



2017년 9월 20일 | Equity Research



유통 Overweight

‘규제’ 불확실성보다 ‘소비수요’ 확대 가능성

- 정부 규제 과도한 우려
 - 8.2부동산대책/최저임금 상승/공정위 규제
- 2018년도 소비수요 개선=유통업체 실적 개선
 - 최저임금 상승 효과/소비성향 회복/채널 재조정 마무리
- 밸류에이션 저점, 실적 팩터 의한 주가 회복 예상
 - 이마트(사업구조 개선)/신세계(면세점 가치 제고) 위주 저점 매수 유효

Industry In-depth

Top picks

이마트(139480) | BUY | TP 300,000원(하향) | CP(9월19일) 219,000원
 신세계(004170) | BUY | TP 250,000원(하향) | CP(9월19일) 188,000원



Analyst 박종대
 02-3771-8544
 forsword@hanafn.com

RA 유민선
 02-3771-8108
 ms.yoo@hanafn.com



CONTENTS

1. 규제에 둘러싸인 유통주	4
1) 밸류에이션 저점, 실적 팩터 분석 필요	4
2) 소비수요 방향 = 유통업체 실적	4
2. 규제 불확실성 점검	6
1) 공정위 '유통분야 불공정거래 근절 대책'	6
2) 최저임금 16.4% 인상: 비용부담 vs 소비수요 증가	8
3) 8.2 부동산 대책과 소비심리	10
3. 소비수요 방향성 예측	12
1) 소비수요와 유통업체 실적 높은 상관관계	12
2) 소비수요 수준 점검	13
3) 소비 패턴: 온라인 채널 침식 마무리 긍정적	19
4) 소결론: 소비수요와 유통업체 실적은 같은 방향성	21
4. 3분기 실적 전망	22
1) 추석 기간차 영향: 대형마트 저하 폭 클 듯	22
2) 백화점과 대형마트(이마트): 기존점 성장률은 0% 내외 기록 예상	24
3) 편의점: 동일점 역신장 시작	25
4) 홈쇼핑: 5분기 연속 기대치에 부합하는 실적 예상	26
5) 추가적인 이슈들	26
5. 투자전략: 밸류에이션 저점, 소비수요 확대에 초점	30
실적 팩터 의한 주가 턴어라운드 국면 기대	30
Top Picks	33
이마트 (139480)	34
신세계 (004170)	38

2017년 9월 20일 | Equity Research

유통

‘규제’ 불확실성보다 ‘소비수요’ 확대 가능성

정부 규제 과도한 우려

유통업종 지수는 8월 초 이후 14%나 하락했다. 8.2부동산 대책으로 소비위축 가능성, 최저임금 상승과 공정위 규제 등으로 인한 이익 저하 우려 때문이다. 규제불확실성으로 실적 추정치가 달라진 것은 없다. 밸류에이션만 하락하여 최저점까지 내려와 있다. 우려는 과하다. 부동산 가격 '급락' 가능성은 제한적이며, 최저임금 상승은 비용 요인이기도 하지만, 소비수요 개선 요인이기도 하다. 공정위 규제들은 MD 능력 제고, 인력 및 재고 효율화로 충분히 극복 가능한 내용들이다.

2018년도 소비수요 확대=유통업체 실적 개선

하반기 가계구매력은 회복세로 접어들었다. 최저임금 상승은 2018년도 가계구매력을 한층 증가시킬 수 있다. 실질적으로 가계에 대한 직접적 재정지원 성격이 강하기 때문에 대체효과(취업자 감소)보다 소득효과(가처분소득 증가)가 클 것으로 예상되며, 내수 업체들 실적 개선의 주 요인으로 작용할 전망이다. 부동산 급락 이외 소비심리가 추세적으로 하락 반전할 이유는 없어 보인다. 가계소비성향 회복에 의한 소비수요 증대를 기대할 수 있다. 오락/레저/서비스로의 소비 이전은 여전하지만, 온라인화에 의한 채널 재조정이 마무리되었다. 소비수요 증가가 온전히 유통업체들 실적 개선으로 이어질 수 있는 여건이다.

밸류에이션 저점, 실적 팩터 의한 주가 회복 예상

규제라는 '필터'를 통과하면서 규제 불확실성은 주가에 충분히 반영되었다. 실적 팩터는 위로 향해 있다. 이마트와 신세계, 홈쇼핑 업체들을 중심으로 저점 매수가 유효한 시기다. 규제 우려가 해소될 경우 밸류에이션 회복에 의한 주가 모멘텀도 기대할 수 있다. 이마트(BUY, TP 32→30만원)는 규제 불확실성보다 사업구조 개선(이마트몰/트레이더스/노브랜드/스타벅스 등)에 의한 실적 모멘텀이 훨씬 크다. 신세계(BUY, TP 31→25만원)는 면세점 사업가치 제고로 시가총액 레벨업이 예상된다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(9월19일)
이마트(139480)	BUY	300,000원(하향)	219,000원
신세계(004170))	BUY	250,000원(하향)	188,000원



Analyst 박중대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

1. 규제에 둘러싸인 유통주

1) 밸류에이션 저점, 실적 팩터 분석 필요

주가 하락 가장 큰 이유는 규제 불확실성

유통업종 주가 하락이 과하다. 지난 8월 초 이후 유통업종 주가는 14%나 급락했다. 소비심리가 97 이하였던 3월보다도 낮은 수준까지 떨어져 있다. 북핵 리스크에 의한 소비심리 저하 우려, IT 등 섹터 비중 변화에 의한 수급적인 부담도 있는 듯 하지만, 가장 큰 이유는 규제 불확실성이다.

밸류에이션 역사적 저점
향후 실적 전망과 규제 영향 정도
분석 필요

화장품과 같이 중국 인바운드 관련 업종들의 경우 주로 실적 전망이 하향 조정되면서 밸류에이션과 주가가 같이 떨어졌다. 하지만, 유통업종의 경우 규제 불확실성 하에서 이익 전망은 달라진 것이 별로 없다. 불확실성이 밸류에이션 하락으로 작용하면서 주가 하락 폭을 키웠다. 롯데쇼핑은 PBR 0.4배, 현대백화점은 12MF PER 7배, 밸류에이션은 이제 거의 역사적 저점까지 내려온 상태다. 주가가 밸류에이션과 이익의 곱이라고 할 때, 지금 투자자들이 주의 깊게 살펴봐야 할 부분은 두 가지다.

첫째, 향후 실적 전망이다. 규제 불확실성이 밸류에이션 하락으로 충분히 반영되었다면, 실적 팩터를 봐야 한다. 4분기 또는 2018년 이후 전망이다. 실적 전망이 긍정적이라면 주가는 바닥으로 봐도 무방하다.

둘째, 규제 리스크는 얼마나 큰 것인가? 얼마나 실적에 영향을 미칠 것인가에 대한 답이다. 밸류에이션 하락의 타당성을 검토하는 것이다. 막연한 우려에 따라 하락한 밸류에이션일 경우 점진적으로 회복할 수 있으며, 추가적인 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다.

2) 소비수요 방향 = 유통업체 실적

소비 수요의 방향성과
유통업체들 실적 동행성 논증

이번 리포트의 핵심은 i) 정부 규제 리스크가 사업의 근본적인 구조를 변화시킬 만큼 심각한 규제가 아님을 밝히고, ii) 하반기와 2018년 소비수요 방향성과 유통업체들 실적 동행성을 논증하는 것이다.

- ① 2장에서는 정부 규제 리스크에 대해서 심도 있게 살펴 본다. 최저임금, 공정위 규제, 8.2 부동산 대책 등의 구체적 내용과 영향에 대해서 분석해본다.
- ② 3장에서는 소비수요의 방향성에 대해서 분석한다. 가계구매력이 소비성향과 소비패턴이라는 '다리'를 지나 유통업체들 실적으로 온전히 이어질 수 있음을 보인다.
- ③ 4장에서는 유통업체별 3분기 중단기 실적 모멘텀을 진단해본다.
- ④ 5장에서는 제반 분석 결과를 기반으로 투자의 우선 순위를 정한다.

향후 매크로와 유통업체들 실적은 같은 방향으로 움직일 가능성

주지하다시피 유통업은 포화되어 있고, 과점화가 거의 끝난 시장이다. 온라인화에 의해 2013년 이후 3년 동안 채널 재조정기로 소비심리와 소매판매 증가율이 상반된 흐름을 보였지만, 2016년 중순 이후 동행성을 회복했다. 향후 매크로와 유통업체들 실적은 같은 방향으로 움직일 가능성이 크다. 즉, 소비수요의 방향은 유통업체들의 실적을 의미한다.

더구나, 2018년은 역대 최대 최저임금 상승이 가시화되는 시기다. 실질적으로 가계에 대한 직접적 재정지원 성격이 강한 만큼, 대체효과(취업자 감소)보다 소득효과(가처분소득 증가)가 클 것으로 보인다, 유통업체들 실적 개선의 핵심 요인으로 작용할 수 있다.

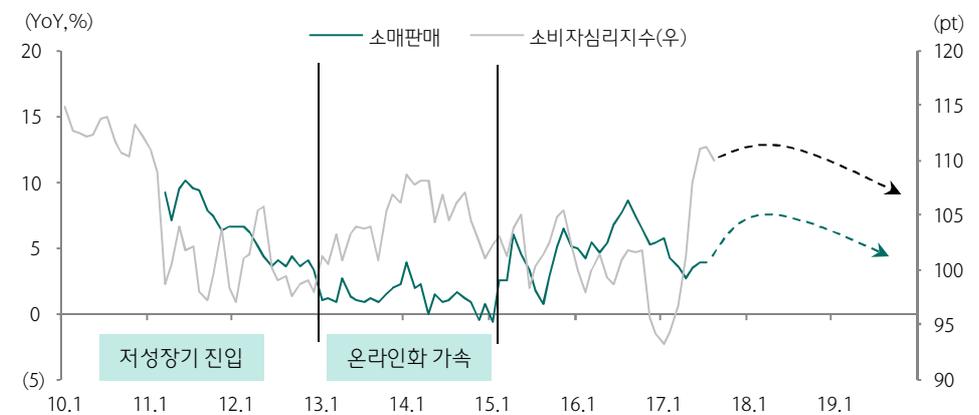
이마트(BUY, TP 32→30만원)와 신세계(BUY, TP 31→25만원)를 중심으로 저점 매수 유효

이마트(BUY, TP 32→30만원)와 신세계(BUY, TP 31→25만원)를 중심으로 저점 매수가 유효한 시기다. i) 규제 불확실성이 지속되더라도 소비 수요 회복 즉, 실적 개선에 의한 주가 상승 여력을 기대할 수 있으며, ii) 점진적으로 규제 리스크가 해소될 경우, 밸류에이션 회복에 의한 높은 투자 수익률을 기대할 수 있다.

당분간 수출 증가율이 YoY 10% 이상 지속할 것으로 예상되는 만큼, 유통업체들의 상대적인 투자 매력도는 여전히 열위에 있다. 유통업체들에 대한 공격적인 비중확대 전략은 무리라고 볼 수 있다. 다만, 밸류에이션 저점에 있는 만큼, 이마트와 신세계, 홈쇼핑 업체들을 중심으로 조금씩 비중을 늘리면서 실적 팩터에 의한 주가 모멘텀을 준비하는 것이 바람직해 보인다.

소비자심리는 110 수준을 유지하면서
기저효과/소비수요 확대 의한
소매판매 회복 예상

그림 1. 소매판매와 소비자심리지수



자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

2. 규제 불확실성 점검

1) 공정위 '유통분야 불공정거래 근절 대책'

공정위는 지난 8월 납품업체 종업원 인건비 분담의무 도입과 판매분 매입 금지 등 15개 유통관련 실천과제를 제시하였다. 성격에 따라 세개 부문으로 나눌 수 있다.

3가지 유형: 불법행위 처벌 강화/
영업방식 규제(실질적 부담)/
관리 강화

첫째, 불법행위 처벌 강화다. 3배 손해배상제 도입, 과징금 부과기준을 인상, 정액과징금 제도 개선, 신고포상금 지급 확대 등이 여기에 속한다. 둘째, 영업방식에 대한 규제들이다. 복합쇼핑몰, 아웃렛 입점업체 보호대상 포함, 납품업체 인건비 분담의무 도입, 판매분 매입 금지, 원가변동 시 납품가격 조정 등이다. 셋째, 관리감독 강화다. 판매수수료 공개대상 확대와 공시제도 도입 등이 포함된다.

이 가운데 첫번째와 세번째 내용들은 공격적인 영업행위를 위축 시킬 수 있지만, 근본적으로 변하는 것은 없다. 실질적으로 실적에 영향을 미칠 수 있는 사항은 두번째에 해당하는 내용들이다.

복합쇼핑몰/아웃렛 월 2일
휴무 영향 1~2% 이익 훼손

i) **복합쇼핑몰과 아웃렛**은 대규모유통업법에 포함될 수 있다. 월 2회 휴무에 들어갈 수 있다는 말인데, 이진 예고됐던 바다. 각 업체별 이익 비중이 작기 때문에 이익 훼손 정도는 1~2%에 그칠 것으로 예상된다. 하지만, 이것도 논란의 여지가 있다. 공정위 규제 취지가 기본적으로 대형 유통업체에 테넌트로 들어가 있거나 납품하는 업체들의 권리와 이익을 증대시키는 것인데, 복합쇼핑몰이 월 2회 휴일 휴업을 할 경우 입점업체들 실적에 미치는 부정적 영향은 상당히 클 것이다.

납품업체 인건비 분담/
부당반품 금지/
납품가격 원가 연동 등은 부담 요인

ii) **납품업체 인건비 분담**: 입점 업체 판촉 사원이 줄어들 가능성이 크다. 판촉과 마트 전체 매출의 상관관계가 커 보이지는 않는다. 판촉 영향 추가적인 충동구매 보다는 대체구매(A를 사려다 B를 구매) 비중이 크다는 게 상식적이다.

iii) **부당반품 금지**: 판매수수료 체계 하에 있는 유제품(매출 비중 8% 내외 추정)이 대상이다. 재고를 줄이거나, 판매와 매입의 유기적 연동 등 기술적 대응이 가능하다. 최근 대형마트 업체들은 GPM 개선을 위해 합리적 재고관리 시스템을 경쟁적으로 도입하고 있다.

iv) **납품가격 원가연동**: 이마트나 롯데마트 한 군데에서만 나타나는 현상이 아니기 때문에 평가 전가가 가능하다. 소비자 가격이 다소 상승할 수 있지만, 경쟁사와 동일 조건이기 때문에 수요 위축으로 개별 업체들 실적에 미치는 부정적 영향은 크지 않을 것으로 본다. 특히, 제품이 생필품 같이 수요가 비탄력적이라면 더욱 그렇다.

MD 능력 제고/인력 및 재고
효율화로 극복 가능 예상
사업구조 근본을 바꾸는 규제
(휴무 확대 등) 아니라면
우려 제한적

결론적으로, 공정위 규제들은 MD 능력 제고, 인력 및 재고 효율화로 충분히 극복 가능한 내용들이다. 규제를 차치하고서라도 이미 이마트와 홈플러스 등 메이저 대형마트들은 최근 저성장과 온라인화로 인한 수익성 하락을 막기 위해 이러한 경영 효율화에 역량을 집중하고 있다. 더이상 판관비 절감 만으로는 수익성을 지키기가 어렵게 되었기 때문이다. 직매입 식품의 재고처분 비율 축소가 핵심 추진 과제가 되고 있으며, 명절 판촉행사에는 본사 스태프들이 파견을 나가고 있다. 만일, 소상공인 보호 위한 '대형마트 휴무일 확대'나 '유통수수료 상한 조정 또는 축소'와 같이 사업구조의 근본적인 변화를 요구하는 규제라면 이미지가 심각할 수 있다. 지금 규제는 그런 수준은 아니다.

표 1. 유통분야 불공정거래 근절대책

추진 전략	실천 과제
대규모 유통업법 집행체계 개선	민사적 구제수단 확충
	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 고질적·악의적 불공정 행위로 발생한 피해에 3배 손해배상제 도입 ▶ 지자체와 협업을 통한 분쟁조정제도 운영 확대
	행정적 제재 강화
	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 과징금 부과기준을 인상 ▶ 실효성 있는 제재를 위한 정액과징금 제도 개선 ※ 법집행체계 개선 T/F를 통해 실천과제 추가 보완
납품업체 권익보호를 위한 제도적 기반 강화	법·제도 사각지대 해소 등
	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 복합쇼핑몰·아울렛 입점 업체도 보호대상에 포함 ▶ 판매수수료 공개대상 확대(대형마트, 온라인쇼핑몰) ▶ 분야별 불공정거래 심사 지침 제정 확대(온라인유통, 중간유통업체)
	비정상거래·위험으로부터 보호
	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 납품업체 종업원 사용 시 대형유통업체의 인건비 부담의무 도입 ▶ 최저임금 등 원가변동 시 납품가격 조정기반 마련 ▶ 판매분 매입 금지 ▶ 구두발주·부당반품 피해 예방을 위한 제도 강화
불공정거래 감시강화 및 업계 자율협력 확대	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 매년 중점 개선분야를 선정해 집중 점검관리 * ('17년) 가전·미용 전문점 ('18년) TV홈쇼핑, SSM ▶ 신고포상금 지급 확대 ▶ 대규모유통업거래 공시 제도 도입 ▶ 유통업태별 자율 개선 방안 지속 점검확대

주: 공정거래위원회, 언론, 하나금융투자

2) 최저임금 16.4% 인상: 비용부담 vs 소비수요 증가

백화점/대형마트/슈퍼:
각각 4%/16%/17% 이익 훼손,
but 이미 실적 추정 반영 중

2018년도 최저임금이 올해 대비 16.4% 증가한 7,530원으로 결정됐다. 정부는 소상공인들의 추가 부담을 최소화하고, 고용을 유지/촉진하는 보완대책을 내 놓았다. 과거 인상 추세(7.3%)를 초과 부분에 대한 인건비는 정부 재정을 통해 직접 지원할 계획이다. 이외 신용카드 수수료 인하, 임대차 보호 확대, 프랜차이즈 불공정거래 관행 근절로 영세 소상공인을 지원할 예정이다. 유통 채널별 영향을 분석해보면, 표면적으로 대형마트와 슈퍼 등 인건비 비중이 큰 업체들의 부담이 크게 증가할 것으로 예상된다. 정상화된 1개 점포 기준으로 백화점 4%, 대형마트 16%, 슈퍼는 17%까지 영업이익이 감소할 수 있다. 다만, 실적 추정치에 미치는 영향은 제한적으로 본다. 인건비 부담이 큰 대형마트나 기업형슈퍼(SSM)의 경우 기존점 성장률이 2% 내외에 불과한데도 전체 인건비 증가율이 8% 내외 높은 수준이다. 2020년까지 최저임금 1만원을 기준으로 비용구조를 맞춰놓은 상태다.

