


자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

2인 이하인 가구 비중
50% 넘어선 점 소비 행태
변화에 영향 미칠 것

2012년을 기점으로 구성원이 2인 이하인 가구가 전체 가구의 50%를 넘어선 것 역시 향후 소비 행태 변화에 큰 영향을 미칠 것이다. 통계청은 2020년이면 2인 이하 가구 비중이 60%에 육박하고, 1인 이하 가구 비중 역시 30%에 근접할 것으로 전망하고 있다. 2013년은 1~2인 가구가 소비 시장의 핵심으로 떠오른 분기점이라고 해도 과언이 아니다. 다인(3~4인) 가구 대비 월평균 소비액이 높고 지출 금액 중 30% 이상이 식료품에 쓰이며 본인을 위한 지출을 아끼지 않는다는 점은 2013년 소매시장에 고스란히 반영되었다.

[그림 11] 2012년 2인 이하 가구 비중 50% 돌파



자료: 통계청 '가구원수별 추계가구(2010)', 동양증권 리서치센터

#2. Macro + 단기: 가계 실질구매력 약화

소득 증가율 보다 소비
증가율이 더 빠르게 둔화된
불황형 흑자

체감 경기와 달리 가계수지 흑자는 최근 몇 년간 꾸준히 확대되는 추세다. 가계 소득에서 지출을 하고 남은 부분이 커지고 있는 것이다. 2008년 금융위기 이후 하락세 보이던 가계 흑자율(=흑자액/가처분소득)은 2011년 상반기기를 저점으로 반등하여 2013년 하반기 외환위기 이후 최고치를 기록했다. 표면적으로 가계 소비여력 증대를 의미하는 듯 하지만 실상은 불황형 흑자로 인한 결과이다. 소득 증가 속도에 비해 소비 증가세가 더 빠르게 둔화된 것이다([그림 12 참조]).

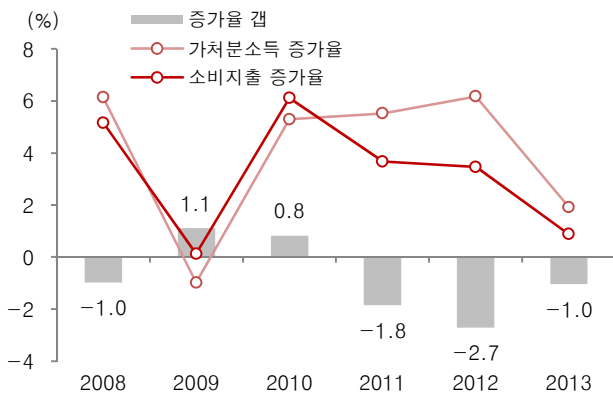
[표 1] 가계수지 흑자의 지속적인 증가

(단위: 천 원)

	2010	2011	2012	2013
소득(A)	3,632	3,842	4,077	4,162
가계지출(B=C+D)	2,961	3,115	3,217	3,262
소비지출(C)	2,287	2,393	2,457	2,481
비소비지출(D)	674	722	759	781
가처분소득(E=A-D)	2,958	3,119	3,317	3,381
흑자액(F=A-B)	671	727	860	900
흑자율(G=F/E)	22.7%	23.3%	25.9%	26.6%
평균소비성향(H=C/E)	77.3%	76.7%	74.1%	73.4%

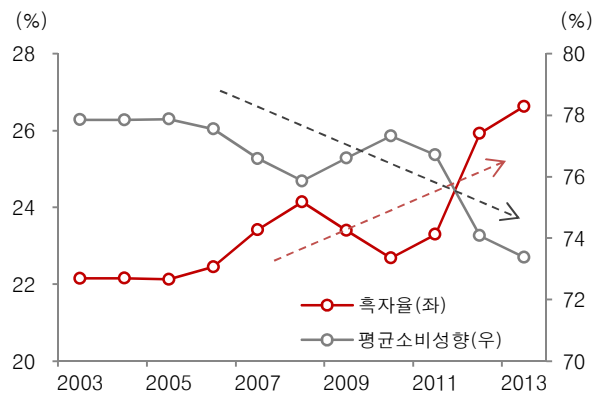
주: 2인 이상 전국가구 기준, 월간 가계수지
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 12] 소득보다 소비를 더 줄여서 나타난 가계수지 흑자



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 13] 소비 감소로 흑자율 상승



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

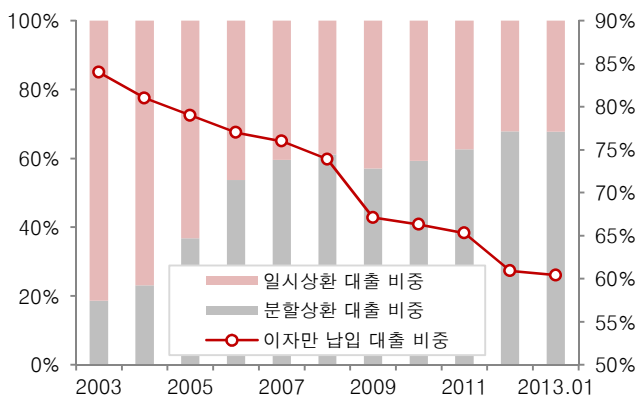
가계부채 원리금상환
부담이 소비 위축의 주요
원인

금융위기 이후 크게 늘어난 가계부채 원리금상환 부담이 소비 위축의 주요 원인으로 꼽히고 있다. 저금리 지속으로 이자부담은 감소한 데 비해 원금상환 부담이 점차 늘어나는 추세이다. 정부가 가계부채 문제 해결을 위해 '가계부채 연착륙 종합대책'을 발표한 이후 금융권이 '고정금리 비거치식 분할상환대출' 비중을 꾸준히 늘리고 있기 때문이다.

고령화 및 주택시장 부진
역시 불황형 흑자 확대
요인

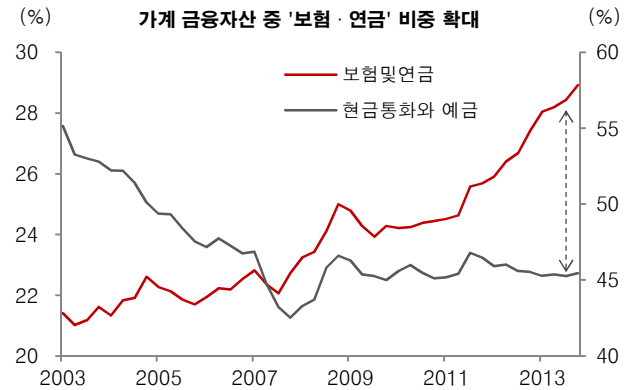
고령화 및 주택시장 부진 역시 불황형 흑자 확대 요인이다. 노후에 대한 불안이 사회 전반에 확산되면서 개인연금이나 저축성 보험에 대한 수요가 증가한 것으로 나타났다. 가계 금융자산을 살펴보면 현금과 예금 비중에 비해 보험 및 연금의 비중이 가파르게 확대된 것을 알 수 있다. 불확실한 미래를 대비하는 금융자산 수요 증가도 소비 여력을 위축시킨 것으로 보인다.

[그림 14] 원금상환 부담이 지속적으로 증가 중



주: 이자만 납입 대출 = 일시상환 대출 + 거치 중 분할상환 대출
자료: 한국은행, 동양증권 리서치센터

[그림 15] 불안한 노후를 대비하는 금융상품 비중 확대



자료: 한국은행, 동양증권 리서치센터

원금상환 규모 커지고
있음에도 가계부채 비율
낮아지지 않고 있음

가계흑자율이 상승세이고 원금상환 규모가 커지고 있음에도 가계부채 비율은 낮아지지 않고 있다. 상환규모에 못지 않게 신규 차입도 커지고 있기 때문이다. 축적된 흑자액(저축액)만으로 필요 자금 충당이 어려워 추가적인 차입에 의존하는 가구가 여전히 많은 것이다. 이러한 요인이 해소되지 못하면 소비 절감과 저축 확대 압력은 지속될 것이고 가계의 소비여력은 단기간 내 개선되기 어려울 것으로 보인다.

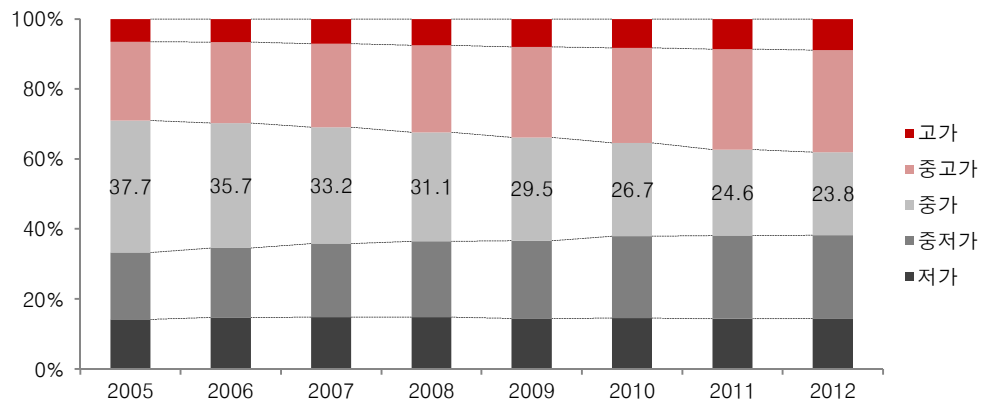
#3. 유통업 + 장기: 소비 트렌드 변화에 따른 유통업의 포지셔닝

가격 외적인 요소가 구매
결정에 미치는 영향 점점
커지고 있음

소비 트렌드가 바뀌고 있다. 합리적 소비와 가치 소비라는 말들이 빈번하게 등장하고 있다. 이전의 합리적 소비는 소위 가성비 즉, 가격 대비 성능비가 중요시 되면서 '합리성'의 첫 번째 조건이 가격으로 여겨졌다. 점차 변화하고 있는 소비 패턴 하에서는 '합리성'의 의미가 다소 바뀐 듯 하다. 소비자 개개인의 가치가 반영된 소비 행태가 부각되고 있는 것이다. 가격은 여전히 소비자의 구매여부 결정짓는 중요한 변수임에 틀림없다. 다만, 가격 이외의 요소가 구매 결정에 미치는 영향이 점점 커지고 있다.

일례로 유니클로 같은 SPA 브랜드나 인터넷 쇼핑몰을 통해 옷을 구입하는 소비자가 명품 가방을 사는 상반된 소비 행위가 나타나고 있다. 유행에 민감한 패션의류시장을 보면 이 같은 현상이 심화되고 있음을 알 수 있다.

[그림 16] 고가와 저가 의류 비중 확대



자료: MPI 컨설팅, 동양증권 리서치센터

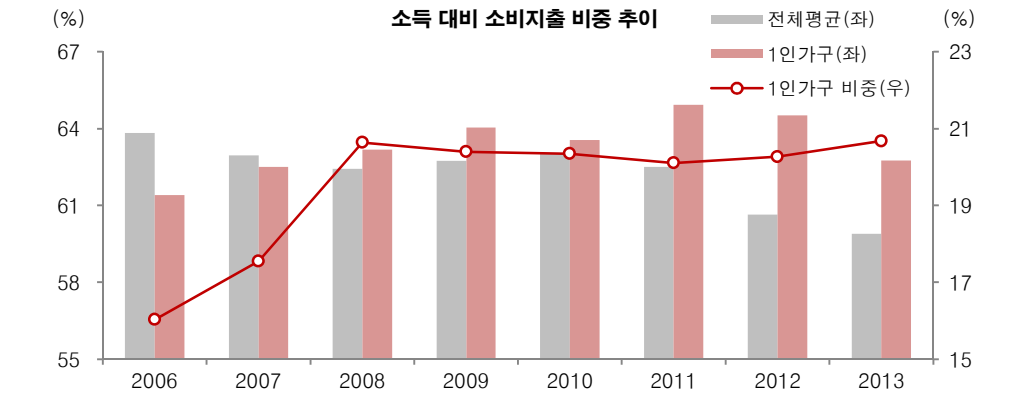
소비의 양극화는
사회·문화적 현상으로
일종의 소비 트렌드 변화

소비의 양극화는 우리가 알고 있는 소득의 양극화와 구분될 필요가 있다. 소득의 양극화는 계층간 소득 규모의 격차가 벌어지는 소득 불균형 심화 현상으로 부의 집중이라는 측면에서 사회적 문제로 여겨진다. 하지만 소비의 양극화는 소득 계층에 따른 차별적 소비 보다는 동일 계층(소비자)의 차별적 구매결정 즉, 저가 상품군(하향소비)과 고가 상품군(상향소비)을 동시에 소비하는 현상이다. 이것은 소비문화적인 현상으로 일종의 소비 트렌드 변화로 받아들일 수 있다.

1인 가구 소비지출 규모가
전체 평균 앞지른 이래
지속적으로 격차 벌어지는

소비자의 소비여력에도 변화가 일고 있다. 가구 구성원이 1인인 싱글족 또는 2인 이하 가구의 증가는 양육·부양 부담으로부터 자유로운 소비계층의 증대를 의미한다. 앞서 [그림 12]를 통해 소득 증가보다 소비 증가세 둔화가 빠르게 진행되면서 소비지출이 둔화되고 있음을 보인 바 있다. 그러나 1인 가구는 이와 다른 양상을 보이고 있다. 소득 대비 지출 규모를 비교해보면 2008년 1인 가구의 소비지출 규모가 전체 평균 가구(가구원 2.7~3.0명)를 앞지른 이래 지속적으로 그 격차를 벌리고 있는 추세이다.

[그림 17] 1인 가구의 비중 및 소비지출 규모 확대

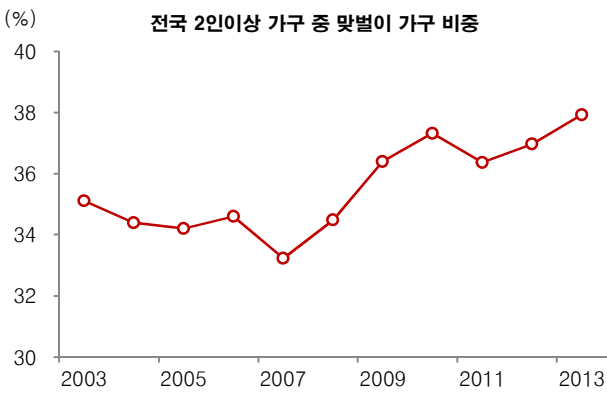


주: 전국 1인 이상 가구 기준
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

인구/가계구조의 변화가
유통업 트렌드 전환 구심점

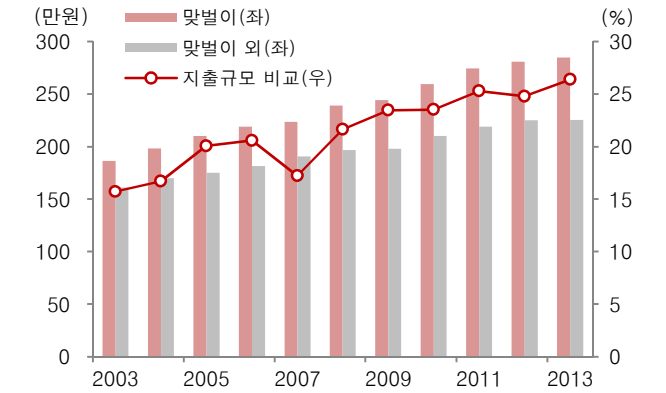
2인 이상 가구 중 맞벌이 부부로 구성된 가구의 증가는 1인 가구의 경우와 유사한 소비여력 증대를 보여준다. 기본적으로 맞벌이 가구의 가구 소득이 높다는 점을 감안해도 맞벌이가 아닌(외벌이) 가구의 지출규모와 격차가 지속적으로 벌어지고 있음을 확인할 수 있다([그림 18] 참조). 장기적인 인구·가계구조의 변화가 소비여력의 증감으로 이어져 유통업 트렌드 전환의 구심점이 되고 있는 것이다.

[그림 18] 2007년 이후 맞벌이 가구의 비중 지속적으로 증가



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 19] 맞벌이 가구의 증가는 소비 여력 증대를 의미



주: 지출규모 비교는 '맞벌이 외 가구' 대비 '맞벌이 가구'의 지출규모
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

#4. 유통업 + 단기: 대내 규제 & 대외 경쟁

유통산업에 있어서
단기적으로 가장 중요한
이슈는 정부 규제 강화 및
제도 변화

최근 유통산업에서 단기적으로 가장 중요한 이슈는 정부규제 강화 및 제도 변화라고 할 수 있다. 경제가 발전함에 따라 경제민주화와 동반성장에 대한 요구가 증가하였고, 신정부 출범 이후 창조경제와 공정거래에 관한 사회적 관심이 높아지면서 대형 유통업체에 대한 규제가 강화되는 추세이다.

[표 2] 유통산업 관련 법안 정리

구분	시기	내용
대·중소기업상생협력촉진법 (상생법)	2010.11	상생법 국회통과 (대기업이 운영하는 직영 SSM 뿐 아니라 지분 51% 이상 참여한 가맹점도 사업조정대상에 포함)
유통산업발전법 (유통법)	2010.11	유통법 개정안 국회 통과 (재래시장 반경 500m 내 3000 제곱미터 이상 대형마트나 SSM 입점 불가)
	2011.08	전통시장, 전통상점가 반경 1km 이내를 전통산업 보존구역으로 지정
	2011.12	유통법 개정안 국회 통과 (대형마트와 SSM 영업일수, 영업시간 규제)
	2012.04	유통법 개정안 발효(공표)
	2012.11	유통산업발전협의회, 지자체와 협의하여 월 2회 자율 휴무 추진
	2012.11	국회, 유통법 개정안 발의 (휴무일 확대, 영업시간 축소 등)
	2012.12	12일부터 대형마트/SSM 자율휴무 전면시행
	2013.01	유통법 개정안 국회 본회의 통과 (대형마트 영업제한 시간 2시간 연장: 오전0시~오전8시 → 오전 0시~오전10시) (의무휴업일 조항 수정: 월 3일 이내 → 일요일을 포함한 공휴일 2일, 이해당사자와 합의 가능)
	2013.07	유통법 개정안 시행
공정거래위원회	2013.10	대규모 유통업 분야에서 판매장려금의 부당성 심사에 관한 지침 (판매촉진 목적과 관련 없는 판매장려금 금지)
국토교통부	2014.08	교통유발부담금 인상 예정

자료: 한국신용평가 정리, 동양증권 리서치센터

규제가 실적에 미치는
영향은 줄어들 것으로 기대

단 시일 내에 정부 정책의 영향에서 벗어나기는 어려울 것으로 보인다. 다만, 소비가 회복되는 국면에 접어들었고 유통업체 자체적으로 경쟁력 강화(자체 소싱력과 PB 상품 확대 등)를 통한 질적 성장을 모색하고 있다는 점에서 규제가 실적에 미치는 영향은 점차 줄어들 것으로 기대한다.

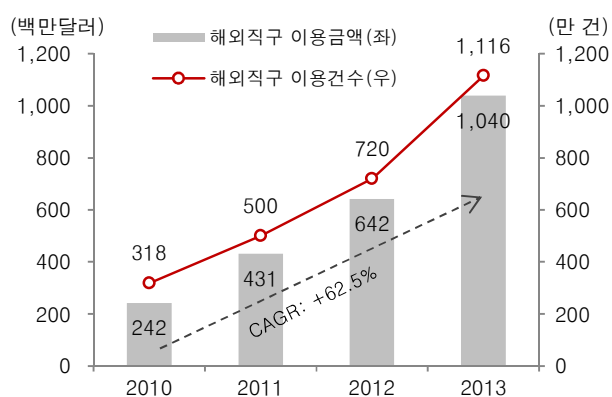
해외직구와 병행수입 새로운 소비채널로 부상

내우(內憂)에 시달리는 유통산업에 외환(外患)까지 겹치게 되었다. 해외직구와 병행수입이 새로운 소비 채널로 부상하면서 국내 유통산업의 진입장벽이 도전에 직면한 것이다. 정부는 상생을 내세운 직접적인 규제 외에도 국내 유통구조가 일부 대형 유통업체들에 의해 좌우된다고 보고 독과점적인 유통구조 개선 의지를 보이고 있다.

미미한 시장규모에도 조명 받는 이유는 정부의 지원사격 때문

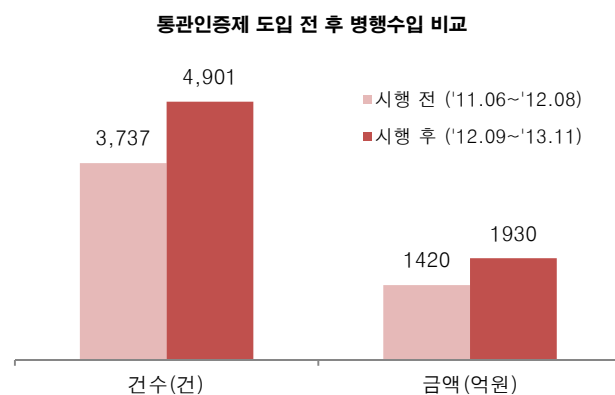
지난 4월 초 경제관계장관회의에서 "독과점적 소비재 수입 개선방안"을 확정·발표한 데 이어 관세청이 100달러 이하 물품의 통관 절차를 간소화하고 일부 업체에만 적용되던 간편 통관 절차를 모든 업체로 확대한다고 발표했다. 해외직구와 병행수입이 국내 소매시장에 견주어 상대적으로 미미한 시장규모에도 불구하고 조명을 받는 이유는 정부가 힘을 싣고 있기 때문이다.

[그림 20] 해외직구 시장 연평균 60% 넘는 고성장 지속



자료: 관세청, 동양증권 리서치센터

[그림 21] 통관인증제 도입으로 병행수입 규모 증대



자료: 관세청, 동양증권 리서치센터

'변화'와 '현상'에 걸맞은 대응

유통산업은 소비 집단의 장기적인 구조 변화가 예상되는 상황에서 계속 기업으로서의 가치를 유지하기 위한 변화를 모색하고 있다. 특히, 오프라인 유통업체들은 그간 축적해온 노하우와 물류·설비 등 장치 기반을 바탕으로 다양한 생존법을 마련하고 있다. 가격·상품 경쟁력 강화로 소비자의 트렌드에 부합하는 상품 구색 확보는 기본이다. 그리고 유통업체의 경계가 흐려지면서 다양한 채널을 통한 소비수요 창출 노력이 지속되고 있다는 점도 주목할 필요가 있다.

Industry Focus

유통업체의 크로스오버

유통업체 전반에 대한
소비자의 인식 변화

백화점, 대형마트, 편의점 등 오프라인 채널뿐 아니라 TV 홈쇼핑, 모바일 커머스 같은 온라인 채널까지 유통업체 전반에 대한 소비자의 인식이 바뀌고 있다. 각 업체별 특성이 명확했을 때는 거시 환경이나 유통산업의 사회·경제적 변화에 따라 업체별 명암이 뚜렷하게 갈렸다. 주로 취급하는 상품구색, 주요 고객층 등에 차이가 있었기 때문이다.

예를 들면, 패션잡화나 해외명품은 백화점, 음식료품·생활 필수품은 대형마트, 소량 구매나 즉시 소비해야 할 경우는 인근 슈퍼마켓이나 편의점 등 업체간 구획이 어느 정도 선명하였다.

업체 간의 경계가
모호해지는 중

상품구색·판매전략 등
소프트웨어 측면 변화

점차 업체 간의 경계가 모호해지고 있다. 규모, 매장 레이아웃 같은 하드웨어는 여전히 고유의 모습을 유지하고 있으나 상품구색·판매 전략 등 소프트웨어 측면에서 많은 변화가 일어나고 있다. 소비자 트렌드 변화에 적응하려는 움직임으로 보여진다. 백화점은 '프레스티지(prestige)'와 '마스스티지(masstige)'를 동시에 강화하며 소비 양극화 트렌드에 몸을 맞추고 있다. 대형마트는 자체 브랜드(PB/PL)상품과 병행수입 규모 확대 등을 통해 가격 경쟁력과 상품 차별화를 진행하고 있다. 편의점은 자체 브랜드뿐 아니라 콜라보레이션 상품 출시와 HMR 제품 강화 등 상품구색 최적화를 통한 내실 강화에 매진하고 있다. 하드웨어의 제약에서 자유로운 온라인 채널도 예외는 아니다. 온라인의 한계점을 극복하기 위해 팝업스토어나 체험 행사 등을 주관하면서 체험 및 경험을 중시하는 오프라인 충성 고객군 유치에 힘쓰고 있다.

업체 간 차별화 보다는
업체 내 차별화 필요

업체간 '크로스오버(crossover)' 추세는 점차 강화될 것이다. 상품 카테고리의 중첩으로 신규 진출 시장은 물론 기존 안방시장에서의 경쟁 심화가 불가피한 상황이다. 효모(성장동력)의 부족으로 예전에 비해 현저히 느린 속도로 부풀고 있는 파이(소비 시장)에 기존에 고여 놓은 조각(업체 경계) 구분까지 흐릿해지고 있다. 업체 간 차별화 보다는 업체 내 차별화가 더욱 절실해지는 이유이다.

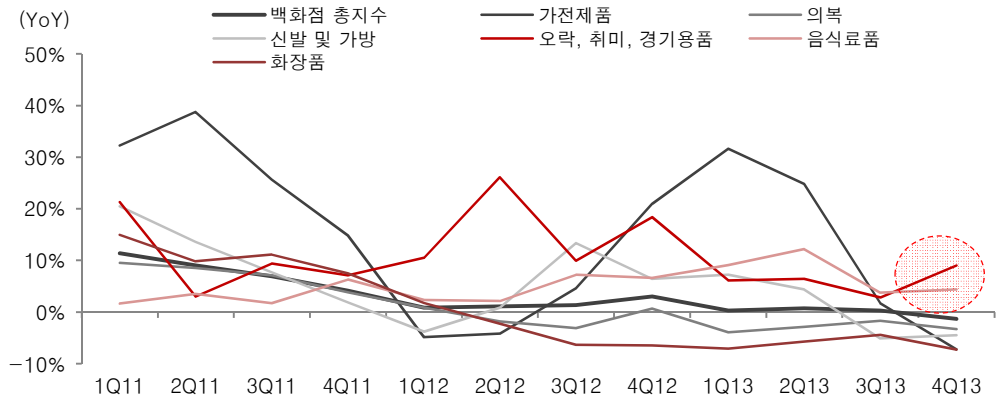
동종 업체 내 차별화는
가격적 요소에 중점

동종 업체 내 차별화는 핵심 소비상권 선점을 기본으로 회원제 기반 할인·적립 서비스와 다양한 프로모션 활성화 등 가격적 요소 차별화에 중점을 두었다. 백화점을 예로 들면 소비자의 입장에서 어떤 백화점을 갈 것인가는 지리적 인접성을 기본으로 회원 또는 연계 신용카드 소유 여부와 그에 따른 할인 혜택규모 그리고 매장 레이아웃·분위기에 대한 취향 등 구매력 비교우위와 제반 시스템에 의해 결정되었다. 대형마트 역시 신용카드사와 연계한 기본적인 할인과 판촉·특가 행사 등 추가적인 가격 경쟁력이 차별화의 핵심이었다.

소비자의 요구가 바뀌고
있음에 주목할 시점

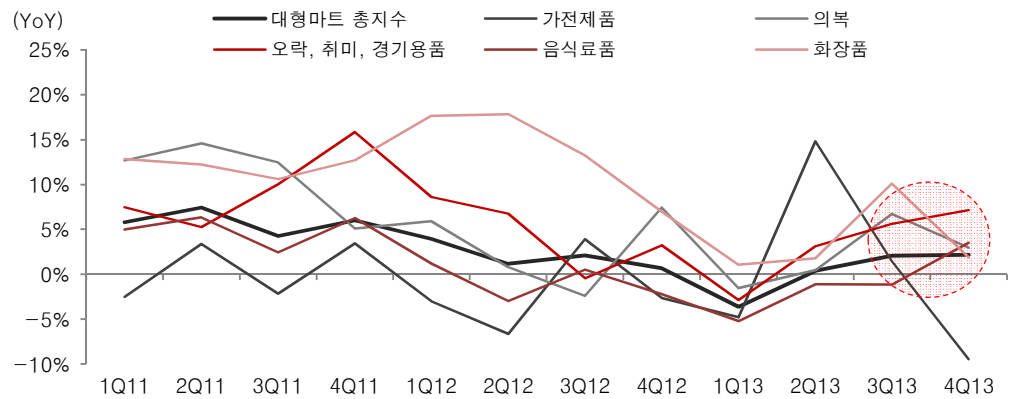
"저렴하면 끝!". 오프라인 채널에는 더 이상 해당되지 않는 이야기이다. 구매력(bargaining power)에 기반한 가격 경쟁력이 한계에 이르렀다. 온라인 채널의 최저가 공세는 소비자들의 발길을 붙잡았고 이제 소비자들은 백화점을 갈까 대형마트를 갈까가 아니라 사러 나갈까 말까를 고민하고 있다. 소비자들의 요구 사항이 바뀌고 있음에 주목할 시점이다.

[그림 22] 백화점 소매판매액지수 증가율 - 화장품 및 의류 잡화 하락세 지속 vs. 식품 및 여가용품 판매증가



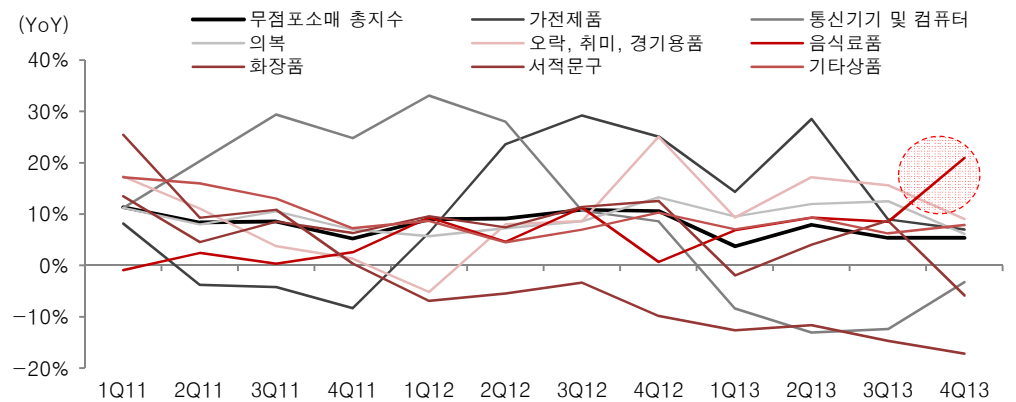
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 23] 대형마트 소매판매액지수 증가율 - 화장품 및 의류 판매 하락세 vs. 식품 및 여가용품 판매증가



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 24] 무점포소매업(온라인) 소매판매액지수 증가율 - 식료품 판매증가세 강화, 모바일기기 온라인 판매 증가전환



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

너는 쇼핑하러가니? 나는 놀러간다!

소비자들은 이제 다양한 '서비스'를 요구하고 있다

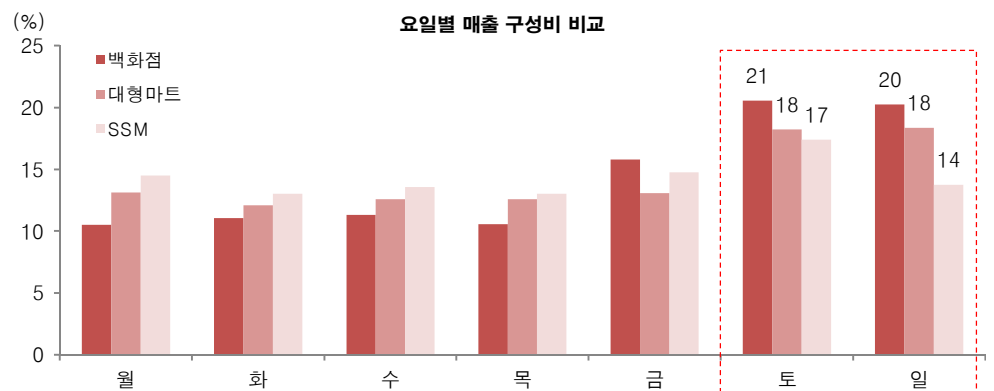
오프라인 유통채널의 고민이 깊어지고 있다. 깨끗하고 효율적인 매장 레이아웃에 가격 경쟁력과 다양한 상품구색을 갖추기만 하면 문전성시를 이루던 시절은 옛 일이 되었기 때문이다. 소비자들이 '상품을 사도록' 만들던 전략들은 이제 '매장을 찾도록' 하는 전략들로 바뀌고 있다. 소비자들은 이제 다양한 '서비스'를 요구하고 있다.

한정된 주말을 '일상 생활 위한 소비'와 '일상 탈출 위한 여가'로 나누는 상황

맞벌이 부부 증가는 가계의 소비여력을 증대 시키지만 평일 소비생활을 제한하는 요소로도 작용하고 있다. 전통적으로 주말 매출 비중이 높은 백화점은 물론이고 대형마트의 주말 매출 비중이 올라가는 이유이다. 주5일제의 정착으로 주말 여가활동 인구가 증가하는 것은 또 다른 변수로 작용하고 있다. 주말 여가활동에 대한 필요성이 고조되고 있는 상황에서 한정된 주말을 '일상 생활을 위한 소비'와 '일상 탈출을 위한 여가'로 나뉘어야 하는 상황이 발생한 것이다.

경기 침체 장기화로 인한 소비자들의 절감 스트레스 누적은 쇼핑 그 자체를 즐거움으로 느끼는 '쇼퍼테인먼트'의 등장을 이끌었다. 쇼핑과 여가-문화생활을 동시에 충족하고자 하는 니즈(needs)가 늘어날 수 밖에 없다. 대형 오프라인 유통업체들이 복합쇼핑몰과 아울렛 중심의 성장에 집중하고 있는 것도 이러한 소비 수요에 부합하기 위해서이다.

[그림 25] 오프라인 유통업체의 주말 매출비중



주: 주요업체 평균치 기준. 백화점(롯데,신세계,갤러리아,AK), 대형마트(이마트,롯데,홈플러스), SSM(이마트,롯데,GS)

자료: 유통업체연감, 동양증권 리서치센터

복합쇼핑몰, 유통업 구조
변화와 소비자 트렌드 변화
동시에 충족 가능한 대안

오프라인 유통채널의 복합쇼핑몰 확대 추세는 시대적 현상이라고 판단된다. 유통산업의 구조 변화(하드웨어)와 소비자의 트렌드 변화(소프트웨어)를 모두 충족시킬 수 있는 방안이기 때문이다. 복합적인 쇼핑 공간을 만들려면 다양한 블록(쇼핑 콘텐츠)들이 필요하다.

글로벌 SPA의 국내진출로
컨텐츠 다양화 되어
복합쇼핑몰 기반 형성

국내 유통시장에 글로벌 SPA 들이 진출하면서 본격적인 콘텐츠 확대가 시작된 것이 복합쇼핑몰의 기초가 되었다. ZARA, H&M, UNIQLO 등이 쇼핑 밀집지역의 강력한 키테넌트로 부상한 것이다. '작은 복합몰'이라고 할 수 있는 멀티샵의 급부상도 콘텐츠 다양화에 긍정적인 영향을 미쳤다. ABC 마트, 레스모아 같은 신발 전문 멀티샵뿐 아니라 고가 제품으로 구성된 프리미엄 멀티샵도 다양한 고객층을 복합쇼핑몰로 불러모으는 요인이 됐다. 더페이스샵, 스킨푸드, 미샤 등으로 대표되는 중저가 화장품 브랜드는 여성 고객들에게 복합쇼핑몰에서의 윈스탑 쇼핑을 가능케 했다.

[표 3] 주요 유통업체 3사의 '복합쇼핑몰' 출점 계획

	롯데쇼핑	신세계	현대백화점
2014년	롯데몰 수원역점(8월) 부산 롯데 복합쇼핑몰(12월)		
2015년	상암 DMC 복합쇼핑몰(연말)		판교 알파돔시티(하반기)
2016년	김해 롯데 복합쇼핑몰	하남 유니온스퀘어 대전 유니온스퀘어	
2017년	파주 세븐페스타 오산 펜타빌리지 의왕 백운지식문화밸리 롯데 인천터미널 복합쇼핑몰	인천 청라국제도시 복합쇼핑몰 고양 삼송지구 복합쇼핑몰 안성 복합쇼핑몰	

자료: 각 사, 언론보도, 동양증권 리서치센터

아울렛의 도입 초기 경쟁력
첫째도 가격, 둘째도 가격

아울렛은 국내 도입 초기 파격적인 가격 할인으로 큰 반향을 불러 일으키며 소비자들의 각광을 받았다. 압도적인 가격 경쟁력에 소비자들이 몰리기 시작했고 팩토리형, 몰(mall)형부터 위치예 따라 도심형, 교외형 그리고 프리미엄 아울렛까지 다양한 아울렛 포맷이 소비시장의 싹을 틔워 주었다. 아울렛의 주요 경쟁력은 첫째도 가격, 둘째도 가격이었다. 소비자들이 아울렛을 찾는 이유는 발품을 팔며 찾아갈 만큼 싸기 때문이었다.

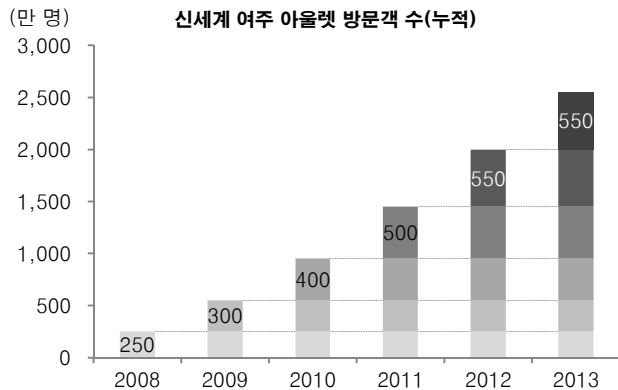
점차 가격 경쟁력 이외의
요소들이 부각되기 시작

신세계가 미국의 사이먼 프라퍼티 그룹과 손잡고 국내에 프리미엄 아울렛 문화를 처음 도입한 것을 기점으로 가격 경쟁력 이외의 요소들이 점차 부각되기 시작했다. 교외형 프리미엄 아울렛은 널찍한 공간에 여러 브랜드들이 밀집해 있어 다양한 상품을 저렴한 가격에 구입할 수 있다는 것이 가장 큰 장점이었다. 그러나 도심과 다소 거리가 있어 집객 효과를 기대하기 어렵다는 점에서 높은 성장성을 기대하기는 힘들어 보였다.

가치소비와 여가문화 발달
접목되면서 교외 나들이
소비자 흡수

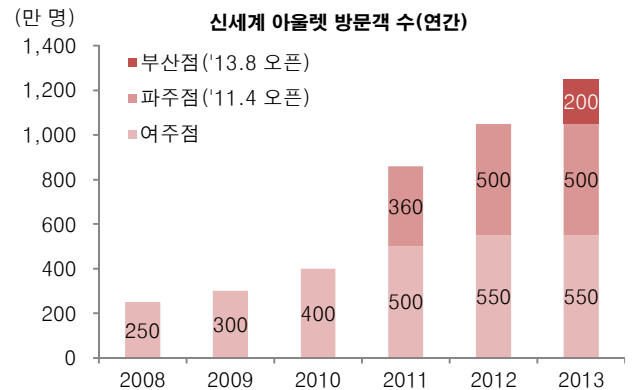
교외형 포맷이 주말 나들이 수요를 만나면서 상황이 반전되었다. 불황 속에서 확산된 가치소비와 여가문화 발달이 접목되면서 가족 단위 교외 나들이객을 흡수하고 있는 것이다. 신세계 여주 프리미엄 아울렛은 오픈 이듬해인 2008년 250만명 방문을 시작으로 그 규모가 꾸준히 증가했다. 2013년 기준 누적 방문객 수는 약 2,550만 명으로 단순 수치상 대한민국 인구의 절반이 여주 프리미엄 아울렛을 방문한 것으로 나타났다.