편의점: 평균 가맹점주 순수입 14% 감소 가능성
- 일매출 증가율 제고,
현재 0%→5.3%(완전 보전)
신규 점포 확대 전략 수정 불가피
- 가맹수수료율 인하,
현재 35%→31.5%(완전 보전),
GP 10% 감소, 영업이익 40% 훼손
- 기타 비용지원
→ 편의점 실적 추정치 하향 조정 불가피

편의점은 예상치 못한 부담이 클 것으로 보인다. 일매출이 180만원으로 동일할 경우 최저임금 인상으로 2018년도 가맹점주 순수입은 YoY 14% 이상 감소할 것으로 추정된다. 2분기 편의점 일매출 성장률 0.5%수준으로 1분기(1.5%)보다 떨어졌다는 점은 더욱 부담이다. 일매출 규모가 작은 소형 점포일 수록 비용 부담은 커진다. 정부의 인건비 지원금은 주로 중소기업에 해당되는 것으로, 편의점 가맹점주와는 무관해 보인다. 신용카드 수수료 인하 이외 직접적인 혜택은 없다. 가맹점주 수입 보전을 위한 가맹본부의 정책이 불가피해 보인다. 수입보전을 위한 대책을 생각해보면,

첫째, 일매출 증가율 제고다. 일매출 증가율이 현재 0%에서 5.3%까지 상승할 경우 가맹점주 수입은 변함없다. 편의점 시장 성장률을 연간 10%로 가정할 때, 현재 시장 성장의 대부분을 신규 점포 확대로 채우고 있으며, 기존 가맹점 매출 증가율은 빠르게 떨어지고 있다. 기존 점포 수익 보전을 위해서는 향후 신규점포 확대 전략 수정이 불가피하다. 단기적으로 신규점포로 인한 이익 개선 효과가 더 크다는 점을 감안하면, 이러한 전략 수정은 실적 모멘텀을 약화시킬 수 있다.

둘째, 가맹수수료율 인하다. 3.5%p 수수료율을 내릴 경우 완전보전이 가능하다. 가맹본부 매출총이익이 10% 감소함을 의미하며, 영업이익이 40% 가까이 훼손될 수 있다.

셋째, 기타 폐기손실 지원과 인센티브 제공, 영업시간 자율화 등이 있을 수 있다. 인건비 부담이 커지는 만큼, 매출 규모가 작고 인건비 부담이 큰 심야 영업 자율화 정도가 커질 수 있다. 정부 정책 지원으로 카드수수료율이 0.5%p 하락할 경우 가맹점주 수입은 3.8% 개선될 수 있다. 이러한 방법들이 복합적으로 사용될 수 있을 것이다. 어떤 방식으로든 편의점의 향후 실적 추정치는 하향 조정될 가능성이 크다.

한편, 최저임금 인상은 소비수요 증가 측면에서는 긍정적이다. 후술하겠지만, 위와 같은 편의점 손익분석은 최저임금 인상으로 인한 수요증가 효과는 제외되어 있다. 편의점 주 수요층이 20~30대라는 점, 최저임금 수혜 폭이 20대가 가장 클 가능성을 감안하면 편의점의 부담은 생각보다 작을 수 있다.

표 2. 최저임금 인상 백화점/대형마트/슈퍼 영향 분석

(연간 기준, 단위: 억원)

구분	백화점	대형마트	슈퍼	비고
총매출	3,500	750	50	1개 점포 평균
영업이익	263	41	2	
OPM	7.5%	5.5%	3.5%	정상화 기준
최저임금직원(명)	300	150	7	안내데스크/주차/안전/미화/캐셔 등(대형마트는 정규직 전환 완료)
인건비 증가분	11.2	6.5	0.3	
근무일수	351	341	341	
일 근무시간	10	12	12	
인건비증가분(원)	1,060	1,060	1,060	1인, 최저임금 16.4% 상승
이익영향	-4.3%	-15.8%	-17.4%	

자료: 하나금융투자

표 3. 최저임금 인상 편의점 영향 분석

(단위: 만원)

구분	2017년	2018년	수익변수		비고
			현재	완전보전	
일매출	180	180	0%	5.3%	부가세 제외
월매출	5,472	5,472			30.4일
매출총이익	1,642	1,642			유통수수료=매출의 30%
가맹점주 수입	1,067	1,067	65.0%	68.5%	매출총이익-가맹수수료(총매출의 35%)
가맹점주 비용	711	762			
임대료	300	300			관리비 포함
인건비	311	362			최저임금 16.4% 상승 가정(16시간 근무)
공과금 등 기타	100	100			
(카드수수료를 인하)		0.0	2.5%		0.5%p 하락시, 가맹점수입 3.8% 개선, 카드결제를 50% 가정
(폐기손실 지원 등)					
가맹점주 순수입	356	305	-14.3%	0%	가맹점주 수입 14% 이상 감소

자료: 하나금융투자

3) 8.2 부동산 대책과 소비심리

- 8월 소비심리 109.9
- 주택가격전망 -16p
- 현재 소비환경 견제
- 주택가격전망 역시 과도한 감

가계 순자산에서 74%가 부동산인 만큼, 부동산 가격 변동은 소비심리, 특히 상대적으로 고소득층 비중이 큰 백화점 업종에 큰 영향을 미친다. 8월 소비심리가 109.9를 기록하면서, 7개월 만에 하락 반전했다. 임금수준과 소비지출전망이 1p씩 상승했는데, 경기전망이 -5p, 특히, 주택가격전망이 16p나 하락하면서 소비심리 하락의 주 요인으로 작용했다. 8.2부동산 대책이 부담으로 작용하였다.

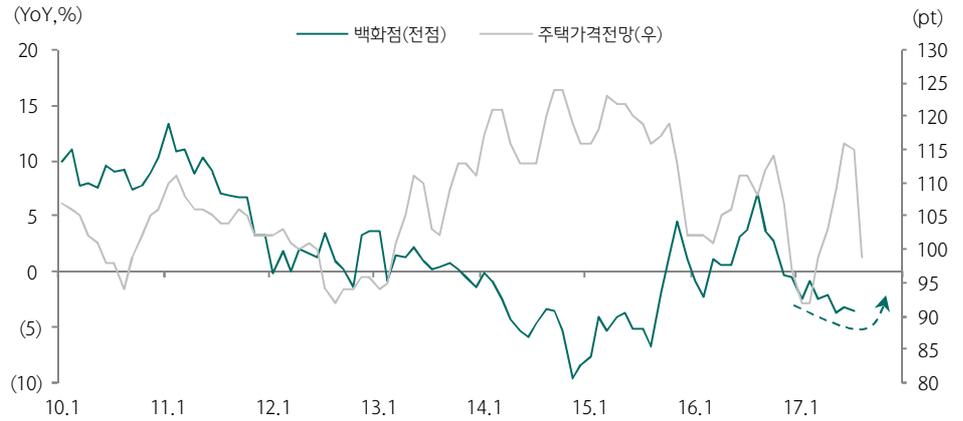
8월 소비심리에서 두 가지를 주의 깊게 봐야 하는데, 첫째, 최소한 현재 소비환경이 견제함을 보여줬다는 것이다. 뒤에서 가계구매력에 대한 자세한 기술이 있겠지만, 고용/임금/물가 등 부동산 우려를 제외하고 전반적인 소비환경은 나쁘지 않다. 주택가격전망이 16p나 떨어졌는데도 전체 소비심리지수가 소폭 하락에 그쳤다는 점은 이를 반영하고 있다.

둘째, 주택가격전망 역시 과도한 감이 있다. 소비심리 서베이 조사가 매월 11~15일 사이 이뤄진다는 점을 생각해볼 때, 8월 같은 기간은 8.2부동산 대책 발표 이후 시장의 불안감이 가장 컸을 때다. 최근 서울 아파트 가격은 안정적인 상황이고, 부동산 가격이 급락할 것이라고 생각하는 사람은 드물다. 정부 역시 부동산 가격 '안정화'가 목표지, '급락'이 아니다. 부동산 '급락'은 시장 참여자는 물론 정부로서도 부담이다. 즉, 9월 주택가격전망은 8월보다 개선될 가능성을 배제할 수 없다. 아울러, 주택가격전망이 내려갔지만, 전체 소비심리는 110 내외로 여전히 높은 상황이고, 그 동안 부동산 가격 상승 폭에 비해 백화점 판매 지수는 나아진 게 없다. 지금 현재 부동산 가격 수준에서도 백화점 소비 여력은 크다는 것이다.

현재 부동산 가격 수준에서도
백화점 소비 여력 충분

주택가격전망 하락은 과도한 감
100 이상으로 회복 전망

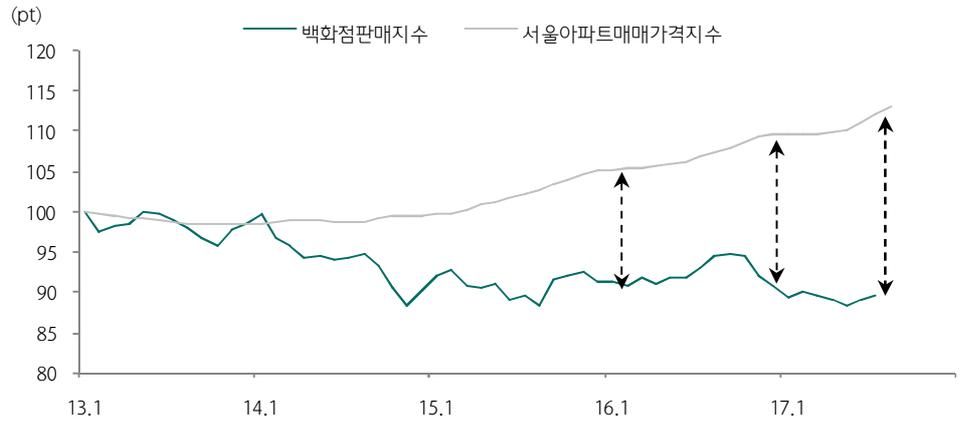
그림 2. 주택가격전망과 백화점 전점 성장률



자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

현재 부동산 가격 수준에서도
백화점 소비여력 충분

그림 3. 서울 아파트 매매 지수와 백화점 판매 지수



자료: KB은행, 통계청, 하나금융투자

3. 소비수요 방향성 예측

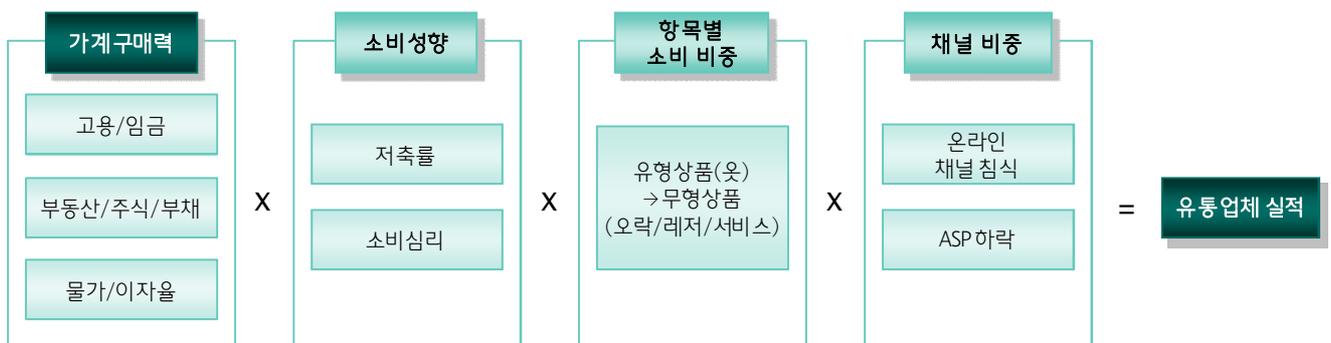
1) 소비수요와 유통업체 실적 높은 상관관계

가계구매력에서 유통업체들 실적까지 여러 변수 존재

가계구매력이 유통업체들의 실적으로 반영되기 위해서는 여러 개의 중간 변수들을 거쳐야 한다(자세한 설명은 하나금융투자 리포트 '소비채널의 새 균형', 2015.10.19 참고). 먼저 가계구매력 개선 여부를 점검해봐야 한다. 고용/임금/자산/물가 등이 여기에 속한다. 물가가 가계구매력에 포함되는 이유는 가계가 가진 화폐의 실질적 구매력과 연관되기 때문이다. 가계구매력이 좋아도 저축을 많이 한다면 소비지출이 늘어나기 어려울 것이다. 가계소비성향을 분석해야 한다. 소비수요는 결국, 가계구매력과 가계소비성향을 곱으로 나타낼 수 있다. 가계소비지출이 될 것이다.

하지만, 소비지출 항목이 오락/레저/서비스로 집중된다면 유통업체들 실적에는 도움이 안될 것이다. 온라인 채널이나 해외직구 비중이 높아진다면 오프라인 비중이 높은 국내 메이저 유통업체들 실적에는 의미가 없을 것이다. 그래서 가계소비 항목별/채널별 패턴 변화를 살펴봐야 한다.

그림 4. 가계구매력에서 유통업체 실적 사이 결정 변수들



자료: 하나금융투자

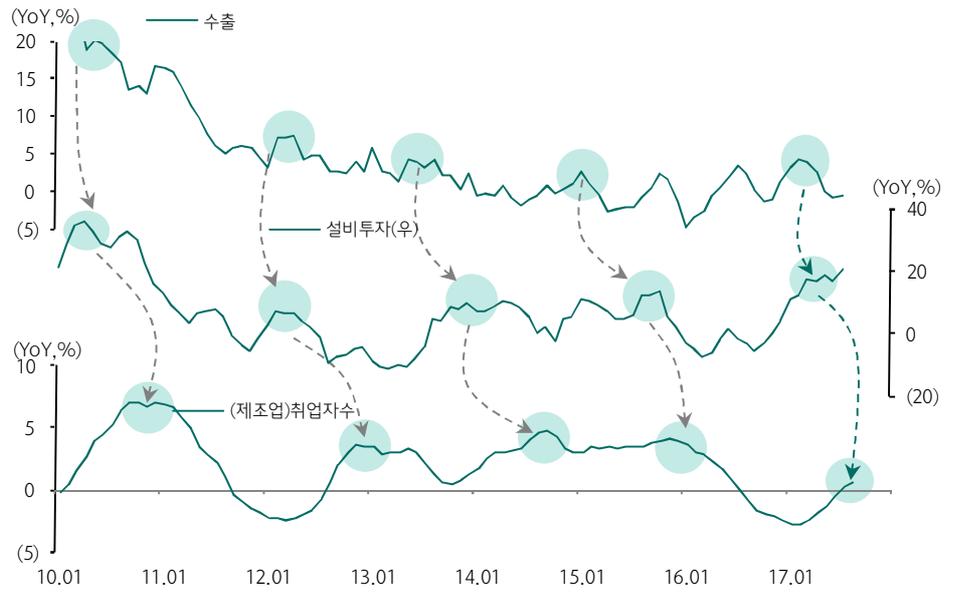
2) 소비수요 수준 점검

취업자수는 월별 YoY 1% 이상, 견조한 증가세 지속 전망

① 고용: 취업자수는 월별 YoY 1% 이상, 30만명 이상 증가하고 있다. 수출 증가가 기업들의 이익과 설비투자 및 고용개선으로 이어지고 있다. 여전히 수출이 YoY 10% 이상 지속되고 있다. 전년도 조선/중공업 등 제조업 고용 기저효과와 고용이 경기후행적 측면이 강하다는 점까지 감안하면 당분간 고용 개선은 지속될 가능성이 크다.

수출과 설비투자 증가로 고용시장 개선 지속 전망

그림 5. 수출 및 설비투자, 고용지표 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

임금은 소매판매와 상관관계가 높은 소비지표

② **임금:** 2분기 임금은 YoY 2.5%, 4분기 평균 YoY 3.4% 상승했다. 2분기 임금상승률은 둔화되었지만, 수출 증가로 인한 기업들의 이익 개선은 임금 상승을 견인할 것으로 예상된다. 임금은 가계소비 및 소매판매와 상관관계가 높은 소비지표다. 미국과 일본 등 선진국에서는 고용보다 임금을 소매판매의 선행지표로 사용하기도 한다. 생필품 소비는 미취업상태에서도 발생하며, 실업급여도 있지만, 임금상승은 소비수준을 한 단계 높이는 역할을 하기 때문이다. 기업이 투자를 확대할 때, 고용보다 임금 상승이 먼저 발생한다는 점도 그 이유가 될 수 있다.

최저임금 2018년 내수 시장 가장 큰 이슈
 - 20대 구매력 개선 기대
 - 편의점/백화점 긍정적 효과

최저임금은 또 하나의 중요한 이슈다. 2018년도 최저임금이 YoY 16% 이상 증가한다. 최저임금 노동자 비율이 17% 이상이라는 점을 감안하면, 소비 수요 증가에 미치는 영향도 상당히 클 것이다. 최저임금 인상에 대해 20대 찬성률이 83.4%로 압도적이었다는 점을 생각해 보면 20대 소비층의 구매력이 상당히 개선될 것으로 보인다. 이들을 주 소비층으로 하는 재화와 채널에 긍정적이다. 편의점의 경우 지금은 비용부담으로만 생각하고 있지만, 수요 증가 효과도 가장 클 수 있다. 그 동안 백화점 채널 부진에서 20대 소비 부재 영향이 컸다는 점도 주목할 만한 사실이다.