[그림 26] 교외형 아울렛의 매력 부각으로 방문객 수 증가



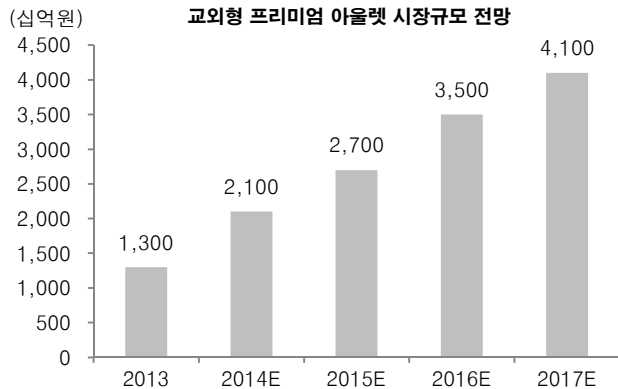
주: 숫자는 당해 방문객 수
자료: 신세계사이먼, 동양증권 리서치센터

[그림 27] 신세계 아울렛, 개점 후 방문객 수 지속적으로 증가 중



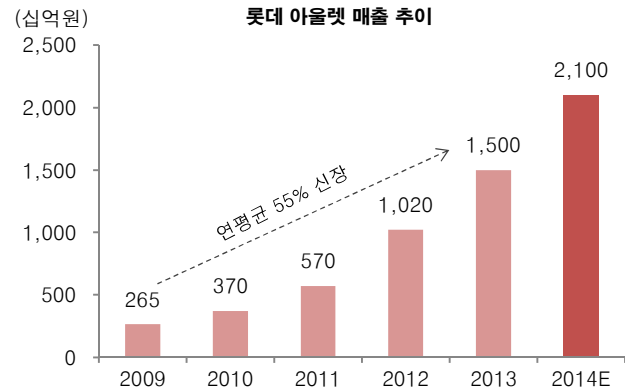
자료: 신세계사이먼, 동양증권 리서치센터

[그림 28] 아울렛 시장규모 꾸준한 확대 전망



자료: 신세계사이먼, 동양증권 리서치센터

[그림 29] 아울렛 시장 성장으로 매출 증가 추세



자료: 언론보도, 동양증권 리서치센터

주말 여가생활에 대한 수요 부합뿐 아니라 아울렛의 기본 취지에 맞는 가치소비형 판매 전략으로 매출 측면에서도 아울렛은 높은 성장세를 이어오고 있다. 롯데아울렛은 지난 2009년 2,650억원이던 매출이 2010년 3,700억원, 2011년 5,700억원, 2012년 1조200억원 그리고 지난해에는 약 1조5000억원 정도의 매출을 올린 것으로 보인다.

다양한 포맷의 아울렛 출점
공격적으로 진행 중

유통업체들은 아울렛의 성장성을 발판으로 침체된 업황을 타개하기 위해 노력하고 있다. 교외형 포맷뿐 아니라 지리적 인접성을 강조하여 수도권 소비자 집객 효과를 극대화하기 위한 도심형 아울렛 출점도 공격적으로 진행하고 있다.

오프라인 유통업체 3사
향후 3년간 약 10여개의
아울렛 신규 출점 예정

현대백화점은 지난 5월 2일 현대아울렛 가산점을 오픈하며 아울렛 시장 진출을 알렸다. 오픈 시기가 다소 불투명하긴 하지만 가든파이프 아울렛도 계획되어 있고 연말에는 김포 경인 아라뱃길에 현대의 첫 프리미엄 아울렛인 현대 프리미엄 아울렛 김포점을 오픈할 예정이다. 롯데쇼핑은 역시 올해 4개의 아울렛 출점이 계획되어 있다. 신세계는 내년 여주 프리미엄 아울렛 확장 오픈을 비롯해 2016년 시흥 프리미엄 아울렛 오픈 등 '프리미엄 아울렛'의 선두 주자라는 이미지를 공고히 할 것으로 보인다.

[표 4] 주요 유통업체 3사의 '아울렛' 출점 계획

	롯데쇼핑	신세계	현대백화점
2014년	롯데아울렛 고양터미널점(7월)		현대아울렛 가산점(오픈)
	롯데아울렛 광명점(12월)		가든파이프 아울렛(연내)
	롯데아울렛 구리점(12월)		프리미엄 아울렛 김포점(연말)
	롯데아울렛 동부산점(4분기)		
2015년		여주 프리미엄 아울렛(확장 오픈)	프리미엄 아울렛 송도점(하반기)
2016년		시흥 프리미엄 아울렛(하반기)	

자료: 각 사, 언론보도, 동양증권 리서치센터

소비자들이 인식해지고 있다

'유통'의 본질은 생산과
소비를 연결시키며
부가가치 창출하는 것

유통은 국민경제 전반에서 생산과 소비를 연결시켜 주는 기능을 하며 생산자가 만들어낸 제품에 시간, 장소 및 소유의 효용을 더해줌으로써 기존 생산가치에 부가가치를 더하는 기능을 한다. 즉, 유통의 본질은 부가가치 창출이다. 유통산업은 '유통'을 통해 창출된 '편익(부가가치)'을 생산자·소비자에 제공하면서 대가를 취득하는 것을 본업으로 하는 업종인 것이다.

다양한 효용 제공하면서
지불용의 금액 범위 내에서
이익 극대화하는 전략

갑작스레 '본질'을 운운하는 이유는 유통업이 점차 '가격(마진)'에서 자유로울 수 없는 환경에 처하게 될 것임을 설명하기 위해서이다. 유통업체들은 생산자와 소비자에게 다양한 효용(적절한 시공간, 편리성, 효율성 등)을 제공하면서 양 주체의 지불용의 금액(willingness to pay) 범위 내에서 이익을 극대화하는 전략을 취해왔다. 규모의 경제를 이룬 후에도 구매력에 따른 이익전가 비중만 바뀔 뿐 이와 같은 스킴(scheme)은 유지되었다.

소비자들이 유통이라는
'수단'을 이용하는 것에
점점 인식해지는 모습

사회가 발전하고 경제활동 영역을 비롯하여 인간의 활동 범위가 넓어지면서 유통의 중요성은 더욱 부각되는 듯 했다. 하지만 ICT로 대표되는 기술의 발전은 경제 주체들 사이의 간극을 좁히는 역할을 했고 그 속도는 더욱 빨라지고 있다. 물론, 유통의 중요성은 여전하다. 하지만 과거의 제약들이 점차 사라지는 상황에서 경제 주체들은 유통이라는 '수단'을 이용하는 것에 점점 인식해지는 모습을 보이고 있다. 최근 부각된 해외직구나 병행수입 이슈가 미미한 시장규모에 비해 상당한 반향을 불러일으키는 것도 이 때문이다.

소비자들의 인식 전환
일어나고 있는 것에 주목

유통의 본질에 대해 소비자의 인식 전환이 일어나고 있는 것에 주목할 필요가 있다. 해외직구와 병행수입 붐은 그러한 인식 전환의 한 사례일 뿐이다. 인식의 흐름을 간략히 따라가 보았다.

1) 유통은 나에게 '편익'을 주지만 그에 상응하는 대가를 요구해 내가 지불해야 하는 비용이 올라간다. 그런데 내가 '직접' 구매행위에 나서면 낮은 비용으로 재화를 취득할 수 있다. 생각보다 복잡하지 않고 불안 요소도 개선되고 있다. 무엇보다 나의 소비행위가 '합리적'이라는 생각이 든다.

2) 수입품이 현지 가격보다 비싼 것은 당연하다. 직접 가서 살 수 없다면 국내 유통업체의 수입품을 최대한 알뜰하게 구매하는 것이 최선이다. 그런데 같은 수입품의 가격에 차이가 생기고 있다. '공식 수입원'은 아니라는데 정품은 맞고 가격은 훨씬 싸다. A/S가 문제라는데 사실 A/S를 받아본 일도 별로 없고, 점차 A/S 업체 네트워크가 구축되고 있단다. 무엇보다 같은 제품을 조금이라도 싸게 사면 '현명한' 소비를 했다는 기분이 든다.

가격과 시간에 절대우위 '온라인'

유통 단계에서 부가되는
가격에 대한 저항 증가

유통산업이 제공하는 편의에 대해 소비자들이 느끼는 효용가치가 낮아지고 있다. 유통 단계에서 부가되는 가격에 대한 소비자의 저항은 거세지고 있는 것이다. 복잡한 유통 단계를 거치지 않아도 원하는 것을 살 수 있고, 그 결과물이 점차 소비자의 만족도를 충족시키고 있다. 온라인 쇼핑에 대한 소비자의 선호가 지속적으로 증가하고 있는 것도 이를 뒷받침 한다.

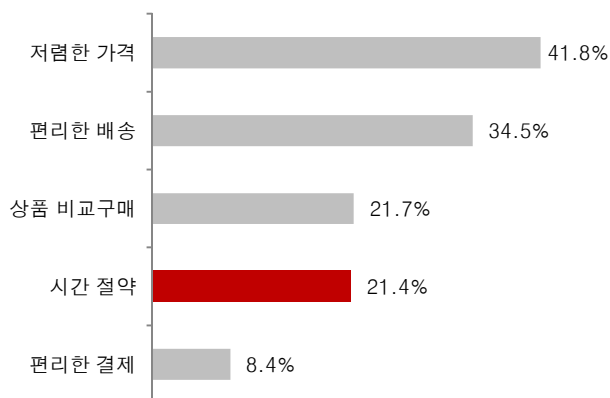
오프라인 채널, 가격
경쟁력에서 온라인의
비교우위를 극복하기
어려움

온라인 유통 채널은 태생적으로 소비자의 저항에서 자유롭다. 온라인은 오프라인보다 싸다는 기본적인 인식과 여러 온라인몰을 통해 즉각적인 가격 비교가 가능하다는 점에서 오프라인 유통 채널에 비해 '최저가'라는 수식어에 대한 신뢰가 높다. 오프라인 유통채널은 가격 경쟁력 측면에서 온라인의 비교우위를 극복하는 것이 쉽지 않다. 오프라인 유통업체들이 비용절감을 통한 수익성 확보를 강화하는 한편, 복합적인 쇼핑문화 조성으로 가격 외적인 측면을 강화하고 있는 것도 이러한 이유 때문이다.

소비자들은 점차 가격뿐
아니라 시간도 중요시

온라인 유통 채널의 지속적인 성장이 예상되는 이유가 단순히 가격 경쟁력에 국한된 것은 아니다. 기회비용이라는 개념에 익숙한 소비자들은 점차 가격뿐 아니라 시간도 중요시하고 있다. 바쁜 현대인들에게 있어 시간은 무엇보다 중요하다. 돈이 없어서라기보다는 시간이 모자라 쇼핑을 즐기지 못하는 경우도 생기고 있다. 온라인 채널 중에서도 모바일 쇼핑의 성장세가 두드러지는 현상 역시 이러한 소비 트렌드를 반영한다고 판단된다.

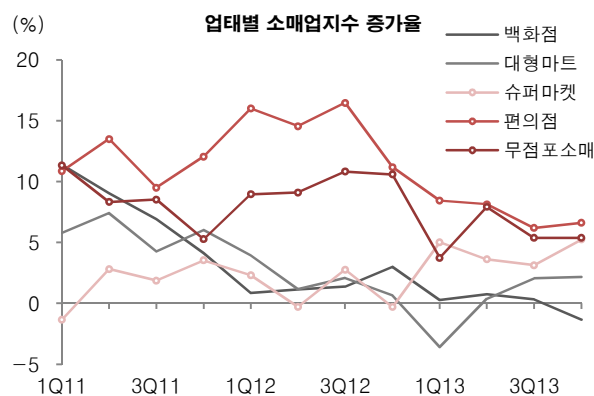
[그림 30] 소비자들이 온라인 쇼핑을 하는 주된 이유



주: 복수응답 가능

자료: 칸타월드패널, 동양증권 리서치센터

[그림 31] 시간을 절약해주는 근린형 소매业态의 성장세 부각



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

근린형 소매업태의 부상도 시간절약형 소비의 증거

근린형 쇼핑 업태의 대두도 시간절약형 소비 트렌드의 증거라고 볼 수 있다. 대형마트 등 오프라인 매장을 방문해 출입구부터 계산대까지 소요되는 시간을 고려하면 대형마트를 통한 소비의 혜택은 많은 양을 살 경우나 특별히 싼 제품을 살 때에만 이점이 있어 보인다. 필요에 따라 즉시 제품을 구입할 경우 근린형 쇼핑채널이 선호되는 추세는 점차 강화될 것으로 예상된다.

편의점 소매판매액은 2011년과 2012년 각각 17.9%, 18.3% 성장을 기록하였다. 2013년은 소비 침체로 소매업 전체가 1.5%의 실질적인 정체를 기록하였음에도 편의점 업태는 7.8%의 성장세를 유지했다.

온라인 쇼핑은 다양한 트렌드 변화에 가장 많이 부합할 수 있는 채널

온라인 쇼핑은 저렴한 가격이라는 기본적인 소비원칙과 시간 가치 절약이라는 기회비용 절감, 더불어 내 소비행위에 정당성을 부여하는 '현명하고 합리적'인 소비 만족도를 제공한다는 점에서 다양한 트렌드 변화에 가장 많이 부합할 수 있는 채널임에 틀림없다.

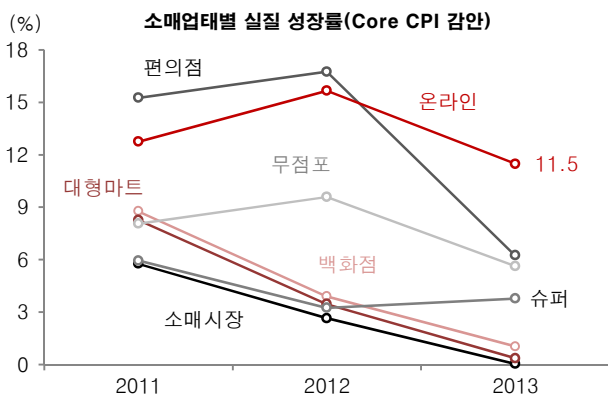
온라인화에 대한 우려

Wag the Dog

2013년은 온라인
유통채널의 재평가가
이뤄진 한 해

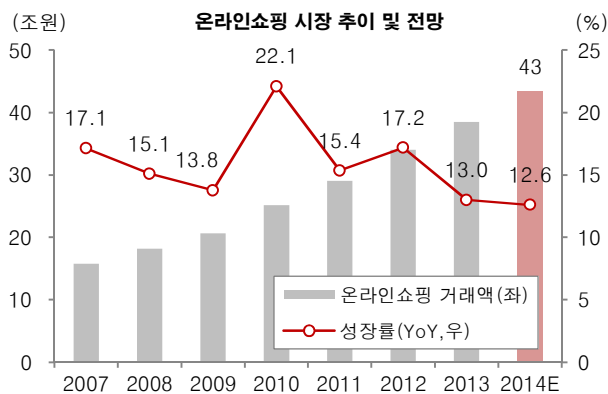
시장 성장 여력이나 향후 소비 트렌드에 대한 적합성 등을 고려하면 온라인 유통채널의 전망은 밝다. 2013년은 이러한 점이 부각되면서 TV 홈쇼핑을 위시한 온라인 유통채널의 재평가가 이뤄진 한 해였다. 국내 소매시장(순수소매시장 기준)이 전년대비 1.5%의 성장에 그쳐 물가인상분 감안 시 체로성장 하였고, 오프라인(백화점, 대형마트) 유통채널은 2~3% 수준으로 정체 흐름을 보였다. 반면 온라인 유통 채널은 13%에 가까운 성장 저력을 보여주었다. 주가 측면에서도 홈쇼핑 3사의 연간 주가상승률은 50%~100%에 달했다. 2014년도 온라인 쇼핑 시장은 두 자리 수의 성장이 전망된다.

[그림 32] 소매시장이 제로 성장한 것에 비해 온라인은 11.5% 성장



주: 업태별 성장률에서 CPI 증가율 차감. 식품 및 에너지 제외한 Core CPI 기준
자료: 한국은행, 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 33] 2014 년에도 온라인쇼핑 시장 12.6% 성장 전망



자료: 통계청, 신세계미래정책연구소, 동양증권 리서치센터

오프라인 유통업체들
온라인 부문 확대로
오프라인 한계점 극복하기
위해 노력 중

여타 업태와 비교해 온라인 채널의 차별화된 성장이 전망되는 가운데 오프라인 유통업체들 역시 자체 온라인몰 정비 및 투자 확대로 오프라인의 한계점을 극복하기 위해 노력하고 있다. 오프라인 유통채널로 구축한 구매력과 노하우, 소비자의 신뢰 수준을 감안하면 오프라인 유통업체의 온라인 부문 점유율 확대는 어렵지 않아 보인다.

오프라인 매출
자기잠식(cannibalization)
에 대한 우려

하지만 오프라인 유통업체는 마음 편히 온라인 매출 성장세를 즐길 수 있는 상황이 아니다. 온라인몰의 매출 성장이 자체 오프라인 매장의 매출 감소를 야기하는 현상 즉, 자기잠식(cannibalization)을 염려하는 시선이 있기 때문이다. 소비자의 온라인몰 방문 횟수를 증가시켜 오프라인 객수 감소를 상쇄하려 해도 온라인 부문은 오프라인에 비해 상대적으로 '즉흥적 구매' 효과를 누릴 수 없다는 점 또한 우려 사항이다. 오프라인 매장 방문 시 당초 계획에 없던 상품을 구매하는 효과가 사라지면 오프라인 객단가에 마이너스 요인으로 작용할 수 있기 때문이다.

온라인 쇼핑의 확대는 추가적인 소비 유발

온라인 부문을 키우면 오프라인 구매의 동인이 감소하여 전반적인 구매 횟수 감소로 이어진다는 우려도 있다. 그러나 예상과 달리 온라인 쇼핑의 확대는 온/오프라인 쇼핑의 전반적인 구매 횟수 증가를 통해 추가적인 소비를 유발하는 효과가 있는 것으로 나타났다.

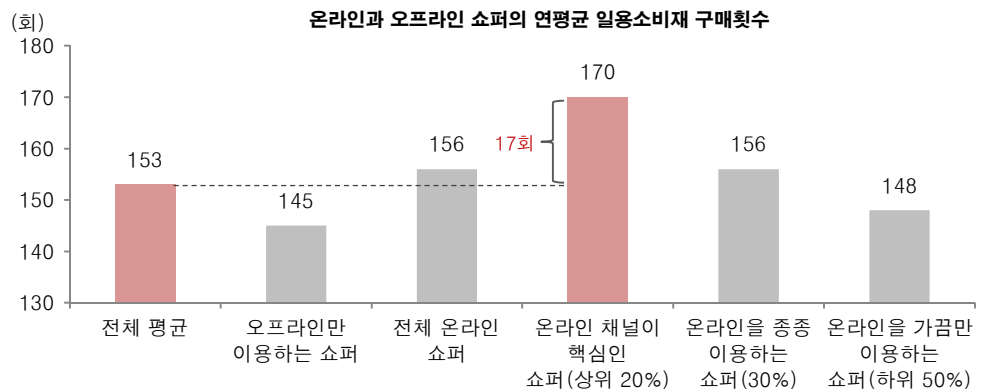
오프라인만 이용하는 소비자에 비해 연간 10회 정도 더 많이 FMCG 구매

[그림 34]은 온라인과 오프라인을 통한 일용소비재(FMCG, Fast Moving Consumer Goods)의 연간 구매 횟수를 나타낸다. 일용소비재는 일반적으로 음료, 공산품, 소비용품 등 대량생산되는 저가·저용량의 비내구성 제품을 일컫는 말로 회전율이 높은 제품들을 가리킨다. 온라인 쇼핑을 이용하는 소비자는 오프라인만 이용하는 소비자에 비해 연간 10회 정도 더 많이 일용소비재를 구매하는 것으로 나타났다. 소비에 제약이 적은 온라인 쇼핑이 추가적인 소비를 이끌고 있는 것으로 보여진다.

오프라인을 대체하기 보다는 추가적인 소비 창출로 이어질 가능성

온라인 쇼핑 비중이 높을수록 오프라인 매장 방문 필요성이 낮아져 자기잠식 효과가 더 클 것이라는 우려도 실제와 다름을 알 수 있다. 주요 소비 채널이 온라인인 상위 20% 온라인 소비자의 경우 평균적인 소비자보다 연간 17회 정도 더 많은 물품 구매를 하는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 온라인 쇼핑이 오프라인을 대체하는 자기잠식 효과를 보이기 보다는 추가적인 쇼핑을 창출할 수도 있다는 점을 보여준다고 판단된다.

[그림 34] 오프라인 쇼핑 자기잠식 효과 보다는 추가적인 쇼핑 효과가 더 큼



자료: 칸타월드패널, 동양증권 리서치센터

보다 실증적인 분석을 위해 국내 소매시장 업체별 판매액을 기준으로 백화점(신세계)과 대형마트(이마트)의 온/오프라인 시장점유율을 비교해 보았다. 2013년 기준 국내 백화점과 대형마트의 시장 규모는 각각 약 30조원과 45조원 수준으로 나타났다. 오프라인 유통업체의 온라인몰 매출은 소매업체 집계 '무점포 소매'로 분류되기 때문에 상기 수치는 오프라인 시장의 모집단으로 삼기에 무리가 없다는 판단이다. 오프라인 부문 시장점유율은 각 연도별 백화점 및 대형마트 소매판매액에 신세계와 이마트 총매출의 '백화점' 부문과 '기존사업' 부문을 비교하여 도출하였다.

[표 5] 국내 소매판매액 추이 및 회사별 매출 비교

(십억원)	2011	2012	2013
소매판매액 합계	335,485	349,459	353,520
백화점(A)	27,564	29,056	29,797
대형마트(B)	42,190	44,290	45,118
신세계 총매출	3,867	4,177	4,153
오프라인(C)	3,474	3,728	3,792
M/S (D=C/A)	12.6%	12.8%	12.7%
온라인	393	448	361
이마트 총매출	8,353	12,707	12,350
오프라인(E)	7,659	11,410	11,004
M/S (F=E/B)	23.9%	25.8%	24.4%
온라인	204	454	503

주: 통계청 집계 기준 변경으로 대형마트에 면세점과 아울렛 판매액 포함

자료: 통계청, 각 사, 동양증권 리서치센터

온라인 부문의 시장점유율은 모집단의 명확한 규모를 가늠하기 쉽지 않아 통계청의 '온라인쇼핑동향조사'를 이용하여 시장 규모를 추정해보았다. [표 6]은 2013년 기준 '온라인쇼핑몰 운영형태별 거래액'에서 On/Offline 을 병행하는 쇼핑몰의 상품군별 판매액을 나타낸 것이다. 여기에서 백화점 온라인몰과 대형마트 온라인몰에서 주로 판매하는 상품군을 추려 각 업체별 온라인몰의 모집단을 도출해보았다.

[표 6] 2013년 온라인쇼핑몰 운영형태(Online 몰 & On/Offline 몰)별 거래액

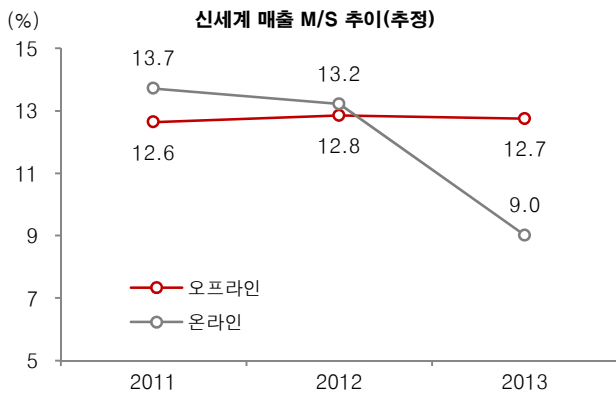
(단위: 십억원)

상품군별	오프라인 겸업 온라인몰	백화점 온라인몰(가정)	대형마트 온라인몰(가정)
컴퓨터 및 주변기기	826	826	826
소프트웨어	37	37	37
가전·전자·통신기기	965	965	965
서적	286	286	286
음반·비디오·악기	23	23	23
여행 및 예약서비스	3,583	3,583	3,583
아동·유아용품	414	414	414
음·식료품	1,790	1,790	1,790
꽃	8	8	8
스포츠·레저용품	587	587	587
생활·자동차용품	1,224	1,224	1,224
의류·패션 및 관련상품	1,977	1,977	1,977
화장품	1,136	1,136	1,136
사무·문구	144	144	144
농수산물	502	502	502
각종서비스	28	28	28
기타	341	341	341
구분 별 합계	13,870	4,114	4,516

주: 백화점과 대형마트 품목별 판매비중 고려한 당사 추정치

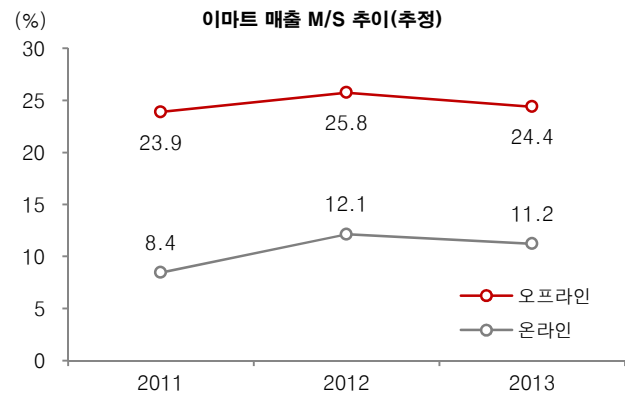
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 35] 백화점(신세계) 온/오프라인 M/S 변화 추정



자료: 동양증권 리서치센터

[그림 36] 대형마트(이마트) 온/오프라인 M/S 변화 추정



자료: 동양증권 리서치센터

이와 같은 가공을 거쳐 오프라인 유통업체의 온/오프라인 시장점유율 추이를 비교해보면 [그림35], [그림 36]과 같다. 신세계의 경우 과거 3년간 오프라인 백화점 매출이 국내 백화점 소매시장에서 차지하는 비중은 크게 변하지 않은 것으로 나타났다. 반면 온라인 부문 M/S는 2013년 큰 폭으로 감소했는데 이는 소비심리 위축으로 가격 민감도가 높은 온라인몰 고객층이 소비 규모를 줄인 영향으로 판단된다.

대형마트를 대표하는 이마트의 시장점유율 추이는 더욱 유의미한 결과를 보여준다. 이마트의 경우 과거 3년간 이마트몰(온라인) 시장점유율이 상승세를 보이고 있다. 지난해 소폭 하락하긴 했지만 2011년 대비 약 3%p 정도 늘었다는 점에서 온라인 부문을 강화하고 있는 이마트의 상황을 적절히 반영한 결과로 판단된다. 자기잠식이 우려되는 기존사업(오프라인) 시장점유율은 2011년 이후 24%~25%의 안정적인 수준을 유지하고 있다. 온라인 부문의 점유율 확대에도 불구하고 오프라인 시장은 굳건히 지켜지고 있는 것이다.

가정처에 오류가 있을 수 있음을 감안하면 시장의 우려를 불식시키기에는 부족함이 있을 수 밖에 없다. 하지만 구매 횟수 증가로 인한 추가적인 소비유발 효과나 온라인 채널의 성장이 가져올 새로운 구매력 형성은 분명 국내 유통업체에 긍정적인 작용을 할 것으로 기대된다.

대형 유통업체들의 온라인 부문의 확대에 대한 제 살 깎아먹기 우려 보다는 온/오프라인 간 시너지 창출 가시화와 실질적인 이익 기여도 향상에 주목할 필요가 있다. 시간이 부족한 소비자들을 잡기 위한 온라인 채널 강화는 선택이 아니라 필수이며, 성장의 한계에 봉착한 오프라인 채널의 수익성 저하를 극복하는 생존 방안이 될 수 있을 것이라는 판단이다.

박리다매(薄利多賣)식 저수익성

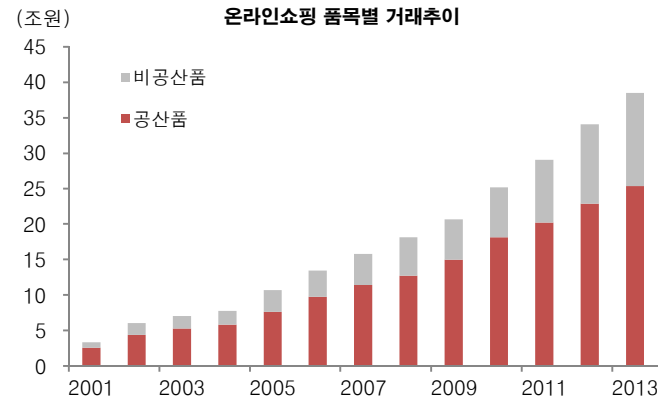
온라인 채널 취급 품목의 상당 부분이 공산품

온라인쇼핑 채널은 초기 투자비용이나 사업 진출 측면에서 오프라인 대비 진입장벽이 현저히 낮다. 투자비용이 적으니 기대수익률이 낮다는 점과 영업활동의 원가가 낮으니 판가를 낮추는 데 큰 무리가 없는 점은 당연한 현상이다. 여기에 온라인 사업자의 급증으로 경쟁이 심화되자 '박리다매'식 판매 전략이 확산된 것도 수익성 하락 압력을 가중시켰다. 온라인쇼핑 채널의 취급 품목이 대부분 공산품이라는 점도 예외는 아니다. 표준화된 공산품의 경우 어디에서 구매를 하던 품질에 큰 차이가 없다. 그래서 소비자들은 '배송비 포함 가격'을 가장 중요한 구매결정 지표로 생각한다.

시장 성장에도 공산품 위주의 상품 구색으로 치열한 가격경쟁 심화

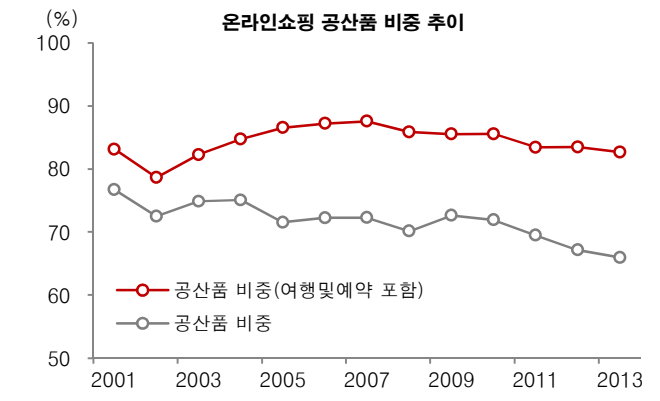
2003년 7조원에 불과하던 온라인쇼핑 시장은 10년 사이 5배 이상 커져 2013년 38조원을 넘어섰다. 그러나 판매되는 품목은 여전히 공산품이 주를 이루고 있다. 2003년 75% 수준이었던 공산품 비중은 2013년 66%로 감소한 듯 하지만 여전히 온라인쇼핑 품목의 2/3를 차지하고 있다. 여행 및 예약 서비스를 포함시킬 경우 공산품 비중은 83%까지 올라가 10년 전과 큰 차이가 없는 상황이다. 시장 규모의 급격한 성장에도 불구하고 공산품 위주의 매출구조 지속으로 치열한 가격경쟁 심화가 불가피한 것이다.

[그림 37] 온라인시장 성장과 함께 공산품 거래규모도 증가



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 38] 공산품 비중은 10년과 유사한 수준

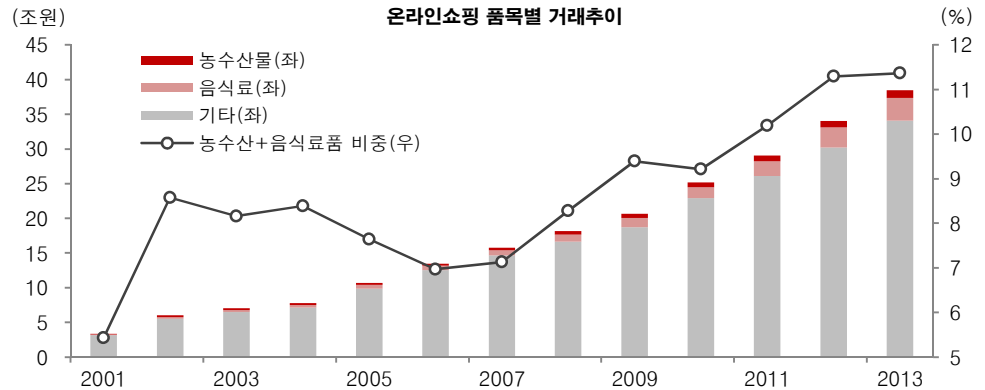


자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

오프라인 유통업체들 공산품 비중 높고, 과도한 경쟁으로 수익성 확보 쉽지 않은 상황

대형 유통업체들의 온라인 사업 확대는 이 같은 현상은 더욱 가속화시켰다. 오프라인 유통업체들은 소비 침체로 매출 둔화가 지속되고 주말 강제 휴무 등 직접적인 영업 규제가 강화되자 온라인 부문에서 탈출구를 모색하고 있다. 하지만 표준화된 공산품의 비중이 높고, 과도한 경쟁으로 수익성 확보가 쉽지 않은 상황이다. 주문 규모에 비해 주문 건수가 많아 물류비·운송비 절감이 어려운 점 역시 온라인 사업의 수익성을 저해하는 요인이 되고 있다.

[그림 39] 온라인 식품 거래의 비중 점차 증가 중



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

동일 품목이라도 차별성
존재하여 가격 차별화
가능한 상품 구색 필요

온라인몰 주문배송 시스템의 개선과 묶음배송 강화 등을 통해 비용 효율화 작업이 꾸준히 추진되고 있으나, 오프라인 기반 온라인몰이라는 특성상 일정 수준의 비용 부담이 불가피한 상황이다. 비용 절감과 더불어 가격 차별화를 통한 적극적인 매출 확대가 필요한 것도 이런 이유 때문이다. 대표적인 표준화 상품인 공산품과 달리 동일 품목이라도 차별성이 존재하여 가격 차별화가 가능한 상품 구색이 필요한 시점이다.

농·축·수산물을 비롯한 신선식품은 공산품에 비해 표준화 정도가 낮고 동일 품목이라도 가격 비교 기준이 명확하지 않다. 이러한 점에서 신선식품은 상품 구색 강화를 통한 수익성 개선 전략에 적합한 상품으로 판단된다. 전체 매출에서 식품군이 차지하는 비중이 50%가 넘고, 오프라인에 기반한 강력한 상품 소싱력과 품질 관리 노하우를 가진 오프라인 유통업체들은 이 점에 주목하고 있다.

Investment Point

Local food + Online + Direct

성장 둔화 + 위축된 소비
심리 + 정부의 규제

유통산업은 경제활동의 결과물인 소득이 소비의 원천이라는 점에서 경제 성장과 불가분의 관계이다. 소비자들의 선택에 따라 이익이 좌우된다는 특성은 유통업체들이 소비자들의 생활패턴이나 트렌드 변화에 민감해지도록 만들었다. 국가 경제의 순환계인 생산과 소비를 잇고 민간 경제와 직접적으로 맞닿아 있기 때문에 정부의 관심에서 벗어날 수도 없다. 최근 유통업이 경제의 성숙화로 성장세가 둔화된 영업 환경 속에서 위축된 소비 심리와 정부의 적극적인 개입에 몸살을 앓고 있는 이유이다.

변화와 위기는 곧 기회이다

하지만 성숙된 경제로의 진입은 느리지만 지속적인 성장을 의미하고, 산업 전반의 선진화를 이끌 것이다. 저성장 우려로 한 발 먼저 위축된 소비심리는 경제성장 전망치의 반등과 함께 점진적이나마 회복세를 보이고 있다. 소비 트렌드의 변화 기미는 고착화된 유통산업에 쉽지 않은 변화를 요구하지만 새로운 시장 형성 및 헤게모니의 이양 기회를 열어줄 것이다. 이쯤에서 나올 법한 상투적이지만 되풀이할 수 밖에 없는 말이 있다. 변화와 위기는 곧 기회이다.

온라인은 선택이 아니라
필수. 다만, 제 몫을
하기까지 시간이 필요

국내 유통업체의 온라인 부문 강화 역시 기회를 잡기 위한 유통업체의 다양한 노력 가운데 한 부분이다. 기존 오프라인 사업의 출점(양적 성장) 여력이 제한적이고, 소비자의 생활 패턴 변화나 IT/모바일 기기 확산의 파급 효과를 고려하면 온라인은 선택이 아니라 필수에 가깝다. 다만, 전술한 바와 같이 온라인 사업 확대는 가능성에 대한 선제적 투자에 가깝다. 전체 사업 규모에서 오프라인 사업이 차지하는 비중이 클수록 온라인 사업이 제 몫을 하기까지는 시간이 필요하다.

온라인이 제 몫을 하는
시간을 단축시키는 것 관건

결국 온라인 부문이 제 몫을 하는 시간을 최대한 단축시키는 것이 관건이다. 이 부분에 초점을 맞춰서 오프라인 유통업체의 온라인 강화 전략에 대한 이야기를 전개해보고자 한다. 상품 구색의 다양화를 통해 전형적인 가격비교 경쟁에서 한 발 물러나는 기회를 찾는 것이 필요하다. 유통구조 개선을 통한 근본적인 수익성 강화는 정부의 미운 오리 새끼에서 백조로 거듭날 수 있는 기회이다.

가격차별화와 유통구조개선

'로컬푸드'가 '온(online)' '다(direct)'에 관심을 가져볼 것을 제안한다

(1) 해외직구에는 '국내직구'로 대응하자

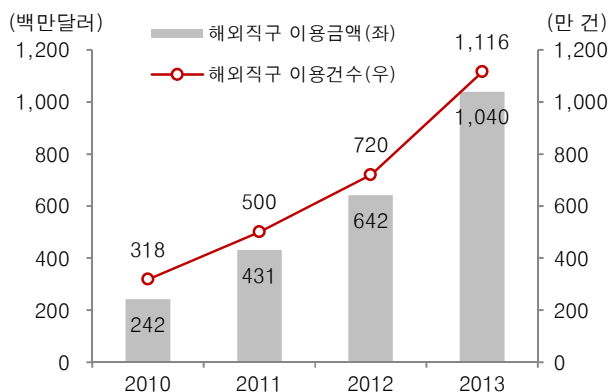
해외직구의 갑작스러운 유행 현상

최근 유행처럼 번지고 있는 해외직구는 이미 수 년 전부터 이용되어 온 소규모 소비 채널 중 하나이다. 해외 체류나 유학 경험이 있고 외국어와 웹서핑에 능숙한 일부 소비자들에 의해 국내 시판 중인 수입품 또는 국내 미출시 제품을 싸게 사는 노하우로 이용되어 왔다. 인터넷의 발전과 국제 물류 시스템의 발달 및 배송비 합리화가 근래 대두된 이슈가 아니라는 점을 감안하면 해외직구의 유행은 갑작스러운 경향이 없지 않다.

해외직구 열풍, 여러 가지 요인이 맞물린 결과

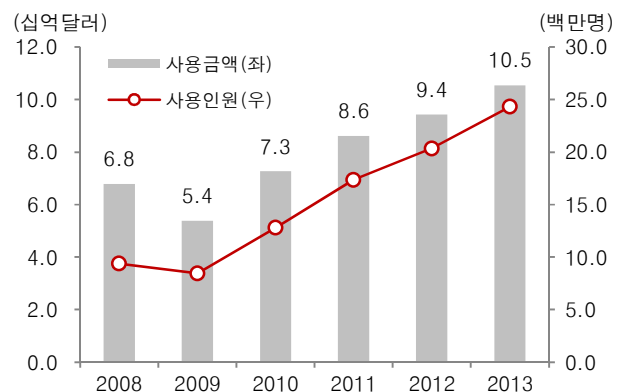
소위 '열풍'이라 해도 될만한 요즘의 상황은 여러 가지 요인이 맞물린 결과로 생각된다. 1) FTA 체결 국가 확대와 한-미 FTA 발효로 관세인하와 면세한도액 상향이 이루어졌다. 2012년 3월 한-미 FTA 발효를 기점으로 미국에서 직접 구매할 경우 면세금액의 상한선이 기존 15만원(배송비 포함)에서 200달러로 상향조정 됐다. 2) 한국으로 직접 배송이 안될 경우 해외에 거주하는 지인에게 부탁하던 국내 배송이 수월해졌다. 한국으로의 배송을 전문으로 대행하는 업체(배대지)가 본격적으로 등장한 것이다. 3) 미국의 자국통화 가치 절하 기조, 유럽의 재정 리스크로 인한 유로화 약세 등 원화 구매력의 상승세가 지속된 것도 해외직구 열풍을 자극했다.

[그림 40] 해외직구 이용건수와 금액 급증



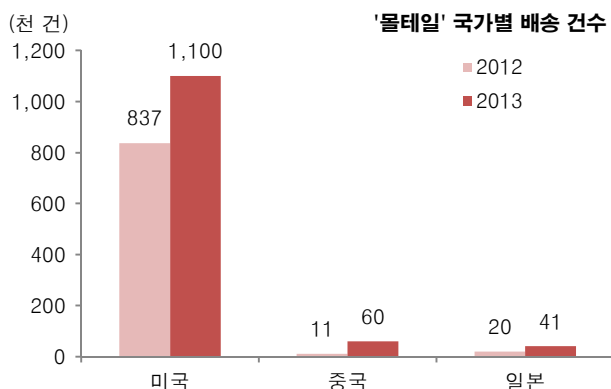
자료: 관세청, 동양증권 리서치센터

[그림 41] 국내 거주자의 신용카드 해외사용 실적 지속적으로 상승



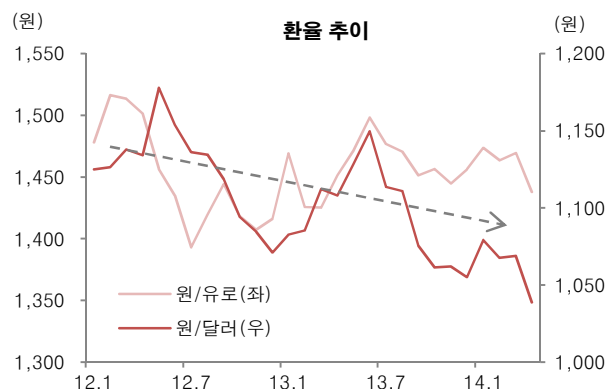
자료: 한국은행, 관세청, 동양증권 리서치센터

[그림 42] 배송대행업체의 전문화로 해외직구 확산



자료: 몰테일, 동양증권 리서치센터

[그림 43] 원화 강세로 해외직구 가격 매력도 상승



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

해외직구 시장 규모 1조원 남짓으로 미미한 수준

그러나 해외직구 시장 규모는 이제 1조원 남짓으로 국내 전체 소매시장 규모에 비하면 미미한 수준이다. 아마존의 국내 진출 등 국내 유통산업의 두터운 진입장벽을 뛰어넘는 글로벌 이슈가 부각된 것이 해외직구 시장의 성장 가능성을 확대 해석하게 한 경향이 있다고 본다. 냉정하게 보면 규모 면으로 볼 때 해외직구 시장이 국내 유통산업을 위협할 가능성은 그리 높지 않다고 판단된다.

해외직구와 병행수입이 유통시장의 쟁점으로 부상한 것은 정부가 나섰기 때문

해외직구와 병행수입이 유통시장의 쟁점으로 부상한 것은 정부가 나섰기 때문이다. 지난 1월 물가관계부처회의를 통해 정부는 물가안정의 한 방편으로 병행수입시장 활성화 방안을 통한 유통구조 개선 의지를 보였다. 4월 초 경제관계장관회의에서 "독과점적 소비재 수입 개선방안"을 확정·발표한 데 이어 관세청이 100달러 이하 물품의 통관 절차를 간소화하고 일부 업체에만 적용되던 간편통관 절차를 모든 업체로 확대한다고 발표했다. 지난달 말에는 관세청이 병행수입물품에 대한 A/S 네트워크 구축을 위해 12개 A/S 전문업체를 지정한 바 있다. '유통산업발전법', '대중소상생협력' 등 유통업계를 직접 겨냥해서 행해진 규제들과 달리 이러한 정책은 국내 소비자들의 소비행태 변화와 궤를 같이 한다는 점에서 기존 규제들과 차이점을 보이고 있다.

[표 7] 유통구조 개선 및 해외직구/병행수입 지원을 골자로 하는 정부 정책

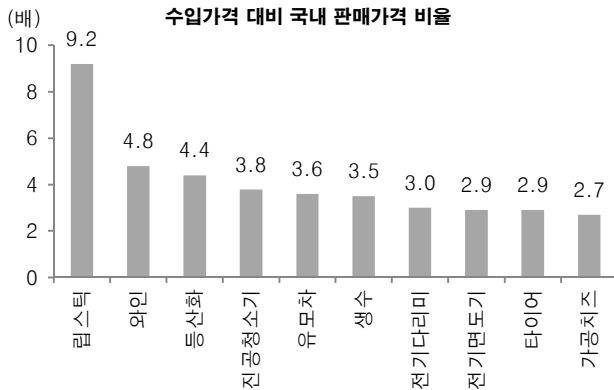
일시	정책	내용	기대효과 및 현황
2014.04.08	수입가격 공개 공산품까지 확대	기존 공개품목 60개: 농산물 26개, 축산물 7개, 수산물 20개, 가공품 7개 등 추가 공개품목 10개: 외국에서 들어오는 생수, 가공치즈, 와인, 유모차, 전기면도기, 진공청소기, 전기다리미, 승용차 타이어, 립스틱, 등산화	소비자의 합리적 선택 이끌어내 국내 독점적인 수입·유통구조개선 + 수입물가 안정 기대
2014.04.17	10대 분야 142개 규제개혁 과제 발표	통관절차 간소화(목록통관) 대상: 현행 6개 품목 > 전품목 확대(100달러 이하) 특별통관업체 지정 폐지, 모든 업체가 목록통관 적용 받을 수 있도록 규제 완화	해외직구 물품의 통관 소요시간: 3일 → 반나절 연간 120억원의 물류비 절감효과 기대
2014.04.28	TIPA와 12개 A/S 전문업체 MOU 체결	지역별 A/S 전문업체 연결하여 A/S 사각지대 해소 하반기, 병행수입품 통관인증표지(QR 코드)에도 A/S 업체 정보 추가할 예정	서울5개, 경기3개, 부산2개, 대전2개 등 총 12개 업체 지정

자료: 관세청, 동양증권 리서치센터

정부, 직접적인 규제 보다는 유통구조 개선 등을 통해 물가안정 유도할 예정

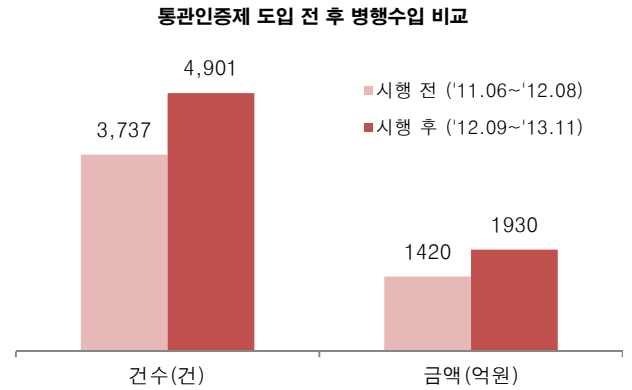
'규제는 암 덩어리'라며 규제 완화를 역설한 박근혜 정부의 정책기조 선회로 예년과 같은 직접적인 규제 보다는 독과점 유통구조 개선을 통한 물가안정을 강화할 공산이 크다. 실제로 관세청은 지난 4월 수입가격 공개 범위를 공산품까지 확대하였다. 공산품은 국민 생활과 밀접한 관련이 있고 서민 물가 체감도가 높다. 공개 목적에서도 볼 수 있듯이 정부는 '수입가격 정보제공 확대를 통해 소비자의 합리적인 선택을 유도함으로써 국내 독점적 수입·유통구조 개선과 수입물가 안정을 적극 지원할 예정'이다.

[그림 44] 공산품 수입가격 공개로 국내 판매가격 인하 압력 거세질 전망



자료: 관세청, 동양증권 리서치센터

[그림 45] 최근에는 통관인증 대상 확대와 인증 업체 선정 기준 완화됨



자료: 관세청, 동양증권 리서치센터

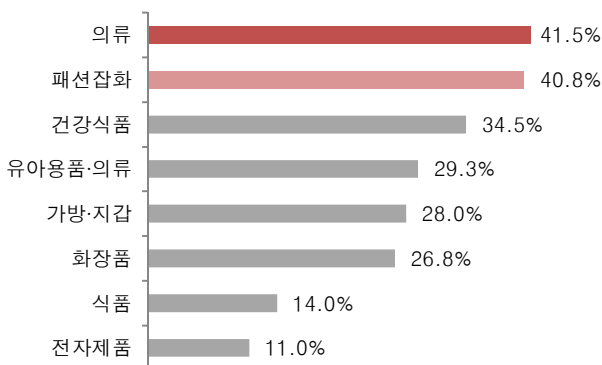
해외직구와 병행수입 주요 대상 품목들에 대한 가격 경쟁력 확보 필요

정부의 정책 목적이 국내 독점적인 수입·유통구조 개선이라고 공공연히 명시된 만큼 국내 유통업체들은 직접적인 규제에 이어 간접적인 마진 축소 압력을 받게 되었다. 그 결과 해외직구와 병행수입의 주요 대상 품목들에 대해서는 가격 경쟁력 확보가 최우선 과제로 떠올랐다. 백화점은 MD 및 상품 구색 확대에 가격 경쟁력과 상품 차별성을 개선하고, 대형마트는 강력한 구매력과 자체적인 병행수입 확대에 소비자의 가격 만족도를 충족시키려는 노력을 지속하고 있다. 그리고 상품 품질에 대한 신뢰와 자체적인 A/S 제공 등 비가격적 요소를 내세워 소비자들에게 어필하고 있다.

국내 유통업체를 다양한 상품 구색 확보해 소비자 유인하려는 전략

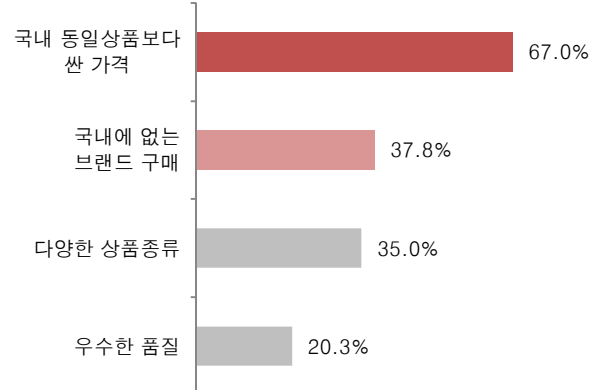
해외직구는 주로 표준화 정도가 뚜렷하여 '가격'이 구매여부 결정의 주요 기준으로 작용하는 공산품 위주로 이뤄지고 있다. 대한상공회의소의 '해외 직접구매 이용실태 조사'에 따르면 해외직구를 선호하는 가장 큰 이유로 67%의 응답자가 '국내 동일상품보다 싼 가격'을 꼽았다. 가격 외에도 국내 미출신 브랜드 구매나 다양한 상품 구색에 매력을 느끼는 소비자가 해외직구를 주로 이용하는 것으로 나타났다. 유통단계를 최소화한 해외직구와 견주어 가격 우위를 점하는 것이 쉽지 않은 국내 유통업체들이 다양한 상품 구색을 확보해 소비자를 유인하려는 전략도 이러한 특성에 기인한다.

[그림 46] 해외 직구로 가장 많이 판매되는 품목



자료: 대한상공회의소 ※중복응답 가능

[그림 47] 해외직구를 선호하는 이유



자료: 대한상공회의소 ※중복응답 가능

능동적인 대안 통해 매출
증대 및 마진 확대 가능한
전략 세우는 것 필요

하지만 가격 경쟁력 확보를 통한 소비자 유인이나 원가 절감, 비용 절감 등으로 수익성을 방어하는 전략은 한동안 지속될 것으로 보이는 부정적인 영업 환경을 타개하는 궁극적인 대안이 되기에는 부족해 보인다. 정부의 유통구조 개선 의지와 소비자의 유통과정 생략 의지에 대해 보다 능동적인 대안을 통해 매출 증대 및 마진 확대가 가능한 전략을 세우는 것이 필요하다.

해외직구의 주요 품목인 공산품과 확연히 차별화를 보일 수 상품 구색을 통해 기존 시장의 점유율 싸움에서 벗어나 신규 시장을 창출할 필요가 있다. 소비자의 가격 민감도가 높지 않아 점차 심화되고 있는 유통업체간 가격 경쟁에서 한 발 벗어날 수 있고 궁극적으로는 수익성 개선까지 기대할 수 있는 시장이면 더할 나위 없다.

요약하면 1) 해외 유통업체보다 국내 유통업체가 비교우위를 가질 수 있는 것, 2) 소비자의 가격민감도가 높지 않아 가격경쟁의 압박에 노출될 가능성이 상대적으로 낮은 것. 당사는 이른바 '국내직구'가 대안이 될 수 있다고 판단한다.

국내: 신선식품, 그 중에서도 로컬푸드(Local food)

최근 부각되고 있는
'로컬푸드(local food)'에
대해 관심

국내 농·축·수산물 등 신선식품 상품구색 강화를 통해 국내 유통업체의 비교우위를 확보가 가능할 것으로 기대된다. 표준화 정도가 낮은 상품에 대한 품질 경쟁력 강화로 소비 수요의 가격탄력성에서 자유로워지면 성장성과 수익성 개선을 동시에 도모할 수 있을 것으로 판단한다. 특히, 최근 부각되고 있는 '로컬푸드(local food)'에 대해 관심을 가져볼 필요가 있다.

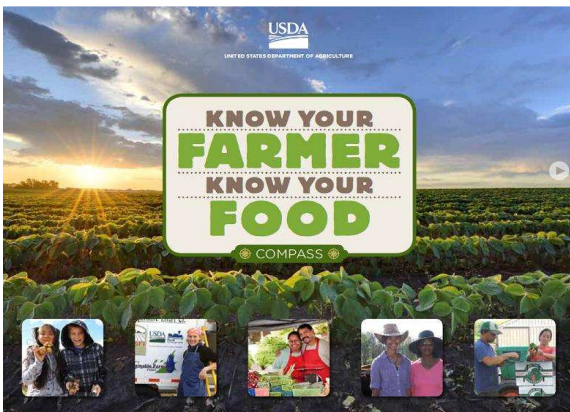
해외는 로컬푸드에 대한
인식이 이미 성숙단계

로컬푸드는 지역에서 생산한 농산물을 일컫는 말로 주로 50km 이내에서 생산되어 당일 소비되는 신선식품을 뜻한다. 해당 지역에서 생산된 식품은 지역 내에서 소비하는 것이 가장 좋다는 개념에서 출발한 것으로 미국의 100마일 다이어트 운동과 일본의 지산지소(地産地消), 영국의 "Making Local Food Works"기금, 프랑스는 "Circuits Courts(짧은 유통)" 등 해외에서는 이미 로컬푸드에 대한 관심이 성숙단계에 접어들었다.

유통단계 줄면서
유통업체에게도 이익

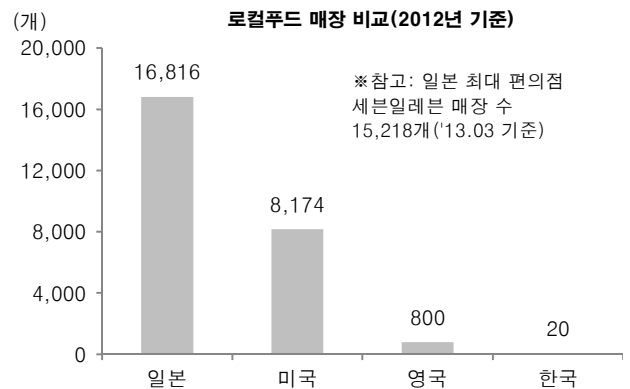
본래는 식품 신선도를 높이자는 취지로 시작했으나, 유통단계가 줄면서 농민(생산자)와 소비자뿐 아니라 판매자(유통업자)에게도 이익이 돌아가게 되면서 폭넓은 관심을 받게 되었다.

[그림 48] 미국은 정부 차원에서 로컬푸드 정책을 적극 펼치고 있음



자료: 미국 농무부(USDA), 동양증권 리서치센터

[그림 49] 국내 로컬푸드 시장은 초기 단계



주: 미국은 파머스마켓과 푸러미사업 합산 수치

자료: 일본 농림수산성, 미국 농무부, 동양증권 리서치센터

국내 로컬푸드 시장은
아직 걸음마 단계

국내 로컬푸드는 아직 걸음마 단계에 불과하다. 2012년 기준 국내 로컬푸드 취급 매장은 20개에 불과해 일본(16,816개), 미국(8,174개)과 비교하면 영세한 수준이다. 국내 농가들이 일손 부족, 사업성 부족 등을 이유로 로컬푸드 매장을 개설하고 납품하는 것을 꺼리기 때문이다. 소비자들의 로컬푸드에 대한 인식 수준이 낮다는 점도 로컬푸드의 활성화를 어렵게 만든 원인 중 하나이다.

로컬푸드의 가장 큰 장점은 안전한 먹거리라는 소비자의 신뢰

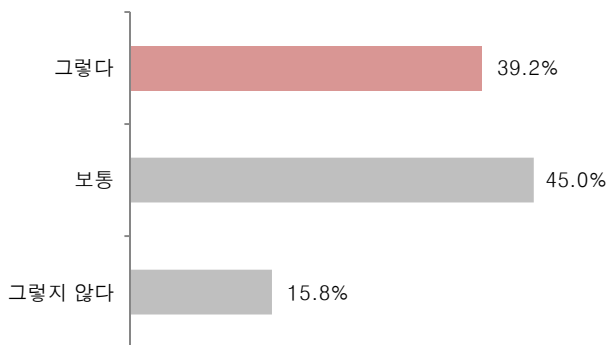
로컬푸드의 가장 큰 장점은 저렴한 가격이나 뛰어난 맛이 아닌 소비자의 높은 신뢰이다. 인근 지역에서 정직하게 키우고 수확한 로컬푸드는 대규모 친환경 시스템을 갖춘 생산업체 상품에 비해 덜 세련돼 보일 수 있으나 안전하다는 점에서 각광받고 있다. 장거리 운송에 시달린 농산물이 아닌 인근에서 바로 수확한 신선한 제품이라는 점이 소비자의 신뢰를 얻고 있는 것이다. 게다가 유통 단계를 확 줄였다는 측면에서 로컬푸드는 밥상과 농산물 유통에 혁명을 가져온 것으로 평가 받고 있다.

평소 먹거리 불안감의 주 원인은 상품 신뢰도 부족

국내에서도 안전한 먹거리에 대한 소비자들의 욕구가 커지고 있는 것을 감안하면 로컬푸드에 대한 수요는 점차 늘어날 것으로 예상된다. 대한상공회의소의 '식품안전에 대한 소비자 인식' 조사에 따르면, 주부들의 40%가 평소 먹거리에 불안감을 느끼는 것으로 나타났다. 불안 요인에 대해서도 제품에 표기된 원산지와 유통기한에 대한 신뢰감 부족이 가장 큰 것으로 나타났다. 상품 가치를 높이기 위한 첨가물·착색료 우려와 장거리 배송으로 농약 사용이 불가피한 점 등이 그 뒤를 이었다.

[그림 50] 먹거리 안전에 대한 소비자 불안감 높은 수준

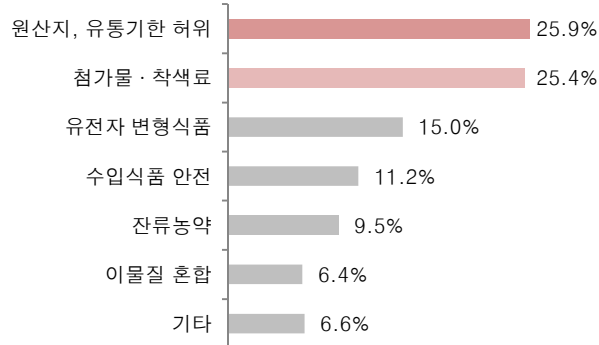
평소 먹거리에 불안감을 느끼는가?



주: 전국에 거주하는 주부 500명 대상
자료: 대한상공회의소, 동양증권 리서치센터

[그림 51] 상품에 대한 신뢰 부족이 가장 큰 원인

불안감을 느끼는 이유는?



주: 전국에 거주하는 주부 500명 대상
자료: 대한상공회의소, 동양증권 리서치센터

소비자 관심 증가와 정부 활성화 정책으로 로컬푸드 접할 수 있는 기회 증가

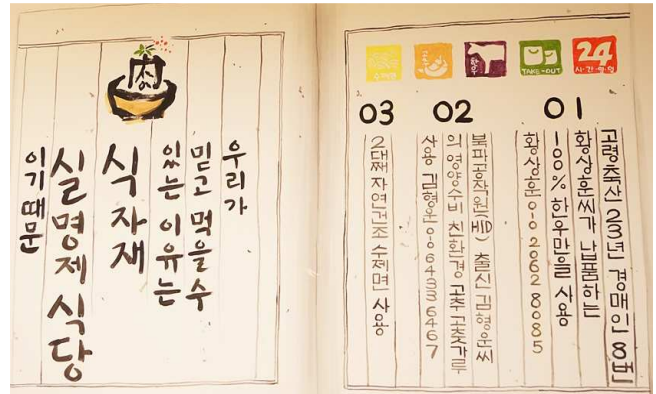
신뢰를 바탕으로 한 로컬푸드는 소비자들의 이러한 불안감을 해소할 수 있다는 점에서 기존 대량 생산체제 하의 친환경 농산물과 차별화된 수요를 창출할 수 있다는 판단이다. 실제로 로컬푸드에 대한 소비자 관심 증가와 정부 및 지방자치단체의 활성화 정책이 맞물리면서 국내에서도 로컬푸드를 접할 수 있는 기회가 지속적으로 늘어나고 있다. 새 정부 출범 초기부터 유통 구조 개선 논의가 활발하게 이뤄지면서 로컬푸드가 기존의 주류 유통망을 보완할 수 있는 새로운 판로로 부각되고 있는 점도 고무적이다. 박근혜 대통령은 농산물 유통 단계 축소와 관련해 여러 차례 의지를 밝힌 바 있다.

[그림 52] 정부의 로컬푸드 활성화 동영상



자료: 대한민국정부포털, 동양증권 리서치센터

[그림 53] 대구의 식자재 실명제 실천 식당 사례



자료: 언론기사, 동양증권 리서치센터

대규모 소비층의 부재로
기존 로컬푸드 성공은 일부
지역에 국한

로컬푸드 활성화의 기본 취지가 산지(local)와 소비 지역의 거리를 좁히자는 것이므로 주로 농협이나 생산자단체 위주의 판매가 이루어지고 있다. 국내 로컬푸드의 메카로 불리는 전북 완주군의 용진농협의 로컬푸드 직매장은 이미 로컬푸드 활성화의 성공사례로 꼽힌다. 사실 완주군의 성공 뒤에는 65만명의 인구가 거주하는 전북 전주시가 있다. 대규모 소비 인구를 지척에 둔 완주 농협같은 지리적 이점을 가지지 못한 다른 지방의 경우는 로컬푸드가 큰 효과를 거두지 못하고 있다.

[표 8] 대표적인 로컬푸드 관련 매장 정리

구분	원주 용진농협 로컬푸드 직매장	원주 로컬푸드 직매장	김포 로컬푸드 공동판매장	김포농협 로컬푸드 직매장
운영주체	용진농협	농업회사법인 (주)완주로컬푸드	농업회사법인 (주)엘리트농부	김포농협 로컬푸드 직매장
개장시기	2012.04	2012.01	2012.11	2013.04
판매수수료	10%~13%	10%	15%~20%	10%
유통기한	당일수확, 당일판매	당일수확, 당일판매	수확 후 2일까지	당일수확, 당일판매

자료: 농협, 언론보도, 동양증권 리서치센터

소비수요 확보 위해 대도시
인근 지역에서 로컬푸드
인지도 높이는 행사 진행

시장 활성화에 필수적인 소비 수요 확보를 위해 대도시 인근 주요 소비 지역에서 로컬푸드의 장점을 알리고 인지도를 높이려는 활동들이 늘어나고 있다. 대표적인 예로 서울시가 주도하여 지난 4월 초에 개장해 연말까지 운영되는 '서울 농부의 시장'을 들 수 있다. 지방 농가들은 정기적인 판매 기회를 확보하고, 도시의 소비자들은 값싸고 싱싱하면서 믿을 수 있는 농산물을 살 수 있다는 점에서 긍정적인 호응을 얻고 있다.

[표 9] 2014 서울 농부의 시장(Seoul Farmers Market)

일정	장소	일시	참여대상	특징
4/6 ~ 11/5 (휴시기 제외)	광화문	매주 일요일	61개 시·군	시중보다 10~30% 저렴
	북서울 꿈의 숲	매주 토요일	119여개 농가	
	보라매공원	둘째, 넷째 토요일	14개 도시농부 단체	

자료: 서울시, 동양증권 리서치센터

대형 유통업체들의 인프라 바탕으로 로컬푸드 활성화하는 방안 대두

단순히 홍보성 캠페인에 그치지 않고 수익을 기대할 수 있는 규모의 시장 형성과 거래 활성화를 도모하기 위해서 점차 유통업체의 역할이 부각되고 있다. 대형 유통업체들이 잘 구축해 놓은 물류·배송 인프라를 바탕으로 로컬푸드를 활성화하는 방안이 설득력을 얻고 있는 것이다.

유통업체들, 로컬푸드 시장 뛰어들어 규모 확대 중

국내 유통업체들은 이미 수 년 전부터 로컬푸드 시장에 뛰어들어 점차 규모를 확대하고 있다. 우선 주요 산지 근처에 있는 오프라인 매장을 통해 로컬푸드의 우수성 알리기에 나선 후 점차 그 범위를 확대하는 전략을 통해 판매 영역과 규모를 넓혀가고 있다.

[표 10] 대형 유통업체 로컬푸드 취급 현황

유통업체	로컬푸드 취급	취급 지역(매장)	비고
이마트	• 로컬푸드 취급 신선식품 전품목 (채소, 수산물, 축산물, 청과류 등)	• 전국 8개 권역 • 취급점포: '12년:20>'13년:60개>'14년(E):100개	• 2014년 매입액 규모 700억원까지 확대(YoY +40%) • 채소의 경우 매입액의 절반을 로컬푸드로 채울 예정
롯데마트	• 경기 남양주 농가와 계약재배 • 오산물류센터 통해 '새벽딸기' 판매	• 구리, 잠실, 송파, 강변 등 • 서울, 경기 및 충남, 전북 권역의 58개점	
현대백화점	• 친환경농산물브랜드 '채다움'을 로컬푸드 전용 전환	• 업계 최초로 전국 13개 점포에 로컬푸드시스템 도입	• 전용 브랜드 도입 한 달 만에 매출 +20% • 로컬푸드 매입 비중 친환경농산물의 30%까지 확대
신세계	• 로컬푸드 채소 상시 판매 계획(품목확대) • 로컬푸드 개념으로 '아침야채' 운영	• 본점, 강남점, SSG 청담점 • 본점, 강남점, SSG 청담점, 도곡점 스타슈퍼 등	• 사회적 기업 '강동도시농부' 재배한 쌈채류와 과채류 (6월 예정) 당일 직배송해 판매

자료: 언론보도, 동양증권 리서치센터

이마트, 신선식품 전 품목에서 로컬푸드 취급 중

2009년 로컬푸드를 시범 도입한 이마트는 도입 초기 4개 권역에 불과했던 로컬푸드 취급 지역을 2013년 서울을 제외한 전국 8개 권역으로 확대했다. 취급 점포도 2012년에는 20개에서 2013년 60여 개로 확대하였다. 올해는 전국 이마트 매장의 70% 수준인 100여 개까지 늘릴 계획이다. 도입 초기 채소 중심이었던 상품 카테고리도 지난해 상반기 수산물·축산물로 확대한 데 이어 하반기에는 청과물까지 포함해 신선식품 전 품목으로 확대했다.

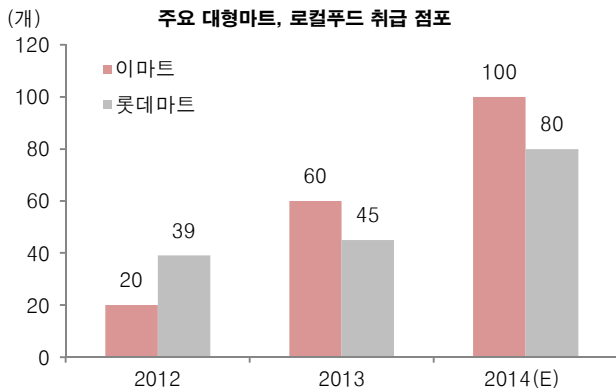
롯데마트, 로컬푸드 취급 점포 올해 80개까지 확대

롯데마트는 경기도 남양주의 전용 하우스에서 재배한 농산물을 판매하는 방식을 통해 로컬푸드 확대를 시작했다. 취급 점포도 2012년 39개, 2013년 45개 그리고 올해는 80여 개까지 꾸준히 확대할 계획이다.

취급 매장(지역)과 품목뿐 아니라 매입 규모까지 증가

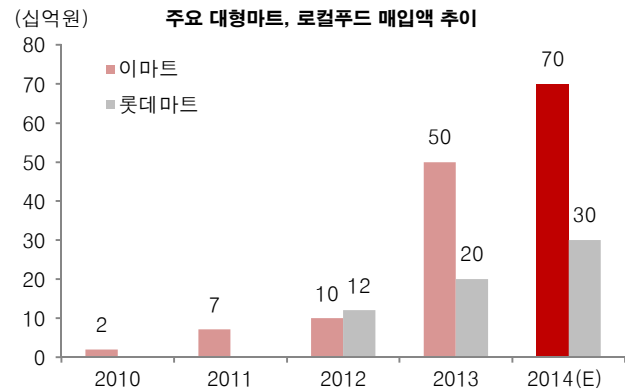
유통업체의 로컬푸드 확대는 취급 지역과 품목뿐 아니라 매입 규모까지 증가시키고 있다. 이마트의 로컬푸드 매입액은 2012년 100억원 수준에서 지난 해 500억원으로 늘었고 올해는 700억원까지 확대할 예정이다. 롯데마트는 2012년 100여개 품목, 120억원 규모의 로컬푸드를 판매한 데 이어 지난해에는 120여개 품목, 200억원 정도의 판매고를 올렸다. 올해는 50% 증가한 300억원 수준을 예상하고 있다.

[그림 54] 로컬푸드 취급 점포 꾸준히 증가 중



자료: 이마트, 언론보도, 동양증권 리서치센터

[그림 55] 매입(매출) 규모도 지속적으로 성장 중

주: 롯데마트는 매출액 기준
자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

로컬푸드 시장의 성장 가능성 주목

로컬푸드 시장은 국내 전체 소비시장 규모에 견주어 볼 때 영향력을 기대할 수 있는 수준에 미치지 못한다. 그럼에도 불구하고 로컬푸드 시장의 성장 가능성에 주목하는 이유는 다음과 같다. 1) 로컬푸드에 대한 소비자의 인지도가 올라가고 있으며 2) 대형 유통업체들의 로컬푸드 활성화로 공급 규모 및 지역의 확대가 예상될 뿐 아니라 3) 가격 차별화가 가능한 품목이기 때문이다.

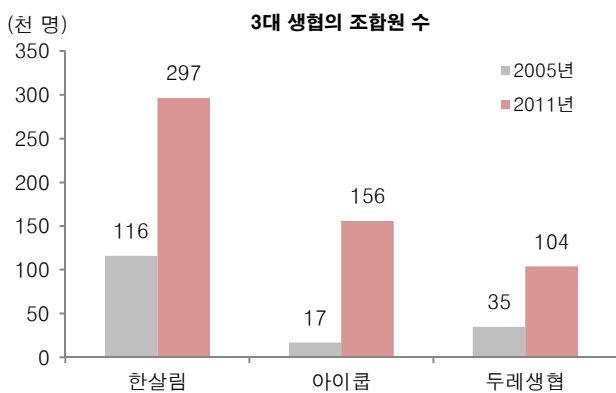
생협을 제외하면 로컬푸드 접할 기회 별로 없음

생산지에 기반한 근거리 직거래라는 로컬푸드의 특성상 대도시 소비자들은 로컬푸드를 접할 일이 별로 없었다. 한살림, 아이쿱, 두레 등과 같은 소비자생활협동조합(생협)들이 온/오프라인 매장을 통해 지역 농산물을 팔고 있긴 하지만 인지도나 매출 규모 측면에서 아직 많이 부족한 상황이다.

국내 3대 생협의 매출규모 미미한 수준

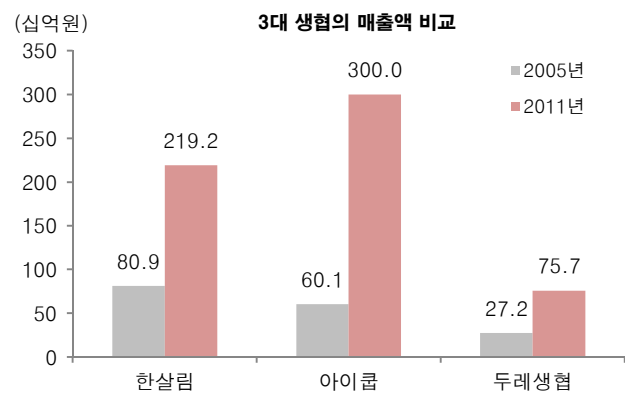
한살림·아이쿱·두레 등 국내 3대 생협의 소비자 조합원(소비회원)은 2011년말 기준으로 56만여 가구로 국내 전체 가구의 3%에 불과하다. 합산 매출액도 약 6,000억원으로 2011년 기준 42조 원대에 이르는 대형마트 소매판매액의 1.4% 수준이다.

[그림 56] 국내 3대 소비자생활협동조합 조합원 수 변화



자료: 언론보도, 동양증권 리서치센터

[그림 57] 국내 3대 소비자생활협동조합 매출액 변화



자료: 언론보도, 동양증권 리서치센터

로컬푸드에 대한 인지도
빠르게 증가할 것 기대

소비자들의 안전한 먹거리 선호와 정부의 유통구조 개선을 위한 로컬푸드 활성화, 대형 유통업체의 취급 규모 확대 등 근래 발생하고 있는 변화의 방향성을 볼 때 로컬푸드에 대한 인지도는 빠르게 올라갈 것으로 판단한다.

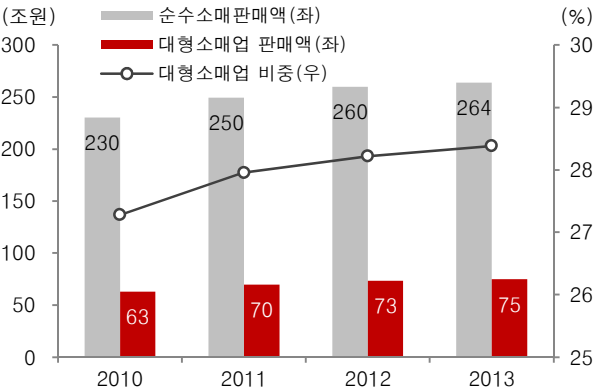
대도시 중심 인구 밀집으로
산지와 물리적 거리 존재

한국은 대도시 중심으로 인구가 밀집되어 있어 생산지와 소비지의 물리적 거리가 다른 국가에 비해서 멀다. 로컬푸드 소비가 생활화된 일본·미국처럼 산지 내 소비가 쉽지 않은 가장 큰 이유이다. 일본은 대형 할인점이 대개 도시 외곽에 있어 소비자들이 쇼핑을 위한 장거리 이동에 거부감이 없지만 한국은 대형마트들이 도심에 위치하고 있어 원거리 소비를 선호하지 않는다는 점도 로컬푸드의 성장을 제한했다.

수요/공급의 엇박자로
부진했던 로컬푸드 시장
성장 가능할 것

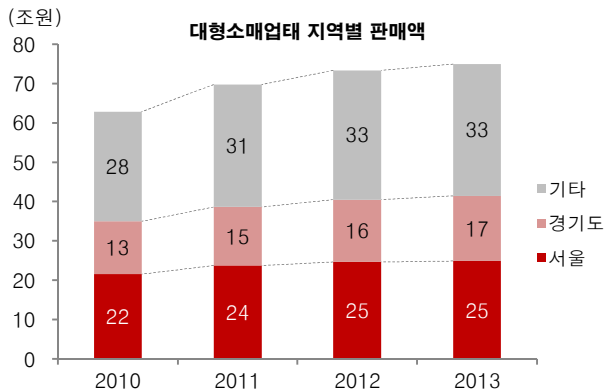
하지만 국내 유통업체의 로컬푸드 시장 진출은 이 같은 지리적 단점을 장점으로 바꾸고 있다. 인구 밀도가 높은 대도시를 중심으로 소비시장이 형성되어 있고, 대형 유통업체들이 도심 지역에 포진해 있기 때문에 적은 비용으로 높은 집객 효과를 거둘 수 있는 것이다. 도심 내부 또는 주변의 오프라인 매장에서 로컬푸드의 판매가 활성화되면 핵심 구매력을 가진 도시 소비자들의 수월한 접근이 예상되는 바 수요와 공급의 엇박자로 부진했던 로컬푸드 시장의 성장이 가능할 것으로 판단된다.

[그림 58] 유통채널의 대형소매업(백화점, 대형마트) 집중화



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 59] 서울 및 경기도 소비 집중 점차 심화

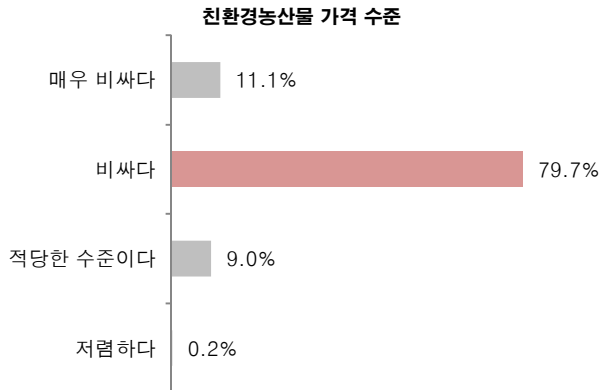


자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

가격 차별화 가능하다는 점
역시 로컬푸드 비중 확대가
긍정적인 이유

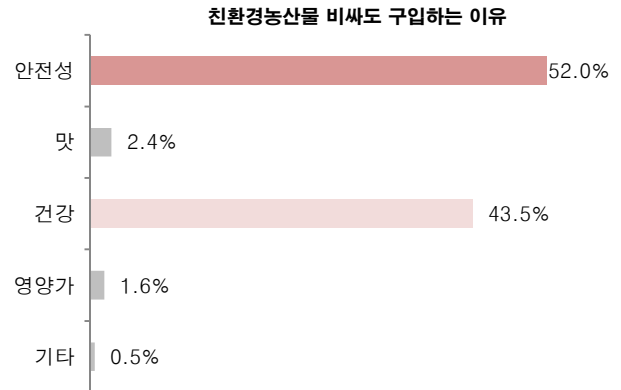
가격 차별화가 가능하다는 점 역시 로컬푸드 비중 확대가 긍정적인 이유이다. 일반적으로 소비자는 입을 거리, 즐길 거리 보다 먹을 거리에 대해서는 가격민감도가 낮다. 안전한 먹거리에 대한 선호도가 그 어느 때 보다 높은 상황이고 이러한 수요는 계속 늘어날 것으로 보인다. 다시 말해, 로컬푸드를 비롯한 신선식품의 수요는 가격 탄력성에서 품질 탄력성으로 중심 축이 점차 이동할 것으로 판단한다. 한국농촌경제연구원이 실시한 '친환경농식품의 소비실태'의 결과는 안전한 농식품에 대한 소비자들의 가격 민감도를 보여주고 있다.