최저임금 인상은 소득효과/대체효과 공존, but 2018년 인상은 실질적으로 재정정책

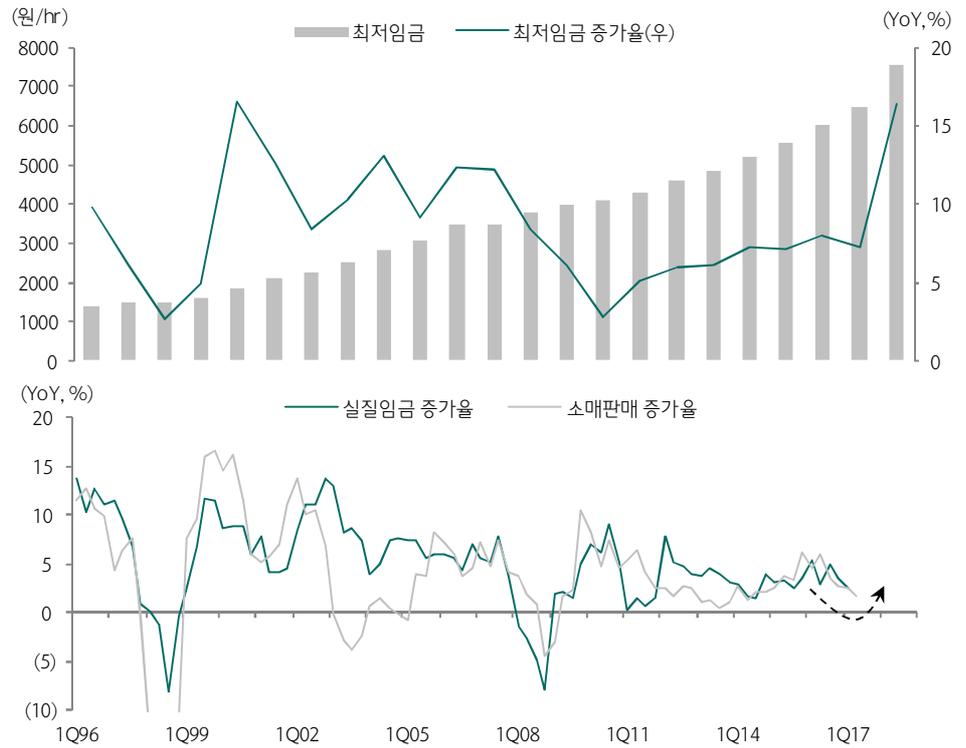
2018년도 국내 내수 시장 화두는 단연 '최저임금'이 될 것이다. 지금은 복핵과 사드 보복, 정부 규제 리스크가 핵심 이슈지만 이런 이슈들이 사그라지면 '최저임금'의 효과와 결과에 대한 관심이 크게 증가할 것이다. 항상 없던 것이 새로 생기면 변화가 크다. 인상 폭이 역대 최대인 만큼 영향도 클 수밖에 없다. 소득효과(가처분소득 증가)와 대체효과(고용축소)가 동시에 발생하기 때문에 그 결과를 예단하기 어렵다. 각 나라별 연구 결과도 다양하다. 이에 대한 심도 있는 분석이 이어져야 할 것이며, 좀더 자세한 내용은 11월 연간 전망에 신기로 한다. 지금까지는 긍정적 효과에 좀더 무게를 둔다. 한국 데이터에는 임금 상승이 소비 위축으로 이어진 사례가 없으며, 특히, 2018년 최저임금 인상은 정부에서 다양한 보조금 정책으로 고용축소를 최소화시킬 계획이기 때문이다. 실질적으로는 재정정책에 가깝다.

온라인화로 소비자물가 하향 안정화

③ **물가:** 8월 소비자물가 상승률은 YoY 2.6% 상승했다. 5년 4개월 만에 가장 높은 상승폭이지만, 과거 2013년 이전 평균 3% 내외 상승률에 비하면 낮은 수준이다. 주로 신선식품 가격 상승에 의한 것으로 추세적 상승으로 보기는 어렵다. 1년 평균으로는 1.9% 상승했다. 물가수준의 하향 안정화는 글로벌 흐름이다. 온라인화에 인한 유통시장 경쟁심화로 한국은 물론 전 세계적으로도 물가 상승폭은 제한적이다. 경기는 좋아지는데 물가가 오르지 않아 중앙은행들이 금리인상 여부를 두고 골머리를 앓고 있다는 뉴스도 있다. 물론, 신선식품 물가는 작황에 따라 상승폭이 클 수 있지만, 일시적이다. 온라인 유통 비중이 높은 공산품 가격은 계속 떨어지고 있다. 물가는 소비수요 확대에 우호적이다.

최저임금 상승은
소비수요 증가에 크게
기여할 전망

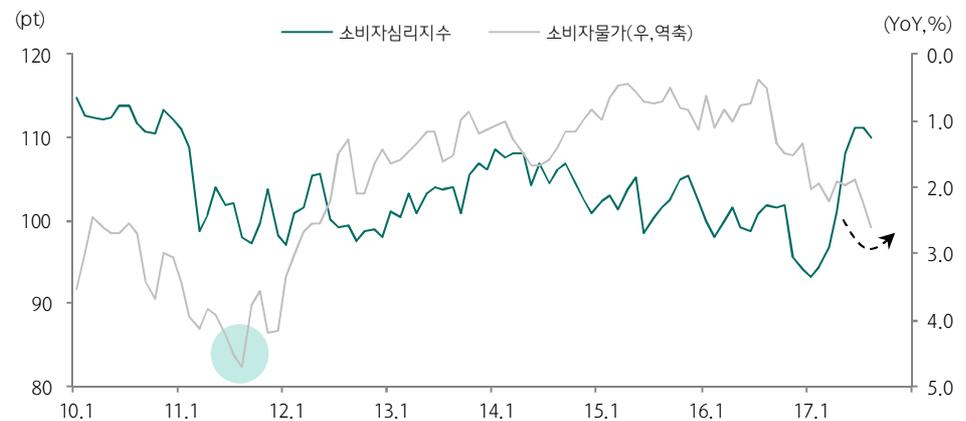
그림 6. 최저임금 인상률, 실질임금과 소매판매



자료: 최저임금위원회, 한국은행, 통계청, 하나금융투자

소비자물가 하향 안정화는
긍정적 소비환경

그림 7. 소비자물가와 소비심리

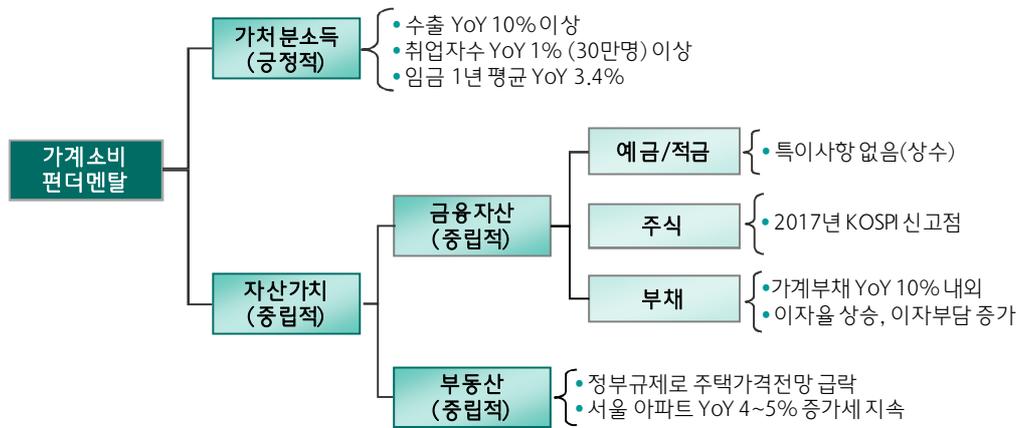


자료: 통계청, 한국은행, 하나금융투자

정부 부동산 대책 목표는 '안정' 급락 가능성 제한적

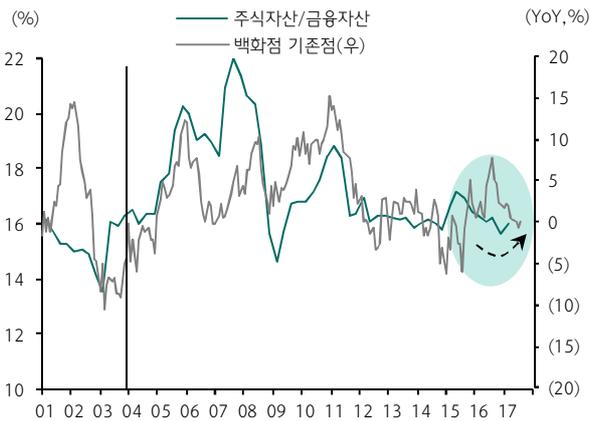
③ **주식과 부동산:** 가계자산의 구성은 금융자산과 부동산으로 구분할 수 있다. 금융자산은 다시 예적금/주식/부채로 나뉜다. 예적금은 증가하고 있지만, 큰 변수로 보지 않으며, 상승으로 취급한다. 주식시장 상승은 긍정적이다. 다만, 가계자산의 75%가 부동산이라는 점을 감안하면 부동산 시장이 더 중요하다고 볼 수 있다. 특히, 백화점 매출의 50% 이상이 VIP(고객 비중 15%)에서 발생한다는 점에서 백화점 시장 전망은 부동산 가격 전망에 크게 좌우될 수 있다. 전술한 바와 같이, 정부의 부동산 대책은 가격 안정이지 급락은 아니다. 단기 급등만큼 조정은 나올 수 있지만, 추세적으로 하락한다고 보는 견해는 많지 않다.

그림 8. 가계구매력 점검



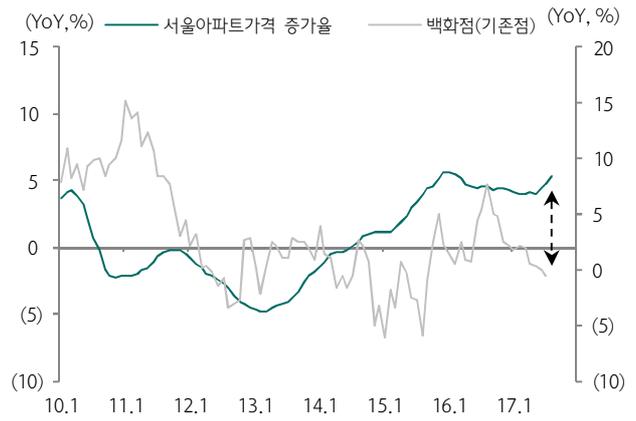
자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 9. 가계자산 주식비중과 백화점 기준점 신장률



자료: 한국은행, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 10. 서울아파트가격 증가율과 백화점 기준점 신장률



자료: KB은행, 산업통상자원부, 하나금융투자

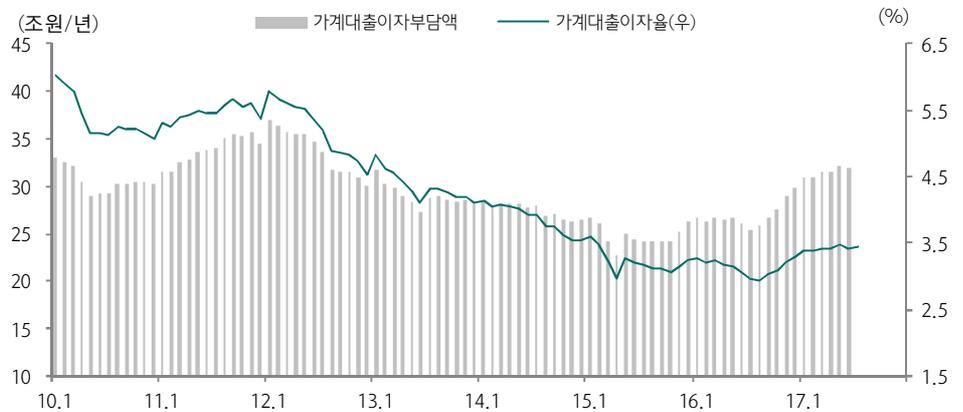
이자부담 소비심리에 부정적일 조건

- 소득 불안
- 이자율 상승
- 부동산 가격 하락

④ **부채와 이자율:** 지난 2분기말 기준 가계부채(예금취급기관 기준)는 930조원(YoY 9.6%, 제2금융권 등을 모두 포함할 경우 1,400조원 수준으로 보도되고 있음, 증가율은 유사)으로 큰 폭 증가하고 있다. 이자율 상승으로 2016년 중순 이후 이자부담도 증가세로 돌아섰다. 이자부담이 소비심리에 부정적으로 작용하기 위해서는 3가지 조건이 필요하다. i) 소득이 불안하거나, ii) 이자율이 상승하고 있거나, iii) 부동산 가격이 하락함으로써, 상대적/절대적 이자부담이 커졌을 때다. 2분기에는 실질가처분소득이 YoY 2.2% 감소했다. 제조업을 중심으로 고용시장이 크게 악화된 영향이다. 최근 고용시장 개선은 소득지표 개선의 긍정적 시그널이다. 이자율 상승은 부담이지만, 추세적인 물가 안정화를 감안하면 이자율 상승폭이 클 것으로 보이진 않는다. 부동산 가격 급락 가능성은 제한적이다.

2016년 중순 이후 이자부담은 증가하고 있으나

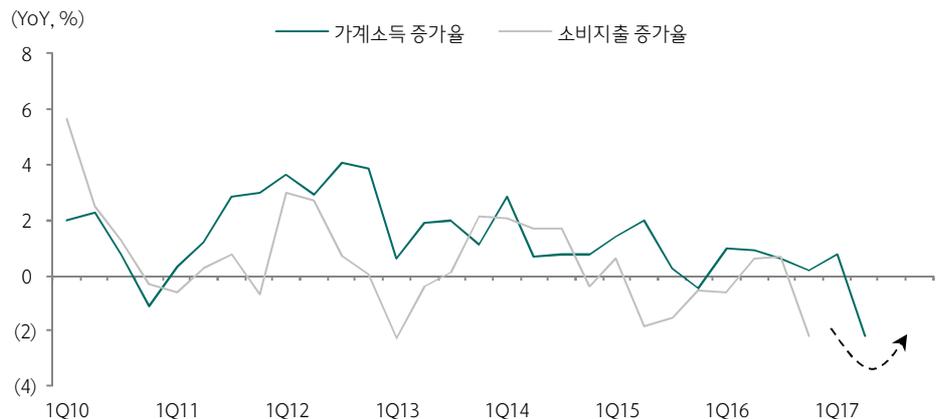
그림 11. 이자부담액과 이자율



자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

가계소득 회복 등으로 소비에 부정적 영향은 제한적

그림 12. 가계소득 및 소비지출 증가율



주: 2017년 이후 가계 소비지출은 연간 발표로 변경
 자료: 한국은행, 하나금융투자

가계소비성향 2016년 4분기 68.3%
까지 하락

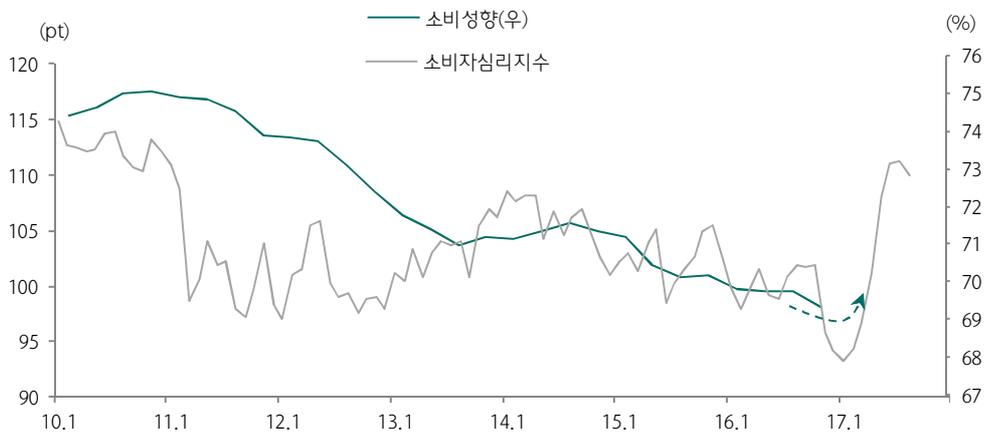
증장기 소비성향 하락: 고령화
단기 소비성향 하락: 소비심리

가계소비성향은 단기적으로
소비심리에 연동, 향후 소비성향
상승에 의한 소비수요 증가 전망

⑤ **가계소비성향**: 가계소비지출을 가계 가처분소득으로 나눈 값이다(따라서, 가계저축률(혹
자율)과 가계소비성향을 합치면 항상 1이 된다). 2014년 이후 지속적인 하락세에 있었다.
2016년 4분기 68.3%까지 하락했는데, 68%대까지 하락한 것은 1998년 3분기 이후 처음이
다. 가계소비성향을 제대로 이해하기 위해서는 세가지 정도 주의해야 한다.

i) 증장기적인 소비성향 하락은 곧 저축률의 상승을 의미하는 것인데, 고령화로 인한 은퇴
후 소비 기간 연장과 저성장 시대로 인한 불안감(자녀 교육과 결혼 준비 등) 등이 복합적으
로 작용하고 있다. ii) 단기적으로는 소비심리와 상관관계가 높다. iii) 소비성향은 금액 개념
이기 때문에 가격 변수가 들어간다. 2011년의 경우 소비심리가 대단히 낮았는데도 불구하고
소비성향이 높은데, 이는 인플레이션 때문이다. 당시 국제유가가 100달러를 넘어가는 등 글
로벌 원자재 가격 상승으로 소비자물가 상승률이 5%에 근접하기도 했다.

그림 13. 소비심리 가계소비성향



자료: 한국은행, 하나금융투자

소비 품목 소비패턴 변화
 소비수요와 유통업체 실적간
 상관관계 약화 요인

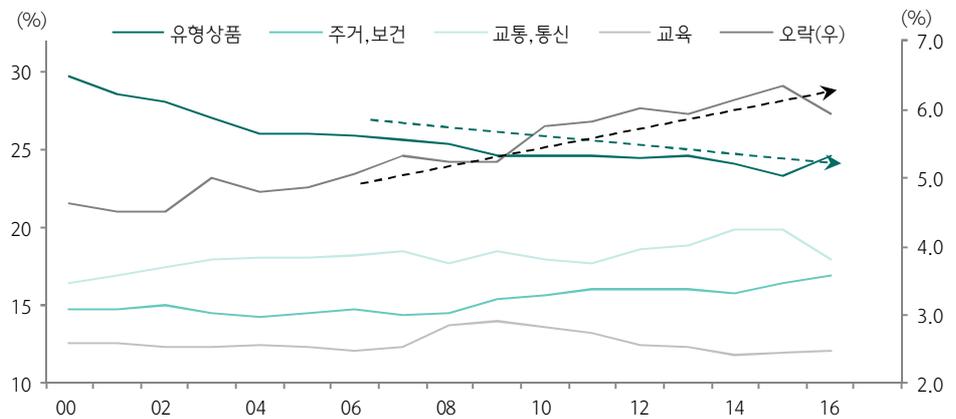
3) 소비 패턴: 온라인 채널 침식 마무리 긍정적

① 항목: 유형상품에서 무형상품으로 이동 지속

소득수준이 상승하고 저성장으로 갈 수록 가계 소비는 옷과 같은 유형상품에서 여행과 같은 무형상품으로 이동한다(자세한 설명은 하나금융투자 리포트 '미와 건강의 시대', 2015.3.30 참고). 이러한 현상은 미국이나 일본에서 동일하게 나타난 현상이며, 한국도 마찬가지다. 2016년의 경우 하반기 소비심리 급락으로 오락/레저/서비스가 비중이 하락했으나, 소비심리가 정상화될 경우 이 비중은 재상승할 가능성이 크다. 2017년의 경우 장기 연휴가 5월과 10월 두 번이나 있었고, 소비심리 개선이 크게 나타나면, 무형상품 비중은 높아졌을 것으로 본다. 중장기적으로 이러한 소비 품목에 대한 소비패턴의 변화는 소비수요와 유통업체 실적 간 상관관계를 떨어뜨리는 요인이 될 수 있다.