[그림 60] 친환경농산물은 비싼 편이지만



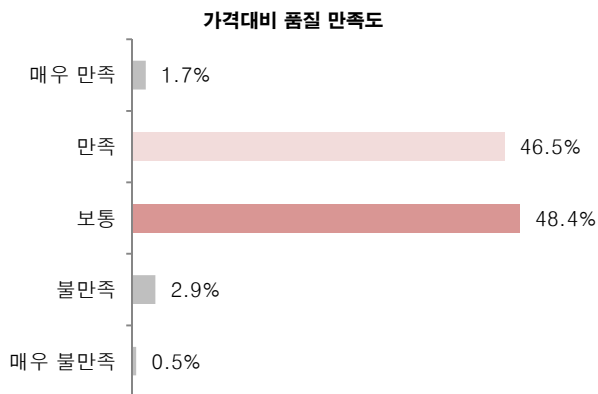
자료: 한국농촌경제연구원, 동양증권 리서치센터

[그림 61] 안전하다는 점 때문에 구입을 하게 된다



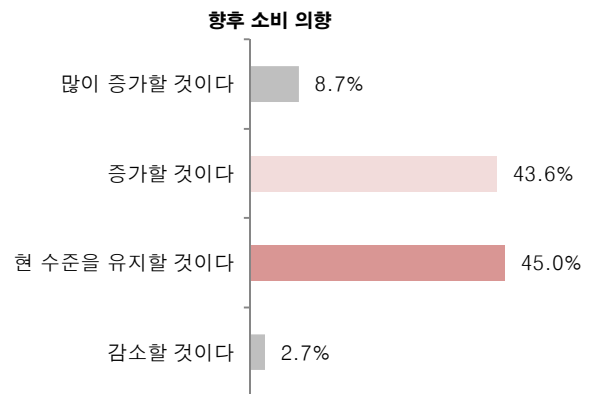
자료: 한국농촌경제연구원, 동양증권 리서치센터

[그림 62] 가격을 고려해도 만족도가 보통 이상은 되며



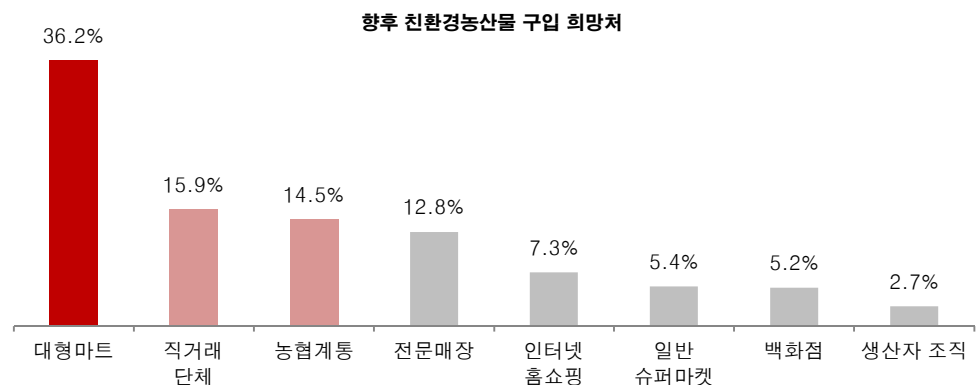
자료: 한국농촌경제연구원, 동양증권 리서치센터

[그림 63] 향후에도 구매를 할 의향은 있다



자료: 한국농촌경제연구원, 동양증권 리서치센터

[그림 64] 지리적으로 가까운 곳에 위치한 대형마트에 가서 살 생각이다



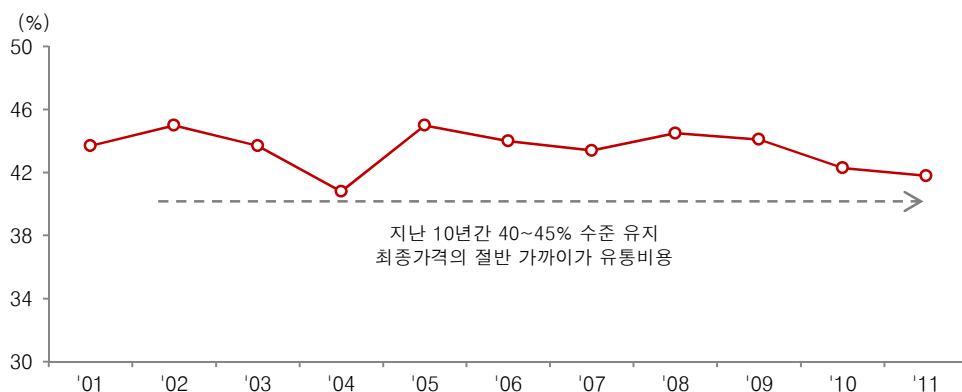
자료: 한국농촌경제연구원, 동양증권 리서치센터

'직구': 유통구조 개선

농축수산물도 공산품과 달리 유통단계가 많고 복잡

농축수산물은 공산품과 달리 유통단계가 많고 복잡하다. 대부분의 소매상들이 영세하고 넓은 지역에 퍼져 있는 데다 소비자들의 1회당 구매량이 크지 않다는 특성 때문이다. 생산 기간이 길고 기후에 민감해 해마다 공급물량의 진폭이 큰 반면 수요 변화는 거의 없다는 점도 복잡한 유통과정의 원인으로 꼽힌다.

[그림 65] 농축산물 평균 유통비용률(=유통비용/최종가격) 40~45% 수준 유지

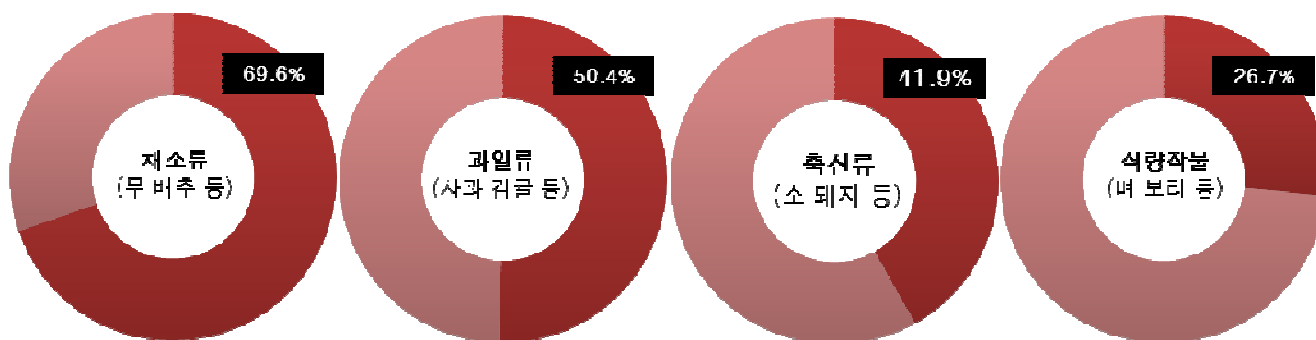


자료: 한국농수산식품유통공사(aT), 통계청, 동양증권 리서치센터

손실을 높은 채소류, 과일류는 유통비용률 높아

유통비용은 최종가격에서 생산자가 수취하는 가격을 제외한 부분으로 운송·포장 등 직접비와 인건비·임대료 등 간접비, 그리고 유통마진으로 구성된다. , 축산물은 평균 수준, 저장성이 높은 식량작물은 손실이 적어 유통비용률이 상대적으로 낮다.

[그림 66] 농축산물 품목별 유통비용률 비교(2011년 기준)



자료: 한국농수산식품유통공사(aT)

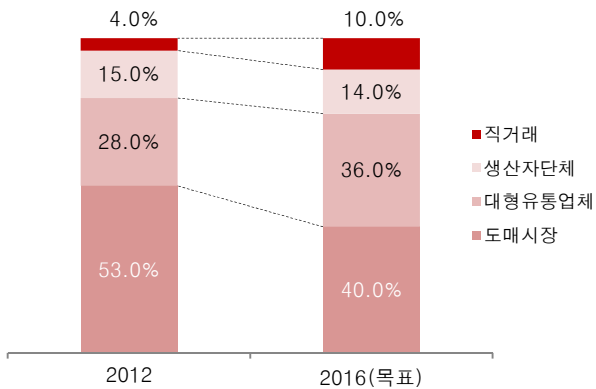
유통비용이 높은 이유는 유통단계의 과점구조와 비효율성 때문

최종소비자의 가격부담으로 직결되는 유통비용이 높은 이유는 농축산물의 상품특성도 있지만 유통 단계의 과점과 비효율성이 상당 부분 영향을 끼친다. 농산물 유통경로는 도매시장과 대형유통업체가 83% 수준을 점하고 있고, 생산자 위주의 유통채널 및 직거래 경로는 상당히 낮은 비중을 차지하고 있다. 이로 인해 생산자가 제 값을 받지 못하는 것은 물론이고 유통업체도 도매시장을 거침으로써 높아진 농산물 가격 때문에 경쟁력 있는 상품 조달이 쉽지 않은 상황이다.

정부, 유통구조 개선안 중 하나로 유통비용 감축 제시

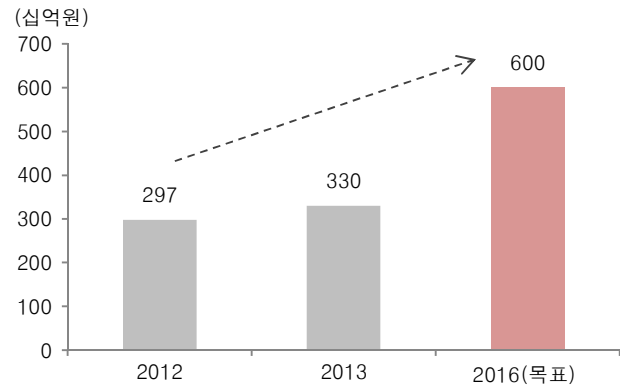
정부는 이에 농산물 유통구조 개선의 3대 목표 중 하나로 유통비용 감축을 내세우고 유통 주체간의 경쟁 촉진 및 대안 유통경로 육성 등을 통해 유통비용 절감을 꾀하고 있다. 체계적 지원을 위한 제도적 기반 마련을 위해 올해 ‘농산물 직거래 활성화 법률(가칭)’ 제정도 계획 중이다. 그 외에도 직거래 활성화를 위한 다양한 인센티브를 확대하고 대형마트 내에는 '로컬푸드 직매장 운영'을 활성화할 방침이다.

[그림 67] 농산물 유통경로 중 직거래와 대형유통업체 비중 확대



자료: 농림축산식품부, 동양증권 리서치센터

[그림 68] 대형마트 전용상품(농산물) 공급 규모 확대할 계획(정부안)



자료: 농림축산식품부

유통구조 개선을 위한 유통업체 중요성 부각

이 과정에서 소매유통업체의 중요성이 부각되고 있다. 대형마트 등 소비자에게 직접 상품 공급이 가능한 유통망을 이용하여 생산자와 소비자 간의 거리를 축소하려는 방안들이 주를 이루고 있기 때문이다. 정부 차원에서 산지와 소비자를 직접 연계하는 '도매물류센터'를 권역별로 설립하고 이를 기반으로 대형마트 전용상품을 개발·공급하려는 것도 유통업체의 역할을 강화시켜줄 것이다.

로컬푸드 확대는 지역 활성화뿐 아니라 유통구조 개선에도 긍정적

사실 유통단계 축소 움직임은 유통업체들이 원가 절감을 통한 이익률 개선 방안으로 지속적으로 시행해온 전략이다. 대형마트의 로컬푸드 취급도 유통구조 개선의 수익성 제고 효과가 기대되는 부분이다. 로컬푸드 확대는 지역 활성화뿐 아니라 유통구조의 개선에도 큰 몫을 하고 있다. 최소 6단계에 이르는 유통구조를 3단계로 줄여 가격 경쟁력까지 확보하게 되면서 '유통구조 개선→가격 인하'의 선순환 구조가 정착되었다. 산지 직송으로 바뀌면서 운송과 포장에 드는 물류비와 인건비 등이 절감돼 판매가격도 10~15%가량 저렴하게 책정할 수 있다.

'로컬푸드'+ '직거래' = 수익성 개선

신선식품은 유통 단계에 많은 비용 들어가 확대가 쉽지 않음

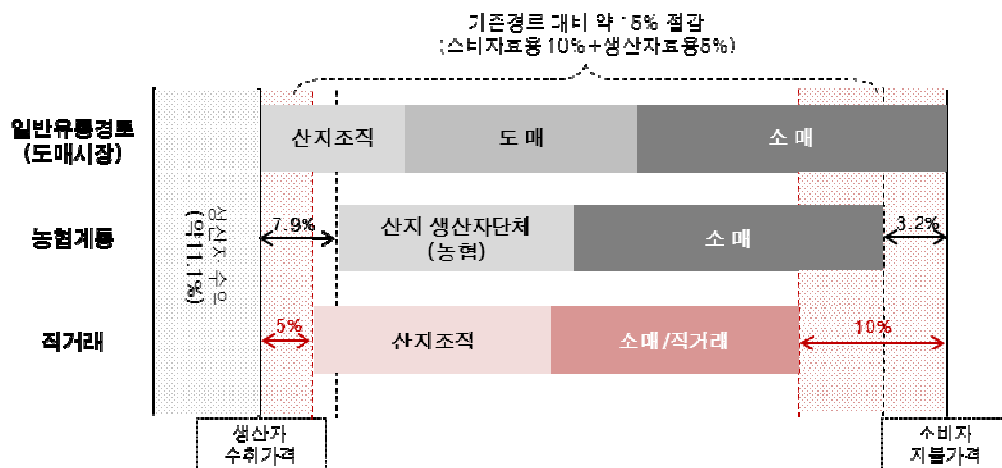
대형 유통업체의 입장에서 신선식품의 비중을 확대하는 것은 쉽지 않은 선택이다. 특히, 농수산물 중심의 신선식품은 공산품이나 가공식품에 비해 유통 단계에 많은 수고와 비용이 들어간다. 신선도 유지와 품질 표준화가 어렵고 유통 과정의 손실률(부패율)이 높기 때문이다.

친환경·유기농 제품군 확대를 통한 고급화 전략은 필요 이상의 비용 지출이라는 인식 때문에 수요가 일부 소비층에만 국한되었다. 이런 이유로 신선식품은 수익성 측면에서 판매 확대가 쉽지 않은 품목으로 여겨지고 있다.

로컬푸드 직매입 확대는 유통업체의 마진 스프레드 개선 가능

'국내직구'로 제시한 로컬푸드 직매입 확대는 1)유통비용 절감과 2)가격 차별화라는 측면에서 유통업체의 마진 스프레드를 개선시킬 수 있을 것으로 판단된다. 유통 과정을 대폭 줄인 직거래(직매입)는 산지수집상, 도매시장, 협력업체 등 중간 유통단계에서 가져가던 유통마진을 생산자와 소비자 그리고 유통업체에게 이익으로 고루 배분하는 효과가 있다.

[그림 69] 직거래는 생산자와 소비자뿐 아니라 유통업체에게도 이익



자료: EU 집행위원회('Support for Farmers' Cooperatives', 2012), 동양증권 리서치센터

[그림 69]에서 산지 유통인과 도매시장을 거치는 기존 유통경로와 비교해보면 조직화된 생산자단체(농협계통)를 통한 거래나 직거래 모두 생산자와 소비자 양 쪽의 이익을 증대시키는 효과가 있다. 생산자단체를 거칠 경우 생산자의 가격 협상력 강화로 소비자에 비해 생산자의 수익 증가 규모가 조금 더 크다.

직거래는 소비자에 대한 이익 기여도가 높음

반대로, 도매 단계를 배제한 을 볼 수 있다. 최근 소비시장이 소비자 중심으로 재편되는 트렌드를 고려하면 점차 직거래 비중이 늘어날 것으로 예상된다. 여기에 정부의 유통구조 개선을 통한 물가 안정 노력까지 더해질 경우 그 속도는 더욱 빨라질 것이다.

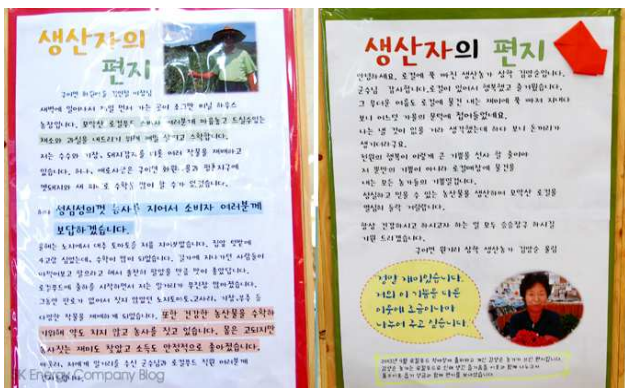
로컬푸드, 비가격적인 요소로 수요 창출 및 상품 차별화

상품 차별화 효과로 과도한 가격 경쟁구도 해소 기대

로컬푸드의 또 다른 장점으로 비가격적인 요소에 의한 수요 창출 및 상품 차별화를 들 수 있다. 일반 신선식품과 비교해서 로컬푸드에 대한 소비자의 우호적인 정서와 생산자와의 교감 및 신뢰감을 주는 스토리텔링 등 비가격적 특성은 수요 창출에 긍정적인 역할을 할 것으로 기대한다.

로컬푸드의 시장 확대는 상품 차별화 효과를 야기해 과도한 가격 경쟁구도에서 벗어날 기회를 제공해 줄 것으로 기대한다. 점차 얼굴(브랜드) 있는 먹거리에 대해 품질 프리미엄을 부여하는 추세로 바뀌고 있다. 그리고 도시의 소비자와 농어촌 생산자의 교감이라는 스토리텔링을 통해 저렴한 소비뿐 아니라 건강한 소비를 유발하는 효과를 기대할 수 있다. 소비자의 구매여부 결정에 가격 이외의 요인이 고려되는 것이다.

[그림 70] 로컬푸드 생산자의 편지(사례)



자료: 동양증권 리서치센터

[그림 71] 구매 진행과정에서 볼 수 있는 상품관련 스토리

싱싱 스토리



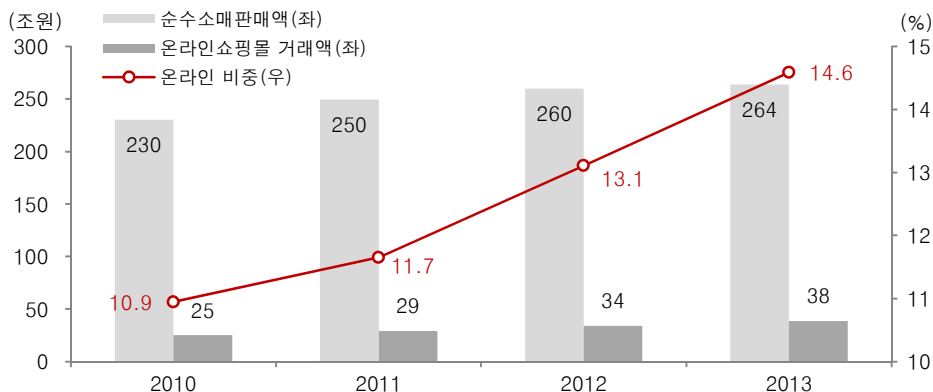
자료: 네이버 '체크아웃 산지직송', 동양증권 리서치센터

(2) 믿을 만한 Online

신선식품은 오프라인 매장
구매가 일반적으로 여겨짐

더 이상 새롭지 않은 '웰빙'이 화두가 된 이래 신선식품에 대한 유통업체의 다양한 판매 전략은 꾸준히 이어져 왔다. 친환경·유기농·웰빙 등 다양한 농산물과 무항생제 인증 축산물, 청정해역 수산물 같이 다양한 상품이 출시되었다. 그러나 판매방식에는 큰 변화가 없었다. 신선식품은 찬 공기가 커튼처럼 흘러내리는 냉장 코너에서 살펴보고, 만져보고 구매하는 것이 필수이기 때문이다.

[그림 72] 소매시장에서 온라인이 차지하는 비중 15%까지 상승

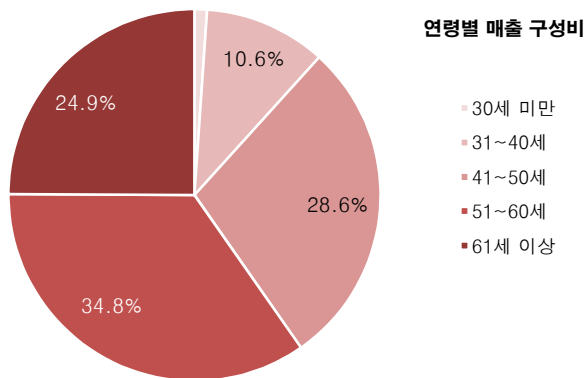


자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

소량구매와 당일구매
비중이 높은 신선식품
고유의 특성 때문

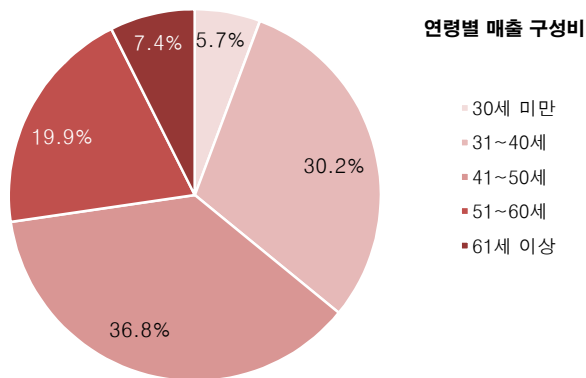
온라인 시장이 급속히 발전하고 있고, 표준화된 공산품은 물론 가공식품의 온라인 매출비중이 지속적으로 늘어나고 있다. 그러나 신선식품은 여전히 오프라인 채널에 적합한 상품으로 여겨진다. 그 이유는 소량구매와 당일구매 비중이 높다는 신선식품 고유의 특성 때문이다. 신선식품은 여타 저장 가능한 식품과 달리 말 그대로 신선도가 생명이므로 당일 또는 수일 내 소비할 정도의 소량 구매가 일반적이다. 그러므로 배송비 부담에서 자유롭기 힘들고, 품질 측면에서도 제품 표준화가 쉽지 않아 품질 차이가 크게 날 수 있다는 점에서 눈으로 확인하고 소량 구매가 가능한 오프라인 채널의 이용 비중이 높다.

[그림 73] 농협 하나로클럽 연령별 매출구성비



자료: 유통업체연감, 동양증권 리서치센터

[그림 74] 이마트 연령별 매출구성비

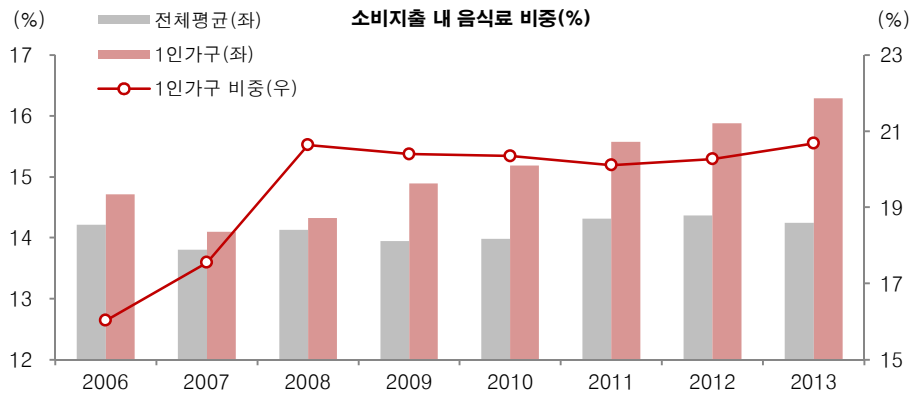


자료: 유통업체연감, 동양증권 리서치센터

핵심 소비층으로 부상할
20대~30대는 대형마트와
온라인쇼핑에 익숙

'국내직구' 로컬푸드 직거래의 선두주자 농협의 경우도 오프라인 판매가 주를 이루고 있는 상황이다. 주요 소비 연령층이 40대~50대 이상 및 주부 위주로 오프라인 매장을 통한 신선식품 구매가 익숙하다는 특성을 가지고 있다. 하지만 점차 핵심 소비층으로 부상할 20대~30대는 인근의 대형마트와 온라인 쇼핑에 익숙한 소비패턴을 가지고 있다.

[그림 75] 음식료 지출 비중이 높은 1인 가구가 점차 증가 중



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

1인 가구, 소득 대비
음식료품에 대한 지출
평균가구 상회

중심 소비층 연령 변화뿐 아니라 1인 가구의 증가 역시 온라인을 통한 신선식품 구매가 보편화될 가능성이 높음을 뒷받침 한다. [그림 75]에서 볼 수 있듯이 가계 소비지출에서 음식료가 차지하는 비중을 보면 1인 가구가 전체 평균가구보다 높다. 그리고 그 격차는 해가 갈수록 점점 벌어지고 있다. 1인 가구는 다인 가구에 비해 소득 대비 소비지출의 비중이 높을 뿐 아니라([그림17] 참조) 음식료품에 대한 지출이 일반 가구보다 많다는 뜻이다.

1인 가구 증가 역시 온라인
신선식품 구매 보편화
가능성 뒷받침

그런데 1인 가구의 품목별 주요 구입처를 살펴보면 신선식품과 가공식품은 아직 대형마트를 이용하는 경우가 많음을 알 수 있다. 식품을 제외한 품목의 경우 온라인 채널을 이용하는 비중이 압도적임을 감안하면 향후 신선식품 수요의 온라인 확대 가능성은 충분하다고 판단된다.

[표 11] 1인 가구의 품목별 구입처 비중

(단위: %)	대형마트	인터넷몰	동네가게	전통시장	SSM	아울렛	전문점	기타
신선식품	36.8	30.4	13.6	6.4	4.8	0.0	0.4	7.6
가공식품	42.4	30.4	10.8	0.4	7.2	0.0	0.0	8.8
패션/의류	7.2	63.6	0.8	1.2	0.0	12.0	10.4	4.8
가전	20.8	53.2	1.2	0.4	1.6	0.8	17.6	4.4
신발/구두	10.4	52.8	2.4	1.6	0.0	10.8	15.6	6.4
화장품	12.8	52.0	2.8	0.0	0.8	2.4	20.8	8.4
가정/생활	38.4	41.6	7.6	1.2	3.2	1.2	2.0	4.8

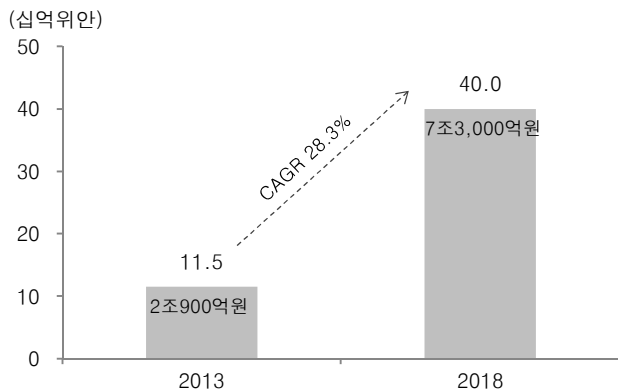
자료: 대한상공회의소, '1인 가구 증가가 소비시장에 미치는 영향(2013)', 동양증권 리서치센터

중국의 온라인 신선식품 시장

중국의 경우 정부 차원에서
농산물 온라인 유통 활성화

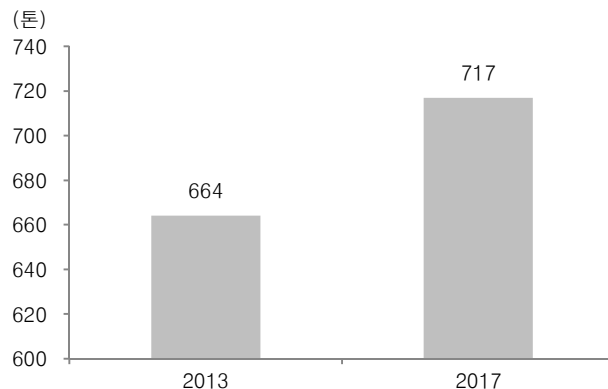
중국의 경우 정부 차원에서 농산물 온라인 유통을 활성화하고 있다. 2013년 11월 21일 중국 상무부는 '전자상거래 응용촉진 실행의견(關於促進電子商務應用的實施意見)'을 발표했다. 여기에는 농산물 온라인거래 선두 기업 육성에 대한 계획도 포함되어 있다. 특히, 2015년까지 온라인 쇼핑을 통한 소매판매 비중을 기존 7%에서 10% 이상까지 올리는 것을 목표로 하였다.

[그림 76] 중국 온라인 신선식품 시장 규모 2018년에 7조원 넘을 전망



자료: BOABC, 동양증권 리서치센터

[그림 77] 중국 온라인 신선식품 판매 규모 전망



자료: 유로모니터, 동양증권 리서치센터

샘스클럽(Sam's Club)의
온라인 마켓, 중국 1, 2선
도시로 서비스 확대

월마트 계열의 회원제 창고형 할인점인 샘스클럽(Sam's Club)은 2010년말 광둥성 선전에 온라인 마켓을 연 후 현재 상하이, 베이징, 다롄, 광저우 등 중국 1, 2선 도시로 서비스를 확대하였다. 아직 신선식품의 배송지는 선전, 베이징, 상하이, 광저우에 국한되지만 소비자들로부터 좋은 평가를 받고 있다. 고객 대부분이 오프라인 매장의 단골 고객으로 매장에서 팔리는 신선식품에 대한 신뢰가 높아 온라인 구매에 대해서도 호응이 높은 것으로 나타났다.

온라인 슈퍼마켓
이하오디엔, 당일배송
서비스 제공

월마트는 이에 그치지 않고 2012년 8월 중국 온라인 슈퍼마켓 분야의 강자 중 하나인 이하오디엔(一號店)의 지분 51.3%를 인수했다. 이하오디엔은 이미 2,400만명의 고객군을 보유하고 있으며, 베이징·상하이·광저우 지역은 당일배송 서비스를 제공하고 있다. 또한 중국의 100여개 도시에서 익일 배송서비스를 제공하여 2012년 중국 전체 매출액이 68억 위안을 기록했다.

온라인 전문 쇼핑몰도
신선식품 사업 활발히 진출

지난 해부터 유기농·건강 컨셉을 내세운 신선식품들에 대한 수요가 급증하자 대형마트(오프라인) 기반 온라인몰뿐 아니라 온라인 전문 쇼핑몰도 신선식품 사업에 활발히 나서고 있다. 중국의 유명 온라인 쇼핑몰 티엔마오, 이하오텐, 아마존, 징둥상청, 중량위마이왕 등은 신선식품 전문코너 따로 마련하였다.

중국은 '편의'가 아닌
'품질'을 위해 온라인 쇼핑
이용

중국 유명 택배업체 순펑도 신선식품 전문 쇼핑몰인 순펑요우셴을 통해 2013년 5월부터 신선식품 취급을 시작하였다. 중국 신선식품 온라인 시장의 특징은 '편의'를 위해 온라인을 이용하는 한국을 비롯한 여타 선진국과 달리 '품질'을 위해 온라인몰을 이용한다는 것이다.

[표 12] 중국 온라인 쇼핑물 신선식품 판매 현황

온라인 쇼핑몰	주소	신선식품 관련 매출 동향
티엔마오(天猫)	www.Tmal.com	2013년 신선식품 예약판매 도입 후 과일, 수산물, 채소 매출이 300% 늘어남
징둥상청(京东商城)	www.JD.com	2012년7월부터 취급 시작. 월평균 매출 10% 이상씩 신장 중
이하오디엔(一號店)	www.yhd.com	식품전문(총매출의 40%). 매출액: '11년 27.2억위안→'12년 68억위안(yoy +150%)
순펑요우셴(順豐優選)	www.sfbest.com	일일 주문량 2,000건/객단가 200위안에 달해 올해 신선식품 매출 1억 위안 전망

자료: KOTRA, 주간무역, 동양증권 리서치센터

온라인 신선식품 거래의
효율화로 유통업체
비용절감 효과 기대

실제로 2013년 6월 티엔마오(天猫)의 제철과일 판매코너인 텐텐과원(天天果园)에서 7월에 출하될 미국산 체리 예약판매를 실시하였다. 10여일 만에 55,000개(108톤) 주문이 몰렸고 이는 중국 1,000개 중대형 도시 일반 슈퍼마켓의 일일 판매량과 맞먹는 규모였다. 예약 후 공급업체에 실 수 요량을 주문하는 방식으로 농산물 주문부터 수확, 배송까지 72시간 안에 이뤄졌고, 가장 중요한 체 리의 신선도 유지가 용이해 제품 손상률이 5% 미만으로 유통업체나 생산업체, 소비자 모두 이득을 볼 수 있었다. 티엔마오는 제품구매비 10%, 마케팅비 10%, 창고사용비 7%, 물류비 5%, 자금회전 비용 4%, 재고리스크 7%를 줄일 수 있어 최고 43%의 비용을 절감할 수 있었다(KOTRA 자료 인용).

[그림 78] 티엔마오(天猫)의 제철과일 판매코너 텐텐과원(天天果园) 화면

【天天果园】美国加州车厘子4斤 进口樱桃新鲜水果
【美国加州第一季车厘子，新鲜零时差】

促销价 **¥199.00** 枝头预定
一口价 ¥398.00 99.50元/500g
上海 至 杭州 上城区 快递: 0.00

净含量 2000g

27310 月销量
296 累计评价
★★★★★ 4.8
99 送天猫积分

发货时间 2014年05月15日24点前
数量 1 件 库存4702件

立即购买 加入购物车

服务承诺 按时发货 唯鲜生商品 极速退款 支付方式

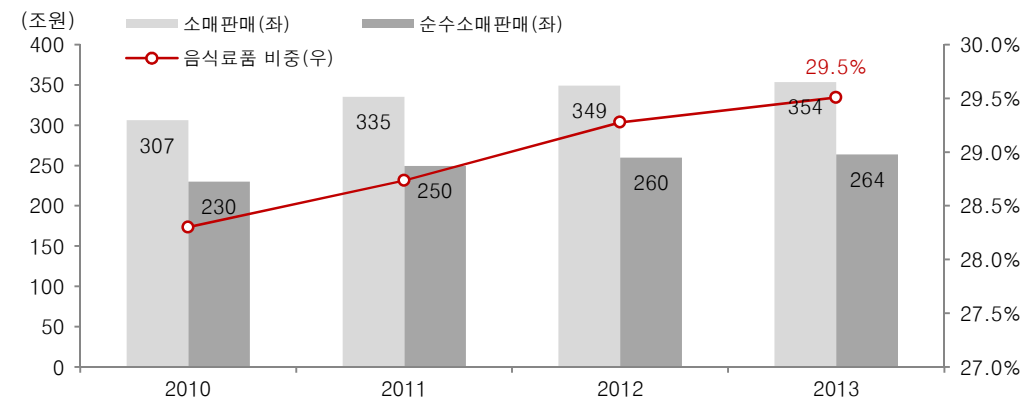
자료: Tmall.com, 동양증권 리서치센터

한국의 온라인 신선식품 시장

음식료품 시장 약 78조원
소매시장 내 비중
지속적으로 증가 중

2013년 국내 소매시장 규모는 350조원을 넘어섰다. 유가·환율 변화에 큰 영향을 받는 자동차, 차량연료 등을 제외한 순수소매판매액은 264조원으로 이 중 음식료품 판매 규모는 29.5%, 약 78조원을 차지한다. 대표적인 오프라인 유통채널 백화점과 대형마트의 소매판매액이 약 75조원 수준인 것을 감안하면 음식료품 시장의 중요성을 알 수 있다. 소매시장 내 차지하는 비중의 증가를 보아도 점차 그 중요성은 커질 것이다.

[그림 79] 음식료품 시장 규모 약 78 조원 & 백화점과 대형마트의 소매판매액 약 75 조원



자료: 동양증권 리서치센터

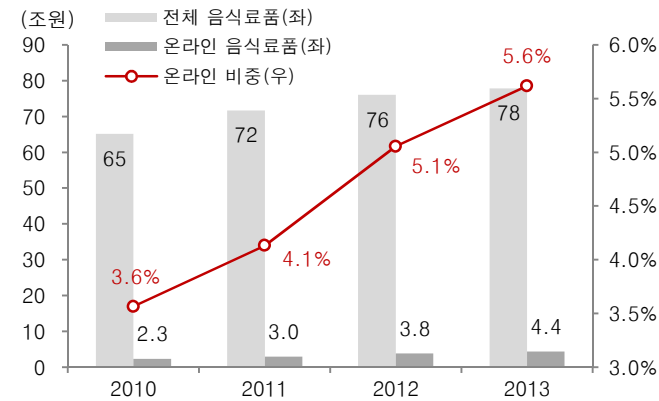
온라인 음식료품 거래는
아직 미미한 상황

통계청의 '온라인쇼핑동향조사'를 바탕으로 국내 온라인 음식료품 시장 규모를 유추해보면 농수산물 을 포함한 음식료품 온라인 거래액은 2013년 기준 약 4.4조원으로 파악된다. [그림 80]을 보면 온라인을 통한 음식료품 거래 규모는 전체 음식료품 시장의 5.6% 수준으로 온라인을 통한 음식료품 거래는 아직 미미한 상황이다.

의류 등 온라인 주요품목과
비교하면 거래가 활발하지
않음

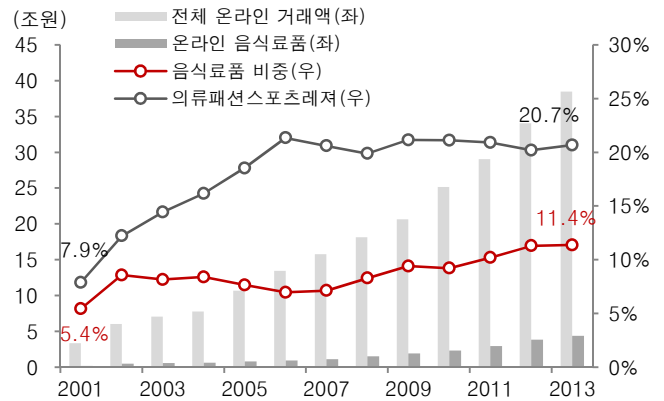
[그림 81]은 온라인쇼핑 시장의 규모와 품목별 비중 추이를 나타낸다. 농수산물을 포함한 음식료품 의 비중은 2013년 기준 11.4%로 점진적인 상승세를 보여주고 있다. 하지만 온라인쇼핑의 주요 품 목인 의류 등(의류·패션 및 관련상품+스포츠·레저용품)의 성장세와 비교하면 아직 활발한 거래 가 이뤄지지 않고 있음을 알 수 있다.

[그림 80] 온라인을 통한 음식료품 거래는 아직 미미한 상황



주: 온라인의 경우 음식료품, 농수산물 합산 수치
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

[그림 81] 온라인 쇼핑 주요 품목과 비교하면 거래가 활발하지 않은 상황



주: 음식료품은 농수산물 합산 수치
자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

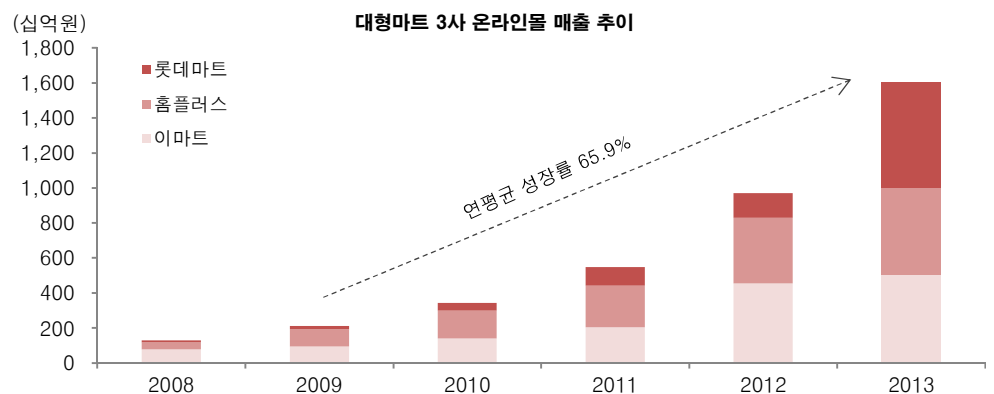
식품 매출 비중 높은
대형마트들 온라인 시장에
가장 적극적으로 진출

매출 구성의 절반 이상(53.7%, 2013년 기준)이 식품인 대형마트들이 온라인 시장에 가장 적극적으로 진출했다. 2002년 홈플러스를 필두로 이마트, 롯데마트가 차례로 온라인몰을 개설하였다. 대형마트 3사의 온라인몰은 오프라인으로 쌓은 신뢰 및 노하우를 바탕으로 높은 성장세를 보여주고 있다.