소득수준 상승과 저성장으로
 가계소비는 유형상품에서 무형상품
 으로 이동 중

그림 14. 가계 소비항목별 비중 추이



자료: 한국은행, 하나금융투자

② 채널: 온라인화의 의한 채널 재조정 마무리

2013년 이후 온라인화는 두 가지 방향으로 유통시장을 교란시켰다.

온라인화 두 가지 교란

- 오프라인 채널 침식
- 가격 하락: 소매판매와 소비심리 불일치

첫째, 온라인의 오프라인 채널 침식이다. 2015년 쿠팡, 2016년 11번가로 대표되는 온라인 판매중개업체들은 2016년 전년 대비 20% 이상 고성장했지만 2017년 크게 위축되고 있다. 7월에는 오히려 전년 대비 4% 역성장했다. 반면 이마트몰을 중심으로 한 온라인(종합)유통 업체들의 온라인 매출은 2016년 전년 대비 9% 성장한 후 올해 5월 이후에는 YoY 30% 이상 성장률을 높이고 있다. 11번가와 쿠팡 등 온라인판매중개업체들은 최근 재무구조 악화에 따른 마케팅비 축소에 따라 여름상품 판매가 크게 떨어진 탓이다. 상대적으로 이마트 등 온라인판매업체들의 매출은 식품을 중심으로 높은 진입장벽과 유통 인프라를 기반으로 빠른 성장세를 지속하고 있다.

최근 온라인판매중개업체 약화
온라인유통업체 고성장

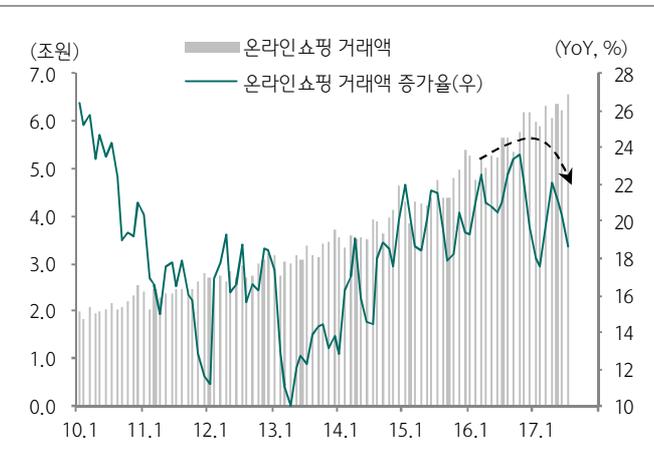
온라인판매중개업체와 온라인유통업체의 가장 큰 차이는 상품 카테고리다. 전자는 거의 대부분 공산품이지만 후자는 '식품'이 30%에 이른다. 국내 온라인 유통 시장이 '공산품'에서 '식품'으로 확산 및 이동하고 있다는 것을 단적으로 보여준다. 신세계는 온라인 채널 매출 비중이 20%를 넘어섰다. 오프라인 메이저 유통업체들 역시 온라인 채널 확충으로 온라인화에 적응했다고 평가할 수 있다. 온라인 채널의 오프라인 유통에 대한 침식, 즉 채널 재조정이 어느정도 마무리되었다는 말이다.

둘째, 가격 하락이다. 온라인화는 판매가격 하락으로 전체 소매판매를 둔화시켜왔다. Q가 증가하더라도 P가 떨어졌기 때문에 2013년~15년까지 소비심리 회복 국면에서도 소매판매는 개선되지 않았다. 소비가 부진했던 것이 아니라, 가격이 떨어졌기 때문이다. 긴 흐름

2016년 이후 소비심리와 소매판매
동행성 회복

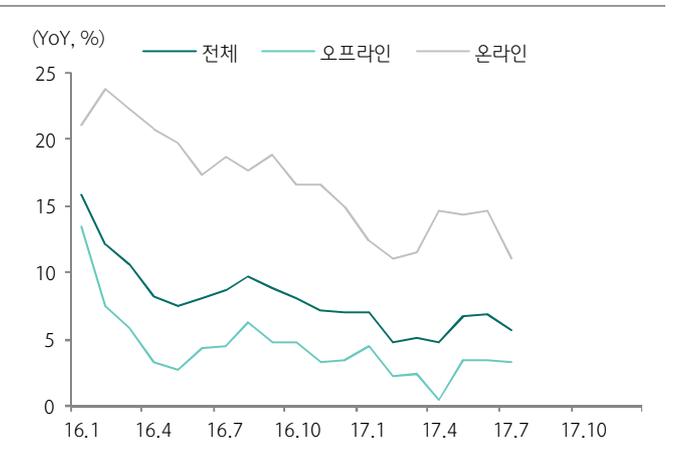
에서 보면 이 기간 소비심리와 소매판매 간 불일치는 이례적이고, 일시적인 현상이었다고 보는 것이 맞다. 전체 온라인 성장률은 YoY 15% 내외까지 떨어졌고, 오프라인 업체들의 가격 경쟁력도 제고되면서, P는 하향 안정화된 듯 하다. 2013년부터 3년간 소비심리와 소매판매 증가율이 상반된(특히, 백화점) 흐름을 보였지만 2015년 중순 이후 동행성을 회복했다.

그림 15. 온라인 쇼핑 거래액과 증가율



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 16. 온오프라인 유통 매출 증가율



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

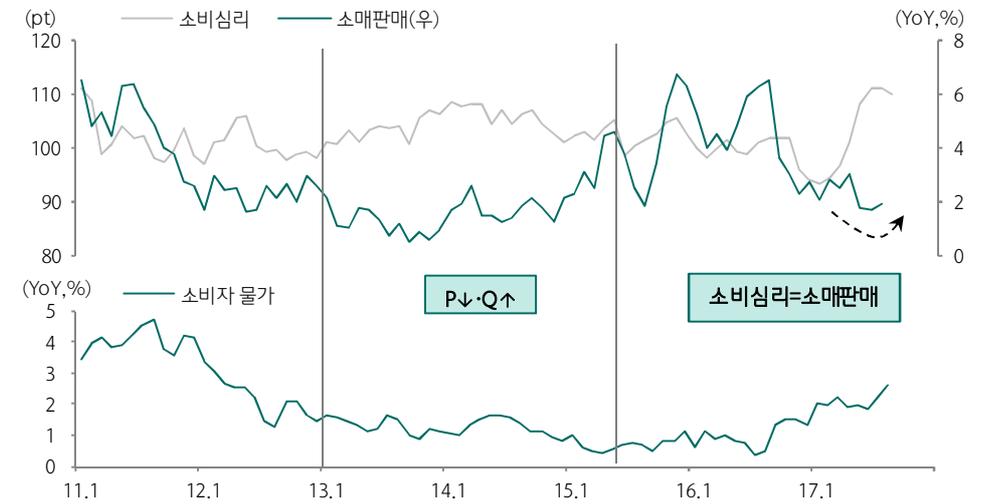
4) 소결론: 소비수요와 유통업체 실적은 같은 방향성

가계구매력 상승이 소비수요 증가로 온전히 이어질 수 있는 환경

2017년 하반기와 2018년을 전망해보면 가계구매력은 회복세로 접어들었다. 최저임금 상승은 2018년도 가계구매력을 크게 증가시킬 수 있다. 부동산 가격 급락이 아니라면 소비심리가 추세적으로 하락 반전할 이유는 없어 보인다. 2017년 초까지 소득 감소와 국정불안으로 소비심리가 크게 떨어지면서 소비성향 역시 역대 최저점까지 하락했다. 소비심리가 110 내외 수준을 지속한다면 가계소비성향이 회복하면서 추가적인 소비수요 증대를 기대할 수 있겠다. 즉, 가계구매력 상승이 소비수요 증가로 온전히, 또는 더 크게 이어질 수 있다. 오락/레저/서비스로의 소비 이전은 여전하지만, 온라인화에 의한 채널 재조정이 마무리되면서 채널 간섭에 의한 실적 왜곡 가능성은 상당히 낮아졌다. 즉, 소비수요 증가가 상당부분 유통업체들의 실적 개선으로 이어질 수 있는 여건이다.

온라인화에 의한 채널 재조정이 마무리되면서, 소비심리와 소매판매 동행성 회복

그림 17. 소비심리와 소비자물가, 소매판매 간 관계



자료: 통계청, 한국은행, 하나금융투자

4. 3분기 실적 전망

1) 추석 기간차 영향: 대형마트 저하 폭 클 듯

올해 추석은 10월 4일이다. 전년도 3분기(9월 15일)에서 올해는 4분기로 넘어간다. 대형마트와 백화점에 각각 다른 영향을 미칠 것으로 예상된다. 명절 연휴 관련 이슈는 두가지다. 첫번째는 선물세트와 제수용품, 두번째는 일반 쇼핑 수요인데, 대형마트와 백화점 분기별 실적에 미치는 영향은 다음과 같다.

선물세트

- 대형마트 시즌 월 매출의 3%, 백화점 10%
- 명절 전 7일전 판매 끝, 영향 없음

① **선물세트:** 대형마트의 경우 월 평균 매출의 3%(이마트 기준 300억원 추정), 백화점의 경우 10%(현대백화점 기준 약 500억원 추정) 수준이다. 추석이 20일 이연되면서, 전년도 8월 선물세트 매출 일부가 9월로 이월되었다. 8월 대형마트 기존점 성장률이 -5% 내외 수준으로 추정되는데, 예년보다 많은 강수일과 선물세트 이연 효과 때문으로 분석한다. 백화점은 대형마트보다 선물세트 예약 판매가 늦다. 이월 영향이 대형마트보다 크지 않을 듯 하다. 일반적으로 선물세트 매출은 명절 1주일 전에 다 끝나기 때문에 이번 추석 기간차 영향 선물세트 판매로 인한 3분기 실적 변화는 거의 없다고 봐도 무방하다.

제수용품

- 대형마트 월 매출의 10%
- 명절 3~4일전 집중
- 올해 10.1~3일로 이연

② **제수용품:** 대형마트에만 해당하며, 일반적으로 3~4일 전 매출이 가장 크다. 올해의 경우 10월 1일~4일 사이 매출이 집중될 가능성이 크다. 전년도 3분기에 잡혔던 매출이 4분기로 넘어간다는 말이다. 9월 기존점 성장률은 YoY -7% 내외 큰 폭 저하, 10월은 YoY 10% 이상 큰 폭 신장이 예상된다. 3분기 대형마트 매출 왜곡의 주 요인으로 작용할 전망이다.

쇼핑수요

- 해외 여행 수요 부재(10월로 이전) vs 휴일수 축소
- 선물세트 매출 추가 vs 상품권 회수 매출 부재

③ **일반 쇼핑 수요:** 백화점에 주로 해당된다. 휴일수가 많으면 긍정적이지만, 연휴가 길면 여행 수요가 커지면서 오히려 부정적으로 작용할 수 있다. 지난 5월 백화점 기존점 성장률은 YoY 1.9% 역신장한 바 있다. 아울러, 추석 연휴 이후 상품권 회수 기간 세일 매출 역시 변수다. 전년도 9월 기존점은 4.1% 증가했다. 긍정과 부정이 공존한 듯 하다.

9월은 중립적이다. 선물세트 매출이 온전히 잡히고, 해외 여행 수요가 10월로 대부분 이연되면서 추가적인 판매 개선을 기대할 수 있다. 지난 5월 내국인 출국자는 YoY 22% 증가했으나, 4월에는 10% 감소한 바 있다. 상품권 회수 매출이 없다는 점은 아쉬움이다. 10월은 다소 부담이다. 상품권 회수 매출이 기대되지만, 연휴가 너무 길다. 만일, 2일까지 임시공휴일로 지정되면서 부담은 더 커졌다(물론, 이건 4분기 얘기다). 결론적으로, 올해 추석 기간차는 3분기 백화점에게는 중립적이지만, 대형마트 실적에 부담으로 작용할 가능성이 크다.

표 4. 유통 커버리지 종목 3분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	3Q16	3Q17F	YoY(%)	2016	2017F	YoY(%,%p)	Con.(3Q17)	Con.(2017)
롯데쇼핑*	총매출	7,870	7,603	-3.4	30,791	30,667	-0.4	7,920	30,873
BUY/30만원	영업이익	176	141	-19.5	940	791	-15.9	151	753
	순이익	48	2	-94.9	209	219	4.9	63	269
	OPM	2.2	1.9		3.1	2.6		1.9	2.4
신세계*	매출	771	914	18.5	3,051	3,752	23.0	959	3,853
BUY/25만원	영업이익	41	52	25.9	252	295	17.3	58	300
	순이익	-2	33	흑전	227	166	-26.7	37	175
	OPM	5.3	5.7		8.2	7.9		6.1	7.8
이마트*	매출	4,034	4,380	8.6	14,791	16,046	8.5	4,286	15,939
BUY/30만원	영업이익	215	197	-8.1	547	574	5.1	227	565
	순이익	148	117	-21.0	374	423	13.2	157	421
	OPM	5.3	4.5		3.7	3.6		5.3	3.5
현대백화점*	총매출	1,341	1,348	0.5	5,672	5,803	2.3	1,304	5,593
BUY/12만원	영업이익	82	81	-1.1	383	418	9.2	82	419
	순이익	55	55	0.4	276	300	8.8	58	303
	OPM	6.1	6.0		6.8	7.2		6.3	7.5
롯데하이마트	매출	1,121	1,155	3.0	3,939	4,139	5.1	1,200	4,194
Neut./7.1만원	영업이익	66	64	-3.3	175	201	15.2	75	212
	순이익	46	46	1.0	121	143	18.1	55	153
	OPM	5.9	5.6		4.4	4.9		6.3	5.1
GS리테일*	매출	1,987	2,227	12.1	7,402	8,255	11.5	2,240	8,325
Neut./4만원	영업이익	85	72	-15.1	218	179	-18.0	83	209
	순이익	64	59	-7.9	274	148	-45.8	69	172
	OPM	4.3	3.3		2.9	2.2		3.7	2.5
BGF리테일*	매출	1,372	1,498	9.2	5,053	5,528	9.4	1,532	5,651
Neut./9만원	영업이익	71	81	13.1	217	251	15.6	84	259
	순이익	57	64	13.1	185	203	10.2	66	211
	OPM	5.2	5.4		4.3	4.5		5.5	4.6
CJ오쇼핑	총취급고	773	899	16.3	3,161	3,747	18.5	880	3,699
BUY/26만원	영업이익	27	29	5.7	145	160	10.4	31	163
	순이익	7	20	191.9	23	119	407.7	23	117
	OPM	3.5	3.2		4.6	4.3		3.5	4.4
현대홈쇼핑	총취급고	851	886	4.1	3,498	3,667	4.8	903	3,694
BUY/17만원	영업이익	23	28	19.2	132	152	14.9	27	149
	순이익	21	25	18.8	103	126	21.7	25	134
	OPM	2.7	3.1		3.8	4.1		3.0	4.0
GS홈쇼핑	총취급고	875	933	6.7	3,670	4,027	9.7	952	3,991
BUY/28만원	영업이익	24	25	4.4	129	148	15.3	27	148
	순이익	21	21	2.3	103	105	1.4	23	104
	OPM	2.8	2.7		3.5	3.7		2.8	3.7

주1: *표시는 연결기준.
자료: 각사, 하나금융투자

2) 백화점과 대형마트(이마트): 기존점 성장률은 0% 내외 기록 예상

롯데백화점 -5%, 현대/신세계 0.5%

업체별로 보면, 롯데백화점은 중국 인바운드 저하 영향 5% 역성장, 현대와 신세계는 0.5% 수준으로 예상된다. 2분기와 유사한 흐름(롯데, 신세계), 또는 나은 모습이다(현대). 롯데백화점은 중국인 매출 비중이 3.5%에 달하기 때문에 중국 인바운드 저하가 지속되면서 상대적으로 부진 폭이 클 수밖에 없다. 국내 백화점 사업의 영업이익 비중이 70%를 넘어서는 만큼 중국 인바운드 회복 없이는 실적 회복은 기대하기 쉽지 않다.

신세계 8월 면세점 일매출 45억원
-3Q BEP 예상

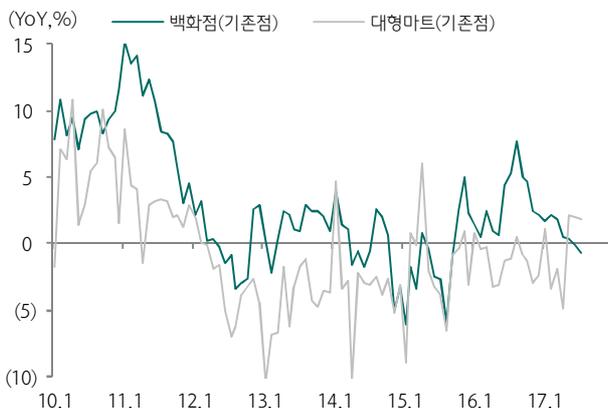
신세계는 2분기 기존점 성장률 1.5%에서 0.5%로 하락하는 것이기 때문에 아쉬움이 있지만, 강남 리뉴얼 효과가 소멸되어 가는 과정이다. 현대백화점은 2분기 -1.5%에서 0.5%로 상승하는 것이다. 울산/부산/천호점이 나이지고 있고, 대구점은 9월 리뉴얼을 마쳤다. 신세계와 현대백화점 모두 이제 신규 점포가 없다. 백화점 업황을 기존점 성장률로 그대로 나타내고 있다고 보면 된다.

한편, 신세계에서 주목해야 할 점은 신세계DF가 일매출 45억원을 도달했다는 점이다. 일매출 40억원 정도를 BEP로 보고 있는데, 8월과 같은 실적이 9월도 계속 유지될 경우 3분기 영업이익은 BEP 달성이 가능하다. 신세계의 투자포인트는 면세점 사업가치 제고다. 현재 주가는 12MF PER 9배로, 백화점 사업만으로도 충분한 밸류에이션이다. 올해 면세점 매출 약 1조원, 2019년도에는 2조원 이상(이마트 면세점 인수+인천공항 T2+강남점)으로 증가할 듯하다. 바잉파워 확대에 의한 GPM 개선(현재 35%로 신라와 롯데보다 5%p 낮음)까지 감안하면 영업이익률 2~3% 수준은 충분히 가능해 보인다. 이 경우 시가총액은 8천억원~1조원(당기순익 400억원*20배 이상)까지 새로 추가될 수 있다. 현재 시가총액 대비 50% 이상 상승 여력이 생기는 것이다.

롯데하이마트 3분기 에어컨 높은
베이스 부담

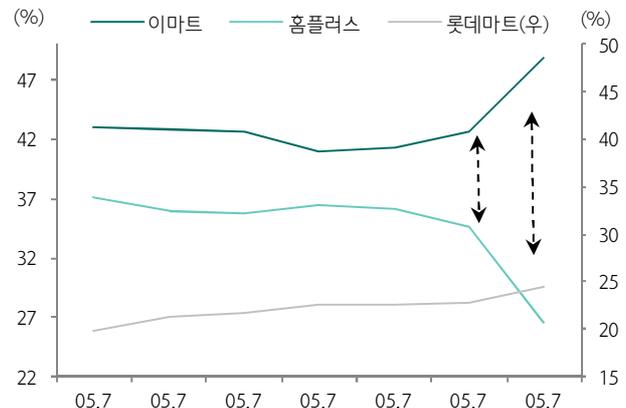
롯데하이마트는 3분기 에어컨 매출이 역성장하면서 실적 모멘텀이 크게 둔화될 것으로 예상된다. 전년도 이례적인 폭염에 에어컨 높은 베이스가 부담으로 작용한 것이다. 에어컨이 역기저를 극복하고 YoY (+)성장을 지속한다면, 에어컨 시장 규모 확대를 기반으로 성공적인 옴니채널 전략, 생활가전 확대, 공기청정기/빨래건조기 등 신규 아이템 효과 등이 덧붙여져 Re-rating도 기대할 수 있었다. 실적 모멘텀이 둔화되는 상황에서 이런 재평가는 어렵다.

그림 18. 백화점/대형마트 기존점 성장률



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 19. 대형마트 3사 시장점유율



자료: 전자공시시스템, 하나금융투자

3) 편의점: 동일점 역신장 시작

편의점 둔화, 7월 이후 동일점 역신장 편의점 업체들의 실적 모멘텀은 전반적으로 둔화될 것으로 예상된다. 7월 동일점(담배 포함)이 역신장하기 시작했으며, 8월 들어서는 담배를 제외한 동일점 성장률 역시 마이너스로 돌아선 것으로 파악된다. 8월 잦은 비 영향도 있겠지만, 담배 수요 위축과 지나친 점포수 확대 영향으로 분석한다.

- GS리테일 위탁형 60%
- BGF리테일 순수형 90%
- 단기적 GS리테일 실적 부담
- 2018년 BGF리테일 실적 저하

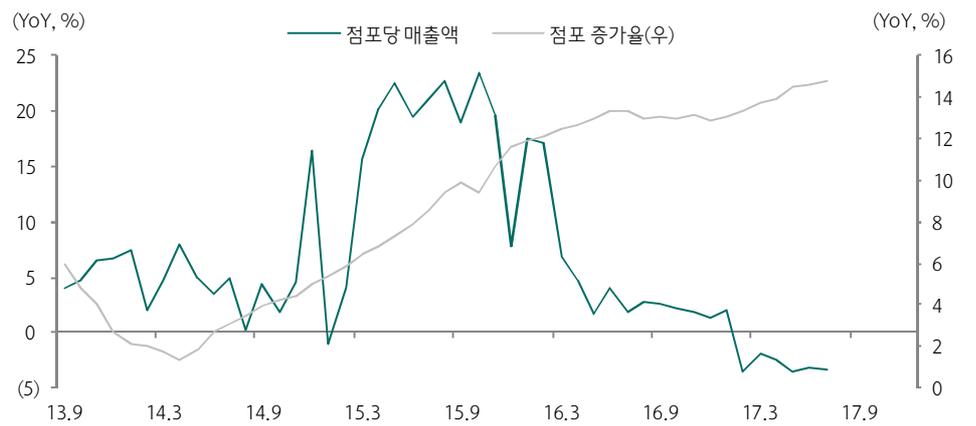
GS리테일은 위탁형이 60%를 차지하고, BGF리테일은 순수형이 90%다. GS리테일은 신규 점포의 고정비(특히 임대료) 부담이 크고, BGF리테일은 이러한 부담에서 벗어나 있다. BGF리테일은 신규점포 오픈 초기 이익 기여가 크고, GS리테일은 신규 점포 매출이 정상화될 때 영업레버리지가 크다. 이는 두가지를 의미한다.

첫째, 단기적으로 GS리테일의 실적 부담이 크다는 것이다. 점포당 매출이 YoY 3% 이상 역신장하는 가운데, 고정비 부담은 더 커질 수밖에 없다.

둘째, 2018년도 BGF리테일의 실적 모멘텀이 상대적으로 떨어질 가능성이 크다. 최저임금 인상과 가맹점주 이익 보전을 위해 2018년도 두 회사의 신규점포는 크게 줄어들 것으로 예상된다. 연 7~8% 시장 수요 증가를 온전히 기존 가맹점 매출 증가로 유도하기 위해서다(기존점포 매출 성장률이 5.3%가 되면 최저임금 인상으로 인한 가맹점주 수익 훼손을 완전히 보전할 수 있다고 추정한다). 물론, 두 회사 모두 가맹점주 수익보전을 위한 추가적인 대책을 내놓을 가능성이 크기 때문에 향후 1년 이상 실적 불확실성이 커진 것은 분명하다. 하지만, 상대적으로 위탁 방식의 GS리테일은 기존 점포 매출 성장률이 회복되면서 영업레버리지를 기대할 수 있으며, 2018년도 실적 모멘텀이 앞설 가능성이 크다.

점포당 매출액 감소는 신규 점포수 증가를 제약하는 요인

그림 20. 월별 편의점 점포수 및 점포당 매출 증가율



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

4) 홈쇼핑: 5분기 연속 기대치에 부합하는 실적 예상

증장기 연간 5% 내외 매출과
영업이익 구조

이렇게 안정적인 실적 모멘텀을 보인 적은 매우 오랜만이다. 2013년 이후 모바일 쇼핑 확대에 의한 채널 침식, 송출수수료 부담 증가, 과도한 모바일 채널 투자, 재고 부담 증가 등 갖가지 시행착오와 문제들로 지속적인 실적 부진을 경험했다. 3년이 지나면서 모바일 비중 확대와 T커머스 추가로 채널 믹스가 안정되었고, MD 능력은 전 유통 채널 가운데 최고로 인정받고 있으며, 송출수수료 부담 완화로 비용구조도 좋아졌다. 증장기적으로 연간 5% 내외 매출과 영업이익이 증가할 수 있는 구조를 갖춘 것이다. 5%라는 숫자가 딱딱하게 보일 수도 있지만, 한국 민간소비가 2~3%밖에 성장하지 못하는 상황에서 5%는 결코 작은 숫자가 아니다.

홈쇼핑 업체들의 기업가치에서 현금성자산과 계열사 지분가치 등 막대한 자산가치를 감안하면 (자산가치 할인을 감안해도)영업가치는 10배를 넘지 못하고 있다. 홈쇼핑 업체들의 재평가를 기대할 수 있는 부분이다. 더구나, 최근 이슈가 되고 있는 중국인 인바운드나 정부 규제 이슈에서 빚겨나 있다는 점에서 더욱 그렇다.

CJ오쇼핑>현대홈쇼핑>GS홈쇼핑

CJ오쇼핑으로 하반기 전년도 해외 법인에 대한 빅베스 기저효과로 높은 EPS 증가율이 예상된다. 현대홈쇼핑은 송출수수료 부담이 가장 낮다는 점이 영업이익 증가율이 가장 클 것으로 보인다. 연말이 되면 GS홈쇼핑의 높은 배당수익률이 주가 모멘텀을 형성할 수 있다.

5) 추가적인 이슈들

① 롯데쇼핑 중국 사업 철수: 불확실성 해소 측면 긍정적

일괄 매각 높은 성사 가능성

112개 점포에 대한 일괄 매각은 성사 가능성을 높이는 요인이다. 시장점유율을 확대하거나, 신규 사업으로 가져가기에도 용이하기 때문이다. 대형마트 매출은 2010년 1.7조원에서 2017년에는 사드 보복 조치 영향 등으로 3,400억원까지 떨어질 전망이다. 누적 손실은 7천억원 이상으로 추정한다. 아래 표의 대형마트 영업손실은 베트남과 인도네시아 등을 포함한 수치인데, 인도네시아와 베트남에서 꾸준히 연간 150억원 내외 영업이익을 내왔다는 점, 중국 사업이 2008년~10년까지도 이미 400억원 내외 누적 손실을 기록해왔다는 점을 감안하면 중국 사업 손실 규모는 표의 수치보다 더 크다고 볼 수 있다.

대형마트 총 투자금액 2.1조원
2분기 기준 장부가 2,400억원
불리한 협상 상황

롯데쇼핑의 중국 마트/백화점 사업 투자금액(자본금, 8월말 3,400억원 추가 증자 포함)은 약 2.1조원이다(중국 사업은 홍콩지주회사 통해서 진행하고 있다). 지속적인 적자와 자본잠식 등으로 차입을 늘려왔으며, 2011년~2016년까지 누적 영업손실 1조원, 영업외로 영업권 및 유형자산상각이 꾸준히 이뤄져 왔다. 2분기 기준 장부가는 2,400억원 정도 남아있다. 만일, 중국에서 사업을 철수할 경우 위약금 규모가 클 것이고, 매각 기간이 길어질 경우 고정비 지출도 부담이기 때문에 장부가의 일정 부분은 훼손된다고 봐야 한다. 13개 점포는 자가 점포이기 때문에 부동산 가격 상승 효과로 상쇄되는 금액도 있을 수 있지만, 여건은 불리한 협상이다. 인수 예정 업체들이 장부가를 할인을 요구하는 것도 이런 이유 때문일 것이다.

표 5. 롯데쇼핑 중국 법인 실적 추이와 전망

(단위: 억원)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017F
총매출(유통기준)	89	240	580	990	14,590	12,745	4,707
해외 백화점	89	240	580	990	1,280	1,350	1,323
중국 할인점					13,310	11,395	3,384
영업이익	(470)	(810)	(1,670)	(2,450)	(2,490)	(2,080)	(2,379)
해외 백화점	(200)	(400)	(840)	(1,040)	(1,050)	(830)	(813)
해외 할인점	(270)	(410)	(830)	(1,410)	(1,440)	(1,250)	(1,566)
누적손실							-12,349

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

표 6. 중국 법인 장부가(2017년 반기 누적기준)

(단위: 백만원)

	지분율	장부가액(B)	총자산	당기순손익	자본금(A)	자본손실(A-B)
Lotte Shopping Holdings (Hong Kong)	100	241,808	1,061,307	-268,922	1,790,372	1,548,564

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

표 7. 중국 법인에 대한 지급보증

(단위: 백만원)

기업명	지급보증처	단위 화폐	지급보증금액	원화 환산
Lotte Shopping Holdings (Hong Kong) Co., Limited	ING	USD	120,213,804	136,142
	신한은행	HKD	8,000,000	1,384
	HSBC	USD	95,297,610	107,925
	BNP Paribas	USD	104,818,169	118,707
	KEB하나은행	HKD	65,000,000	9,418
	신한은행	USD	49,818,783	56,420
	HSBC	USD	29,616,725	33,541
	BNP Paribas	USD	28,209,857	31,948
Lotte Business Management (Tianjin) Co., Ltd.	BNP Paribas	CNY	150,000,000	25,950
LOTTE DEPARTMENT STORE (TIANJIN) CO., LTD	KEB하나은행	CNY	170,000,000	29,410
Lotte Department Store (Shenyang) Co., Ltd.	BNP Paribas	CNY	50,000,000	8,650
Jiangsu Times Supermarket Co., Ltd	DBS	CNY	330,000,000	57,090
	HSBC	CNY	750,000,000	129,750
	HSBC	CNY	125,000,000	21,625
	CITI은행	CNY	150,000,000	25,950
	DBS	KRW	51,033,840,000	51,034
	중국건설은행	USD	31,485,818	35,658
LOTTE MART COMPANY LIMITED	HSBC	CNY	200,000,000	34,600
	CITI은행	CNY	100,000,000	17,300
Liaoning LOTTE Mart Co., Ltd	HSBC	CNY	150,000,000	25,950
LOTTE MART(CHENGDU) COMMERCIAL COMPANY LIMITED	HSBC	CNY	50,000,000	8,650
LOTTE PROPERTIES (CHENGDU)HK LIMITED	HSBC	CNY	50,000,000	8,650
Lotte Properties(Shenyang) Limited	한국수출입은행	USD	190,000,000	215,175
	KEB하나은행	USD	25000000	28,313
			합계	1,219,238

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

3가지 의미

- 경쟁력 강화
- 가맹점주에 대한 유인 확대
- 편의점의 '도구화' 가능성

② '위드미'에서 '이마트24'로 전환 의미

신세계그룹은 편의점 '위드미'의 브랜드명을 '이마트24'로 바꾸고 3년간 3,000억원을 투자한다고 발표했다. 아울러, 담배와 수입 맥주 매출이 전체의 절반 정도를 차지하는 기존 편의점 매출 구조에서 탈피해 피코크, 노브랜드 전용존을 도입하는 등 상품 차별화에 주력할 계획이다. 앞으로는 프리미엄 매장만을 오픈할 계획이며, 기존 점포 또한 단계적으로 리뉴얼할 예정이다. 일정 기간 본사가 직접 운영 후 실적 검증 시점에 가맹점으로 전환하는 '오픈 검증 제도'도 실시한다. 이외페이백 제도, 경영주 자녀 학자금 지원제도 등 복리후생을 확대했다. 이러한 이마트의 편의점 사업 변화는 다음과 같은 의미를 가진다.

첫째, 경쟁력 강화다. '이마트'를 전면에 내걸었다는 말은 그만큼 자신있다는 증거다. 초창기 2014년과는 다른 경쟁력을 보이고 있다. 점포수 2,000개를 넘기면서 바잉파워가 개선되었으며(특히, 담배와 술), 노브랜드 등 차별적 카테고리 경쟁력이 판매 개선을 견인하고 있다.

둘째, 가맹점주에 대한 유인 확대다. 영업시간 자율화와 학자금 지원 등 다양한 복리후생은 경쟁사 대비 매력적이다. 무엇보다 가맹수수료가 경쟁사 대비 약 5% 내외의 낮은 점이 가맹점주들에게 긍정적이다. 그동안 절대적인 매출 규모가 작았기 때문에 낮은 수수료가 큰 의미가 없었다. 하지만, 양상이 달라지고 있다. 일매출이 빠르게 상승하고 있고, 2018년도 최저임금이 큰 폭 상승하면서 이마트24의 매력도는 크게 높아졌다.

셋째, 편의점의 '도구화' 가능성이다. 이마트는 대형마트를 캐시카우로 트레이더스와 이마트몰로 빠르게 사업을 확대하고 있다. 편의점 역시 그 과정에 있다. 기존 사업(대형마트+트레이더스+이마트몰) 규모가 14조원, 이익규모가 6,300억원에 달하기 때문에 편의점 사업에 대한 부담은 크지 않다. 굳이 영업이익에 비중을 둘 필요도 없다. 바잉파워/소비자와 점점 확대, PB상품 매출과 마케팅 확대의 도구로 편의점 채널을 사용할 수 있다. 노브랜드 매출이 커질 수록 편의점과 무관하게 노브랜드를 납품하는 이마트(본사) 이익은 좋아진다. 결국, 경쟁사와 달리 편의점을 '도구화'할 수 있다는 점이 편의점 시장에서 이마트24의 가장 큰 위협 요인이다. 편의점 시장은 단기적으로 불확실성이 높아졌다. 동일점 성장률의 가파른 하락, 최저임금 부담 증가와 함께 이마트24의 공세로 경쟁심화 가능성까지 커지면서 업황 둔화 국면으로 접어들 가능성이 커졌다.