기존 오프라인 사업의
영업환경 악화로 온라인
부문 더욱 강화 중

특히, 2009년부터 온라인 쇼핑에서 판매하는 식품에 원산지 표기가 의무화되면서 신선식품의 온라인 유통에 대한 신뢰도가 급상승한 결과 연평균 71%가 넘는 고성장을 지속하고 있다. 최근에는 골목상권 보호와 출혈 경쟁 등으로 기존 오프라인 마트 사업의 마진율이 크게 줄어들자 온라인 식품 사업을 미래 먹거리로 여기고 더욱 박차를 가하고 있다.

[그림 82] 연평균 76%의 고성장세 지속 중. 2014년 온라인 매출 2조원 달성 전망



자료: 유통업체연감 각 년도, 동양증권 리서치센터

주요 대형마트 온라인몰 운영방식 큰 차이 없어

주요 대형마트 3사가 운영하는 온라인몰은 유사한 운영 시스템을 채택하고 있다. 온라인몰을 통해 주문을 접수한 후 인근 매장에서 주부 장보기 도우미들이 물품을 피킹&패킹하는 점포 배송이 주를 이루고 있다. 배송비나 배송간격, 이용가능시간 등은 3사 간에 큰 차이 없어 소비자의 친숙도나 인근 점포 현황에 따라 온라인몰이 선택되는 것으로 판단된다.

점포기반 온라인몰은 인건비와 재고관리 측면에서 한계점

점포배송 시스템은 오프라인에 기반한 대형 유통업체 입장에서 기존 인프라를 활용할 수 있다는 점에서 장점으로 꼽히나 장보기 도우미들이 직접 상품을 가져오고(pecking) 포장해야(packing) 한다는 점에서 인건비의 비효율을 야기한다. 또한 즉각적인 재고관리가 어려워 온라인상 구매 가능 품목이 인근 오프라인 매장에 품절인 경우가 종종 발생하여 원활한 온라인 쇼핑에는 아직 한계가 있는 실정이다.

[그림 83] 롯데마트몰의 온라인 주문배송 시스템

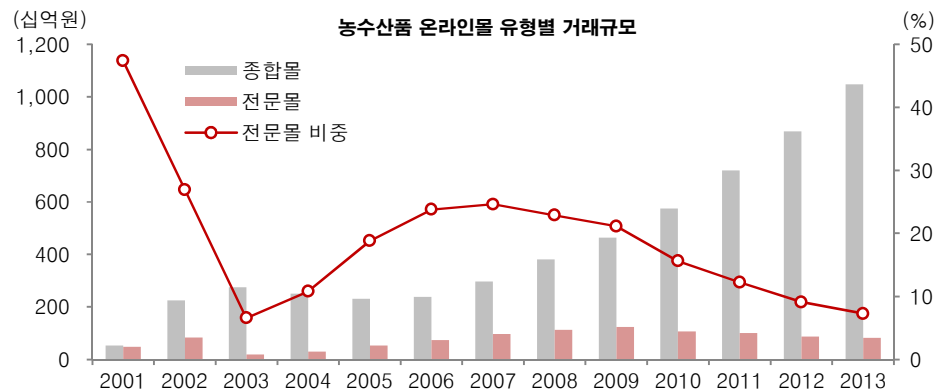


자료: 롯데마트, 동양증권 리서치센터

국내 온라인 식품시장은
종합몰이 대다수

신선식품이 가진 독특한 특징에 기반한 고객 수요를 원활히 충족시키는 데는 종합몰보다는 전문몰이 더 적합하다. 식품을 전문적으로 취급하면서 각 품목의 고유 특징을 제대로 활용하고 관리할 수 있기 때문이다. 그러나 신선식품 한 품목만으로 온라인 사업을 영위하기에는 가격, 비용, 고객 확보 면에서 어려움이 많은 것이 현실이다. 국내 온라인 식품시장은 오픈마켓과 대형마트에서 운영하는 종합몰이 대세인 것이 신선식품의 온라인 판매 성장 잠재력을 끌어올리지 못하는 주 원인이라고 판단된다.

[그림 84] 농수산물 온라인시장 성장에도 불구하고 전문몰 비중은 지속적으로 감소 중



자료: 통계청, 동양증권 리서치센터

신선식품 온라인 판매의
문제점들 개선 중

다만 신선식품 온라인 판매의 약점으로 꼽히던 부분들이 개선되고 있는 점은 긍정적인 변화이다. 반품 및 환불 어렵고, 소량 및 낱개 구매가 힘든데다 구매가 가능해도 배송비 부담감이 컸는데 대형 유통업체의 온라인몰을 중심으로 이 같은 문제점들이 개선되고 있다. 홈플러스의 100% 반품, 업그레이드 대체 등 서비스가 매출 신장으로 이어지고 있고, 농협(농협 a마켓)은 산지 직거래뿐 아니라 농식품 꾸러미 사업으로 소포장 구매 고객층의 호응을 얻고 있다.

[그림 85] 홈플러스 온라인몰의 서비스 개선



자료: 홈플러스, 동양증권 리서치센터

[그림 86] 농협 a마켓의 꾸러미 서비스는 소포장 수요층 공략



자료: 농협, 동양증권 리서치센터

[표 13] 오픈마켓, 플랫폼 사업자들도 온라인 신선식품 시장에 진입 중

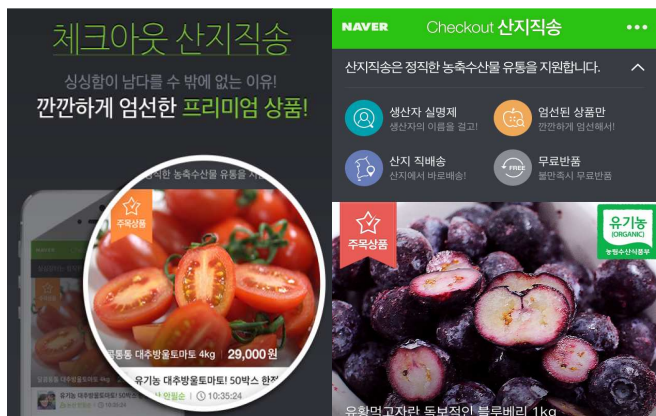
오픈마켓	명칭	내용	비고
샵 N	체크아웃 산지직송	농가와 직접 계약을 맺거나 온라인 직거래 전문업체 입점시켜 유통단계 최소화	헬로네이처, 푸르니푸드, 프레시멘토 등
G마켓	G마켓이 간다	식품 담당자로 구성된 '식품검증단'이 전국 농가 돌며 이야기 담은 농산물 소개	생산·가공·포장·배송작업까지 참여
옥션		2,000여개의 산지직송 농가와 중개업체들이 입점. ex> 팔도다이렉트, 맛깔나는 세상	
11번가	신선탐험대	식품 담당 MD가 산지에 찾아가 품질을 확인하고 상품을 공급	
인터파크	가락시장물	가락동 농수산물시장에 전문 MD가 상주	

자료: 동양증권 리서치센터

오픈마켓, 플랫폼 사업자들도 신선식품 온라인시장 진출

신선식품 온라인 유통시장의 성장 잠재력을 보고 오프라인 유통업체 이외에 플랫폼 사업자들도 뛰어들었다. 네이버는 지난 2월 '체크아웃 산지직송' 서비스를 시작하였다. 11번가나 옥션 같은 오픈마켓 역시 농가와 중개업체들을 입점시키는 방식으로 해당 시장에서 먹거리를 찾고 있다. 신선식품의 온라인 거래에 활발하게 나서면서 오픈마켓 업체들의 향후 성장 전략 모색 효과와 함께 신선식품 시장의 확대가 예상되는 상황이다.

[그림 87] 네이버 체크아웃의 '로컬푸드 산지직송'



자료: 네이버, 동양증권 리서치센터

[그림 88] 농산물 온라인 직거래 전문물 '헬로네이처'



자료: 헬로네이처, 동양증권 리서치센터

대형 유통업체의 비교우위

대형 오프라인 유통업체의 온라인몰과 오픈마켓의 온라인몰 비교

을 보여준다. 대형마트는 '사다파는' 직매입 기반 간접 직거래 방식이고, 오픈마켓의 경우 생산자의 오픈마켓 출점을 도와 '중개하는' 직접 직거래 보조방식이라 할 수 있다. 생산자와 직접 거래하는 것에 대한 정서적 신뢰로 생산자가 개설한 온라인 상점을 통한 구매가 조금 더 '직거래'에 가깝게 받아들여지는 것이 사실이다. 다만 신선식품의 경우 고유의 특성이 있기 때문에 이를 잘 유지·활용할 수 있어야 장기적인 성장성 및 수익성을 확보할 수 있다는 판단이다.

오픈마켓 온라인몰의 단점 1)신뢰도 관리 2)물류비용 3)생산자 위주

오픈마켓의 신선식품 온라인 직거래는 유통단계 제로(0)라는 점에서 유리한 출발점을 선점하고 있다. 하지만 해결해야 할 몇 가지 문제점도 가지고 있다. 1)신뢰도에 대한 철저한 관리가 쉽지 않고, 2)물류비용 부담에 한계가 있으며, 3)생산자 위주의 거래환경 조성으로 소비자의 니즈 부합이 쉽지 않다.

대형 유통업체의 온라인몰의 비교우위

반면에 대형 유통업체의 온라인몰은 1)일괄적인 물류·배송인프라 구축 2)책임경영을 통한 신뢰도 강화 그리고 3)수요자를 고려한 상품구성 및 판매가 가능하다는 장점을 가지고 있다.

1) 잘 정비된 인프라 통해 효율적 판매 가능

대형 유통업체의 경우 생산자로부터 '직매입'을 한 후 유통 단계를 최소화 하여 소비자에게 판매하는 방식의 신선식품 온라인 직거래를 행하고 있다. 생산자는 오픈마켓 입점처럼 소비자에게 직접 원하는 가격에 판매를 하는 방식은 아니지만, 대형유통업체를 통해 안정적인 공급처를 확보할 수 있고 잘 정비된 물류·배송인프라를 통해 효율적으로 판매가 가능하다는 이점을 누릴 수 있다. 소비자의 입장에서 택배 배송을 이용하는 오픈마켓 신선식품 보다는 인근 점포에서 바로 배송되는 대형마트의 온라인몰이 신선도 보장 측면에서 선호되고 있다.

2) 축적된 고객신뢰 및 노하우

신뢰도 측면에서도 대형유통업체의 축적된 고객신뢰 및 노하우를 바탕으로 신선도에 대한 변하지 않는 믿음을 줄 수 있고, 이는 곧 반복구매 및 기타 신선식품군 교차구매 등 긍정적인 시너지를 유발할 수 있다.

3) 소비자 중심의 상품구색

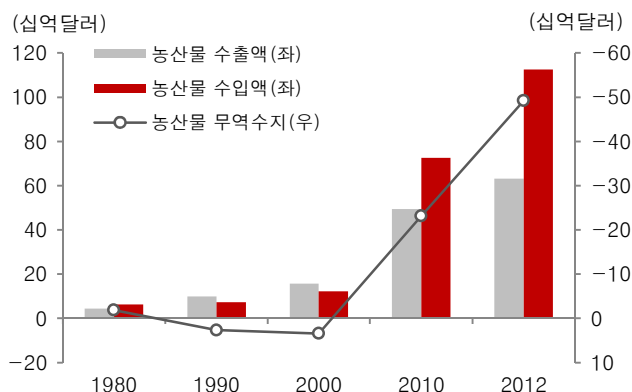
직매입 후 물류센터를 통한 최소한의 가공 및 배송이 가능하다는 점은 즉, 생산자의 판매방식이나 단위에 구애 받지 않고 소비자가 원하는 수량이나 상품군을 구성할 수 있다는 점을 의미한다. 점차 다양해져 가는 소비자의 수요에 부합하려면 이 같은 대형유통업체의 특성은 점차 부각될 장점이라고 판단한다.

[Appendix] 해외 역(逆)직구의 가능성을 엿보다

중국의 떠오르는 고급 소비시장에 한국산 농식품의 한류(韓流)의 바람이 감지되고 있다. 최근 대한 무역투자진흥공사(KOTRA)와 한국농수산식품유통공사(aT)는 국내 농식품 기업들과 함께 우리나라의 농식품 수출 대상국 2위인 중국시장 공략을 위한 적극적인 행보에 나섰다.

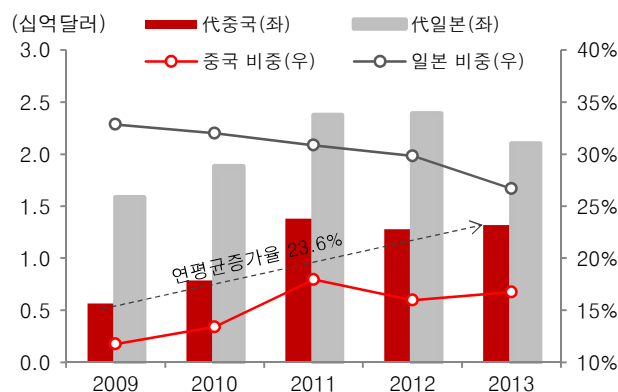
멜라민 분유, 쓰레기 식용유, 염색 만두, 야광 돼지고기. 도무지 어울리지 않는 단어의 조합이 중국 식품 시장에서는 일어나고 있다. 상식 수준을 뛰어 넘는 식품 관련 파동이 일어나자 중국 내 식품 안전에 대한 관심이 그 어느 때보다 고조되고 있다. 끊임없이 발생한 크고 작은 식품안전 사고들로 인해 중국 소비자들의 자국산에 대한 신뢰는 갈수록 저하된 반면, 수입 농식품은 안전하고 고급스러운 것으로 인식되면서 소비수요가 빠르게 증가해 왔다. 특히, 80년대 이후 출생한 중국의 외동자녀를 일컫는 '80后(빠링허우)' 세대가 출산·양육 시장의 주역으로 부상하면서 웰빙·수입식품에 대한 관심과 소비가 급격히 증가하고 있다. 전통적으로 외식 산업이 발달한 중국에서 점차 직접 요리는 가정이 증가하는 것도 수입 식재료 시장의 성장에 영향을 미치고 있다.

[그림 89] 중국 농산물 수출입 추이. 무역수지 적자 심화



자료: 중국농업부, 한국농촌경제연구원, 동양증권 리서치센터

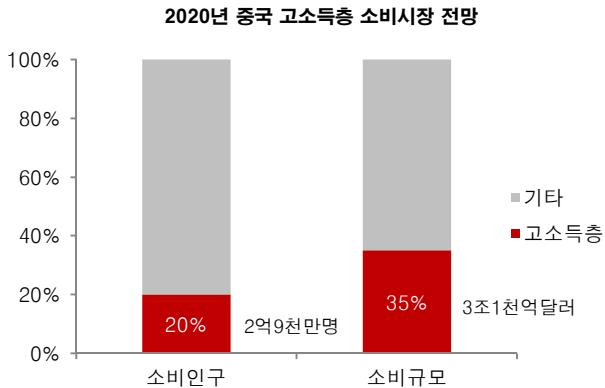
[그림 90] 한국의 농식품 수출 대상 국가별 규모 비교



자료: aT, 동양증권 리서치센터

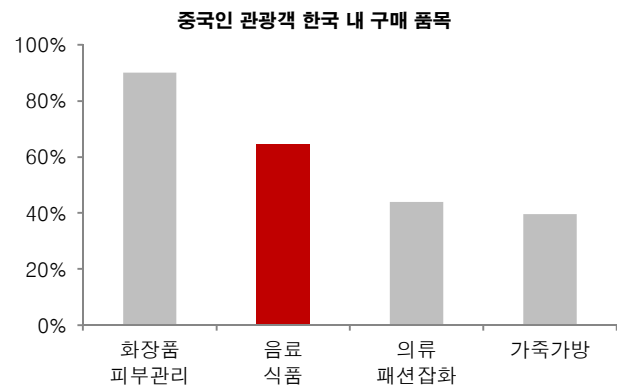
중국의 고급 소비시장에서 한국산 농식품의 선호는 상당한 수준이다. 한류 열풍까지 더해져 한국산 신선식품에 대한 중국 소비자들의 인지도가 빠르게 상승 중이다. 한국산 식품에 대한 중국 소비층의 인기는 중국 관광객의 소비 행태에서도 알 수 있다. 중국인 관광객들이 한국에서 주로 구매하는 품목으로 한국산 음료·식품은 화장품·피부관리에 이어 두 번째로 많은 것으로 나타났다. 식품 안전에 관심이 많은 신(新) 중산층의 비중이 성장하는 것도 한국산 농식품의 대(代) 중국 수출 전망을 밝게 하는 요소 중 하나이다.

[그림 91] 2020 년이면 20%의 인구가 35%의 소비를 차지할 전망



자료: BCG, 동양증권 리서치센터

[그림 92] 한국산 음·식료에 대한 선호 현상



자료: 연통기사, 동양증권 리서치센터

지난 3월 열린 중국 제 12기 제 2차 전국 양회(兩會) 개최 때 국무원 총리의 정부업무보고를 주목할 필요가 있다. 국무원 총리는 2014년도 중점업무 중 농업과 식품 관련 정책으로 '식품안전 확보 정책 강화'를 언급하였다. 중국의 농정 방향은 양국의 정책적 공조 영역이 확대되는 상황에서 더욱 관심을 요한다. 식품안전 확보 정책은 우리나라 농산물의 대 중국 수출 및 수입과 맞물려 중요한 정책적 변화로 인식할 수 있다.

이러한 중국 식품 소비시장 한국산 선호 현상의 1차 수혜자는 분명 국내 음료·식품업체이다. 유자차, 홍삼 등과 같은 신선 농식품 뿐만 아니라 가공식품에 대해서도 이미 가시적인 성과가 나타나고 있기 때문이다. 점차 한국산 식품, 나아가 신선 식재료에 대한 수요가 본격적으로 증가한다면 국내 유통업체들에게 새로운 비교우위가 될 것으로 판단한다. 이는 앞서 언급한 상품구색 차별화를 통한 수익성 개선 전략과 맥을 같이 한다.

중국 내 최대 소매유통업체인 화룬완자(Vanguard)를 비롯, 월마트와 카르푸 같은 외국계 유통업체 등의 선점으로 중국 시장은 차별화된 경쟁력이 없으면 살아남기 힘든 시장이 되었다. 국내 유통업체들은 중국시장 진출 초기에 규모의 경제 구축에서 기대했던 성과를 거두지 못하면서 중국 사업에서 어려움을 겪고 있다. 업체별로 사업구조 조정 및 개선 작업을 진행하고 있지만 자체 경쟁력 강화 없이는 손실 규모 축소가 쉽지 않을 것으로 보인다.

Investment Strategy

Top pick 으로 이마트(139480) 제시

정부의 영업규제 여파는 2014년에도 대형 유통업체의 실적에 영향을 미칠 것으로 보인다. 특히, 출점 제한·영업일수 제한 등 대형마트에 가해진 직접적인 규제는 매출 둔화로 고스란히 나타나고 있는 상황이다. 이마트 역시 전년 대비 강제휴무 점포 수가 늘어나는 효과로 인해 차별화된 반등을 보여주는 것은 쉽지 않을 전망이다. 하지만 1) 향후 성장 가능성이 주목되는 로컬푸드를 비롯한 신선식품 분야에서 확실한 우위를 점하고 있고 2) 온라인 전용 물류센터의 오픈으로 신선식품 확대 및 온라인물 운영 효율화를 위한 기반이 마련되었으며 3) 하반기부터 본격적으로 나타날 기저효과와 소비시장 개선으로 인한 펀더멘털 회복이 실적 개선을 기대하게 한다. 특히, '식품 전문 온라인물'을 표방하며 온라인 사업을 장기 성장동력으로 추진하고 있다는 점에서 중장기적인 차별화가 예상되는 이마트를 유통업종 Top pick 으로 제시한다.

[표 14] 동양증권 유통업 유니버스 투자의견 및 추정치

		이마트	현대백화점	신세계	GS 리테일	롯데쇼핑
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		300,000	173,000	275,000	30,000	365,000
현재주가(원)		235,000	133,000	226,500	24,700	309,500
상승여력(%)		27.7	30.1	21.4	21.5	17.9
주가 수익률	1W	-0.4	1.5	2.0	-8.9	-2.7
	1M	-4.1	-8.0	-4.4	-13.6	-4.3
	3M	-9.6	-4.0	6.1	-3.9	-9.2
	6M	-6.0	-15.8	-7.6	-14.5	-17.9
	YTD	-11.8	-17.4	-10.3	-11.8	-23.4
PER(x)	2013	13.4	12.5	14.2	19.1	15.1
	2014E	13.2	10.2	13.6	14.3	11.2
	2015E	11.7	8.7	12.9	12.6	10
PBR(x)	2013	1.0	1.2	0.9	1.4	0.7
	2014E	0.9	0.9	0.9	1.1	0.6
	2015E	0.9	0.8	0.8	1.0	0.5
EPS(원)	2013	16,762	12,771	16,010	1,546	25,048
	2014E	17,738	13,067	16,629	1,732	27,699
	2015E	20,050	15,302	17,521	1,968	31,023
ROE(%)	2013	7.4	10.4	6.8	7.6	5.1
	2014E	7.3	9.6	6.6	8.0	5.3
	2015E	7.6	10.2	6.6	8.5	5.6

자료: 동양증권 리서치센터



이마트 (139480)

현대백화점 (069960)

신세계 (004170)

GS리테일 (007070)

롯데쇼핑 (023530)

장바구니 속 신의 한 수를 읽어내는 **김태홍**입니다.

(02)3770-5659 taehong.kim@tongyang.co.kr



이마트 (139480)

'E'안에 다 있다



Why This Report

국내 대표 대형할인점 이마트에 대해 투자이전 BUY 와 목표주가 30 만원으로 커버리지를 개시하고 유통업종 Top pick 으로 제시합니다. 여전히 이마트를 가면 한참 줄을 서야 계산을 할 수 있는데 실적은 대기시간과 비례하지 않는 것 같습니다. 지난 몇 년간 영업환경 악화와 정부의 규제로 어려움을 겪은 이마트가 어떤 식으로 난관을 헤쳐나가고 있는지, 그리고 어떤 점이 차별화 포인트인지 정리해보았습니다.

투자의견: BUY (I)

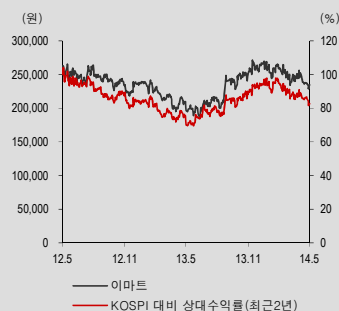
목표주가: 300,000원 (I)

소매/유통

주가	235,000원
자본금	1,394억원
시가총액	65,508억원
주당순자산	253,643원
부채비율	110.91%
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	151억원
60일 평균 거래량	61,766주
52주 고	271,500원
52주 저	185,500원
외인지분율	55.91%
주요주주	이명희 외 4인 27.13%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(4.1)	(9.6)	19.6
상대	(5.1)	(12.9)	18.0
절대(달러환산)	(2.8)	(6.1)	30.4



자료: Datastream

Investment Point

로컬푸드+온라인+PL, 모든 것이 'E'안에 다 있다

- ▶ 로컬푸드의 성장여력에 관심 가져볼 필요 있음. 1) 소비자의 로컬푸드 수요가 꾸준히 늘고 있고 2) 유통업체를 통한 공급 규모 및 지역의 확대가 예상되며 3) 상품 차별화가 가능한 품목이기 때문
- ▶ 온라인 전용물류센터 오픈으로 하반기부터 온라인물 수익성 개선 가시화 전망. 후레쉬/미트/온라인 물류센터 기반으로 신선식품 온라인물의 확고한 우위 선점 가능. PL상품 비중 확대는 수익성뿐 아니라 매출 확대 효과도 기대됨

암운(暗雲)이 걷히고 있다

- ▶ 규제에 인한 부정적인 영향은 하반기를 기점으로 마무리 단계. 이제 1) 기존점 성장 전환, 2) 온라인물 안정화, 3) 마진 개선에 관심 가져야 할 시기
- ▶ 2~3분기까지 강제휴무로 인한 영업일수 감소효과 불가피하나 점진적으로 기존점 실적 기저효과 기대. 온라인물 안정화와 온라인 전용 물류센터 가동 확대가 온라인물 영업적자 폭 축소 시기를 좌우할 전망. 지속적인 PL 상품 확대와 유통구조 개선으로 매출총이익률 우상향 지속

투자의견 BUY, TP 300,000원, Top pick 으로 커버리지 개시

- 12M FWD 순이익에 Target P/E 14.0배(유통평균에 10% 할증). 삼성생명 지분가치 합산
- 하반기 기저효과에 중장기적으로 온라인 신선식품 시장 선점 기대

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	12,685	13,035	13,415	14,091	14,886
매출액증가율	58.7	2.8	2.9	5.0	5.6
영업이익	735	735	748	835	896
영업이익률	5.8	5.6	5.6	5.9	6.0
지배주주귀속 순이익	424	467	494	559	603
지배주주 귀속 EPS	15,213	16,762	17,738	20,050	21,643
증가율	37.5	10.2	5.8	13.0	7.9
PER	16.5	13.4	13.2	11.7	10.9
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.5	8.6	8.7	7.9	7.6
ROA	3.6	3.7	3.5	3.5	3.4
ROE	7.4	7.4	7.3	7.6	7.6

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

투자의견 BUY, 목표주가 300,000원으로 커버리지 개시

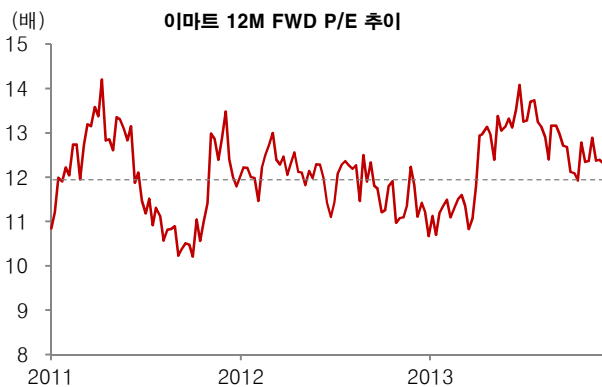
이마트에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 300,000원으로 커버리지는 개시한다. 목표주가는 이마트의 12개월 FWD 지배주주귀속 순이익에 Target P/E 14.0배를 적용하고, 삼성생명 보유지분가치(지분율 7.4%)를 합산하여 산출하였다. Target P/E 은 유통업 평균 P/E 12.5배에 10%를 할증한 수준이다. 이마트는 온라인 사업을 장기 성장동력으로 추진하고 있어 중장기적 관점에서 차별화가 예상되는 점에 프리미엄을 부여하였다. 최근 기존사업 실적 부진 지속과 온라인몰 매출 감소로 주가가 하락세를 보였으나, 온라인몰 정상화와 하반기 기저효과 반영이 예상되는 바 점진적인 주가회복이 기대된다.

[표 1] 이마트 목표주가 산정

12M FWD 순이익	(십억원)	515.2	K-IFRS 연결 기준, 지배주주귀속 순이익
Target Multiple	(배)	14.0	유통업 평균 P/E 에 10% 할증
적정 가치(A)	(십억원)	7,213.4	
삼성생명 지분가치(B)	(십억원)	1,161.2	보유지분 7.4%, 법인세차감
적정 시가총액(A)+(B)	(십억원)	8,374.6	
발행주식수	(천 주)	27,876	보통주 기말 발행주식수
적정 주당가치	(원)	300,000	
현재주가	(원)	235,000	
상승여력	(%)	27.7	

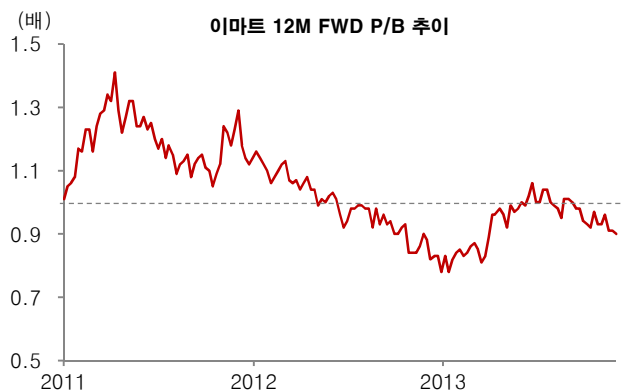
자료: 동양증권 리서치센터

[그림 1] 12M Forward P/E



자료: Quantwise, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 12M Forward P/B



자료: Quantwise, 동양증권 리서치센터

로컬푸드(신선식품)+온라인+PL, 모든 것이 'E' 안에 다 있다

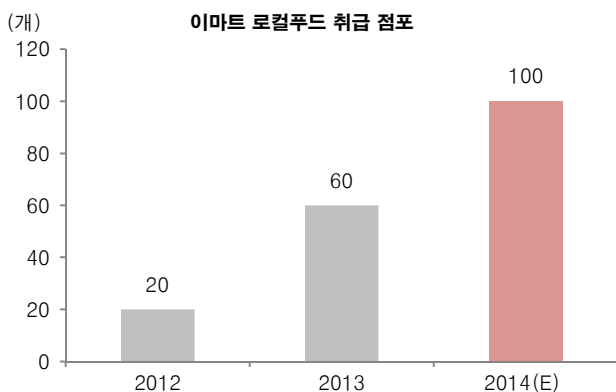
로컬푸드 시장의 성장 가능성 주목

로컬푸드는 지역에서 생산한 농산물을 일컫는 말로 주로 50km 이내에서 생산되어 당일 소비되는 '신선식품'을 뜻한다. 미국의 100마일 다이어트 운동과 일본의 지산지소(地産地消) 등 해외에서는 이미 로컬푸드에 대한 관심이 성숙단계에 접어들었다. 반면, 국내 로컬푸드는 아직 걸음마 단계로 생산자와 소비자의 인식이 아직 부족하고 공급 규모와 물류배송 인프라의 한계로 활성화가 기대에 미치지 못하는 상황이다. 해결 방안으로 대형 유통업체의 조직화된 물류 시스템을 통한 로컬푸드의 '脫로컬화'가 설득력을 얻을 수 밖에 없는 이유이다. 이마트는 2009년부터 로컬푸드 시스템을 도입하여 점차 규모를 확대하고 있다.

이마트는 도입 초기 경북·경남·전북·전남 등 4개 권역에 불과했던 로컬푸드 취급 지역을 2013년에는 충청·강원·제주·경기 등 서울을 제외한 전국 8개 권역으로 늘렸다. 취급 점포도 2012년 20개 수준에서 지난해 60여 개로 확대하였다. 올해는 전국 이마트 매장의 70% 수준인 100여 개까지 늘릴 계획이다. 도입 초기 채소 중심이었던 상품 카테고리도 지난해 상반기 수산물·축산물로 확대한 데 이어 하반기에는 청과물까지 포함해 신선식품 전 품목을 다루고 있다.

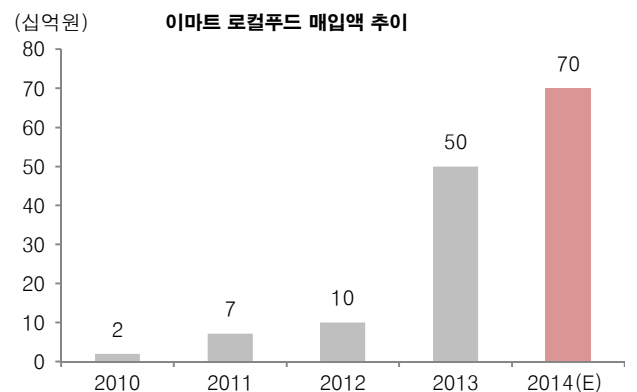
취급 지역과 품목뿐 아니라 매입규모도 지속적으로 확대할 것으로 보인다. 이마트의 로컬푸드 매입액은 2012년 100억원 수준에서 지난해 500억원으로 늘었고 올해는 700억원까지 확대할 계획이다. 그러나 로컬푸드 시장 규모는 국내 신선식품 시장이나 이마트의 신선식품 취급액과 비교하면 아직 미미한 수준에 불과하다. 그럼에도 불구하고 로컬푸드 시장의 성장 가능성에 주목하는 이유는 다음과 같다. 1) 소비자의 로컬푸드 수요가 꾸준히 늘고 있고 2) 유통업체를 통한 공급 규모 및 지역의 확대가 예상될 뿐 아니라 3) 가격 차별화가 가능한 품목이기 때문이다.

[그림 3] 로컬푸드 취급 점포 확대 중



자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 매입규모도 지속적으로 늘리고 있음



자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

온라인 전용 물류센터로 라인업 완성

유통산업에서 물류 시스템은 매출 증대와 비용 효율화를 동시에 이룰 수 있는 강력한 기반이다. 이마트는 지난 4월 경기도 용인에 온라인 전용 물류센터(이마트 온라인 보정센터)를 오픈함으로써 성장성과 수익성 두 마리 토끼를 잡을 준비를 완료한 상태이다. 온라인 보정센터는 서울과 경기 남부권역 점포의 온라인 주문을 전담할 예정으로 하루 만에 건의 주문 처리가 가능하다. 이는 30개 점포의 주문처리량과 맞먹는 다는 점에서 온라인 전용센터의 기여도를 가늠해볼 수 있다.

온라인 보정센터는 현재 인근 5개 점포의 온라인 주문을 처리하고 있다. 이제 한 달 남짓 지난 상황이지만 주문 건수 기준으로 12% 증가라는 실질적인 효과가 나타나고 있다. 점차 범위를 넓혀 수도권 20여 개 점포를 담당할 예정으로 온라인 보정센터가 본격적으로 가동되면 연간 2,000억원 규모의 온라인 주문을 처리할 것으로 기대된다.

2015년 오픈을 목표로 김포에 설립될 예정인 온라인 김포센터(가칭)는 온라인 보정센터 면적의 1.8배 규모로 연간 3,000억원 수준의 온라인 매출을 취급할 것으로 예상된다. 이마트는 온라인 매출 비중이 높은 수도권을 중심으로 전용 물류센터를 늘려 간다는 방침이다.

온라인 전용센터는 완전 자동화 시스템으로 운영되므로 기존 온라인 주문 처리방식과 비교해 인건비 측면에서 상당한 절감이 예상된다. 기존에는 온라인 주문 고객의 인근 점포에서 주부 도우미가 주문 상품을 선별한 후 해당 매장에서 고객에게 배송하는 식으로 운영하고 있다. 온라인 전용센터의 본격적인 가동은 추가적인 매출 증대와 비용 효율화로 인한 수익성 개선 효과가 발생할 것이다.

[그림 5] 신선식품 온라인 유통에 최적화된 이마트의 물류센터 기반

	이마트 미트센터	이마트 후레쉬센터	이마트 온라인 보정센터
위치	경기도 광주	경기도 이천	경기도 용인
오픈일	2011년 8월	2012년 9월	2014년 4월
규모	연면적 7,107㎡(지하1층/지상2층)	연면적 46,535㎡(지하1층/지상5층)	연면적 15,000㎡ (지하1층/지상4층)
처리(저장) 가능규모	하루 총 100t(한우20t·돈육50t·수입고기30t 등) 처리·포장 과정 거쳐 전국 공급(오픈 초기 기준) 전국 이마트 지점에 공급되는 육류 제품 60%	2013년 60개품목·10만t(5,000억원) 2014년 1조원 계획 15,500t 농수산물 냉장·냉동 가능	하루 1만건 주문 및 배송처리 (점포 30개 물량)
설비	절단·커팅·믹서·포장·점포자동분배 등 자율화	대기 농도 조절 가능한 CA 저장고(3,300t) 저장뿐 아니라 선별·포장·세척 설비 구축	
효과	기존 수작업 대비 수율(실제 고기 양) 5% 향상 위탁영농→도축·해체→미트센터→소비자	산지 직거래 후 직접 가공·저장·포장 농수산물 판매가 20~30% 인하 기대	현재 인근 5개 매장의 온라인 주문 처리 중 한 달 만에 주문 건수 기준 12% 증가

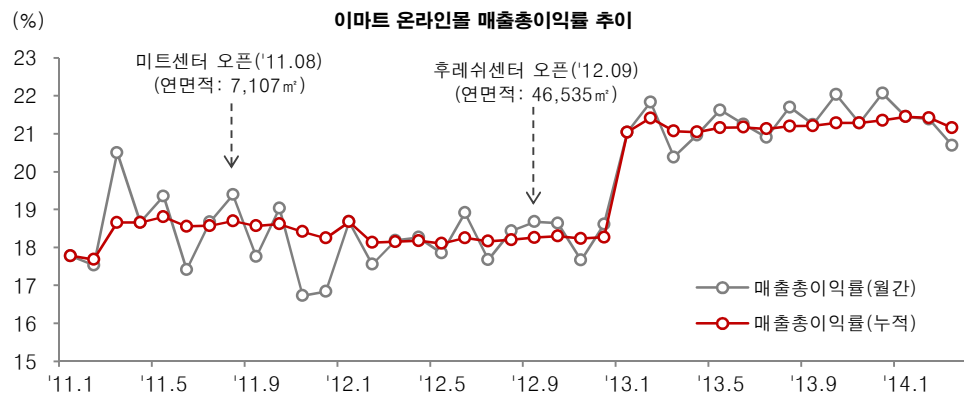
자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

온라인 전용센터를 통한 온라인 주문 처리는 대형마트 영업규제 영향에서 자유롭고, 오프라인 재고 물량 영향을 받지 않는다. 강제휴무 점포 비중이 약 85%에 이르는 상황에서 휴무일에도 주문배송이 가능한 온라인몰은 영업일 확대 또는 신규점포 출점과 유사한 효과를 보일 것으로 기대한다. 그리고 오프라인 점포 재고 소진 시 주문상품 배송이 불가능했던 단점에서 벗어나 효율적인 재고관리를 바탕으로 추가적인 매출 성장을 발생시킬 것으로 판단한다.

매출 증대는 물론 효율적인 재고관리와 집하·출하거리 축소로 인건비와 물류비 절감 등 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 2012년 '이마트 후레쉬센터'의 오픈은 신선식품의 손실율(부패율) 등이 감소하고 산지 직거래를 통한 원가 절감으로 매출총이익률 개선에 긍정적인 영향을 끼친 것으로 판단된다([그림 6] 참조).

온라인 전용센터의 경우는 재고관리와 온라인 주문에 대한 처리·배송을 담당한다는 점을 고려하면 판매비의 절감 즉, 영업이익률 개선 효과가 클 것으로 기대된다. 이마트몰의 적자폭 축소와 실질적 이익창출 시기가 단축될 것으로 기대하는 이유이다.