표 8. 유통업체 매출 동향

구분	2016년						2017년						
	7월	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월
전체 유통업체 매출 증가율(%)	10.8	9.1	6.8	8.4	6.5	6.2	8.3	0.1	6.9	7.2	6.3	7.2	3.6
오프라인	6.4	4.6	3.3	6.3	0.3	3.9	9.3	(6.6)	4.4	3.6	2.5	4.2	3.2
온라인	20.3	20.2	16.2	13.6	20.2	11.0	6.0	16.3	12.3	15.4	15.2	13.6	4.4
기준점 성장률(전년동월비 %)													
백화점	7.0	4.1	4.1	6.0	(2.8)	3.3	4.6	(1.3)	2.3	0.5	(1.9)	1.3	(1.3)
할인점	2.1	(1.3)	(3.5)	0.9	(6.1)	(1.9)	11.3	(19.5)	2.5	2.3	1.6	2.3	1.7
편의점(전점)	15.4	16.1	15.9	15.5	15.3	14.5	15.5	9.3	11.5	11.1	10.5	10.9	11.1
SSM(전점)	(2.7)	(0.6)	(2.7)	4.5	2.3	4.6	5.1	(6.1)	2.3	0.9	3.4	3.0	2.2
온라인판매증개(거래액)	26.8	23.0	20.5	15.8	24.4	11.6	5.3	12.3	7.5	11.5	9.4	7.3	(3.6)
소셜커머스(거래액)	(1.8)	8.0	(1.0)	2.5	(0.4)	1.8	(0.1)						
온라인판매(거래액)	3.1	13.1	5.1	7.7	9.2	9.5	7.6	27.7	25.9	26.5	32.1	33.0	30.3
백화점 - 여성캐주얼	7.6	2.8	(0.9)	4.4	(2.7)	(0.8)	1.6	(1.0)	(0.3)	(1.2)	(1.2)	(1.6)	(2.7)
- 명품	13.3	5.3	9.6	13.1	2.7	9.3	7.7	9.4	4.4	2.8	(2.4)	4.7	2.0
- 구매단가 증감율	(0.2)	(1.3)	(2.0)	(1.2)	(3.9)	(2.2)	(0.1)	(3.6)	(1.5)	(1.3)	(2.9)	0.1	(0.9)
- 구매건수 증감율	7.2	5.5	6.2	7.3	1.1	5.5	4.7	2.4	3.9	1.8	1.0	1.2	(0.4)
할인점 - 식품	2.5	2.0	(2.6)	7.1	(0.5)	(4.7)	18.5	(20.5)	7.6	6.1	6.0	7.6	4.8
- 구매단가 증감율	1.3	(0.2)	(2.5)	0.6	(1.9)	1.6	8.4	(11.9)	0.5	2.0	2.4	2.1	1.6
- 구매건수 증감율	0.8	(1.1)	(1.0)	0.2	(4.3)	(3.4)	2.7	(8.6)	2.0	0.3	(0.9)	0.1	0.1
편의점 - 식품	21.6	22.8	22.6	21.3	23.3	22.4	23.2	16.1	19.3	18.1	16.3	16.0	15.2
- 담배 등 기타	8.4	8.6	8.4	9.1	7.8	6.4	7.0	3.1	2.8	3.0	4.0	4.8	5.3
- 구매단가 증감율	3.5	2.5	3.9	3.9	2.0	2.9	4.4	0.4	2.3	2.2	2.4	2.6	3.4
- 구매건수 증감율	11.5	13.3	11.5	11.1	13.1	11.2	10.6	8.9	9.0	8.6	7.9	8.1	7.4

주1: 2017년 1월부터 쿠팡은 소셜커머스에서 오픈마켓으로 분류체계 변경

주2: 소셜커머스는 2월부터 온라인판매업체로 편입

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

5. 투자전략: 밸류에이션 저점, 소비수요 확대에 초점

실적 팩터 의한 주가 턴어라운드 국면 기대

소비수요와 유통업체 판매 실적 사이 '규제'라는 필터 존재

최근 유통업 규제와 주가 하락을 보면서 정부의 정책 방향에 대해서 의심하는 투자자들이 있다. 대체 소비를 진작시키자는 것인지 모르겠다는 것이다. 하지만, 착각하지 말아야 할 것이 있다. 정부의 소득주도 성장론과 최저임금 인상 정책 등은 '소비수요'를 늘리겠다는 것이 유통업체를 지원하겠다는 것은 아니다.

지금은 소비수요와 유통업체 판매 실적 사이 '규제'라는 필터가 존재하고 있다. 소비는 증가하지만 규제 필터를 통과하면 유통업체 실적이 어떻게 될 지 모르는 것이다. 이러한 불확실성이 8.2 부동산 대책 이후 한달 이상 유통업종을 지배했고, 밸류에이션을 크게 떨어뜨렸다. 규제는 아직 가시화되지 않았지만, 밸류에이션 조정을 통해 리스크는 이미 충분히 주가에 반영되었다.

실적과 수요의 방향성 살펴봐야

이제 밸류에이션이 아닌 이익 측면, 즉, 실적과 수요의 방향성에 대해서 살펴봐야 한다. 규제라는 필터를 한번 통과한 후, 그 이후의 방향성을 보자는 말이다. 전술한 바와 같이 실적은 소비수요 개선에 의해 중단기적으로 회복될 가능성이 크다. 부동산이 급락하지만 않는다면 고용/임금 등 가처분소득 개선으로 소비심리는 110 수준을 지속할 것으로 예상된다. 실적은 단기적으로 볼 때, 2분기를 저점으로 2018년 1분기까지 기저효과에 의한 회복 가능성이 크다.

중기적 가처분소득 증가 의한 실적 개선 기대

중기적으로는 가처분소득 증가에 의한 개선을 기대할 수 있다. 2018년도 최저임금 상승은 실질적으로 가계에 대한 직접적 재정지원 성격이 강하다. 대체효과(취업자 감소)보다 소득효과(가처분소득 증가)가 클 것으로 예상되며, 내수 업체들 실적 개선의 주 요인으로 작용할 전망이다.

유통업종 밸류에이션 저점, 실적 팩터 의한 주가 모멘텀 기대

소비성향과 소비패턴(소비항목과 채널) 등 가계구매력이 유통업체들의 실적으로 넘어갈 때 거쳐야 할 여러 '다리'들도 나쁘지 않다. 가계구매력이 유통업체들 실적 개선으로 온전히 이어질 수 있는 시장 환경이다. 그렇다면, 유통업종에 대해서는 밸류에이션 저점, 실적 팩터에 의한 주가 모멘텀 회복을 생각해봐야 한다.

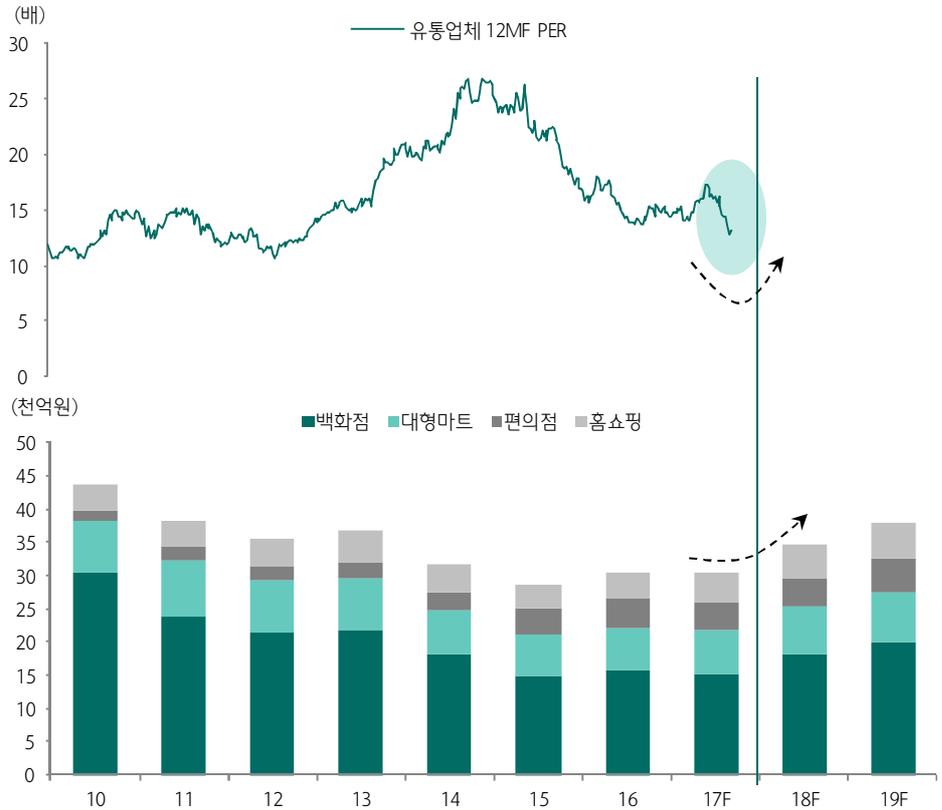
특히, **이마트(BUY, TP 32→30만원)**의 경우 규제 불확실성보다 사업구조 개선(식품온라인/창고형대형마트/PB 확대/스타벅스 등)에 의한 실적 모멘텀 가능성이 훨씬 큰 만큼 저점 매수의 기회로 접근하는 것이 타당하다. **신세계(BUY, TP 31→25만원)**의 면세점 사업가치 제고 가능성은 시가총액 수준을 한단계 레벨업 시킬 수 있다.

공격적 비중확대 전략은 무리

당분간 수출 증가율이 10% 이상 지속할 것으로 예상되는 만큼, 유통업체들에 대한 공격적인 비중확대 전략은 무리라고 볼 수 있다. 다만, 밸류에이션 저점에 있는 만큼, 이마트와 신세계, 홈쇼핑 업체들을 중심으로 조금씩 비중을 늘리면서 주가 모멘텀 회복 시기를 준비하는 것이 바람직해 보인다.

2018년 이익 개선 높은 가시성 대비
현재 밸류에이션은 역대 최저점

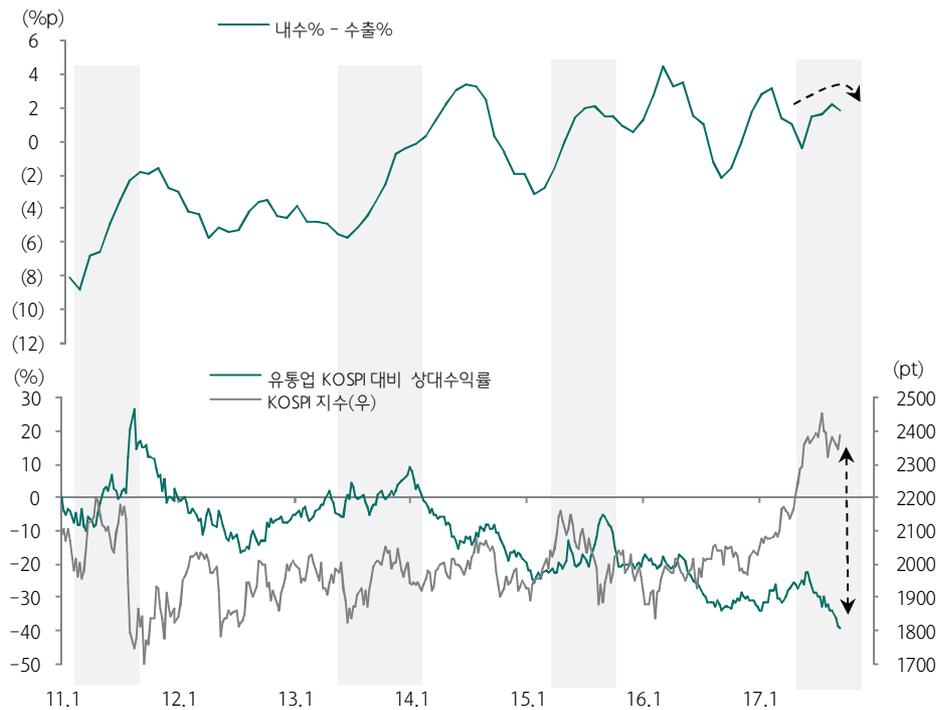
그림 21. 유통업종 12MF PER과 영업이익 추이



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나금융투자

수출업종 호조 지속, 유통업종
공격적 확대 부담이나,
이마트/신세계 중심 저점 매수
주가 모멘텀 회복 준비 유효

그림 22. 내수 상대 모멘텀(내수출하%-수출출하%)과 유통업 상대주가 수익률



자료: 통계청, 산업통상자원부, 하나금융투자

표 9. 투자 의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 17.6.5, 단위: 원)

종목	현재주가	투자 의견		목표주가		과리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
GS리테일	37,200	Neutral		60,000	40,000	7.5%	실적추정치 및 밸류에이션 하향 조정
이마트	219,000	BUY		320,000	300,000	40.0%	밸류에이션 하향 조정
신세계	188,000			310,000	250,000	33.0%	
현대백화점	90,900			140,000	120,000	32.0%	

자료: 하나금융투자

표 10. Coverage 투자 의견 및 투자 지표

(단위: 십억원)

종목	투자 의견	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
*롯데쇼핑	BUY	300,000	2017F	29,690	791	219	6,950	33.2	0.4	6.0	1.3
			2018F	30,771	1,036	381	12,093	19.1	0.4	5.2	2.3
*신세계	BUY	250,000	2017F	3,752	295	166	16,902	11.1	0.5	10.6	5.0
			2018F	3,887	318	207	21,026	8.9	0.5	9.5	5.9
*이마트	BUY	300,000	2017F	16,046	574	423	15,192	14.4	0.8	9.4	5.4
			2018F	17,339	693	530	18,998	11.5	0.7	7.9	6.4
*현대백화점	BUY	120,000	2017F	1,874	418	300	12,817	7.1	0.5	5.6	7.8
			2018F	1,956	455	324	13,827	6.6	0.5	5.1	7.8
*GS리테일	Neutral	40,000	2017F	8,255	179	148	1,924	19.3	1.4	9.0	7.3
			2018F	8,833	210	171	2,218	16.8	1.3	8.0	8.1
*BCF리테일	Neutral	90,000	2017F	5,528	251	202	4,082	20.5	3.8	10.1	20.1
			2018F	5,901	236	191	3,847	21.7	3.3	10.6	16.4
롯데하이마트	Neutral	71,000	2017F	4,139	201	143	6,073	11.1	0.8	7.9	7.3
			2018F	4,299	225	163	6,917	9.7	0.7	6.8	7.8
CJ오쇼핑	BUY	260,000	2017F	1,143	160	119	19,114	10.5	1.6	5.8	16.2
			2018F	1,206	171	129	20,687	9.7	1.4	4.8	15.2
현대홈쇼핑	BUY	170,000	2017F	1,008	152	126	10,489	11.9	1.0	3.8	9.2
			2018F	1,055	168	139	11,594	10.7	1.0	2.9	9.4
GS홈쇼핑	BUY	280,000	2017F	1,127	148	105	15,998	12.8	1.2	3.3	10.3
			2018F	1,149	158	122	18,596	11.0	1.1	2.7	11.2

주: * 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함

자료: 하나금융투자

Top Picks

이마트 (139480)

34

신세계 (004170)

38

2017년 9월 20일

이마트(139480)

규제 우려 과도, 펀더멘탈 개선 지속

3분기 영업이익 YoY 8% 감소 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 8.6% 성장, 8.1% 감소한 4조 3,800억원, 1,970억원 수준으로 추정한다. 이마트몰과 트레이더스가 각각 YoY 29%, 23% 고신장하면서 신사업 부문에서 약 100억원 증익이 예상되지만, 대형마트 기존사업에서 약 250억원 감익하는 영향이 크다. 추석 기간차 영향으로 제수용품 수요(약 1,000억원 추정)가 10월로 이연되기 때문이다. 계열사 가운데서는 중국 인바운드 저하로 조선호텔(면세점 포함), 신규 투자 증가로 이마트24의 적자 폭이 증가하면서 슈퍼와 신세계푸드 선전에 따른 이익 증가분을 상쇄할 것으로 예상된다.

4분기 높은 실적 모멘텀 가능, 규제 우려 과도

추석 매출 이연과 대형마트 시장점유율 상승, 이마트몰과 트레이더스의 견조한 외형 성장에 따른 영업레버리지 효과로 4분기 영업이익은 YoY 25% 증가할 것으로 예상된다. 공정위의 납품업체 인건비 분담/부당반품 금지/납품가격 원가연동 등 제반 규제들은 MD 능력 제고, 인력 및 재고 효율화로 충분히 극복 가능한 내용들이다. '대형마트 휴무일 확대'와 같은 사업구조에 근본적인 영향을 미치는 규제가 아니라면 실제 실적에 미치는 영향은 제한적이다.

목표주가 32→30만원, 투자 의견 '매수' 유지

30만원은 이마트 본사 EPS에 12MF PER 13배를 적용하고, 스타벅스 포함 계열사 지분가치를 합산한 수치다. 목표주가 하락은 적정 밸류에이션을 하향 조정했기 때문이다. 펀더멘탈은 견조한 개선세에 있으나 규제 우려 밸류에이션이 크게 하락하였는데, 이를 일부 반영한 것이다. 현재주가는 12MF PER 12배로 1) 이마트몰(식품온라인)/트레이더스(창고형대형마트)/노브랜드(PB)를 중심으로 한국 유통을 선도하고 있으며, 2) 수출 개선과 최저임금 상승 등에 기반한 가계구매력 및 소비수요 증가 가능성, 3) 2016년~19년 CAGR 17%의 EPS 증가율 등을 감안하면, 현저한 저평가다. 저점 매수의 기회로 접근하는 것이 타당하다.

Top-picks

BUY

TP(12M): 300,000원(하향) | CP(9월19일): 219,000원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,416.05		
52주 최고/최저(원)	254,000/153,500	매출액(십억원)	15,955.8 16,991.6
시가총액(십억원)	6,104.8	영업이익(십억원)	558.3 671.0
시가총액비중(%)	0.51	순이익(십억원)	414.0 482.9
발행주식수(천주)	27,875.8	EPS(원)	14,685 16,961
60일 평균 거래량(천주)	89.8	BPS(원)	287,631 303,473
60일 평균 거래대금(십억원)	20.8		
17년 배당금(예상, 원)	1,500	Stock Price	
17년 배당수익률(예상, %)	0.68		
외국인지분율(%)	50.94		
주요주주 지분율(%)			
이명희 외 3인	28.06		
국민연금	9.38		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.6) 2.3 42.7		
상대	(7.9) (8.3) 19.0		

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	13,640.0	14,777.9	16,046.3	17,339.2	18,427.8
영업이익	십억원	503.8	546.9	574.5	692.7	764.3
세전이익	십억원	693.8	481.9	566.0	707.8	803.0
순이익	십억원	454.7	376.2	423.5	529.6	600.9
EPS	원	16,312	13,497	15,192	18,998	21,555
증감률	%	56.8	(17.3)	12.6	25.1	13.5
PER	배	11.59	13.56	14.42	11.53	10.16
PBR	배	0.75	0.66	0.76	0.71	0.67
EV/EBITDA	배	10.06	9.06	9.35	7.93	6.94
ROE	%	6.55	5.12	5.37	6.36	6.79
BPS	원	250,707	276,181	289,874	307,373	327,429
DPS	원	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500



Analyst 박중대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

표 1. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결 매출과 영업이익은
전년동기 대비 각각 8.6% 성장,
8.1% 감소한 4조 3,800억원,
1,970억원 수준 추정

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2017년
매출액	3,630	3,453	4,034	3,660	14,778	3,899	3,807	4,380	3,960	16,046
이마트	2,852	2,627	3,107	2,747	11,334	2,898	2,756	3,061	2,923	11,637
이마트몰	195	200	212	232	839	244	251	274	271	1,039
트레이더스	270	268	327	331	1,196	352	356	403	455	1,566
영업이익	156	47	215	129	547	160	55	197	162	574
이마트	193	69	224	147	632	175	73	199	170	617
이마트몰	(12)	(9)	(9)	(6)	(36)	(4)	(4)	(4)	(3)	(15)
트레이더스	7	6	12	9	35	12	14	16	17	58
세전이익	163	25	199	95	482	173	42	195	155	566
순이익	120	12	150	100	382	132	26	118	154	430
지배주주귀속 순이익	120	9	148	99	376	130	24	117	153	423
영업이익률(%)	4.3	1.4	5.3	3.5	3.7	4.1	1.5	4.5	4.1	3.6
세전이익률(%)	4.5	0.7	4.9	2.6	3.3	4.4	1.1	4.5	3.9	3.5
순이익률(%)	3.3	0.4	3.7	2.7	2.6	3.4	0.7	2.7	3.9	2.7

자료: 이마트, 하나금융투자

표 2. 이마트 밸류에이션

(단위: 십억원)

항목	17년	18년	비고
총매출액(별도기준)	16,046	17,339	
영업이익	663	713	
당기순이익	507	545	
적정PER	13	13	할인점 시장 절대적 MS Premium
영업가치(A)	6,592	7,091	
투자자산 가치(B)	1,478	1,636	합산 투자자산 가치 50% 할인
- 삼성생명(5.9)	1,624	1,624	삼성생명 지분(5.9%)에 30% 할인
- 신세계푸드(52.1)	40	40	시가총액*80%
- 신세계I&C(29.0)	10	10	
- 신세계건설(32.4)	10	10	
- 스타벅스(50.0)	1,099	1,415	12MF PER 25배 적용
- 조선호텔(98.8)	22	22	비상장사: 순자산가액*70%
- 에브리데이(99.1)	19	19	
- 프라퍼티(90)	54	54	
- 기타	79	79	
총기업가치(A+B)	8,070	8,727	
주식수(천주)	27,876	27,876	
적정주가(원)	289,497	313,064	
적정주가(원)	307,172		연도별 시간 가중치 적용

자료: 이마트, 하나금융투자

30만원은 이마트 본사 EPS에
12MF PER 13배를 적용하고,
스타벅스 포함 계열사 지분가치를
합산한 수치

표 3. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	13,640	14,778	16,046	17,339	18,428
이마트	11,019	11,334	11,637	11,718	11,800
이마트몰	662	839	1,039	1,263	1,507
트레이더스	962	1,196	1,566	2,077	2,392
영업이익	504	547	574	693	764
이마트	632	632	617	633	637
이마트몰	(24)	(36)	(15)	0	23
트레이더스	19	35	58	77	96
세전이익	694	482	566	708	803
순이익	211	382	430	537	610
지배주주귀속 순이익	210	376	423	530	601
적정시가총액	3,574	6,396	7,199	9,003	10,215
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	128	229	258	323	366
적정PER(배)	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
EPS(원)	7,541	13,496	15,192	18,998	21,555
영업이익률(%)	3.7	3.7	3.6	4.0	4.1
매출 (YoY,%)	3.7	8.3	8.6	8.1	6.3
영업이익 (YoY,%)	(13.6)	8.6	5.1	20.6	10.3
지배주주순이익 (YoY,%)	(27.5)	79.0	12.6	25.1	13.5

주: 2015년 순이익 삼성생명 지분 매각차익 제외
자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	13,640.0	14,777.9	16,046.3	17,339.2	18,427.8
매출원가	9,843.8	10,623.9	11,473.1	12,380.2	13,139.0
매출총이익	3,796.2	4,154.0	4,573.2	4,959.0	5,288.8
판매비	3,292.4	3,607.1	3,998.7	4,266.4	4,524.4
영업이익	503.8	546.9	574.5	692.7	764.3
금융손익	244.6	(68.0)	(50.1)	(44.1)	(39.2)
종속/관계기업손익	6.9	18.5	52.0	67.2	83.5
기타영업외손익	(61.6)	(15.5)	(10.4)	(8.0)	(5.6)
세전이익	693.8	481.9	566.0	707.8	803.0
법인세	237.9	100.2	136.4	170.6	193.5
계속사업이익	455.9	381.6	429.6	537.2	609.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	455.9	381.6	429.6	537.2	609.5
비지배주주지분 손이익	1.2	5.4	6.1	7.6	8.6
지배주주순이익	454.7	376.2	423.5	529.6	600.9
지배주주지분포괄이익	124.0	382.5	424.8	531.3	602.8
NOPAT	331.0	433.1	436.0	525.7	580.1
EBITDA	937.6	1,003.3	1,041.4	1,169.5	1,250.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.7	8.3	8.6	8.1	6.3
NOPAT증가율	(17.6)	30.8	0.7	20.6	10.3
EBITDA증가율	(5.9)	7.0	3.8	12.3	6.9
영업이익증가율	(13.6)	8.6	5.0	20.6	10.3
(지배주주)순이익증가율	56.8	(17.3)	12.6	25.1	13.5
EPS증가율	56.8	(17.3)	12.6	25.1	13.5
수익성(%)					
매출총이익률	27.8	28.1	28.5	28.6	28.7
EBITDA이익률	6.9	6.8	6.5	6.7	6.8
영업이익률	3.7	3.7	3.6	4.0	4.1
계속사업이익률	3.3	2.6	2.7	3.1	3.3

투자지표	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	16,312	13,497	15,192	18,998	21,555
BPS	250,707	276,181	289,874	307,373	327,429
CFPS	29,557	38,824	39,393	43,753	46,980
EBITDAPS	33,635	35,992	37,359	41,955	44,863
SPS	489,313	530,132	575,635	622,017	661,068
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가지표(배)					
PER	11.6	13.6	14.4	11.5	10.2
PBR	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
PCFR	6.4	4.7	5.6	5.0	4.7
EV/EBITDA	10.1	9.1	9.4	7.9	6.9
PSR	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
재무비율(%)					
ROE	6.5	5.1	5.4	6.4	6.8
ROA	3.2	2.5	2.7	3.3	3.7
ROIC	3.6	4.6	4.7	5.8	6.5
부채비율	100.2	89.9	86.1	78.5	70.7
순부채비율	54.0	43.8	37.6	30.3	22.2
이자보상배율(배)	4.0	4.8	5.0	7.2	9.6

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,464.4	1,740.9	1,949.4	1,993.0	2,156.8
금융자산	205.3	318.5	410.1	329.7	389.1
현금성자산	63.4	65.8	135.7	33.2	74.0
매출채권 등	294.4	382.0	414.8	448.2	476.4
재고자산	886.1	979.5	1,063.6	1,149.3	1,221.5
기타유동자산	78.6	60.9	60.9	65.8	69.8
비유동자산	13,029.4	13,687.3	13,886.4	14,079.7	14,178.8
투자자산	2,391.7	2,516.3	2,732.3	2,952.4	3,137.8
금융자산	1,938.0	2,043.3	2,218.7	2,397.4	2,547.9
유형자산	9,805.4	9,709.2	9,712.4	9,702.1	9,629.4
무형자산	383.2	398.6	378.5	361.9	348.4
기타비유동자산	449.1	1,063.2	1,063.2	1,063.3	1,063.2
자산총계	14,493.8	15,428.2	15,835.7	16,072.6	16,335.6
유동부채	3,934.5	4,001.4	4,502.1	4,823.1	5,109.3
금융부채	1,469.1	1,389.6	1,673.5	1,773.5	1,873.5
매입채무 등	1,701.3	1,836.1	1,993.7	2,154.3	2,289.6
기타유동부채	764.1	775.7	834.9	895.3	946.2
비유동부채	3,319.9	3,302.6	2,822.6	2,243.9	1,653.9
금융부채	2,645.5	2,487.8	1,937.8	1,287.8	637.8
기타비유동부채	674.4	814.8	884.8	956.1	1,016.1
부채총계	7,254.4	7,304.0	7,324.7	7,067.0	6,763.2
지배주주지분	6,986.1	7,696.2	8,077.9	8,565.7	9,124.8
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	(39.7)	338.9	338.9	338.9	338.9
기타포괄이익누계액	996.2	1,022.9	1,022.9	1,022.9	1,022.9
이익잉여금	1,653.2	1,957.9	2,339.6	2,827.4	3,386.5
비지배주주지분	253.3	428.0	433.2	439.9	447.7
자본총계	7,239.4	8,124.2	8,511.1	9,005.6	9,572.5
순금융부채	3,909.2	3,558.9	3,201.1	2,731.6	2,122.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	733.9	743.6	1,066.5	1,182.4	1,237.5
당기순이익	455.9	381.6	429.6	537.2	609.5
조정	407.2	567.2	467.0	476.9	486.3
감가상각비	433.8	456.5	466.9	476.9	486.2
외환거래손익	34.4	34.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(9.2)	(18.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(51.8)	94.7	0.1	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(129.2)	(205.2)	169.9	168.3	141.7
투자활동 현금흐름	(1,003.9)	(924.1)	(688.5)	(693.1)	(604.8)
투자자산감소(증가)	66.6	(106.1)	(216.9)	(221.0)	(186.2)
유형자산감소(증가)	(984.3)	(560.8)	(450.0)	(450.0)	(400.0)
기타	(86.2)	(257.2)	(21.6)	(22.1)	(18.6)
재무활동 현금흐름	279.1	184.6	(308.0)	(591.8)	(591.8)
금융부채증가(감소)	244.6	(237.1)	(266.2)	(550.0)	(550.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	78.9	473.7	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(44.4)	(52.0)	(41.8)	(41.8)	(41.8)
현금의 증감	2.9	2.4	69.9	(102.5)	40.8
Unlevered CFO	823.9	1,082.2	1,098.1	1,219.6	1,309.6
Free Cash Flow	(272.5)	143.4	116.5	232.4	337.5

2017년 9월 20일

신세계(004170)

면세점 정상화로 기업가치 제고 주목

면세점 BEP 넘을 경우 기업가치 급증 전망

8월 실적에서 주목해야 할 점은 신세계DF가 일매출 45억원을 도달했다는 점이다. 일매출 40억원 정도를 BEP로 보고 있는데, 8월과 같은 실적이 9월도 계속 유지될 경우 3분기 영업이익은 BEP 달성이 가능하다. 신세계의 투자포인트 면세점 사업 가치 제고다. 2017년 면세점 매출 약 1조원, 2019년도에는 2조원 이상(이마트 면세점 인수+인천공항 T2+강남점)으로 증가할 듯하다. 바잉파워 확대에 의한 GPM 개선(현재 35%로 신라와 롯데보다 5%p 낮음)까지 감안하면 영업이익률 2~3% 수준은 충분히 가능해 보인다. 이 경우 시가총액은 8천억원~1조원(당기순익 400억원*20배 이상)까지 새로 추가될 수 있다. 현재 시가총액 대비 50% 이상 상승 여력이 생기는 것이다.

3분기 영업이익 YoY 26% 증가 전망

3분기 연결기준 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 18.5%, 26.5% 성장한 9,140억원과 520억원 수준이 가능할 전망이다. 전년도 높은 베이스 영향 백화점과 SI 부진에도 불구하고 신세계DF가 BEP에 도달, YoY 200억원 이상 증익하면서 실적 모멘텀을 회복할 전망이다. 4분기 역시 신세계DF 실적 개선 효과로 YoY 18% 증익을 이어갈 전망이다.

목표주가 31→25만원, 투자 의견 '매수' 유지

25만원은 12MF PER 12.5배다. 백화점과 센트럴시티 등 기존사업에 12MF PER 10배를 적용하고, 신세계DF 기업가치(2018년 예상 EPS에 20배를 적용한 후 10% 현재가치 할인)를 합한 수치다. 회사의 펀더멘탈은 변함없이 개선세에 있으나, 8.2부동산 대책 등 정부 규제 불확실성으로 밸류에이션이 크게 하락했다. 적정주가 역시 이런 불확실성을 감안 백화점 사업부에 대한 밸류에이션을 PER 12배에서 10배로 낮춘다. 제반 불확실성은 이미 주가에 반영되어 있으며, 현재 주가는 12MF PER 9.4배에 불과하다. 백화점 사업가치만으로도 충분히 설명 가능한 시가총액이다. 면세점 가치 상승을 대비한 저가 매수가 유효하다.

Top-picks

BUY

TP(12M): 250,000원(하향) | CP(9월19일): 188,000원

Key Data		Consensus Data	
		2017	2018
KOSPI 지수 (pt)	2,416.05		
52주 최고/최저(원)	251,500/166,000	매출액(십억원)	3,845.8 4,156.6
시가총액(십억원)	1,850.9	영업이익(십억원)	296.0 320.2
시가총액비중(%)	0.15	순이익(십억원)	201.4 222.0
발행주식수(천주)	9,845.2	EPS(원)	17,533 19,312
60일 평균 거래량(천주)	50.4	BPS(원)	342,626 361,669
60일 평균 거래대금(십억원)	10.6		
17년 배당금(예상, 원)	1,250	Stock Price	
17년 배당수익률(예상, %)	0.66		
외국인지분율(%)	24.14		
주요주주 지분율(%)			
이명희 외 2인	28.06		
국민연금	13.77		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(5.1) 1.6 (0.3)		
상대	(7.3) (9.0) (16.8)		

Financial Data						
투자지표	단위	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	십억원	2,564.0	2,947.5	3,752.5	3,887.3	4,092.4
영업이익	십억원	262.1	251.4	295.1	317.7	373.5
세전이익	십억원	583.4	415.4	253.3	310.8	371.7
순이익	십억원	402.1	227.1	166.4	207.0	250.9
EPS	원	40,843	23,071	16,902	21,026	25,481
증감률	%	156.7	(43.5)	(26.7)	24.4	21.2
PER	배	5.63	7.63	11.12	8.94	7.38
PBR	배	0.75	0.54	0.55	0.52	0.48
EV/EBITDA	배	11.79	12.21	10.58	9.54	7.92
ROE	%	14.26	7.26	5.03	5.94	6.78
BPS	원	307,447	328,862	344,515	364,292	388,524
DPS	원	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250



Analyst 박중대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 유민선
02-3771-8108
ms.yoo@hanafn.com

3분기 연결기준 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 18.5%, 26.5% 성장한 9,140억원과 520억원 수준 전망

표 1. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016년	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	2017년
신세계 총매출	1,009	1,046	1,088	1,287	4,430	1,133	1,111	1,113	1,377	4,733
매출액(연결)	643	657	771	876	2,947	917	877	914	1,045	3,752
신세계	378	386	408	472	1,644	415	400	412	506	1,732
신세계인터	248	236	245	292	1,021	272	239	259	321	1,092
센트럴시티	46	51	63	67	228	63	63	66	72	264
신세계DF	1	20	99	189	310	183	191	199	217	790
영업이익	62	43	41	106	251	78	41	52	124	295
신세계	44	37	37	80	198	52	36	37	83	209
신세계인터	4	8	1	15	27	4	4	(0)	18	26
센트럴시티	18	16	25	30	88	25	14	24	31	94
신세계DF	(2)	(15)	(20)	(15)	(52)	(2)	(4)	0	0	(6)
세전이익	55	319	17	25	415	48	68	48	89	253
순이익	41	282	6	(6)	323	34	47	36	68	185
지배주주순이익	36	167	(2)	26	227	25	48	33	61	166
영업이익률(%)	9.7	6.5	5.3	12.1	8.5	8.5	4.7	5.7	11.9	7.9
세전이익률(%)	8.5	48.5	2.2	2.9	14.1	5.2	7.8	5.3	8.6	6.7
순이익률(%)	5.7	25.5	(0.3)	2.9	7.7	2.7	5.5	3.6	5.8	4.4

주: 신세계 총매출액은 대구점 포함

자료: 신세계, 하나금융투자

표 2. 신세계 밸류에이션

(단위: 십억원)

사업부문	항목	17년	18년	비고
백화점	적정시가총액	1,259	1,349	영업이익+영업외 및 금융손익-법인세 백화점 업종 적정 PER 10배 적용
	수정순익	126	135	
	적정PER	10.0	10.0	
센트럴시티	적정시가총액	427	444	지분율 60% 백화점과 동일한 PER 적용
	수정순익	43	44	
	적정PER	10.0	10.0	
신세계DF	적정시가총액	96	204	2018년 수정순익 10%로 현재가치 할인 강북 Big3 면세점 안착, 적정 PER 20배
	수정순익	9	10	
	적정PER	20	20	
영업가치(A)		1,782	1,997	
투자자산가치(B)		531	531	
	적정지분가치	- 신세계인터(45.8)	124	상장사: 시가총액*지분율*0.6 비상장사: 순자산가액*0.8
		- 삼성생명(2.2)	305	
		- 광주신세계(10.4)	24	
		- 신세계사이먼(50)	78	
총기업가치(A+B)		2,313	2,527	
주식수		9,845	9,845	
적정주가(원)		234,935	256,692	연도별 시간 가중치 적용
적정주가(원)		251,253		

자료: 신세계, 하나금융투자

현재 주가는 12MF PER 9.4배 불과
 면세점 가치 상승을 대비한
 저가 매수 유효

표 3. 신세계 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2015	2016	2017F	2018F	2019F
신세계 총매출	3,974	4,430	4,733	4,589	4,747
매출액(연결)	2,564	2,947	3,752	3,887	4,092
신세계	1,486	1,644	1,732	1,657	1,690
신세계인터	1,005	1,021	1,092	1,153	1,213
센트럴시티	189	228	264	277	286
신세계DF		310	790	900	1,000
영업이익	262	251	295	318	373
신세계	185	198	209	186	196
신세계인터	20	27	26	31	38
센트럴시티	72	88	94	98	100
신세계DF		(52)	(6)	13	37
세전이익	257	415	253	311	372
순이익	189	323	185	230	279
지배주주순이익	158	133	166	207	251
적정시가총액	1,970	1,664	2,080	2,588	3,136
주식수(천주)	9,845	9,845	9,845	9,845	9,845
적정주가(천원)	200	169	211	263	319
적정PER(배)	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
EPS(원)	16,009	13,523	16,902	21,027	25,482
영업이익률(%)	10.2	8.5	7.9	8.2	9.1
총매출 (YoY,%)	(1.7)	11.5	6.8	(3.0)	3.4
매출 (YoY,%)	2.9	15.0	27.3	3.6	5.3
신세계	(1.1)	10.6	5.4	(4.4)	2.0
영업이익 (YoY,%)	(43.4)	(4.1)	17.4	7.6	17.6
신세계	(2.9)	7.2	5.5	(11.1)	5.7
순이익 (YoY,%)	1.4	71.4	(42.8)	24.4	21.2