[그림 6] 이마트 후레쉬센터 오픈으로 수익성 개선 효과 발생



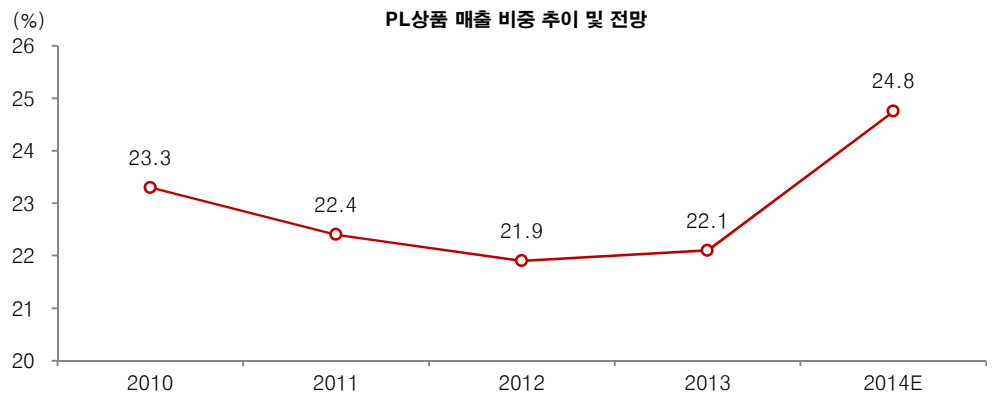
자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

기존 '이마트 미트센터', '이마트 후레쉬센터'에 온라인 전용센터 추가로 완성된 세 가지 '전용 물류센터'의 시너지 효과는 이마트가 향후 식품 전문 온라인몰로 입지를 공고히 하는데 강력한 추진력이 될 것으로 판단한다. 특히 로컬푸드를 비롯한 신선식품 유통 측면에서 이마트는 여타 유통업체와는 확연히 구분되는 물류 시스템을 구축하고 있다고 보여진다.

원가 경쟁력과 매출 확대를 동시에

이마트는 올해 PL(Private Label) 상품 매출을 전년 대비 20% 정도 늘릴 계획으로 20% 초반 수준을 유지하던 PL 상품의 매출 비중은 올해 2~3%p 정도 확대될 것으로 예상된다. PL 상품 비중 확대는 원가 경쟁력 확보가 가능하다는 점에서 이마트의 매출총이익률의 지속적인 상승에 긍정적이다. 여기에 1~2인 가구와 맞벌이 가구의 증가로 간편가정식(HMR) 수요가 꾸준히 늘고 있는 점은 신규 매출 창출에 대한 기대감을 불러일으킨다. 수익성 개선을 위한 PL 상품이 점차 차별화된 독자 브랜드로 자리잡고 있다는 점 역시 매출 성장 전망을 밝게 하고 있다.

[그림 7] 이마트 PL 상품 매출 비중 확대 전망



자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

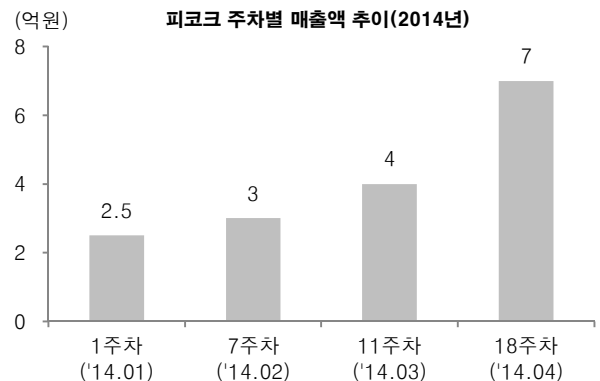
이마트의 PL 브랜드 '피코크(PEACOCK)'는 순화네빈대떡, 삼원가든 등과 콜라보레이션을 통한 상품 차별화를 진행하고 있다. 단순히 자체브랜드 비중 확대를 통한 수익성 개선에 그치지 않고 상품 차별화를 통해 PL 브랜드를 하나의 독자적인 브랜드화 하고 있다는 점에서 향후 차별화 포인트로 부각될 것이라 판단한다.

[그림 8] PL 브랜드 '피코크'의 간편가정식(HMR)



자료: 동양증권 리서치센터

[그림 9] 2014년 들어 피코크 매출액 지속적으로 증가 중

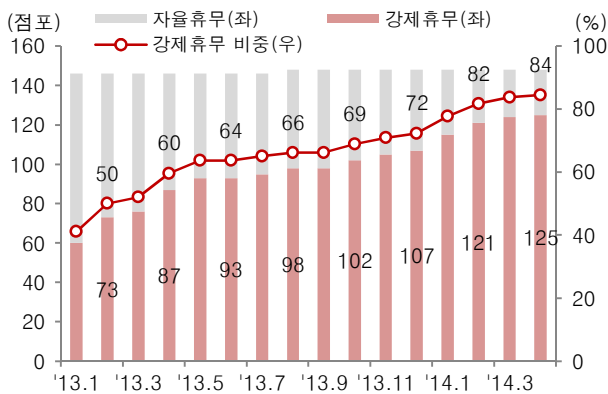


자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

암운(暗雲)이 걷히고 있다

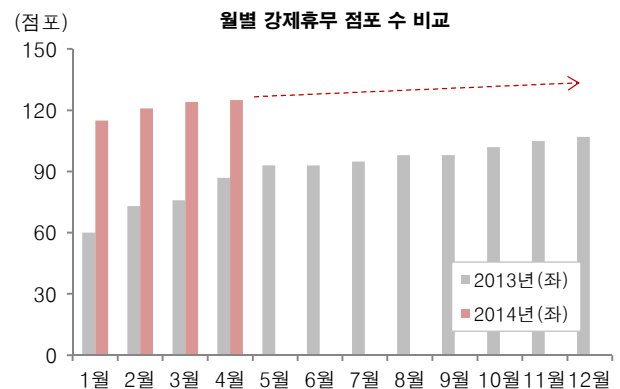
강제휴무 규제의 영향은 이마트의 실적, 주가 그리고 고객의 소비 패턴에 상당 부분 반영된 것으로 판단된다. 이제 1)기존점 성장 전환, 2)온라인몰 안정화, 3)마진 개선에 관심을 가져야 할 시기이다. 2012년 4월부터 시작된 영업일 규제에 올해 4월 기준 전체 점포의 84%가 강제휴무에 돌입하면서 매출감소 효과가 마무리 단계에 접어든 것으로 보인다. 다만, 전년동월대비 강제휴무 점포 수 증가가 여전히 지속되는 관계로 2분기까지는 부정적인 영향은 불가피할 것으로 판단된다.

[그림 10] 강제휴무 점포 비중이 84%까지 증가



자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

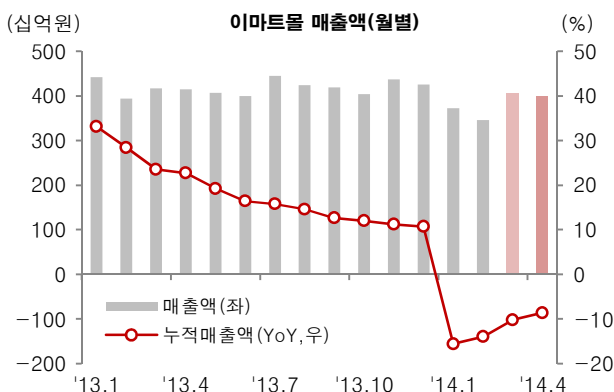
[그림 11] 전년대비 휴무점포 수 증가는 여전히나 그 폭은 축소될 것 예상



자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

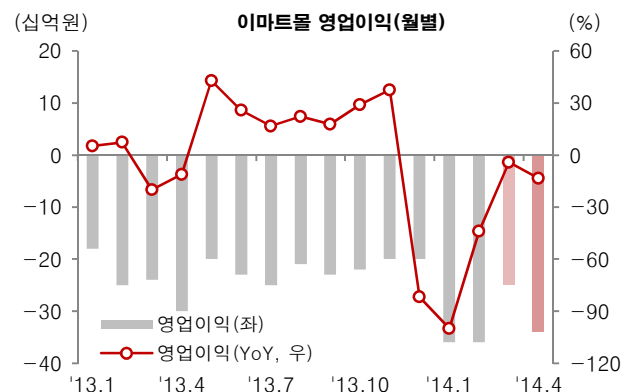
통합 초기 운영시스템의 오류로 혼란을 일으켰던 신세계그룹 통합 온라인몰(SSG.com)의 기술적 문제가 해결되고 있는 것으로 보인다. 이탈한 고객들에 대한 프로모션이 예상되는 바 단기적으로 온라인몰 적자폭의 추세적 감소는 기대하기 힘들 것으로 판단한다. 온라인 전용 물류센터의 가동 정상화 시기에 따라 매출 증가세와 적자폭 축소가 좌우될 것으로 보인다.

[그림 12] 온라인몰 매출액 회복이 관건



자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

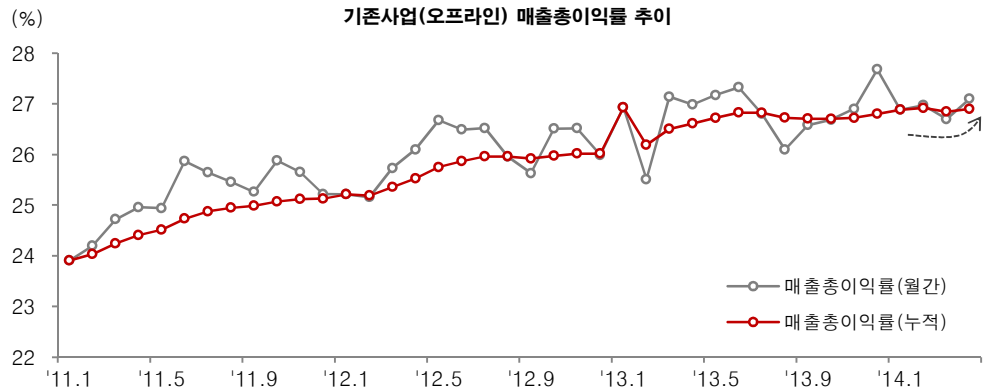
[그림 13] 통합 온라인몰(SSG.com) 오류로 연초 적자폭 확대



자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

꾸준한 상승 추세를 보여 수익성 개선의 지표로 여겨졌던 매출총이익률(기존사업)이 지난 3월 26.7%를 기록하며 하락하였으나 4월 다시 반등하며 상승세를 이어갔다. 3월달은 하락은 소비 부진과 따뜻한 날씨 탓에 패션·의류 부문 재고처리로 인한 정상 판매율 감소와 판매장려금 인식 기준 변경 등 일회성 요인의 영향이 컸다고 판단된다. 국내외 직소싱 규모와 PL 상품 비중 확대가 꾸준히 지속되고 있고, 상품 판매시점으로 이연된 판매장려금 인식도 매출과 함께 진행되므로 매출총이익률의 우상향 추세는 유지될 것으로 보인다.

[그림 14] 이마트 기존사업의 매출총이익률 상승세는 지속될 것으로 전망

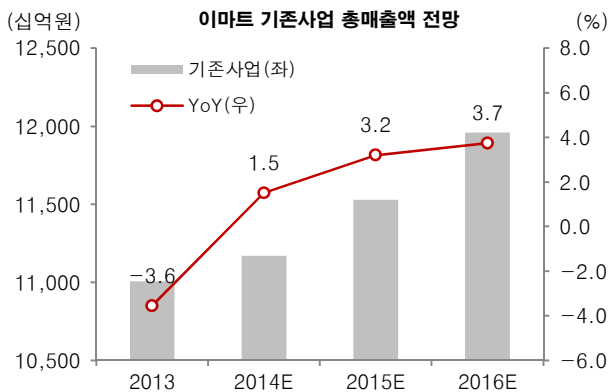


자료: 이마트, 동양증권 리서치센터

하반기 제한적인 실적개선 전망

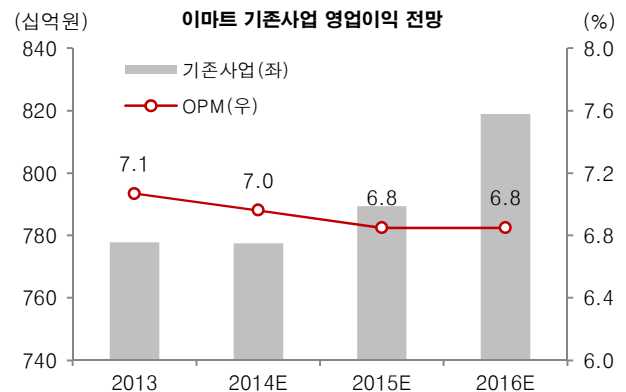
올해 하반기에는 전년대비 기저효과와 강제휴무 영향력의 감소, 그리고 소비 회복규모의 확대 등이 예상되는 바 점진적이지만 기존사업 부문의 실적 회복이 기대된다. 그러나 대형마트의 경기 회복의 강한 상승세를 기대하기는 아직 일러 보이고 중국 할인점 사업의 추가적인 구조조정이 아직 가시적인 결과를 보이고 있지 않은 상황으로 개선 폭은 제한적일 것으로 판단된다. 2013년 5월 정규직 전환으로 인한 판관비 영향은 5월 이후 완화될 전망이나, 기타 비용 개선에 가시적인 성과가 나타나지 않는 점은 오프라인 영업이익 개선 시기를 지연시킬 것으로 보인다.

[그림 15] 이마트 기존사업 매출 전망



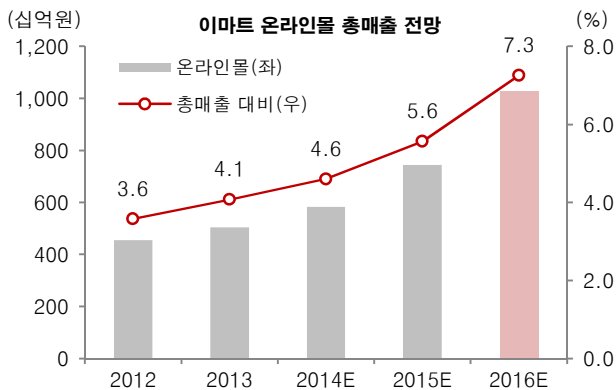
자료: 동양증권 리서치센터

[그림 16] 이마트 기존사업 영업이익 전망



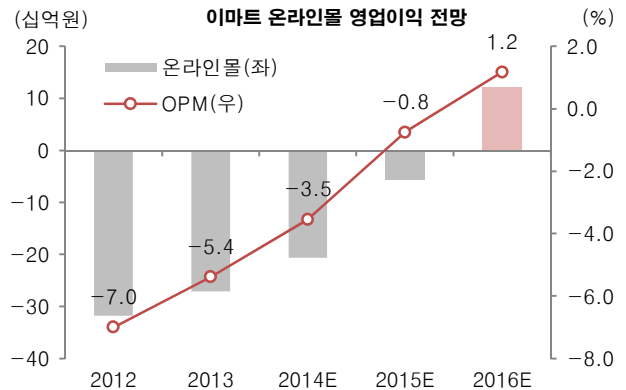
자료: 동양증권 리서치센터

[그림 17] 이마트몰 매출 전망



자료: 동양증권 리서치센터

[그림 18] 이마트몰 영업이익 전망



자료: 동양증권 리서치센터

온라인 부문은 통합 온라인몰 오류 문제를 해결하고 정상 영업에 돌입하면 매출 증가가 기대되고 온라인 물류센터의 가동으로 수익성 개선이 가능할 것이라는 점이 하반기 긍정적인 포인트이다. 전년 271억원의 영업적자를 시현한 이마트몰은 올해 적자폭을 다소 축소할 것으로 전망된다. 기대보다 영업이익 개선 폭이 크지 않을 것으로 판단하는 이유는 물류센터의 가동이 아직 본격적으로 이뤄지는 상황이 아니고, 연초 통합몰 오류발생으로 이탈한 고객을 대상으로 한 프로모션 예상되기 때문이다. 온라인 물류센터의 정상 캐드 진입 및 김포 온라인 물류센터의 오픈이 예상되는 내년을 기점으로 이마트몰의 본격적인 이익 기여도가 부각될 것으로 예상된다.

[표 2] 이마트 분기별 실적 전망(별도 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
총매출액	3,088.9	2,934.9	3,340.8	2,985.2	3,056.9	2,975.2	3,489.7	3,141.2	12,349.8	12,662.9	13,385.2
기존사업	2,763.8	2,605.5	2,983.5	2,651.4	2,730.7	2,614.8	3,074.2	2,750.1	11,004.2	11,169.8	11,527.8
신사업	325.1	329.3	357.5	333.7	326.0	360.4	415.5	391.1	1,345.6	1,492.9	1,857.5
이마트몰	125.3	122.2	128.8	126.7	112.5	140.5	167.4	162.2	503.0	582.6	745.0
트레이더스	149.2	156.4	173.5	148.0	156.3	162.7	190.9	171.7	627.1	681.5	883.7
매출총이익	786.3	762.5	850.8	773.9	786.5	781.8	900.0	825.2	3,173.5	3,293.5	3,503.0
영업이익	189.0	184.7	222.0	163.5	173.7	187.0	233.3	172.9	759.2	766.9	796.8
기존사업	195.1	190.3	225.3	167.1	181.0	191.0	232.2	173.3	777.8	777.4	789.4
신사업	-6.1	-5.6	-1.8	-5.1	-7.3	-3.9	1.2	-0.5	-18.6	-10.5	7.5
이마트몰	-6.7	-7.3	-6.9	-6.2	-9.7	-5.6	-3.9	-1.4	-27.1	-20.7	-5.6
트레이더스	0.2	1.3	4.4	0.6	2.1	1.4	4.8	0.7	6.5	9.0	11.9
수익성(%)											
매출총이익률	25.5	26.0	25.5	25.9	25.7	26.3	25.8	26.3	25.7	26.0	26.2
영업이익률	6.1	6.3	6.6	5.5	5.7	6.3	6.7	5.5	6.1	6.1	6.0
기존사업	7.1	7.3	7.6	6.3	6.6	7.3	7.6	6.3	7.1	7.0	6.8
신사업	-1.9	-1.7	-0.5	-1.5	-2.2	-1.1	0.3	-0.1	-1.4	-0.7	0.4
이마트몰	-5.3	-6.0	-5.4	-4.9	-8.6	-4.0	-2.4	-0.9	-5.4	-3.5	-0.8
트레이더스	0.1	0.8	2.5	0.4	1.3	0.8	2.5	0.4	1.0	1.3	1.3

자료: 동양증권 리서치센터

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	12,685	13,035	13,415	14,091	14,886
매출원가	9,200	9,426	9,653	10,089	10,610
매출총이익	3,485	3,609	3,762	4,002	4,277
판매비	2,750	2,874	3,014	3,167	3,381
영업이익	735	735	748	835	896
EBITDA	1,095	1,129	1,112	1,190	1,229
영업외손익	-120	-86	-66	-61	-59
외환관련손익	112	53	39	53	53
이자손익	-108	-102	-97	-94	-95
관계기업관련손익	-74	-10	19	21	23
기타	-50	-28	-26	-41	-41
법인세비용차감전순이익	615	649	682	774	836
법인세비용	180	173	182	208	225
계속사업순이익	435	476	500	566	611
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	435	476	500	566	611
지배지분순이익	424	467	494	559	603
포괄순이익	571	608	548	614	659
지배지분포괄이익	560	600	537	602	646

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,202	1,261	2,952	4,367	5,713
현금및현금성자산	53	70	1,592	2,915	4,190
매출채권 및 기타채권	309	276	432	494	525
재고자산	723	744	756	786	827
비유동자산	11,052	11,791	12,232	12,703	13,188
유형자산	8,241	8,728	9,181	9,662	10,155
관계기업등 지분관련자산	113	115	134	155	178
기타투자자산	1,866	2,101	2,089	2,076	2,063
자산총계	12,254	13,052	15,183	17,070	18,902
유동부채	3,467	3,439	3,952	4,148	4,243
매입채무 및 기타채무	1,395	1,364	1,877	2,072	2,167
단기차입금	721	603	603	603	603
유동성장기부채	821	849	849	849	849
비유동부채	2,657	2,915	4,032	5,149	6,267
장기차입금	48	317	1,435	2,552	3,669
사채	1,767	1,716	1,716	1,716	1,716
부채총계	6,125	6,354	7,984	9,297	10,509
지배지분	6,023	6,568	7,068	7,632	8,241
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	587	1,025	1,478	1,995	2,556
비지배지분	106	130	131	140	151
자본총계	6,129	6,698	7,199	7,773	8,392
순차입금	3,270	3,350	2,945	2,739	2,582
총차입금	3,388	3,532	4,649	5,767	6,884

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	695	803	1,273	1,071	1,013
당기순이익	435	476	500	566	611
감가상각비	346	376	346	337	315
외환손익	-96	-57	-39	-53	-53
총속, 관계기업 관련손익	-14	-3	-19	-21	-23
자산부채의 증감	-273	-221	176	-68	-150
기타현금흐름	296	231	308	310	313
투자활동 현금흐름	-1,063	-896	-829	-848	-838
투자자산	2	-1	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-813	-842	-828	-835	-831
유형자산 감소	52	6	29	17	23
기타현금흐름	-304	-58	-30	-30	-30
재무활동 현금흐름	371	111	60	63	64
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	415	182	117	117	117
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-22	-43	-43	-43	-43
기타현금흐름	-21	-28	-14	-11	-11
연결범위변동 등 기타	-1	-1	18	36	36
현금의 증감	2	17	1,522	1,323	1,275
기초 현금	51	53	70	1,592	2,915
기말 현금	53	70	1,592	2,915	4,190
NOPLAT	73	74	75	83	90
FCF	-207	-129	261	63	6

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	15,213	16,762	17,738	20,050	21,643
BPS	216,175	235,709	253,643	273,889	295,728
EBITDAPS	39,264	40,514	39,902	42,677	44,079
SPS	455,055	467,619	481,234	505,500	534,014
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
PER	16.5	13.4	13.2	11.7	10.9
PBR	1.2	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.5	8.6	8.7	7.9	7.6
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	58.7	2.8	2.9	5.0	5.6
영업이익 증가율 (%)	32.6	0.0	1.8	11.6	7.3
지배순이익 증가율 (%)	38.7	10.2	5.8	13.0	7.9
매출총이익률 (%)	27.5	27.7	28.0	28.4	28.7
영업이익률 (%)	5.8	5.6	5.6	5.9	6.0
지배순이익률 (%)	3.3	3.6	3.7	4.0	4.1
EBITDA 마진 (%)	8.6	8.7	8.3	8.4	8.3
ROIC	7.0	6.7	6.6	7.2	7.3
ROA	3.6	3.7	3.5	3.5	3.4
ROE	7.4	7.4	7.3	7.6	7.6
부채비율 (%)	99.9	94.9	110.9	119.6	125.2
순차입금/자기자본 (%)	54.3	51.0	41.7	35.9	31.3
영업이익/금융비용 (배)	5.7	5.9	6.3	7.2	7.8

장바구니 속 신의 한 수를 읽어내는 **김태홍**입니다.

(02)3770-5659 taehong.kim@tongyang.co.kr



현대백화점 (069960)

늦어도 시작은 시작이다

투자의견: BUY (I)

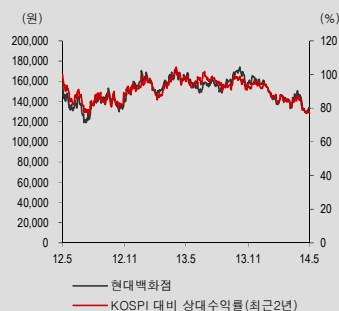
목표주가: 173,000원 (I)

소매/유통

주가	133,000원
자본금	1,170억원
시가총액	31,125억원
주당순자산	144,333원
부채비율	66.52%
총발행주식수	23,402,441주
60일 평균 거래대금	106억원
60일 평균 거래량	75,966주
52주 고	174,000원
52주 저	128,500원
외인지분율	36.92%
주요주주	정지선 외 4인 36.09%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(8.0)	(4.0)	(18.9)
상대	(8.9)	(7.5)	(20.0)
절대(달러환산)	(6.7)	(0.2)	(11.6)



자료: Datastream



Why This Report

이번 달 초, 현대아울렛 가산점이 오픈하였습니다. '현대'라는 상호가 여러 군데 쓰임에도 불구하고 현대아울렛은 생소한 느낌입니다. 그만큼 현대백화점이 전통적인 백화점 비즈니스에 집중했다는 반증인 것 같습니다. 그래서 이번 아울렛 출점이 더욱 의미가 있습니다. 실적 기여도를 논하기는 시기상조이지만 늦어도 시작은 엄연히 시작이라는 점에서 관심을 가지고 살펴봐야 할 것 같습니다.

Investment Point

늦어도 시작은 시작이다

- ▶ 전통적인 백화점 사업구조에 의존하던 현대백화점이 아울렛, 복합쇼핑몰 사업에 진출. 2014년말부터 이어지는 출점 스케줄로 외형성장에 대한 기대감 부각. 엄격한 비용 관리로 외형 확대 시 이익 레버리지 효과 기대. 2016년까지 아울렛 3개, 백화점 2개 예상(위탁경영, 임차매장 포함)
- ▶ 판교복합쇼핑몰은 초년도 예상 매출액이 현대백화점 FY14 예상 총매출액의 15% 수준. 차별화된 매출성장세 보여줄 것 기대. 총매출액 기준 전년대비 2015년 +13.2%, 2016년 +13.6% 예상

실적은 약해도 기대되는 하반기

- ▶ 단기적 성장 모멘텀 부족한 상황에서 2분기 소비심리 위축으로 실적 부진 지속될 전망. 하반기 무역센터점 비용부담 완화를 비롯해 소비시장 개선에 의한 실적 개선 기대
- ▶ 2014년말부터 시작되는 아울렛, 복합쇼핑몰 출점에 대한 기대감이 하반기 주가에 반영될 전망. 연초 대비 주가 하락(-17.4%)로 Valuation 측면에서도 하방 경직성 존재

투자의견 BUY, 목표주가 173,000원으로 커버리지 개시

- 12M FWD 순이익에 Target P/E 12.5배(유통 평균). 최근 주가하락으로 하방 경직성 확보
- 2014년 실적개선 모멘텀은 약하나 하반기로 갈수록 외형성장 기대감이 주가에 반영될 전망

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,520	1,534	1,604	1,809	2,055
매출액증가율	5.6	0.9	4.6	12.8	13.6
영업이익	426	393	398	473	582
영업이익률	28.0	25.6	24.8	26.1	28.3
지배주주귀속 순이익	322	299	303	356	433
지배주주 귀속 EPS	13,755	12,771	13,067	15,302	18,616
증가율	-8.5	-7.2	2.3	17.1	21.7
PER	11.0	12.5	10.2	8.7	7.1
PBR	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.2	9.0	7.6	6.4	5.2
ROA	6.4	5.4	5.1	5.1	5.5
ROE	12.4	10.4	9.6	10.2	11.2

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

현대백화점, 투자의견 BUY, 목표주가 173,000원으로 커버리지 개시

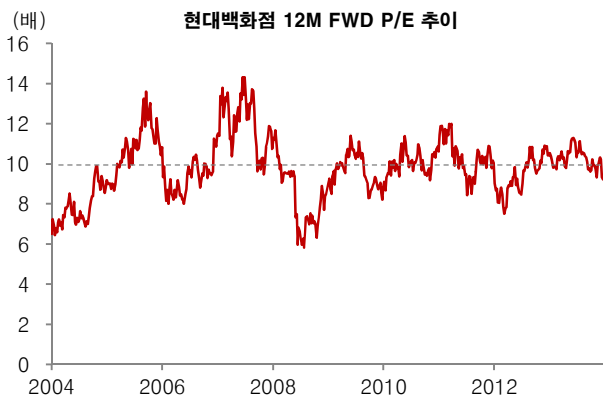
현대백화점에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 173,000원으로 커버리지는 개시한다. 목표주가는 현대백화점의 12개월 FWD 지배주주귀속 순이익에 Target P/E 12.5배를 적용하여 산출하였다. 2014년 들어서도 백화점 업황이 의미 있는 회복세를 보이지 못하고 있어 현대백화점의 실적 모델링도 제한적인 상황이다. 그러나 2014년말 신규 아울렛 출점에 대한 기대감이 주가에 반영될 여지는 남아있다고 판단한다. Valuation 측면에서도 12M FWD P/E 9.6배로 최근 1년 내 저점인 만큼 하방 경직성도 존재한다.

[표 1] 현대백화점 목표주가 산정

12M FWD 순이익	(십억원)	323.1	K-IFRS 연결 기준, 지배주주귀속 순이익
Target Multiple	(배)	12.5	유통업 평균 P/E
적정 시가총액	(십억원)	4,038.2	
발행주식수	(주)	23,402	보통주 기말 발행주식수
적정 주당가치	(원)	173,000	
현재주가	(원)	133,000	
상승여력	(%)	30.1	

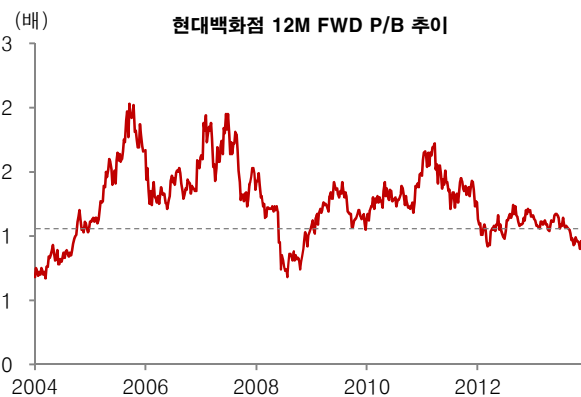
자료: 동양증권 리서치센터

[그림 1] 12M Forward P/E



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 12M Forward P/B



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

늦어도 시작은 시작이다

현대백화점에 있어 2014년은 의미 있는 한 해가 될 것이다. 백화점에 집중되어 있던 사업구조가 아울렛 부문으로 확장되면서 향후 아울렛 시장의 성장세를 공유할 것으로 기대되기 때문이다.

지난 5월 2일 현대아울렛 가산점이 문을 열었다. 한라건설이 운영하던 '하이힐'을 새롭게 단장해 현대백화점이 위탁 경영하는 방식으로 운영될 예정이다. 향후 20년간(10년 계약+추가 10년 연장가능) 위탁 운영이 가능한 가산점은 사실상 동사가 처음으로 시작하는 아울렛 사업이라는 점에서 의미가 있다.

현대백화점은 2011년과 2012년 리바트와 한섬을 연이어 인수하는 등 M&A에 적극적인 면모를 보였으나 유통망 확장에는 소극적이라는 평가를 받아왔다. 롯데와 신세계가 연이어 백화점과 아울렛을 포함해 각각 18곳과 6곳을 늘리는 동안, 현대백화점의 신규 개점은 5곳에 그쳤다.

현대아울렛 가산점은 영업이익의 약 10%를 위탁 운영 수수료로 받는 위탁경영을 하기 때문에 초년도 매출액이 목표치인 2,000억원을 달성해도 수수료 이익은 약 10억원 수준에 불과할 것으로 보인다. 그러나 동사가 유통망 확장을 시작했고 기존 백화점 중심에서 아울렛 진출로 전략의 변화가 발생했다는 점 그리고 프리미엄 아울렛뿐 아니라 도심형 아울렛에도 관심을 가지고 있다는 점에서 의미가 남다르게 받아들여 진다.

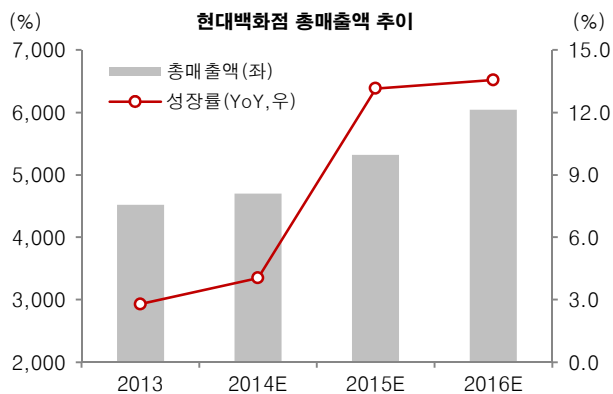
[표 2] 현대백화점 향후 출점 계획

	기든파이프	김포점	판교 알파돔시티	송도점	아산점
					
점포유형	도심형 아울렛	프리미엄 아울렛	백화점(복합쇼핑몰)	프리미엄 아울렛	백화점
소유법인(구분)	현대백화점(임차)	한무쇼핑(자가)	현대백화점(자가)	현대백화점(자가)	현대백화점(자가)
오픈예정일	2014(미정)	2014.12	2015.08	2015.10	2016.08
영업면적(㎡)	49,000	39,600	87,780	39,600	29,700
CAPEX(십억원)	12.0	270.0	805.8	260.0	179.0
초년도 예상매출(십억원)	300.0	276.0	700.0	232.0	250.0

자료: 현대백화점, 동양증권 리서치센터

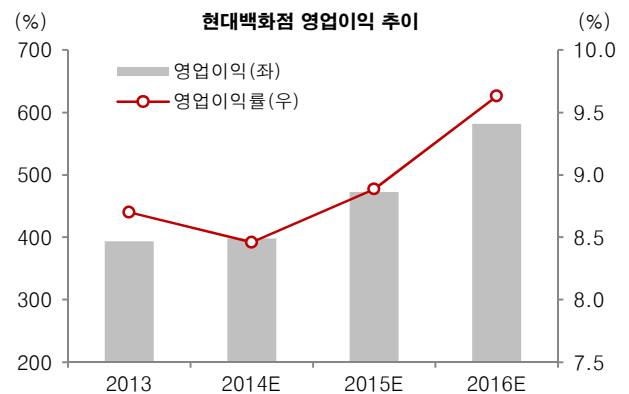
2014년 연말로 예정된 김포 프리미엄 아울렛 이후 현대백화점의 출점 스케줄 중 가장 기대가 큰 것은 판교 복합쇼핑몰이다. 3년 만의 백화점 출점 일 뿐 아니라 전통적인 백화점에서 벗어난 첫 번째 복합쇼핑몰이다. 인근에 AK 플라자와 롯데백화점 분당점 그리고 신세계 경기점이 있으나 전체 쇼핑물 면적 기준(87,780㎡)으로 수도권 최대 규모임을 감안하면 판교 복합쇼핑몰의 소비층 흡수 효과가 기대된다. 초년도 연간 예상매출은 7,000억원 수준으로 이는 현대백화점의 2014년 예상 연결 총매출액(4조7,030억원)의 15%에 달한다.

[그림 3] 외형성장 모멘텀 부각



자료: 현대백화점, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 현대백화점 영업이익의 전망



자료: 현대백화점, 동양증권 리서치센터

올해 하반기 롯데쇼핑 제2롯데월드몰 오픈이 예정대로 진행될 경우 무역센터점 매출에 부정적인 영향이 불가피하다. 그러나 무역센터점의 인근에 위치한 코엑스몰의 리뉴얼이 지난 3월 1차 오픈을 시작으로 점차 마무리 단계에 접어들었다. 올해 8월까지 공사 완료 후 연말에 그랜드 오픈이 예정되어 있어 2015년 무역센터점 트래픽 증가에 상당한 기여를 할 것으로 보인다.

[그림 5] 코엑스몰 이동동선 현황('14.3월 기준) - 무역센터점 집객효과 누리기 쉽지 않은 상황



자료: Coex, 동양증권 리서치센터

실적은 약해도 기대되는 하반기

현대백화점은 지난 1분기 실적이 시장 기대치를 충족시키지 못하면서 올해 이익 전망에 대한 기대감이 한 풀 꺾인 상태이다. 단기적 성장 모멘텀이 부족한 상황에서 경기에 민감한 백화점 채널에 부정적인 환경은 당분간 지속될 것으로 보인다. 지난 4월 발생한 가슴 아픈 일 등으로 5월 가정의 달 소비 특수 역시 기대하기 힘들어 2분기까지 실적 부진이 지속될 전망이다. 게다가 5월과 6월의 긴 연휴는 오히려 백화점 소비에 도움이 되지 못할 것으로 보여 상반기 실적 개선에 대한 기대감을 어렵게 한다.

소비시장과 백화점 업황 개선으로 2분기 기존점 성장률은 1분기 대비 양호할 것으로 보이나 고정비 부담이 상반기까지 영향을 미칠 것으로 보인다. 다만 무역센터점이 지난해 8월 리뉴얼 오픈한 점을 고려하면 기저효과로 올 3분기부터 비용 부담이 완화될 것으로 예상되는 점이 하반기 실적 개선을 기대하게 한다.

연초 대비 주가가 -17.4% 정도 하락한 상태이나 추가적인 하락은 제한적일 것으로 판단된다. 하반기 신규 출점을 통한 성장성 확보와 2015년까지 계획되어 있는 출점 스케줄을 고려하면 적어도 올해 하반기로 넘어갈수록 의미 있는 주가 재평가가 가능할 전망이다.

[표 3] 현대백화점(연결) 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
총매출액	1,123.9	1,095.8	1,013.5	1,287.0	1,143.8	1,117.7	1,064.2	1,377.1	4,520.3	4,702.8	5,321.5
순매출액	385.7	372.3	348.7	427.1	393.9	380.0	361.8	468.2	1,533.7	1,604.0	1,809.3
매출총이익	316.5	315.5	290.8	368.1	320.3	318.8	302.8	391.0	1,290.9	1,332.9	1,510.9
영업이익	104.8	108.1	64.0	116.4	98.7	110.2	62.4	126.5	393.2	397.8	472.8
세전이익	133.0	126.7	82.5	119.6	118.9	128.4	80.6	142.9	461.8	470.8	554.2
순이익	89.6	83.8	52.1	73.4	77.5	82.5	51.8	91.7	298.9	303.3	355.8
성장률(YoY, %)											
총매출액	2.1	4.7	2.1	2.3	1.8	2.0	5.0	7.0	2.8	4.0	13.2
매출총이익	-0.8	3.5	3.0	1.6	1.2	1.1	4.1	6.2	1.8	3.3	13.4
영업이익	-13.6	-4.2	-10.2	-3.8	-5.8	1.9	-2.5	8.7	-7.8	1.2	18.9
순이익	-4.0	-6.4	-11.9	-8.2	-13.5	-1.6	-0.6	24.9	-7.2	1.5	17.3
수익성(%)											
매출총이익	28.2	28.8	28.7	28.6	28.0	28.5	28.5	28.4	28.6	28.3	28.4
영업이익	9.3	9.9	6.3	9.0	8.6	9.9	5.9	9.2	8.7	8.5	8.9
순이익	8.0	7.6	5.1	5.7	6.8	7.4	4.9	6.7	6.6	6.4	6.7

주: 수익성은 총매출액 기준, K-IFRS 연결 기준

자료: 현대백화점, 동양증권 리서치센터

현대백화점 (069960) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	1,520	1,534	1,604	1,809	2,055
매출원가	251	243	271	298	339
매출총이익	1,269	1,291	1,333	1,511	1,716
판매비	842	898	935	1,038	1,134
영업이익	426	393	398	473	582
EBITDA	524	504	521	610	731
영업외손익	64	69	73	81	93
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	5	6	3	1	1
관계기업관련손익	41	55	75	72	84
기타	18	7	-2	11	11
법인세비용차감전순이익	490	462	471	554	675
법인세비용	126	124	128	152	186
계속사업순이익	364	338	343	402	489
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	364	338	343	402	489
지배지분순이익	322	299	303	356	433
포괄순이익	362	326	357	417	504
지배지분포괄이익	320	287	315	367	444

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	1,267	1,150	1,646	2,281	2,877
현금및현금성자산	74	79	524	1,013	1,535
매출채권 및 기타채권	616	622	661	795	862
재고자산	40	45	53	66	72
비유동자산	4,133	4,451	4,855	5,170	5,506
유형자산	3,468	3,752	4,076	4,313	4,559
관계기업등 지분관련자산	442	495	570	642	726
기타투자자산	145	113	120	126	132
자산총계	5,400	5,601	6,501	7,451	8,382
유동부채	1,245	1,290	1,633	2,000	2,301
매입채무 및 기타채무	793	768	880	1,016	1,086
단기차입금	160	20	251	482	712
유동성장기부채	100	300	300	300	300
비유동부채	918	765	964	1,130	1,252
장기차입금	0	130	130	130	130
사채	598	299	499	664	786
부채총계	2,164	2,055	2,597	3,130	3,552
지배지분	2,749	3,021	3,324	3,680	4,112
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	2,014	2,298	2,589	2,932	3,353
비지배지분	488	525	580	642	718
자본총계	3,237	3,546	3,904	4,322	4,830
순차입금	258	277	262	170	1
총차입금	858	749	1,179	1,576	1,928

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	432	346	432	442	537
당기순이익	364	338	345	404	492
감가상각비	97	110	122	136	148
외환손익	0	0	0	0	0
총속, 관계기업관련손익	0	0	-75	-72	-84
자산부채의 증감	-24	-87	71	4	10
기타현금흐름	-5	-14	-31	-30	-29
투자활동 현금흐름	-692	-215	-698	-736	-788
투자자산	-6	17	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-313	-363	-470	-382	-405
유형자산 감소	1	0	24	9	11
기타현금흐름	-375	131	-252	-363	-394
재무활동 현금흐름	326	-126	422	391	347
단기차입금	45	-10	231	231	231
사채 및 장기차입금	299	-100	199	166	122
자본	0	2	0	0	0
현금배당	-18	-18	-18	-18	-18
기타현금흐름	0	0	10	12	13
연결범위변동 등 기타	0	0	289	392	425
현금의 증감	66	5	444	489	522
기초 현금	9	74	79	524	1,013
기말 현금	74	79	524	1,013	1,535
NOPLAT	43	39	40	47	58
FCF	78	-52	14	102	177

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	13,755	12,771	13,067	15,302	18,616
BPS	119,746	131,382	144,333	159,518	178,018
EBITDAPS	22,384	21,551	22,254	26,059	31,235
SPS	64,949	65,537	68,540	77,313	87,794
DPS	650	650	650	650	650
PER	11.0	12.5	10.2	8.7	7.1
PBR	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	8.2	9.0	7.6	6.4	5.2
PSR	2.3	2.4	1.9	1.7	1.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	5.6	0.9	4.6	12.8	13.6
영업이익 증가율 (%)	-2.4	-7.8	1.2	18.9	23.1
지배순이익 증가율 (%)	-7.1	-7.2	2.3	17.1	21.7
매출총이익률 (%)	83.5	84.2	83.1	83.5	83.5
영업이익률 (%)	28.0	25.6	24.8	26.1	28.3
지배순이익률 (%)	21.2	19.5	19.1	19.8	21.2
EBITDA 마진 (%)	34.5	32.9	32.5	33.7	35.6
ROIC	10.3	8.6	7.9	8.8	10.2
ROA	6.4	5.4	5.1	5.1	5.5
ROE	12.4	10.4	9.6	10.2	11.2
부채비율 (%)	66.8	57.9	66.5	72.4	73.5
순차입금/자기자본 (%)	9.4	9.2	7.9	4.6	0.0
영업이익/금융비용 (배)	31.9	46.1	44.3	45.9	52.9

장비까지 속 신의 한 수를 읽어내는 **김태홍**입니다.