주: 2015/2016년 지배주주순이익은 일회성이익(삼성생명 매각차익, 고속버스터미널 지분법평가이익) 제외한 수치

자료: 신세계, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	2,564.0	2,947.5	3,752.5	3,887.3	4,092.4
매출원가	929.4	1,057.4	1,410.9	1,473.7	1,564.2
매출총이익	1,634.6	1,890.1	2,341.6	2,413.6	2,528.2
판매비	1,372.5	1,638.7	2,046.4	2,095.8	2,154.7
영업이익	262.1	251.4	295.1	317.7	373.5
금융손익	(27.1)	(26.0)	(67.2)	(33.9)	(30.5)
종속/관계기업손익	28.9	186.9	21.3	22.2	23.0
기타영업외손익	319.4	3.2	4.0	4.8	5.7
세전이익	583.4	415.4	253.3	310.8	371.7
법인세	150.2	92.1	68.4	80.8	92.9
계속사업이익	433.2	323.4	184.9	230.0	278.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	433.2	323.4	184.9	230.0	278.7
비배주주지분 손익	31.1	96.2	18.5	23.0	27.9
지배주주순이익	402.1	227.1	166.4	207.0	250.9
지배주주지분포괄이익	106.9	232.1	130.9	162.9	197.4
NOPAT	194.6	195.7	215.5	235.1	280.1
EBITDA	437.6	460.1	490.2	500.0	544.1
성장성(%)					
매출액증가율	2.9	15.0	27.3	3.6	5.3
NOPAT증가율	(4.4)	0.6	10.1	9.1	19.1
EBITDA증가율	(0.9)	5.1	6.5	2.0	8.8
영업이익증가율	(4.1)	(4.1)	17.4	7.7	17.6
(지배주주)순이익증가율	156.8	(43.5)	(26.7)	24.4	21.2
EPS증가율	156.7	(43.5)	(26.7)	24.4	21.2
수익성(%)					
매출총이익률	63.8	64.1	62.4	62.1	61.8
EBITDA이익률	17.1	15.6	13.1	12.9	13.3
영업이익률	10.2	8.5	7.9	8.2	9.1
계속사업이익률	16.9	11.0	4.9	5.9	6.8

투자지표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	40,843	23,071	16,902	21,026	25,481
BPS	307,447	328,862	344,515	364,292	388,524
CFPS	46,565	50,225	46,411	48,066	50,187
EBITDAPS	44,445	46,735	49,790	50,791	55,264
SPS	260,430	299,384	381,147	394,838	415,675
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
주기지표(배)					
PER	5.6	7.6	11.1	8.9	7.4
PBR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
PCFR	4.9	3.5	4.1	3.9	3.7
EV/EBITDA	11.8	12.2	10.6	9.5	7.9
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
재무비율(%)					
ROE	14.3	7.3	5.0	5.9	6.8
ROA	5.1	2.5	1.6	2.0	2.4
ROIC	4.0	3.4	3.5	4.0	4.9
부채비율	95.0	112.1	118.6	106.8	103.1
순부채비율	45.7	51.7	38.4	28.4	18.0
이자보상배율(배)	3.9	4.0	4.2	5.2	7.0

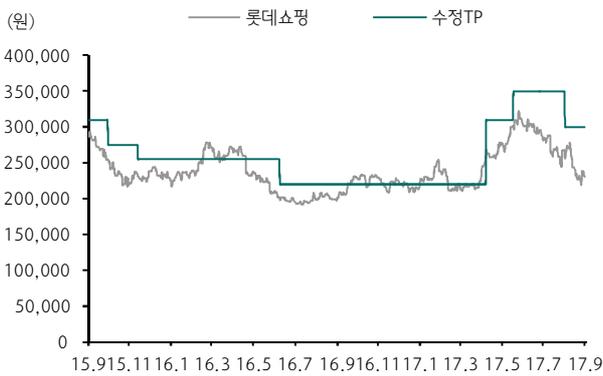
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
유동자산	588.7	987.5	1,559.6	1,555.6	1,989.5
금융자산	66.2	229.4	594.4	555.8	936.9
현금성자산	44.3	78.3	402.1	356.6	727.2
매출채권 등	201.2	296.1	377.0	390.5	411.2
재고자산	287.9	392.6	499.8	517.7	545.1
기타유동자산	33.4	69.4	88.4	91.6	96.3
비유동자산	7,329.4	8,967.0	9,056.3	8,921.6	8,823.4
투자자산	1,327.0	1,041.3	1,325.6	1,373.2	1,445.7
금융자산	834.1	767.6	977.3	1,012.4	1,065.8
유형자산	5,194.3	6,625.6	6,443.7	6,272.6	6,111.6
무형자산	273.9	304.3	291.2	279.9	270.3
기타비유동자산	534.2	995.8	995.8	995.9	995.8
자산총계	7,918.2	9,954.5	10,615.9	10,477.2	10,812.9
유동부채	1,906.8	2,435.0	2,828.9	2,588.4	2,751.6
금융부채	522.1	757.0	709.2	394.8	445.4
매입채무 등	888.9	1,187.1	1,511.3	1,565.6	1,648.2
기타유동부채	495.8	490.9	608.4	628.0	658.0
비유동부채	1,950.5	2,826.6	2,929.8	2,822.2	2,736.8
금융부채	1,399.4	1,899.4	1,749.4	1,599.4	1,449.4
기타비유동부채	551.1	927.2	1,180.4	1,222.8	1,287.4
부채총계	3,857.3	5,261.6	5,758.8	5,410.7	5,488.4
지배주주지분	3,023.3	3,234.1	3,388.3	3,582.9	3,821.5
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	400.0	399.9	399.9	399.9	399.9
자본조정	313.7	313.7	313.7	313.7	313.7
기타포괄이익누계액	361.5	371.3	371.3	371.3	371.3
이익잉여금	1,898.9	2,100.0	2,254.1	2,448.8	2,687.4
비배주주지분	1,037.6	1,458.8	1,468.9	1,483.6	1,503.1
자본총계	4,060.9	4,692.9	4,857.2	5,066.5	5,324.6
순금융부채	1,855.3	2,427.0	1,864.2	1,438.4	957.9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동 현금흐름	278.6	338.7	859.3	485.5	565.1
당기순이익	433.2	323.4	184.9	230.0	278.7
조정	(105.7)	(11.7)	186.5	173.8	162.1
감가상각비	175.4	208.7	195.0	182.4	170.6
외환거래손익	3.8	4.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(28.9)	(186.9)	0.0	0.0	0.0
기타	(256.0)	(37.6)	(8.5)	(8.6)	(8.5)
영업활동 자산부채 변동	(48.9)	27.0	487.9	81.7	124.3
투자활동 현금흐름	(150.8)	(895.6)	(334.0)	(62.9)	(91.4)
투자자산감소(증가)	247.9	448.9	(292.7)	(56.0)	(80.8)
유형자산감소(증가)	(616.5)	(665.0)	0.0	0.0	0.0
기타	217.8	(679.5)	(41.3)	(6.9)	(10.6)
재무활동 현금흐름	(152.0)	590.9	(201.5)	(468.2)	(103.1)
금융부채증가(감소)	(516.5)	734.9	(197.7)	(464.5)	(99.4)
자본증가(감소)	(0.7)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	369.7	(134.9)	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(4.5)	(9.0)	(3.7)	(3.7)	(3.7)
현금의 증감	(24.2)	34.0	323.8	(45.6)	370.6
Unlevered CFO	458.4	494.5	456.9	473.2	494.1
Free Cash Flow	(341.3)	(453.8)	859.3	485.5	565.1

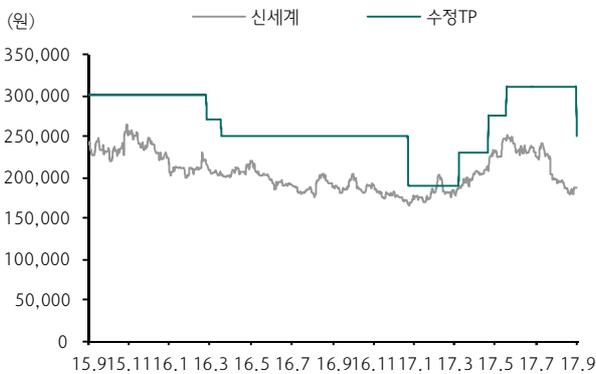
투자이견 변동 내역 및 목표주가 추이

롯데쇼핑



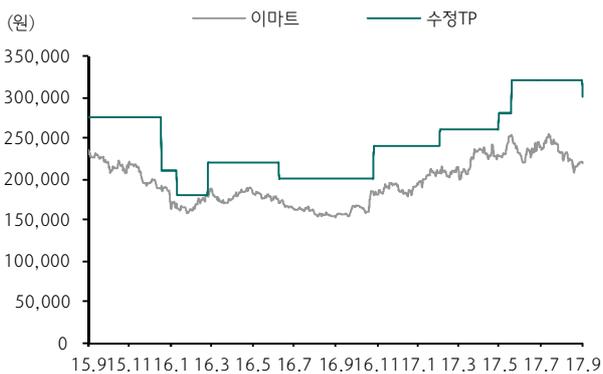
날짜	투자이견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
17.8.22	BUY	300,000		
17.6.7	BUY	350,000	-17.66%	-8.29%
17.4.28	BUY	310,000	-11.96%	-3.06%
16.6.28	Neutral	220,000	-1.52%	15.68%
15.12.2	Neutral	255,000	-5.60%	8.82%
15.10.19	Neutral	275,000	-15.18%	-7.45%
15.9.2	Neutral	310,000	-10.57%	-5.48%

신세계



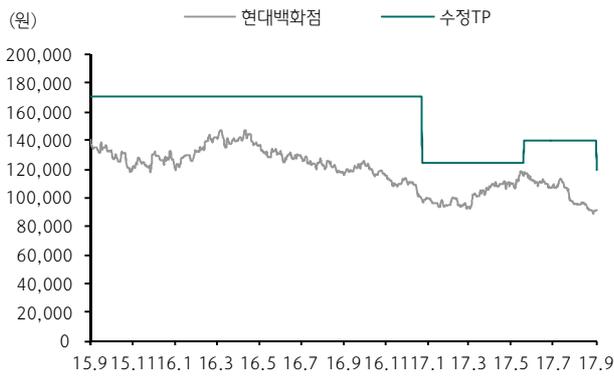
날짜	투자이견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
17.9.20	BUY	250,000		
17.6.7	BUY	310,000	-29.37%	-18.87%
17.5.11	BUY	275,000	-15.70%	-10.00%
17.3.28	BUY	230,000	-13.17%	-7.17%
17.1.11	Neutral	190,000	-5.04%	6.84%
16.4.6	BUY	250,000	-23.09%	-12.00%
16.3.15	BUY	270,000	-23.12%	-20.00%
15.10.19	BUY	300,000	-23.87%	-11.83%
15.5.18	BUY	250,000	-4.36%	17.80%

이마트



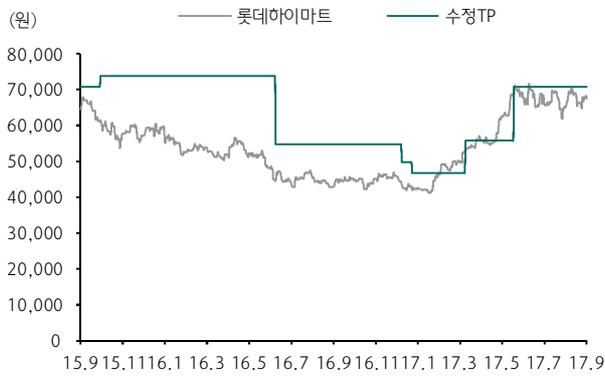
날짜	투자이견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
17.9.20	BUY	300,000		
17.6.7	BUY	320,000	-27.38%	-20.63%
17.5.19	BUY	280,000	-15.65%	-9.82%
17.2.21	BUY	260,000	-16.06%	-7.31%
16.11.15	BUY	240,000	-19.95%	-11.67%
16.6.28	BUY	200,000	-18.73%	-7.50%
16.3.15	BUY	220,000	-18.39%	-13.86%
16.1.29	Neutral	180,000	-6.95%	0.00%
16.1.6	Neutral	210,000	-14.75%	-8.81%
15.10.19	BUY	275,000	-24.36%	-19.27%
15.4.3	BUY	260,000	-10.03%	-2.69%

현대백화점



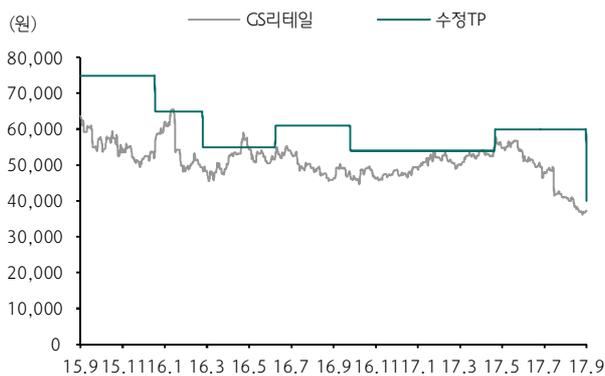
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.9.20	BUY	120,000		
17.6.7	BUY	140,000	-25.40%	-15.71%
17.1.11	BUY	125,000	-18.46%	-5.20%
16.7.8	1년 경과		-30.14%	-23.24%
15.9.21	BUY	170,000	-20.65%	-6.18%
15.7.7	Neutral	170,000	-14.92%	-6.18%

롯데하이마트



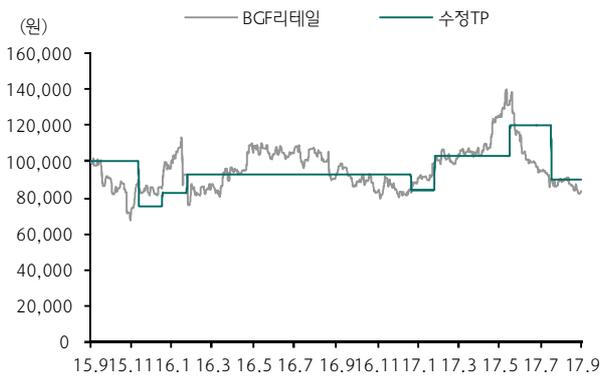
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.6.7	Neutral	71,000		
17.3.29	Neutral	56,000	3.81%	22.50%
17.1.11	Neutral	47,000	-2.53%	12.55%
16.12.27	Neutral	50,000	-14.81%	-12.90%
16.6.28	BUY	55,000	-18.72%	-14.18%
15.10.19	BUY	74,000	-26.08%	-17.03%
15.9.21	Neutral	71,000	-8.80%	-4.51%
15.7.7	BUY	80,000	-20.08%	-10.25%

GS리테일



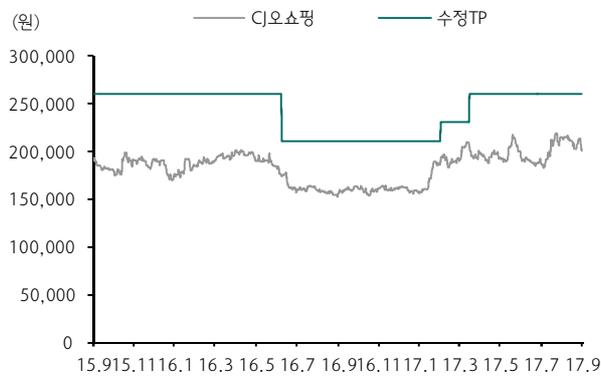
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.9.20	Neutral	40,000		
17.5.11	Neutral	60,000	-20.05%	-3.50%
17.1.11	Neutral	54,000	-7.86%	1.67%
16.10.14	BUY	54,000	-12.38%	-8.06%
16.6.28	BUY	61,000	-17.82%	-9.34%
16.3.15	Neutral	55,000	-6.38%	7.45%
16.2.4	Neutral	65,000	-14.41%	0.92%
16.1.6	BUY	65,000	-5.92%	0.92%
15.9.30	BUY	75,000	-26.75%	-18.53%
15.8.10	BUY	69,000	-10.28%	-3.19%

BGF리테일



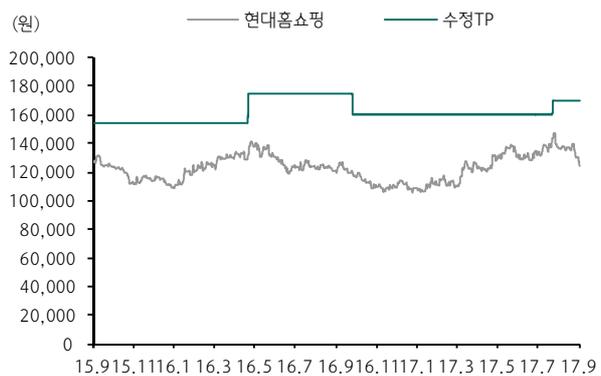
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.8.8	Neutral	90,000		
17.6.7	Neutral	120,000	-13.80%	15.00%
17.2.15	Neutral	103,000	6.83%	35.44%
17.1.11	Neutral	84,000	8.39%	18.81%
16.2.12	Neutral	92,555	1.90%	18.65%
16.1.6	Neutral	82,549	22.28%	37.27%
15.12.2	Neutral	75,045	11.51%	15.33%
15.10.19	Neutral	100,059	-17.67%	-9.25%
15.6.22	Neutral	83,550	13.74%	38.62%

디오쇼핑



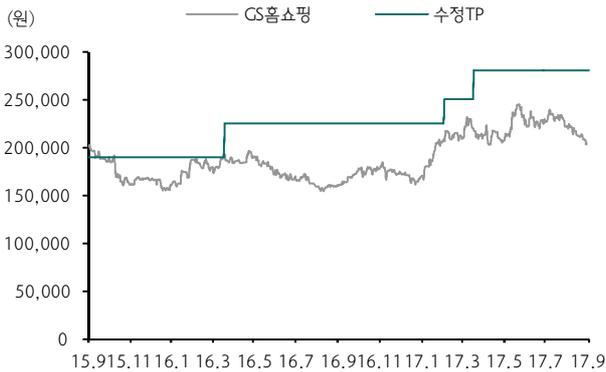
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.4.5	BUY	260,000		
17.2.21	BUY	230,000	-15.40%	-8.96%
16.6.28	BUY	210,000	-22.48%	-9.76%
15.10.19	BUY	260,000	-27.45%	-22.58%
15.5.26	BUY	300,000	-32.11%	-15.33%

현대홈쇼핑



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.8.11	BUY	170,000		
16.10.14	BUY	160,000	-25.04%	-10.00%
16.5.10	BUY	175,000	-27.32%	-19.14%
15.9.21	BUY	154,000	-21.24%	-12.66%
15.8.10	BUY	138,000	-7.53%	-4.35%

GS홈쇼핑



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
17.4.5	BUY	280,000		
17.2.21	BUY	250,000	-13.78%	-7.32%
16.4.6	BUY	225,000	-22.03%	-7.33%
16.1.6	BUY	190,000	-9.26%	1.00%
15.10.19	Neutral	190,000	-10.42%	1.00%
15.7.7	Neutral	220,000	-11.93%	-6.27%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

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

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	87.7%	11.6%	0.7%	100.0%

* 기준일: 2017년 9월 19일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2017년 9월 20일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2017년 9월 20일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등)인 GS홈쇼핑을 포함하고 있습니다.

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