(02)3770-5659 taehong.kim@tongyang.co.kr



신세계 (004170)

이가 없으면 잇몸으로

투자의견: **BUY (I)**

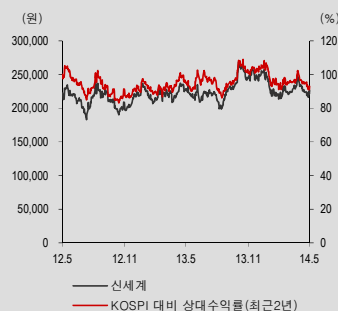
목표주가: **275,000원 (I)**

소매/유통

주가	226,500원
자본금	492억원
시가총액	22,299억원
주당순자산	259,823원
부채비율	120.57%
총발행주식수	9,845,181주
60일 평균 거래대금	76억원
60일 평균 거래량	33,508주
52주 고	269,000원
52주 저	198,500원
외인지분율	54.83%
주요주주	이명희 외 4인 27.13%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(4.4)	6.1	(1.1)
상대	(5.4)	2.2	(2.4)
절대(달러환산)	(3.2)	10.2	7.8



자료: Datastream



Why This Report

2014년 백화점 경기가 좀처럼 돌아서지 않고 있습니다. 게다가 연초에 발생한 온라인 통합사이트의 오류로 온라인 부문이 우려의 대상으로 떠올랐습니다. 신세계 입장에서 올 한 해는 내년부터 예정된 신규 출점을 대비해 내실을 갈고 닦을 시기이나 이번 상반기는 뒤숭숭하게 보내게 될 것 같습니다. 그래도 감가상각비의 감소로 큰 비용 부담을 덜었다는 점이 다소 위안이 됩니다. 이가 없으면 잇몸으로 우선 버티고 내년의 성장을 대비해야 할 것 같습니다

Investment Point

이가 없으면 잇몸으로...

- ▶ 전통적인 백화점 채널 수요 개선 지연. 신세계 역시 자유롭지 못한 상황. 신세계 그룹의 비용 효율화 작업을 통한 수익성 개선 전략이 점차 실효를 거두고 있음. 타사 대비 수익 개선 폭 늘리는 레버리지 효과 기대
- ▶ 2분기부터 판관비 기저효과 예상, 감가상각 종료(센텀시티점, 영등포점)로 연간 170억원의 감가상각비 감소 예상. 새롭게 추가될 감가상각비 70억원 감안하면 연간 100억원 수준의 영업이익 개선 효과

2015년부터 출점 모멘텀 기대

- ▶ 2015년 하반기 김해점 시작으로 '16년 하남 유니온스퀘어, 동대구복합환승센터 등 3개의 신규 출점과 2개의 리뉴얼 예정. 영업면적 기준으로 향후 2년간 연간 20% 이상의 외형 성장 가능
- ▶ 2015년 연결기준 매출은 2014년 예상 총매출액 대비 5.7% 증가한 5조4,540억원 전망. 2분기 실적 하방 확인과 수익성 개선 가시화 되면 하반기부터 신세계의 성장 모멘텀 다시 부각될 수 있을 것으로 판단

투자의견 BUY, 목표주가 275,000원으로 커버리지 개시

- 12개월 FWD 지배주주귀속 순이익에 Target P/E 12.5배 적용. 삼성생명 지분가치 합산
- '14년은 감가상각비 절감 통한 수익성 개선으로, '15년은 출점에 기반한 외형 성장으로

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	2,296	2,442	2,534	2,676	2,927
매출액증가율	5.0	6.4	3.8	5.6	9.4
영업이익	250	306	325	344	387
영업이익률	10.9	12.5	12.8	12.9	13.2
지배주주귀속 순이익	162	158	164	172	192
지배주주 귀속 EPS	16,415	16,010	16,629	17,521	19,520
증가율	-91.0	-2.5	3.9	5.4	11.4
PER	14.0	14.2	13.6	12.9	11.6
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.9	11.5	11.6	11.4	10.5
ROA	2.9	2.2	2.1	2.1	2.2
ROE	7.7	6.8	6.6	6.6	6.9

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

신세계, 투자의견 BUY, 목표주가 275,000원으로 커버리지 개시

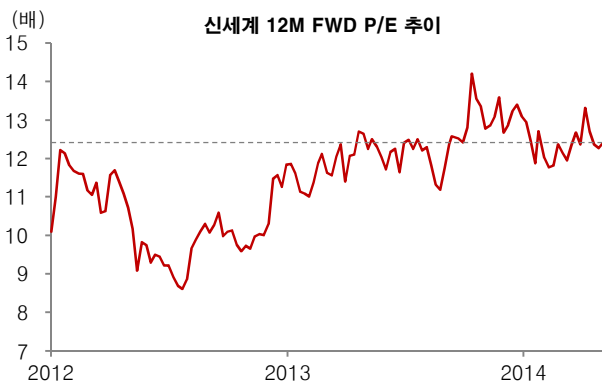
신세계에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 275,000원으로 커버리지는 개시한다. 목표주가는 신세계의 12개월 FWD 지배주주귀속 순이익에 Target P/E 12.5배를 적용하고, 삼성생명 보유지분가치(지분율 3.7%)를 합산하여 산출하였다. 2015년까지 출점에 의한 성장 모멘텀은 없으나 지속적인 수익성 개선 노력으로 소비 회복 시 타사 대비 수익 증가 폭이 클 것으로 기대된다. 다만, 백화점 업황의 뚜렷한 개선 기미가 보이지 않는 상황에서는 실적 개선에 의한 주가 상승 모멘텀 역시 약할 수 밖에 없어 상승여력은 제한적일 것으로 예상된다.

[표 1] 신세계 목표주가 산정

12M FWD 순이익	(십억원)	167.0	K-IFRS 연결 기준, 지배주주귀속 순이익
Target Multiple	(배)	12.5	유통업 평균 P/E
적정 가치(A)	(십억원)	2,087.0	
삼성생명 지분가치(B)	(십억원)	580.6	보유지분 3.7%, 법인세차감
적정 시가총액(A)+(B)	(십억원)	2,667.7	
발행주식수	(천 주)	9,845	보통주 기말 발행주식 수
적정 주당가치	(원)	275,000	
현재주가	(원)	226,500	
상승여력	(%)	21.4	

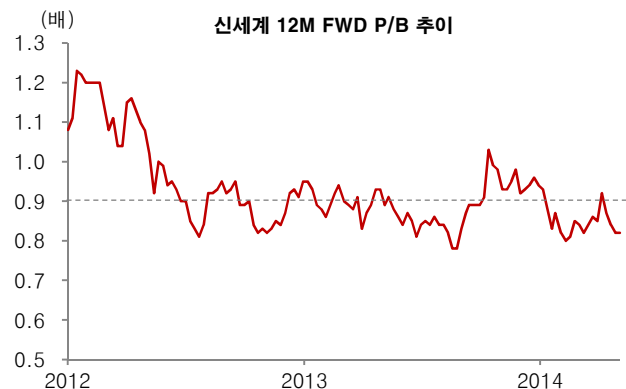
자료: 동양증권 리서치센터

[그림 1] 12M Forward P/E



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 12M Forward P/B



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

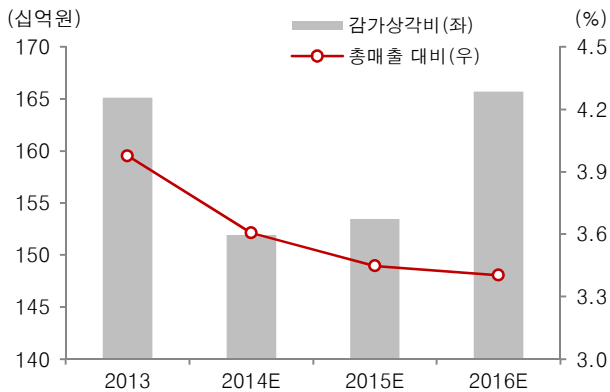
이가 없으면 잇몸으로...

전통적인 백화점 채널의 수요 개선이 지연되는 가운데 신세계 역시 화장품/의류 카테고리 매출 역신장 지속(3월실적 기준)으로 이와 같은 우려감에서 자유롭지 못한 상황이다. 동사는 2014년 1분기 누적 기존점 성장률 1.2%를 기록하며 백화점 업태 대비 회복 우위를 보여주지도 못하고 있다. 하반기에도 소비시장 개선으로 인한 신세계의 이익 레버리지 효과를 기대하기는 어려울 것으로 판단된다.

대신 지난 해부터 지속된 신세계 그룹의 비용 효율화 작업을 통한 수익성 개선 전략이 점차 실효를 거두고 있는 것으로 보인다. 점진적인 매출 개선을 기대할 수 밖에 없는 백화점 업황을 고려하면 타사 대비 수익 개선 폭을 늘리는 레버리지 효과로 작용할 것이 기대된다.

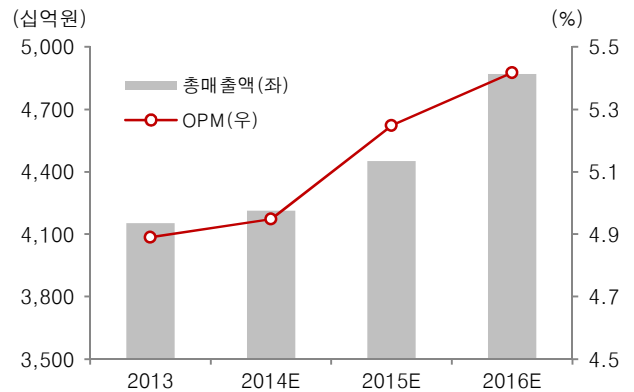
2013년 4~5월 단행된 신세계 그룹의 정규직 전환으로 2분기부터 판매비 기저효과가 예상되고 감가상각 종료로 고정비 부담 감소되는 점이 긍정적인 포인트이다. 센텀시티점(3월 종료)과 영등포점(9월 종료) 감가상각 종료로 연간 170억원의 감가상각비 감소가 예상된다. 새롭게 추가될 강남점, 센텀시티 리뉴얼 감가상각비 70억원을 감안하면 연간 100억원 수준의 영업이익 개선이 기대된다.

[그림 3] 감가상각비 축소로 영업이익 개선 기대



자료: 신세계, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 영업이익 개선 지속 전망



자료: 신세계, 동양증권 리서치센터

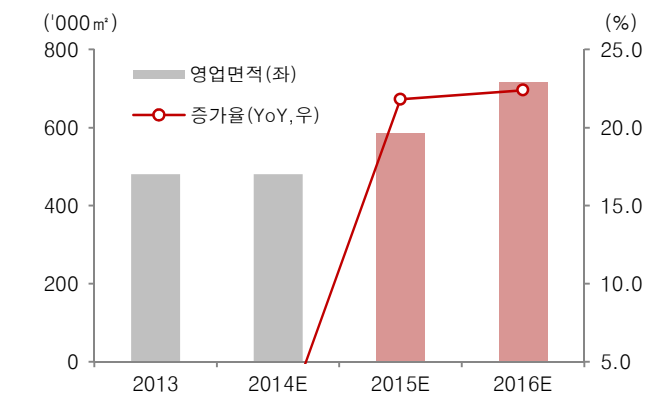
2015년부터 출점 모멘텀 기대

외형성장 모멘텀 없는 올해는 효율화된 비용 구조를 바탕으로 비용 절감을 통한 수익창출 효과가 예상된다. 내년부터 신세계의 성장이 본격화 되면 개선된 수익성을 바탕으로 타사 대비 양호한 이익 레버리지를 보여줄 것으로 기대한다.

2014년, 신세계의 추가 출점은 없다. 현대백화점이 지난 5월 2일 현대아울렛 가산점 오픈을 시작으로 본격적인 외형 확장에 나선 것과 비교하면 단기적인 성장 모멘텀이 부족해 보인다. 그러나 2015년부터는 신세계의 본격적인 영업면적 확대가 예상된다. 2015년 하반기 김해점을 시작으로 2016년 하남 유니온스퀘어, 동대구복합환승센터 등 3개의 신규 출점과 부산 센텀시티점, 강남점 등 2개의 리뉴얼이 예정되어 있다. 영업면적 기준으로 향후 2년간 연간 20% 이상의 외형 성장이 기대된다.

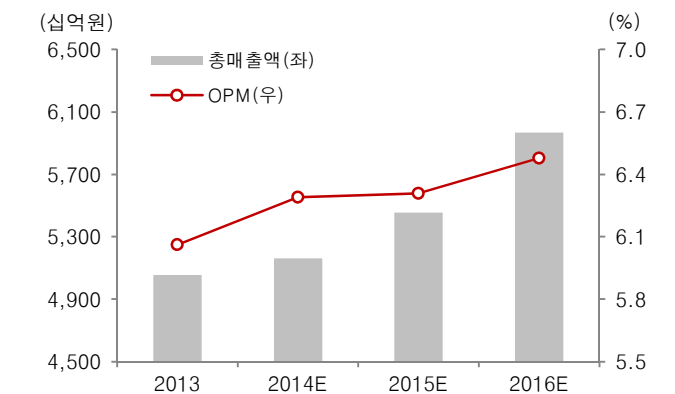
성장으로 인한 매출은 2015년 하반기부터 반영될 예정으로 신세계의 2015년 연결기준 매출 성장은 2014년 예상 총매출액 대비 5.7% 증가한 5조4,540억원으로 전망된다. 올해 2분기 실적 하방 경직성 확인과 수익성 개선의 가시적인 흐름이 확인되면 하반기부터 신세계의 성장스토리 모멘텀이 다시 부각될 수 있을 것으로 판단한다.

[그림 5] 2015년부터 외형 성장 모멘텀 부각 예상



자료: 신세계, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 신세계 연결 총매출액 추이 및 영업이익률 전망



자료: 신세계, 동양증권 리서치센터

[표 2] 신세계 점포당 영업면적 추이 및 전망

점포명		2013	2014E	2015E	2016E
본점		56,500			
영등포점		43,200			
인천점		64,500			
강남점		59,000		17,700	
마산점		25,500			
경기점		56,200			
센텀시티점		126,400		50,800	
의정부점		49,600			
김해점	2015년			36,400	
하남점	2016년				33,000
동대구점	2016년				98,200
울산점	2018년				
양재점	2018년				
연간 확장면적				+104,900	+131,200
Total		480,900	480,900	585,800	717,000
영업면적 증가율				21.8%	22.4%

자료: 신세계, 언론기사, 동양증권 리서치센터

[표 3] 신세계(별도) 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
총매출	1,046.7	1,012.5	931.5	1,162.3	1,004.8	1,031.0	965.8	1,211.2	4,153.0	4,212.8	4,451.5
백화점	940.0	920.4	852.1	1,079.3	936.3	951.8	884.9	1,121.6	3,791.8	3,894.6	4,108.8
신세계몰	110.8	88.0	79.3	83.0	68.5	79.2	80.9	89.6	361.1	318.2	342.8
순매출	385.4	375.2	359.9	423.3	382.4	387.0	363.8	453.3	1,543.7	1,586.4	1,673.6
매출총이익	285.7	280.3	258.3	323.8	283.4	287.3	270.4	338.9	1,148.0	1,180.1	1,246.0
영업이익	45.4	57.0	23.7	77.0	46.0	51.3	28.5	82.7	203.1	208.5	233.6
백화점	54.6	54.8	30.3	83.4	54.1	56.7	34.1	87.8	223.1	232.7	247.6
신세계몰	-5.1	-5.1	-6.3	-6.4	-8.1	-5.4	-5.6	-5.1	-22.9	-24.2	-14.0
성장률(YoY, %)											
총매출	4.1	-0.1	-2.9	-3.0	-4.0	1.8	3.7	4.2	-0.6	1.4	5.7
백화점	6.2	1.4	0.3	-0.6	-0.4	3.4	3.9	3.9	1.7	2.7	5.5
신세계몰	-8.0	-17.2	-25.8	-27.2	-38.2	-10.0	2.0	8.0	-19.3	-11.9	7.7
순매출	4.7	2.6	-1.1	-0.1	-0.8	3.2	1.1	7.1	1.5	2.8	5.5
매출총이익	5.2	1.3	0.0	0.4	-0.8	2.5	4.7	4.7	1.7	2.8	5.6
영업이익	-24.3	11.5	18.3	48.7	1.4	-10.1	20.4	7.4	11.0	2.7	12.1
백화점	-1.6	-3.5	8.6	9.6	-0.9	3.4	12.6	5.3	3.1	4.3	6.4
신세계몰	0.0	-26.1	-11.3	-7.2	58.8	5.5	-10.8	-20.0	-11.9	5.8	-42.3
수익성(%)											
매출총이익률	27.3	27.7	27.7	27.9	28.2	27.9	28.0	28.0	27.6	28.0	28.0
영업이익률	4.3	5.6	2.5	6.6	4.6	5.0	3.0	6.8	4.9	4.9	5.2

주: 수익성은 총매출액 기준, K-IFRS 별도 기준

자료: 신세계, 동양증권 리서치센터

신세계 (004170) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	2,296	2,442	2,534	2,676	2,927
매출원가	806	873	919	970	1,060
매출총이익	1,489	1,568	1,615	1,706	1,867
판매비	1,240	1,262	1,290	1,362	1,480
영업이익	250	306	325	344	387
EBITDA	398	480	488	509	564
영업외손익	21	-40	-41	-44	-53
외환관련손익	8	3	3	3	3
이자손익	-37	-74	-75	-80	-90
관계기업관련손익	16	22	23	25	27
기타	35	10	9	9	9
법인세비용차감전순이익	271	267	284	300	334
법인세비용	77	72	82	87	97
계속사업순이익	194	195	202	213	237
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	194	195	202	213	237
지배지분순이익	162	158	164	172	192
포괄순이익	258	250	192	203	228
지배지분포괄이익	226	212	112	114	127

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	576	489	561	805	1,206
현금및현금성자산	40	18	28	224	580
매출채권 및 기타채권	178	173	196	212	227
재고자산	222	244	281	312	343
비유동자산	6,392	7,011	7,252	7,529	7,775
유형자산	4,293	4,542	4,768	5,028	5,255
관계기업등 지분관련자산	94	336	359	384	411
기타투자자산	977	1,089	1,089	1,089	1,089
자산총계	6,968	7,500	7,812	8,333	8,981
유동부채	1,497	1,346	1,360	1,369	1,377
매입채무 및 기타채무	664	659	673	682	690
단기차입금	206	232	232	232	232
유동성장기부채	300	100	100	100	100
비유동부채	2,371	2,810	2,910	3,210	3,610
장기차입금	1,022	1,042	1,042	1,042	1,042
사채	598	1,018	1,118	1,418	1,818
부채총계	3,868	4,156	4,271	4,579	4,987
지배지분	2,207	2,410	2,554	2,707	2,880
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	388	388	388	388	388
이익잉여금	1,225	1,374	1,528	1,691	1,873
비지배지분	894	934	987	1,046	1,113
자본총계	3,101	3,344	3,542	3,754	3,993
순차입금	1,982	2,353	2,443	2,547	2,591
총차입금	2,126	2,392	2,492	2,792	3,192

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	185	274	314	347	385
당기순이익	194	195	202	213	237
감가상각비	144	165	155	156	169
외환손익	-3	-3	-3	-3	-3
총속, 관계기업 관련손익	-15	-22	-23	-25	-27
자산부채의 증감	-138	-91	-49	-27	-24
기타현금흐름	4	29	31	32	32
투자활동 현금흐름	-1,494	-576	-219	-237	-215
투자자산	-1,046	-245	-128	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-486	-394	-387	-422	-401
유형자산 감소	9	2	6	6	5
기타현금흐름	29	61	162	179	182
재무활동 현금흐름	1,271	280	116	317	417
단기차입금	-251	13	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,464	254	100	300	400
자본	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	58	13	16	17	17
연결범위변동 등 기타	0	0	-202	-230	-231
현금의 증감	-38	-22	10	196	356
기초 현금	78	40	18	28	224
기말 현금	40	18	28	224	580
NOPLAT	25	31	32	34	39
FCF	-296	-87	-41	-40	27

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	16,415	16,010	16,629	17,521	19,520
BPS	224,549	245,179	259,823	275,359	292,893
EBITDAPS	40,463	48,758	49,573	51,660	57,241
SPS	233,193	248,003	257,412	271,781	297,341
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
PER	14.0	14.2	13.6	12.9	11.6
PBR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.9	11.5	11.6	11.4	10.5
PSR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	5.0	6.4	3.8	5.6	9.4
영업이익 증가율 (%)	-1.8	22.7	6.0	6.0	12.4
지배순이익 증가율 (%)	-95.4	-2.5	3.9	5.4	11.4
매출총이익률 (%)	64.9	64.2	63.7	63.8	63.8
영업이익률 (%)	10.9	12.5	12.8	12.9	13.2
지배순이익률 (%)	7.0	6.5	6.5	6.4	6.6
EBITDA 마진 (%)	17.4	19.7	19.3	19.0	19.3
ROIC	6.4	5.5	5.3	5.3	5.6
ROA	2.9	2.2	2.1	2.1	2.2
ROE	7.7	6.8	6.6	6.6	6.9
부채비율 (%)	124.7	124.3	120.6	122.0	124.9
순차입금/자기자본 (%)	89.8	97.6	95.6	94.1	90.0
영업이익/금융비용 (배)	4.8	3.4	3.6	3.6	3.6

장바구니 속 신의 한 수를 읽어내는 김태홍입니다.

(02)3770-5659 taehong.kim@tongyang.co.kr



GS리테일 (007070)

잠재력을 비추는 시간

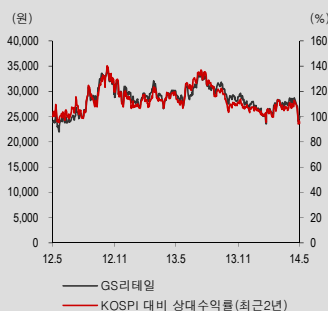
투자의견: BUY (I)
목표주가: 30,000원 (I)

소매/유통

주가	24,700원
자본금	770억원
시가총액	19,019억원
주당순자산	22,343원
부채비율	101.29%
총발행주식수	77,000,000주
60일 평균 거래대금	75억원
60일 평균 거래량	278,987주
52주 고	33,800원
52주 저	23,600원
외인지분율	19.83%
주요주주	GS 65.75%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(13.6)	(3.9)	(15.8)
상대	(14.5)	(7.4)	(17.0)
절대(달러환산)	(12.5)	(0.2)	(8.2)



자료: Datastream



Why This Report

CU, 세븐일레븐과 함께 편의점 시장 BIG3를 담당하고 있는 GS리테일에 대한 커버리지 개시 자료를 작성하였습니다. 과거 담배가게 이미지에서 벗어나 점차 다양한 포맷을 가진 편의점들이 나오는 것을 보면 규모가 작아 보여서 그렇지 향후 시장의 규모나 업태의 변화가능성 등을 고려하면 성장 잠재력이 궁금해지는 상황입니다. 그러나 지난 해부터 가맹점주의 관계 개선이 화두가 되면서 다소 주춤한 모습을 보이고 있습니다.

Investment Point

양적 성장과 질적 성장

- ▶ 편의점 업태는 올해도 13.1%의 성장 예상됨. GS리테일은 규제 여파와 업태간 경쟁 심화로 제한적인 점포 수 증가 예상. 질적 성장을 중시하는 업계 분위기 역시 기존점 내실강화 전략 독려할 것.
- ▶ 신규 출점 지속적으로 둔화되고 있음에도 점포당 매출 개선으로 2014년 편의점 부문 매출 성장률이 두 자리 수에 근사할 것으로 예상(2014E YoY +9.7%)

하반기로 갈수록 개선 기대

- ▶ 슈퍼 부문은 점차 영업시간 규제 여파 희석될 예정. 하반기에는 기저효과로 인한 매출 회복세 기대
- ▶ 편의점 부문 호조 지속될 것(YoY +9.7%), 지난 1분기 슈퍼 부문의 부진은 영업규제 여파의 희석 효과 고려하면 하반기 기저효과에 의한 개선 가능할 전망
- ▶ GS리테일은 유통업종 내에서 비교적 견고한 수익률 유지하고 있다는 점이 장점으로 부각될 것

투자의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

- 12개월 FWD 순이익에 Target P/E 16.5배 적용. GS리테일 평균 P/E(15.0배)에 10% 할증
- 단기적인 실적 모멘텀 제한적이나 편의점 사업 부문 높은 성장 잠재력 감안

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	4,378	4,709	5,005	5,379	5,783
매출액증가율	9.9	7.6	6.3	7.5	7.5
영업이익	140	155	171	194	215
영업이익률	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7
지배주주귀속 순이익	123	119	133	151	171
지배주주 귀속 EPS	1,603	1,546	1,732	1,968	2,224
증가율	31.9	-3.6	12.0	13.6	13.0
PER	16.4	19.1	14.3	12.6	11.1
PBR	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.9	7.5	4.3	2.8	1.6
ROA	4.2	4.1	4.2	4.1	4.2
ROE	8.4	7.6	8.0	8.5	8.9

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

GS 리테일, 투자의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

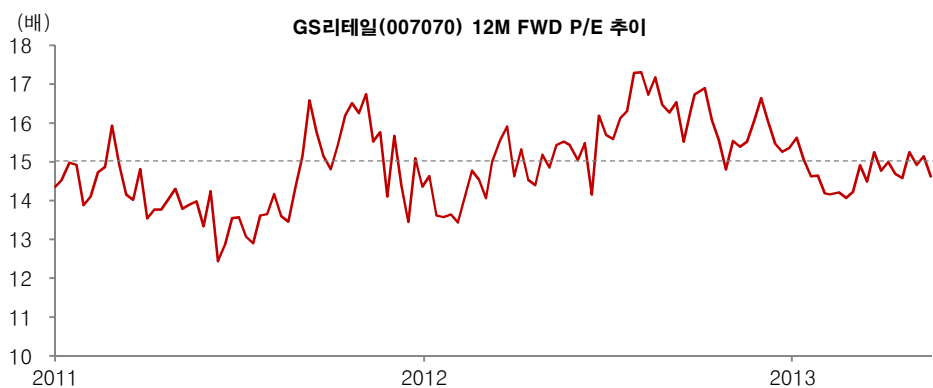
GS 리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 30,000원으로 커버리지는 개시한다. 목표주가는 GS 리테일의 12개월 FWD 지배주주귀속 순이익에 Target P/E 16.0배를 적용하여 산출하였다. Target P/E는 유통업종 평균 P/E 12.5배에 비해 30% 높은 수준이나 GS 리테일의 평균 P/E가 15.0배 수준임을 감안하면 10% 프리미엄을 부여한 것으로 적절하다는 판단이다. GS 리테일은 부진한 슈퍼사업으로 단기적인 모멘텀은 제한적이나 중장기적으로 1인 가구 비중 확대, 근린형 소비 확산, 고령화 현상 등을 고려했을 때 편의점 사업 부문에 높은 성장 잠재력이 있다는 점을 감안하여 프리미엄을 부여하였다.

[표 1] GS 리테일 목표주가 산정

12M FWD 순이익	(십억원)	140.2	K-IFRS 연결 기준, 지배주주귀속 순이익
Target Multiple	(배)	16.5	GS 리테일 평균 P/E(15.0배)에 10%할증
적정 시가총액	(십억원)	2,313.6	
발행주식수	(주)	77,000	보통주 기말 발행주식수
적정 주당가치	(원)	30,000	
현재주가	(원)	24,700	
상승여력	(%)	21.5	

자료: 동양증권 리서치센터

[그림 1] GS 리테일 12개월 FWD P/E 추이



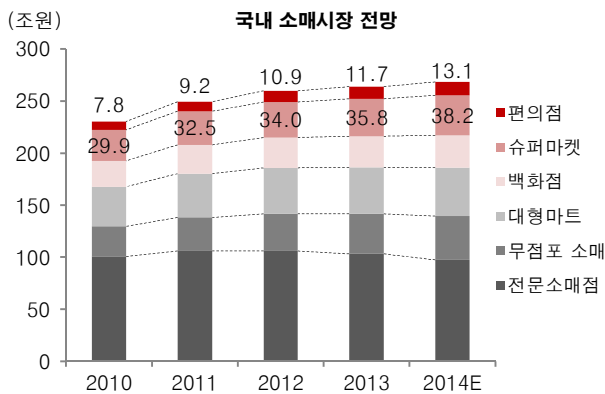
자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

양적 성장과 질적 성장

GS 리테일은 편의점 부문이 전체 매출액의 68.4% (2013년 기준)를 차지하는 특성상 편의점 업태의 환경 변화에 민감하다. 최근 편의점 시장은 저성장 기조의 장기화, 민간소비 부진 등에도 불구하고 1~2인 가구 증가와 소량구매 선호 등 근린형 쇼핑 수요 증가로 소매업태 중 가장 높은 성장세를 구가했다. 2014년에도 약 13.1%의 성장이 예상되어 여타 소매업태와 차별화된 모습을 보여줄 것으로 전망된다.

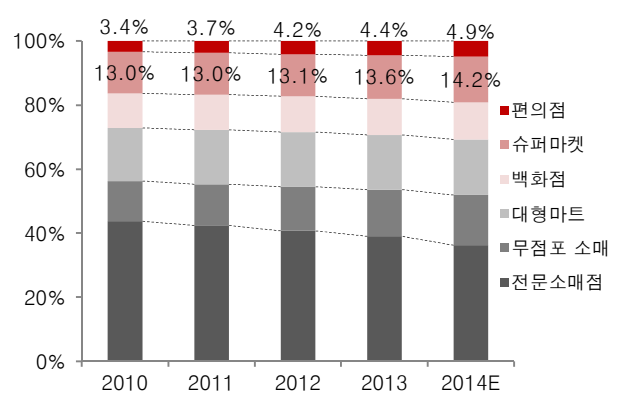
GS 리테일 총매출액의 31%를 차지하는 슈퍼마켓 시장은 대형 유통업체에 대한 정부의 규제에도 불구하고 지속적인 시장 성장세를 보여주고 있다. 2014년 성장률 전망치는 38.2%로 편의점 시장과 함께 근린형 소매업태의 확대를 주도할 것으로 판단한다.

[그림 2] 소매시장 성장 둔화에도 편의점·슈퍼마켓 고성장 지속



주: 승용차, 자동차연료 제외한 순수소매판매액 기준
자료: 통계청, 신세계미래정책연구소, 동양증권 리서치센터

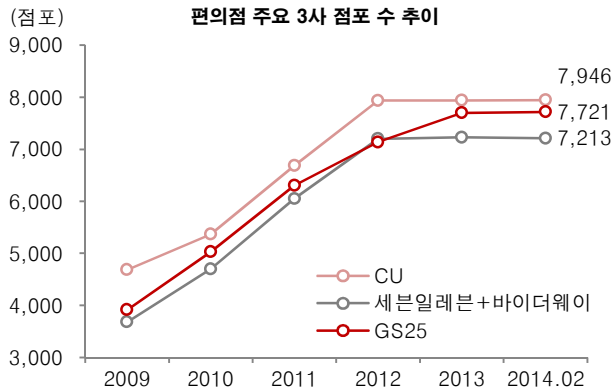
[그림 3] 편의점·슈퍼마켓 시장 규모 지속적으로 증가 중



주: 승용차, 자동차연료 제외한 순수소매판매액 기준
자료: 통계청, 신세계미래정책연구소, 동양증권 리서치센터

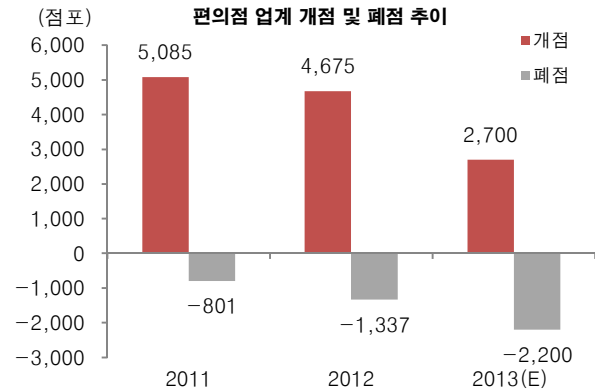
다만 GS 리테일을 비롯한 편의점 업체는 규제 여파 및 업태간 경쟁 심화로 제한적인 점포 수 증가가 예상된다. 점차 양적 성장에서 질적 성장을 중시하는 업계 분위기 역시 기존점의 내실강화 전략을 독려할 것으로 보인다. 상생을 강조한 정부의 가맹점 관련 규제로 가맹점주의 권익 보호가 지속되고 있어 예전과 같은 공격적인 출점보다는 SKU 개선과 부진 가맹점 폐점 등을 통해 점포당 매출을 증가시키며 시장 성장에 부합하는 움직임을 보일 것으로 전망된다.

[그림 4] 편의점 3사 점포 확장세 둔화 국면 진입



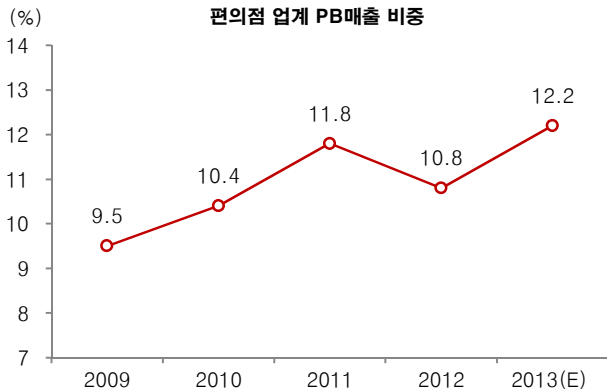
자료: 각 사, 동양증권 리서치센터

[그림 5] 개점 축소와 부진점포 정리로 순증 점포 수 감소



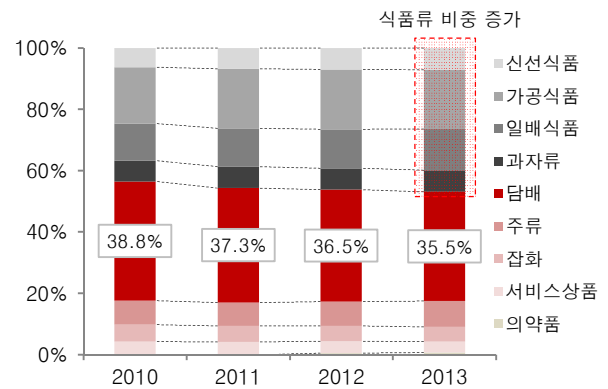
자료: 한국편의점협회, GS 리테일, 동양증권 리서치센터

[그림 6] PB 상품 비중 확대로 상품 차별화와 수익성 개선 노력



자료: 한국편의점협회, 동양증권 리서치센터

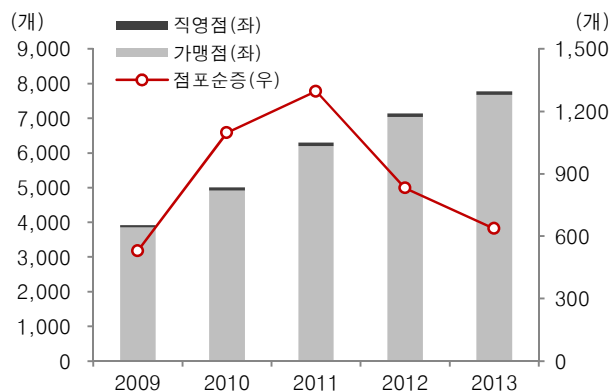
[그림 7] 담배매출 비중 축소와 식품류 비중 증가는 수익성 개선에 긍정적



주: SSM(3개사) 편의점(4개사) 기준

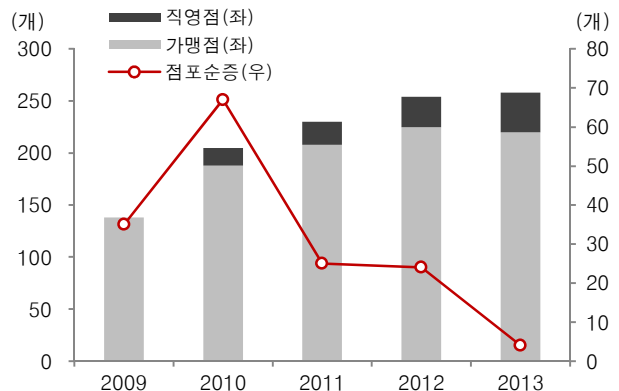
자료: 공정거래위원회, 동양증권 리서치센터

[그림 8] GS25(편의점) 점포 증가세 둔화 중



자료: GS 리테일, 동양증권 리서치센터

[그림 9] GS 슈퍼마켓(슈퍼마켓) 정부 규제 완화 출점 둔화 가속화



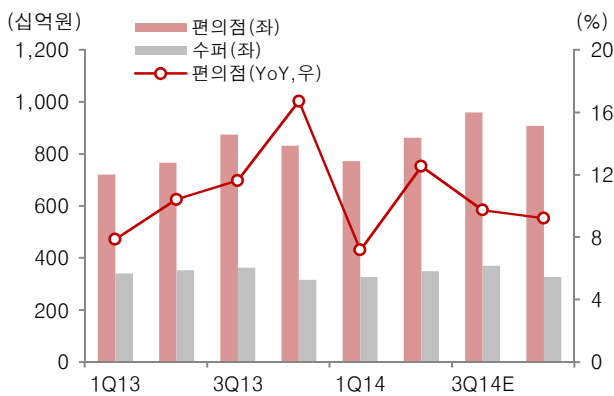
자료: GS 리테일, 동양증권 리서치센터

하반기로 갈수록 개선 기대

GS 리테일의 편의점 'GS25' 역시 신규 출점이 지속적으로 둔화되고 있음에도 점포당 매출 개선으로 2014년 편의점 부문 매출 성장률이 두 자리 수에 근사할 것으로 예상된다. 그러나 매출 성장에도 영업이익률 개선은 제한적일 전망이다. 슈퍼 부문은 올해 영업시간 규제의 여파가 희석될 예정이다. 추가 규제가 없다는 가정 하에 하반기 기저효과로 인한 매출 회복세가 기대된다.

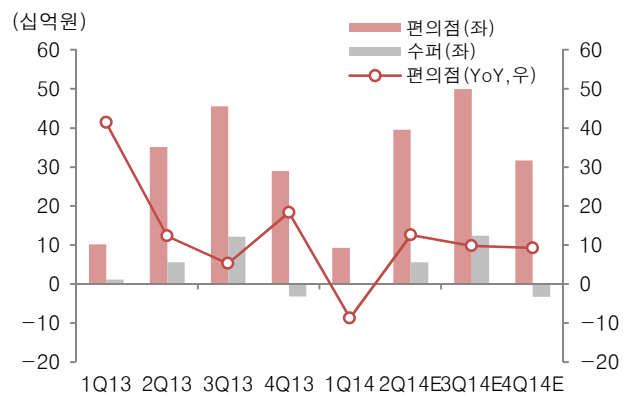
지난 1분기 실적은 편의점 사업부 성장에도 불구하고 슈퍼마켓 부문의 부진이 가시화 되었다. 편의점 매출은 늘어났지만(YoY +7.2%), 슈퍼마켓 부진(YoY -4.1%)으로 전체 매출은 3.5% 증가에 그쳤다. 2013년 1분기에 4.3%의 성장률을 보인 것에 비하면 기대에 못 미치는 실적이다. 편의점 사업 부문은 소비 경기에 둔감한 특성상 안정적인 성장이 가능하고, 1인 가구 증가에 따른 편의점 수요 확대 등으로 여타 소매업체 대비 프리미엄을 받았지만 슈퍼마켓 부문의 영업 규제 여파가 우려요인으로 작용할 것으로 판단된다.

[그림 10] GS 리테일 부문별 매출액 전망



자료: GS 리테일, 동양증권 리서치센터

[그림 11] GS 리테일 부문별 영업이익의 전망



자료: GS 리테일, 동양증권 리서치센터

2014년 GS 리테일의 전반적인 영업실적은 양호한 추세가 지속될 것으로 전망된다. 편의점 부문의 호조는 지속될 것으로 보이고(YoY +9.7%), 지난 1분기 슈퍼 부문의 실적 부진은 영업규제 효과의 희석을 고려하면 하반기 기저효과에 의한 개선이 가능할 전망이다. 민간소비와 유통업 업황의 회복이 더디게 진행되고 있으나 GS 리테일은 유통업종 내에서 비교적 견고한 수익률을 유지하고 있다는 점이 지속적으로 부각될 것으로 보인다.

[표 2] GS 리테일 사업 부문별 분기실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
매출액	1,092.7	1,145.9	1,268.6	1,174.0	1,131.3	1,243.5	1,365.9	1,264.5	4,681.3	5,005.2	5,379.3
편의점	721.3	766.7	874.8	831.7	773.0	862.8	959.9	908.3	3,194.5	3,504.0	3,769.3
슈퍼마켓	340.3	352.7	361.9	315.7	326.4	348.9	369.3	326.9	1,370.6	1,371.5	1,467.4
기타	31.1	26.5	31.9	26.6	31.9	31.8	36.7	29.3	116.1	129.7	142.7
매출총이익	241.5	271.2	292.5	256.1	243.1	286.0	305.0	280.2	1,061.2	1,114.3	1,200.3
영업이익	12.6	46.8	59.7	34.1	12.7	52.2	64.6	37.3	153.2	166.8	179.3
편의점	10.1	35.1	45.6	29.0	9.3	39.5	50.0	31.7	119.8	130.5	139.9
슈퍼마켓	1.1	5.6	12.1	-3.2	0.2	5.5	12.3	-3.3	15.5	14.7	15.7
기타	3.2	6.1	2.1	8.3	3.2	7.1	2.3	8.9	19.7	21.6	23.8
순이익	11.7	33.0	46.3	28.0	11.4	40.8	48.5	32.6	119.0	133.4	151.5
수익성(%)											
영업이익률	1.2	4.1	4.7	2.9	1.1	4.2	4.7	2.9	3.3	3.3	3.3
편의점	1.4	4.6	5.2	3.5	1.2	4.6	5.2	3.5	3.8	3.7	3.7
슈퍼마켓	0.3	1.6	3.3	-1.0	0.1	1.6	3.3	-1.0	1.1	1.1	1.1
기타	10.3	23.0	6.6	31.3	10.1	22.4	6.4	30.6	17.0	16.7	16.7
성장성(YoY, %)											
총매출액	4.3	6.7	6.1	10.4	3.5	8.5	7.7	7.7	6.9	6.9	7.5
편의점	7.9	10.4	11.6	16.7	7.2	12.5	9.7	9.2	11.7	9.7	7.6
슈퍼마켓	-3.8	0.0	-4.9	-3.0	-4.1	-1.1	2.0	3.6	-3.0	0.1	7.0
기타	22.0	-0.9	3.1	6.7	2.6	20.0	15.0	10.0	7.4	11.7	10.0
영업이익	14.4	14.4	1.0	15.7	1.0	11.5	8.2	9.3	9.1	8.9	7.5
편의점	41.4	12.3	5.2	18.3	-8.7	12.5	9.7	9.2	12.8	8.9	7.2
슈퍼마켓	-79.0	-36.8	-33.0	90.4	-79.4	-1.1	2.0	3.6	-48.8	-5.1	6.6
기타	-345.9	649.4	-195.3	25.3	0.3	17.0	11.4	7.4	398.7	9.6	10.0
순이익	-26.0	-1.3	-7.0	15.0	-2.4	23.6	4.8	16.4	-3.6	12.1	13.6

주: 수익성은 총매출액 기준, 순이익은 지배주주귀속 순이익 기준

자료: 동양증권 리서치센터

GS 리테일 (007070) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	4,378	4,709	5,005	5,379	5,783
매출원가	3,384	3,647	3,891	4,179	4,493
매출총이익	993	1,061	1,114	1,200	1,290
판매비	853	906	944	1,007	1,076
영업이익	140	155	171	194	215
EBITDA	293	327	345	369	391
영업외손익	21	4	7	8	14
외환관련손익	0	0	0	0	0
이자손익	-3	-13	-13	-11	-5
관계기업관련손익	-1	-5	-2	-3	-3
기타	26	22	22	22	22
법인세비용차감전순이익	162	159	178	202	228
법인세비용	38	40	45	51	57
계속사업순이익	123	119	133	151	171
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	123	119	133	151	171
지배지분순이익	123	119	133	151	171
포괄순이익	117	121	140	159	178
지배지분포괄이익	117	121	140	159	178

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	731	702	1,461	2,081	2,641
현금및현금성자산	52	44	811	1,421	1,965
매출채권 및 기타채권	92	108	112	117	122
재고자산	149	153	137	143	153
비유동자산	2,183	2,178	2,002	1,824	1,644
유형자산	749	707	564	423	285
관계기업등 지분관련자산	11	16	14	11	8
기타투자자산	8	16	16	16	16
자산총계	2,914	2,880	3,463	3,904	4,285
유동부채	602	480	794	949	1,023
매입채무 및 기타채무	361	382	696	850	925
단기차입금	160	60	60	60	60
유동성장기부채	50	50	50	50	50
비유동부채	787	786	949	1,111	1,274
장기차입금	443	438	601	764	927
사채	100	100	100	100	100
부채총계	1,389	1,265	1,743	2,060	2,297
지배지분	1,524	1,615	1,720	1,844	1,988
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156	156
이익잉여금	1,292	1,383	1,481	1,598	1,735
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,524	1,615	1,720	1,844	1,988
순차입금	275	173	-431	-877	-1,259
총차입금	752	598	761	924	1,086

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	221	294	541	371	304
당기순이익	123	119	133	151	171
감가상각비	127	141	142	141	138
외환손익	0	0	0	0	0
총속, 관계기업관련손익	1	5	2	3	3
자산부채의 증감	-82	-28	221	34	-54
기타현금흐름	52	57	41	42	45
투자활동 현금흐름	-23	-121	15	13	12
투자자산	-1	-18	-18	-18	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-193	-146	-164	-178	-178
유형자산 감소	4	38	24	22	22
기타현금흐름	167	5	15	13	13
재무활동 현금흐름	-177	-181	128	128	128
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-153	-150	163	163	163
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-23	-31	-35	-35	-35
기타현금흐름	0	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	84	97	100
현금의 증감	21	-7	767	609	544
기초 현금	30	52	44	811	1,421
기말 현금	52	44	811	1,421	1,965
NOPLAT	14	16	17	19	21
FCF	-15	114	523	355	283

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	1,603	1,546	1,732	1,968	2,224
BPS	19,798	20,969	22,343	23,953	25,819
EBITDAPS	3,808	4,247	4,477	4,799	5,075
SPS	56,851	61,150	65,003	69,862	75,103
DPS	400	450	450	450	450
PER	16.4	19.1	14.3	12.6	11.1
PBR	1.3	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	7.9	7.5	4.3	2.8	1.6
PSR	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	9.9	7.6	6.3	7.5	7.5
영업이익 증가율 (%)	49.6	10.4	10.0	13.6	10.9
지배순이익 증가율 (%)	32.0	-3.6	12.0	13.6	13.0
매출총이익률 (%)	22.7	22.5	22.3	22.3	22.3
영업이익률 (%)	3.2	3.3	3.4	3.6	3.7
지배순이익률 (%)	2.8	2.5	2.7	2.8	3.0
EBITDA 마진 (%)	6.7	6.9	6.9	6.9	6.8
ROIC	16.3	15.9	27.4	247.9	-73.6
ROA	4.2	4.1	4.2	4.1	4.2
ROE	8.4	7.6	8.0	8.5	8.9
부채비율 (%)	91.1	78.4	101.3	111.7	115.5
순차입금/자기자본 (%)	18.0	10.7	-25.1	-47.6	-63.3
영업이익/금융비용 (배)	3.1	3.6	4.1	4.6	5.5

장바구니 속 신이 한 수를 읽어내는 김태홍입니다.

(02)3770-5659 taehong.kim@tongyang.co.kr



롯데쇼핑 (023530)

대표 유통업체의 근심



Why This Report

국내 대표 유통업체 롯데쇼핑에 대한 커버리지 개시 보고서를 작성하였습니다. 연초 이후 주가가 23% 가까이 하락하면서 시장의 우려가 커지고 있는 상황입니다. 단기적으로 실적 개선의 시그널을 찾기는 쉽지 않을 것 같습니다. 그러나 하반기 비용부담 완화가 예정되어 있고, 출점에 따른 성장성 가시화가 이어진다면 주가의 흐름은 긍정적으로 바뀔 수 있을 것으로 생각합니다.

투자의견: BUY (I)

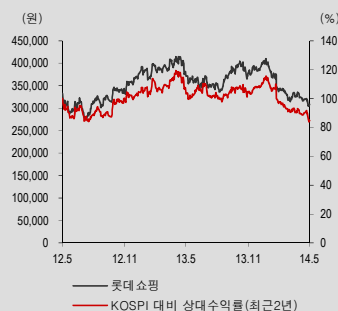
목표주가: 365,000원 (I)

소매/유통

주가	309,500원
자본금	1,575억원
시가총액	97,464억원
주당순자산	539,076원
부채비율	137.12%
총발행주식수	31,490,892주
60일 평균 거래대금	135억원
60일 평균 거래량	41,620주
52주 고	410,000원
52주 저	304,000원
외인지분율	14.36%
주요주주	신동빈 외 17인 63.97%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(4.3)	(9.2)	(16.6)
상대	(5.3)	(12.5)	(17.7)
절대(달러환산)	(3.0)	(5.7)	(9.0)



자료: Datastream

Investment Point

다각화된 사업구조로 업황 부진 영향 지속

▶ 롯데쇼핑의 다각화된 사업구조는 트렌드 대응에 용이하고 백화점 매출 의존성이 낮아 안정적인 실적 시현이 가능하다는 점에서 긍정적. 그러나 소비 침체와 대형 유통업체에 대한 정부 규제 강화 등 사업 부문 전반에 걸친 부정적인 요소 지속

▶ 최근 실적 부진의 주요 원인으로 꼽히는 해외사업 부문은 중장기적 관점에서 접근하는 것이 필요. 해외사업 적자 폭은 지속적인 신규 출점 등으로 당분간 지속될 전망

지속적인 출점은 중장기적 모멘텀. 실적 개선은 하반기 기대

▶ 백화점 중심의 사업 구조를 아울렛 중심으로 재정비해 성장 이어가고 있는 점은 긍정적. 올해 4개의 신규 출점 예정되어 있어 향후 매출 성장세 더욱 가속화할 전망

▶ 상반기 내 실적 개선 제한적일 전망. 1분기의 부정적인 요인들 2분기에도 지속될 예정. 롯데카드 영업정상화로 마케팅 비용 지출 추가될 것 감안하면 영업이익 개선 기대하기 힘든 상황

투자의견 BUY, 목표주가 365,000원으로 커버리지 개시

- 12개월 FWD 순이익에 유통업종 평균 P/E 12.5배 적용
- 단기적 실적 개선 모멘텀 부재. 하반기 소비회복과 출점비용 등 판관비 감소효과 기대

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	25,044	28,212	29,237	31,348	33,109
매출액증가율	12.5	12.6	3.6	7.2	5.6
영업이익	1,467	1,485	1,458	1,519	1,587
영업이익률	5.9	5.3	5.0	4.8	4.8
지배주주귀속 순이익	1,080	788	876	979	1,021
지배주주 귀속 EPS	37,195	25,048	27,699	31,023	32,367
증가율	15.9	-32.7	10.6	12.0	4.3
PER	9.0	15.1	11.2	10.0	9.6
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	6.8	5.6	4.9	4.1
ROA	3.1	2.1	2.2	2.2	2.2
ROE	7.5	5.1	5.3	5.6	5.5

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

투자의견 BUY, 목표주가 365,000원으로 커버리지 개시

롯데쇼핑에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 365,000원으로 커버리지는 개시한다. 목표주가는 롯데쇼핑의 12개월 FWD 지배주주귀속 순이익에 유통업종 평균 P/E 12.5배를 적용하여 산출하였다. 유통업 전반에 걸쳐있는 동사의 사업구조 특성상 할인점 규제와 해외사업 부진 등 전반적인 침체 영향에서 자유롭기 힘들 것으로 보인다. 다만 지속적인 출점 전략은 장기적 성장성 측면에서 긍정적으로 판단된다.

[표 1] 롯데쇼핑 목표주가 산정

12M FWD 순이익	(십억원)	914.5	K-IFRS 연결 기준, 지배주주귀속 순이익
Target Multiple	(배)	12.5	유통업 평균 P/E
적정 시가총액	(십억원)	11,430.8	
발행주식수	(주)	31,491	보통주 기말 발행주식수
적정 주당가치	(원)	365,000	
현재주가	(원)	309,500	
상승여력	(%)	17.9	

자료: 동양증권 리서치센터

[그림 1] 12M Forward P/E



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

[그림 2] 12M Forward P/B



자료: Quantiwise, 동양증권 리서치센터

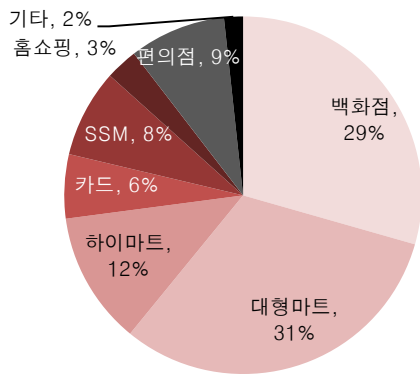
다각화된 사업구조로 업황 부진 영향 지속

롯데쇼핑은 그간 적극적인 업태 다각화를 통해 백화점, 할인점, SSM, 편의점, 홈쇼핑 등 소위 유통업 전반을 아우르는 종합 유통업체로 발돋움 하였다. 이 같은 다각화는 소비트렌드의 trading down 흐름에 대한 대응이 용이하고 백화점 매출 의존성이 낮아 안정적인 실적을 보인다는 점에서 긍정적이다.

그러나 소비 침체와 대형 유통업체에 대한 정부 규제 강화는 롯데쇼핑의 다각화된 사업부문에 다양하게 영향을 미쳐 부정적인 영업환경의 영향이 여러 부문에서 지속되고 있다. 해외 비중이 여타 업체 대비 높아 국내 소비시장과 정부 규제에 좌우되는 다른 유통업체와 달리 중국 소비시장의 침체 여파까지 부담으로 작용하고 있는 점은 롯데쇼핑의 단기 실적 개선에 부정적이다.

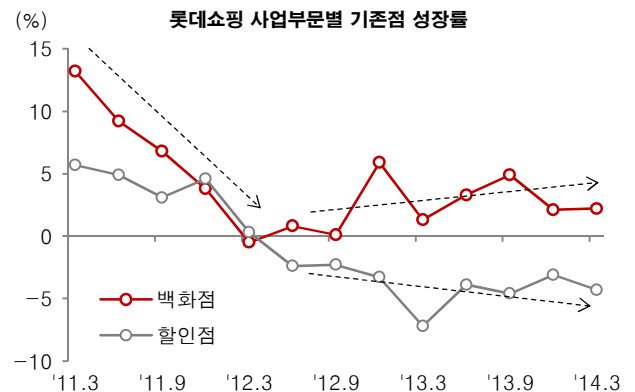
롯데쇼핑의 해외사업 적자 폭은 지속적인 신규 점포 출점 등으로 당분간 지속될 전망이다. 해외 시장으로의 진출은 장기적으로 성장성이 기대된다는 측면에서 긍정적인 시각을 유지한다.

[그림 3] 롯데쇼핑의 부문별 매출액 구성비(2013년 기준)



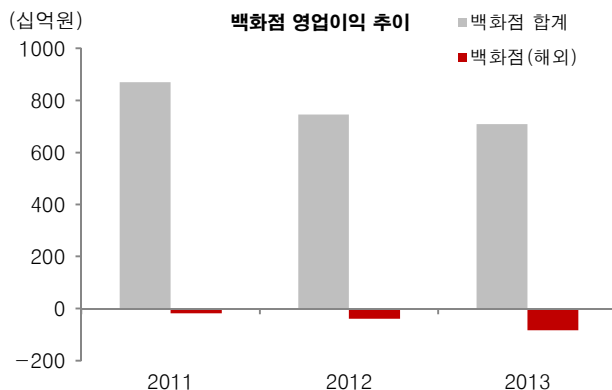
자료: 롯데쇼핑, 동양증권 리서치센터

[그림 4] 백화점과 할인점의 명암이 갈리고 있다



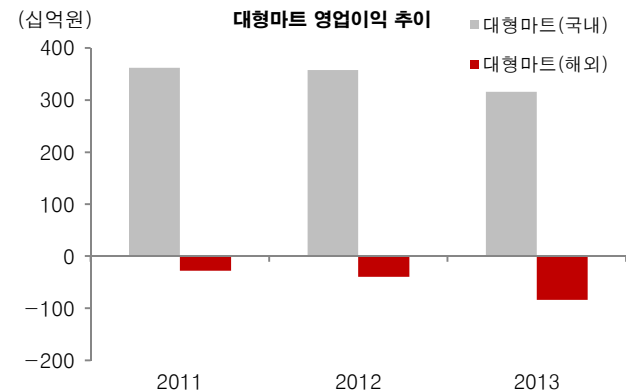
자료: 롯데쇼핑, 동양증권 리서치센터

[그림 5] 해외 백화점 부문 적자폭 확대



자료: 롯데쇼핑, 동양증권 리서치센터

[그림 6] 해외 대형마트 부문 적자폭 확대

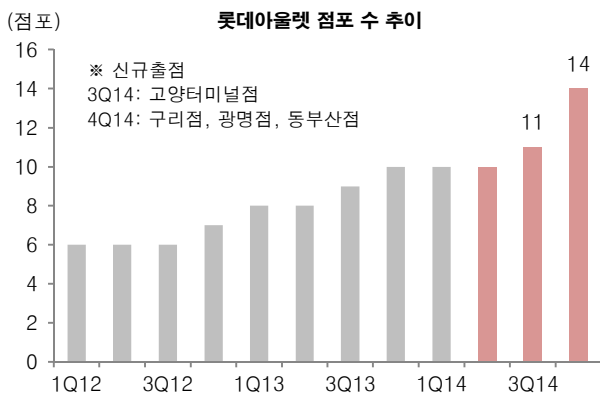


자료: 롯데쇼핑, 동양증권 리서치센터

지속적인 출점은 중장기적 모멘텀. 실적 개선은 하반기 기대

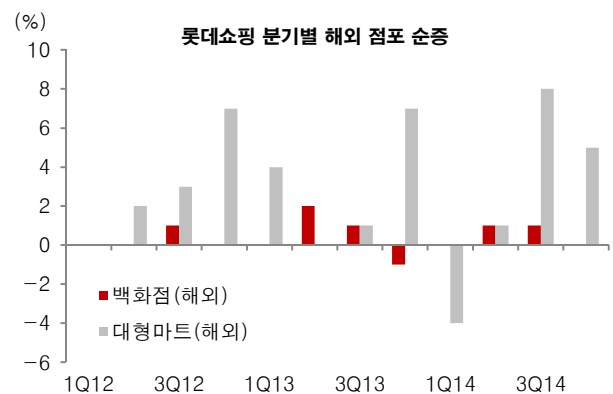
롯데쇼핑은 지속적인 외형 성장 전략을 지속하고 있다. 유통산업 특성상 외형 확장은 곧 비용 부담으로 연결되어 실적이 둔화될 경우 고정비 부담으로 고스란히 영업이익을 압박하게 된다. 동사의 경우도 외형 확대에 비해 경기 둔화의 영향으로 매출 신장세가 뒷받침 되어주지 못하면서 수익성 감소의 요인이 되고 있는 상황이다. 다만 백화점 중심의 사업 구조를 아울렛 중심으로 재정비해 성장을 이어가고 있는 점은 긍정적인 요소이다. 롯데쇼핑은 현재 총 10개의 아울렛을 운영하고 있는데 올해 4개의 신규 출점이 예정되어 있어 향후 매출 성장세를 더욱 가속화할 전망이다.

[그림 7] 3분기 1개, 4분기 3개의 출점이 예정되어 있음



자료: 롯데쇼핑, 동양증권 리서치센터

[그림 8] 백화점 신규 진출도 적극적



자료: 롯데쇼핑, 동양증권 리서치센터

상반기 내 실적 개선은 제한적일 전망이다. 1분기 실적 부진의 주 요인으로 작용한 해외(중국) 사업 부진이 단 시일 내 회복되기 쉽지 않아 보이고, 롯데하이마트의 출점이 2분기에도 37개점 예정되어 있어 판관비 부담이 지속될 전망이다. 이처럼 1분기의 부정적인 요인들이 2분기에도 지속될 예정인데다 롯데카드 영업정상화로 마케팅 비용 지출이 추가될 것으로 보여 영업이익 개선도 기대하기 힘든 상황이다. 2분기 예상 실적은 연결 총 매출액 7조3,710억원(YoY +1.6%), 영업이익 3,640억원(YoY -12.2%)으로 추정한다. 2분기 연속 영업이익 감소를 전망하는 이유는 하이마트 출점 비용, 카드부문 마케팅 비용 등에 따른 판관비 부담이 불가피하기 때문이다.

실적개선 모멘텀은 하반기를 기대하는 것이 바람직하다는 판단이다. 하반기에는 민간소비 회복으로 백화점 매출 상승 반전에 탄력이 붙을 것으로 예상된다. 상반기 비용부담으로 작용한 롯데하이마트도 하반기부터 출점 관련 비용이 완화되고 점포 확대에 따른 매출 증대 효과가 기대된다. 해외 부문은 중국 할인점 사업 부진점포 폐점과 SKU 강화 등 수익성 개선에 목표를 둔 효과가 긍정적인 결과로 나타날 전망이다. 꾸준히 지속되고 있는 동사의 외형 확대 전략은 중장기적인 측면에서 긍정적인 요소이다. 올해도 백화점 4개, 아울렛 4개 등 신규 점포 확대가 예정되어 있다.

[표 2] 롯데쇼핑 사업 부문별 분기실적 추이 및 전망(연결기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E	2013	2014E	2015E
총매출액	7,097.1	7,255.7	7,247.8	7,697.0	7,082.0	7,371.1	7,701.9	8,202.9	29,297.6	30,357.9	32,542.6
백화점	2,125.0	2,095.0	1,845.0	2,558.0	2,137.0	2,110.3	1,920.2	2,710.0	8,623.0	8,877.4	9,321.9
대형마트	2,364.0	2,248.0	2,435.0	2,169.0	2,193.0	2,182.8	2,485.0	2,309.6	9,216.0	9,170.4	9,898.0
가전전문점	729.0	921.0	944.0	925.0	805.0	985.5	1,085.6	1,045.3	3,519.0	3,921.3	4,431.1
금융	425.0	452.0	360.0	457.0	425.0	429.4	414.0	470.7	1,694.0	1,739.1	1,826.1
기타및조정	1,454.0	1,540.0	1,664.0	1,588.0	1,522.0	1,663.2	1,797.1	1,667.4	6,246.0	6,649.7	7,065.6
순매출액	6,889.9	6,977.4	6,970.7	7,373.7	6,785.9	7,150.0	7,409.1	7,891.6	28,211.7	29,236.6	31,348.2
매출총이익	2,056.5	2,170.1	2,164.1	2,274.0	2,125.0	2,198.8	2,295.9	2,444.2	8,664.7	9,063.9	9,708.4
영업이익	345.1	414.0	342.8	383.4	318.0	363.5	380.0	396.2	1,485.3	1,457.7	1,519.3
백화점	177.0	179.0	95.0	258.0	178.0	211.0	192.0	271.0	709.0	852.0	932.2
대형마트	63.0	65.0	91.0	14.0	34.0	32.7	37.3	34.6	233.0	138.7	148.5
가전전문점	30.0	65.0	60.0	29.0	20.0	19.7	32.6	31.4	184.0	103.6	221.6
금융	45.0	70.0	42.0	43.0	62.0	54.9	52.9	60.2	200.0	230.0	233.5
기타및조정	30.0	35.0	54.0	39.0	24.0	45.1	65.2	-1.0	158.0	133.4	-16.4
순이익	184.4	245.7	274.5	83.8	113.0	283.3	278.8	233.5	788.4	875.6	978.8
수익성(%)											
매출총이익률	29.0	29.9	29.9	29.5	30.0	29.8	29.8	29.8	29.6	29.9	29.8
영업이익률	4.9	5.7	4.7	5.0	4.5	4.9	4.9	4.8	5.1	4.8	4.7
성장성(%)											
총매출액	14.5	19.7	16.0	4.8	-0.2	1.6	6.3	6.6	13.3	3.6	7.2
백화점	-0.4	-1.2	0.4	-0.6	0.6	0.7	4.1	5.9	-0.5	3.0	5.0
대형마트	1.1	6.2	1.9	-2.1	-7.2	-2.9	2.1	6.5	1.7	-0.5	7.9
가전전문점				7.3	10.4	7.0	15.0	13.0	308.2	11.4	13.0
금융	7.6	22.2	-18.7	-1.7	0.0	-5.0	15.0	3.0	1.3	2.7	5.0
기타및조정	9.4	5.9	5.5	7.2	4.7	8.0	8.0	5.0	6.9	6.5	6.3
영업이익	-15.3	7.4	7.0	8.3	-7.8	-12.2	10.9	3.3	1.2	-1.9	4.2
백화점	-8.8	-2.7	-7.8	-2.6	0.6	17.9	102.1	5.0	-5.0	20.2	9.4
대형마트	-33.7	-3.0	-3.2	-77.4	-46.0	-49.6	-59.0	147.5	-26.7	-40.5	7.1
가전전문점				-6.5	-33.3	-69.7	-45.7	8.1	493.5	-43.7	113.8
금융	-15.1	-2.8	-4.5	-14.0	37.8	-21.6	26.1	40.0	-8.7	15.0	1.5
기타및조정	36.4	-7.9	14.9	-11.4	-20.0	29.0	20.8	-102.6	4.6	-15.6	-112.3
순이익	-40.6	26.9	32.3	-77.3	-38.7	15.3	1.6	178.6	-27.0	11.1	11.8

주: 수익성은 총매출액 기준, 순이익은 지배주주귀속 순이익 기준

자료: 롯데쇼핑, 동양증권 리서치센터

[표 3] 롯데쇼핑 부문별 점포 현황 및 출점 계획

			1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14E	3Q14E	4Q14E
백화점	국내	Full-line store	25	25	28	28	29	29	29	29	29	30	31	31
		Franchise store	6	6	3	3	2	2	2	2	2	2	2	2
		Young plaza	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
		Outlet mall	6	6	6	7	8	8	9	10	10	10	11	14
		합계	39	39	39	40	41	41	42	43	43	44	46	49
		증감		0	0	1	1	0	1	1	0	1	1	4
	해외	러시아	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
		중국	2	2	3	3	3	4	5	4	4	5	5	5
		인도네시아	-	-	-	-	-	1	1	1	1	1	1	1
		베트남	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1
		합계	3	3	4	4	4	6	7	6	6	7	8	8
		증감		0	1	0	0	2	1	-1	0	1	1	0
대형마트	국내	합계	96	97	98	103	103	104	106	109	109	110	112	118
		증감		1	1	5	0	1	2	3	0	1	2	6
	해외	중국	95	96	98	102	105	105	104	107	102	102	107	108
		인도네시아	28	29	30	31	32	32	34	36	36	37	38	41
		베트남	2	2	2	4	4	4	4	6	7	7	9	10
		합계	125	127	130	137	141	141	142	149	145	146	154	159
		증감		2	3	7	4	0	1	7	-4	1	8	5
전자제품전문점			306	313	317	322	325	329	343	359	395	432	432	432
		증감		1	7	4	5	3	4	14	16	36	37	

자료: 롯데쇼핑, 동양증권 리서치센터

롯데쇼핑 (023530) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액	25,044	28,212	29,237	31,348	33,109
매출원가	17,415	19,547	20,173	21,640	22,856
매출총이익	7,628	8,665	9,064	9,708	10,253
판매비	6,161	7,179	7,606	8,189	8,666
영업이익	1,467	1,485	1,458	1,519	1,587
EBITDA	2,192	2,306	2,420	2,698	2,980
영업외손익	163	-167	-66	-25	-27
외환관련손익	213	131	163	207	204
이자손익	-91	-155	-167	-154	-129
관계기업관련손익	70	5	11	14	20
기타	-29	-147	-73	-91	-122
법인세비용차감전순이익	1,631	1,318	1,395	1,498	1,562
법인세비용	473	438	417	404	422
계속사업순이익	1,158	881	978	1,093	1,141
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,158	881	978	1,093	1,141
지배지분순이익	1,080	788	876	979	1,021
포괄순이익	1,053	917	1,170	1,285	1,332
지배지분포괄이익	974	824	1,054	1,159	1,202

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
유동자산	13,071	14,291	16,554	19,286	22,275
현금및현금성자산	934	1,309	3,353	5,864	8,605
매출채권 및 기타채권	1,047	1,113	924	951	998
재고자산	2,750	3,114	3,347	3,542	3,742
비유동자산	23,786	24,681	25,445	26,064	26,477
유형자산	14,826	15,789	16,591	17,256	17,720
관계기업등 지분관련자산	998	1,064	1,130	1,198	1,273
기타투자자산	737	609	609	609	609
자산총계	36,857	38,973	41,999	45,350	48,751
유동부채	11,089	12,332	11,793	11,191	10,595
매입채무 및 기타채무	5,644	5,904	6,188	6,409	6,636
단기차입금	2,172	1,268	446	-377	-1,200
유동성장기부채	1,940	3,505	3,505	3,505	3,505
비유동부채	10,050	9,715	12,493	15,271	18,049
장기차입금	970	1,312	2,010	2,707	3,404
사채	7,044	6,589	8,669	10,750	12,831
부채총계	21,139	22,047	24,287	26,462	28,644
지배지분	14,878	16,224	16,976	18,102	19,271
자본금	145	157	157	157	157
자본잉여금	3,622	3,911	3,911	3,911	3,911
이익잉여금	11,093	11,895	12,723	13,656	14,631
비지배지분	840	702	736	786	836
자본총계	15,718	16,925	17,712	18,888	20,107
순차입금	3,486	3,199	3,110	2,554	1,769
총차입금	12,291	12,803	14,758	16,713	18,668

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
영업활동 현금흐름	904	1,331	1,076	1,256	1,483
당기순이익	1,158	881	976	1,091	1,138
감가상각비	591	713	857	1,064	1,269
외환손익	-208	-141	-163	-207	-204
총속, 관계기업 관련손익	-70	-5	-11	-14	-20
자산부채의 증감	-1,260	-885	-772	-900	-937
기타현금흐름	693	767	189	222	237
투자활동 현금흐름	-3,074	-1,736	-1,720	-1,790	-1,792
투자자산	-43	62	-55	-55	-55
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,779	-1,834	-1,735	-1,782	-1,784
유형자산 감소	58	27	75	53	52
기타현금흐름	-1,310	9	-6	-6	-6
재무활동 현금흐름	1,162	772	2,224	2,253	2,259
단기차입금	647	-787	-823	-823	-823
사채 및 장기차입금	690	1,637	2,778	2,778	2,778
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-54	-63	-64	-64	-64
기타현금흐름	-122	-14	333	362	368
연결범위변동 등 기타	-16	8	464	792	791
현금의 증감	-1,024	375	2,044	2,511	2,740
기초 현금	1,958	934	1,309	3,353	5,864
기말 현금	934	1,309	3,353	5,864	8,605
NOPLAT	147	149	146	152	159
FCF	-1,273	-905	-523	-395	-169

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

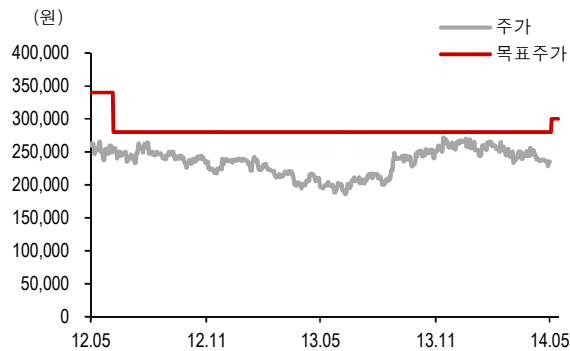
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
EPS	37,195	25,048	27,699	31,023	32,367
BPS	512,281	515,186	539,076	574,836	611,939
EBITDAPS	75,464	73,263	76,833	85,676	94,638
SPS	862,286	896,250	928,414	995,470	1,051,373
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
PER	9.0	15.1	11.2	10.0	9.6
PBR	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	6.4	6.8	5.6	4.9	4.1
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
매출액 증가율 (%)	12.5	12.6	3.6	7.2	5.6
영업이익 증가율 (%)	-13.4	1.2	-1.8	4.2	4.4
지배순이익 증가율 (%)	15.9	-27.0	10.6	12.0	4.3
매출총이익률 (%)	30.5	30.7	31.0	31.0	31.0
영업이익률 (%)	5.9	5.3	5.0	4.8	4.8
지배순이익률 (%)	4.3	2.8	3.0	3.1	3.1
EBITDA 마진 (%)	8.8	8.2	8.3	8.6	9.0
ROIC	7.1	5.9	5.8	6.1	6.2
ROA	3.1	2.1	2.2	2.2	2.2
ROE	7.5	5.1	5.3	5.6	5.5
부채비율 (%)	134.5	130.3	137.1	140.1	142.5
순차입금/자기자본 (%)	23.4	19.7	18.3	14.1	9.2
영업이익/금융비용 (배)	7.1	6.0	5.5	5.7	6.2

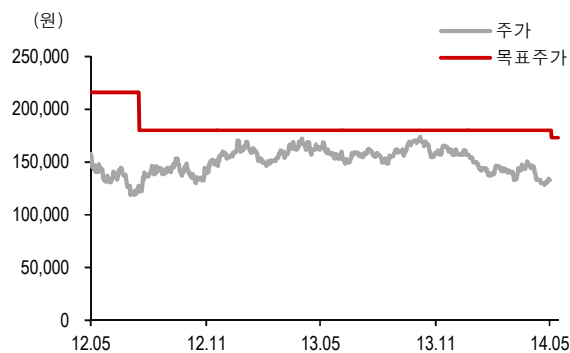
이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-05-19	BUY	300,000
담당자 변경		
2013-04-23	HOLD	280,000
2013-01-31	HOLD	280,000
2012-11-05	HOLD	280,000
2012-09-12	HOLD	280,000
2012-07-18	HOLD	280,000
2012-06-21	HOLD	280,000

자료: 동양증권

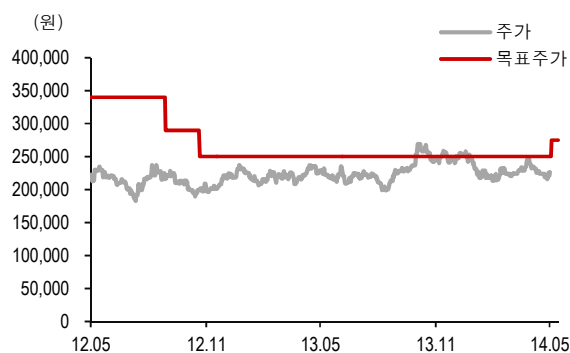
현대백화점 (069960) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-05-19	BUY	173,000
담당자 변경		
2013-06-10	BUY	180,000
2013-05-02	BUY	180,000
2013-02-05	BUY	180,000
2012-11-05	BUY	180,000
2012-08-01	BUY	180,000

자료: 동양증권

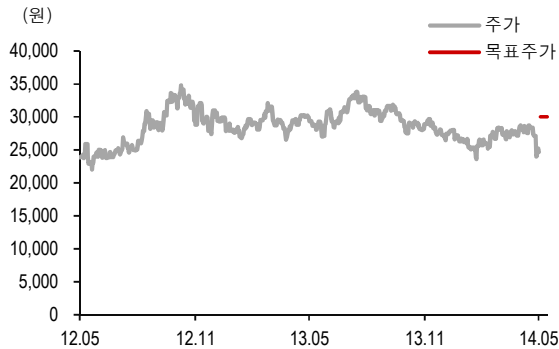
신세계 (004170) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-05-19	BUY	275,000
담당자 변경		
2013-01-30	BUY	250,000
2012-11-05	BUY	250,000
2012-09-12	BUY	290,000
2012-07-18	BUY	340,000

자료: 동양증권

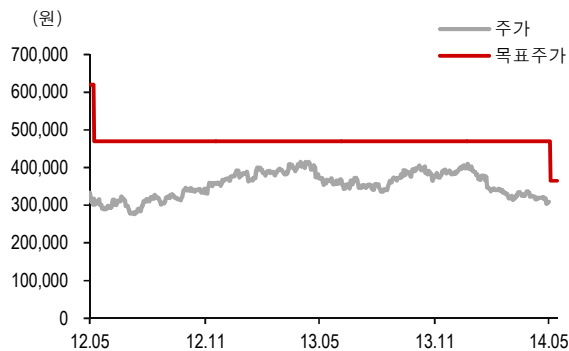
GS 리테일 (007070) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-05-19	BUY	30,000
	담당자 변경	
2012-10-09	Not Rated	-

자료: 동양증권

롯데쇼핑 (023530) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-05-19	BUY	365,000
	담당자 변경	
2013-04-08	BUY	470,000
2012-11-12	BUY	470,000
2012-11-05	BUY	470,000
2012-07-11	BUY	470,000
2012-05-23	BUY	470,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김태홍)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.