

2020년 05월 04일 | 키움증권 리서치센터

유통 | Neutral(Maintain)

2020 하반기 전망 : 암중모색(暗中摸索)

코로나19의 국내외 확산으로 인해, 유통 업체들의 실적 가시성이 높지 않은 상황이다. 하지만, 3~4월에 소비심리의 저점이 다져지고 있고, 사람들의 외부활동도 점차 재개되고 있으며, 출입국 이동 관련 규제가 더욱 강해지기도 어려운 상황이다. 아직도 확실한 해결책이 보이지는 않지만, 생각보다 초과수익의 기회는 많을 수 있다.

음식료/유통 Analyst 박상준, CFA

02-3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02-3787-0335 yh.cho@kiwoom.com



Contents



I. 상반기 리뷰:
COVID-19 STORM 3

- > 예상보다 컸던 코로나19 영향 3
- > 시장은 하반기 수요 회복을 기대 7

II. 하반기 전망:
암중모색(暗中摸索) 9

- > 매크로 부진 속에도 백화점에 기회 있을 것 9
- > 시간과의 싸움이 지속되는 면세점 17
- > 바잉 파워 이동 가속화 21

III. 유통 업종 투자전략 27

기업분석 29

- > GS리테일 (007070) 30
- > 신세계 (004170) 33

Compliance Notice

- 당사는 5월 4일 현재 상기 언급된 종목들 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

2020 하반기 전망: 암중모색(暗中摸索)

>>> 코로나19發 소비 충격, 점차 완화 전망

주식 시장을 강하게 흔들었던 코로나19發 내수 소비 충격은 백화점 업태를 중심으로 점차 완화될 것으로 기대된다. 3~4월에 소비심리의 저점이 다져지고, 사람들의 외부 활동도 점차 재개되면서, 오프라인 채널의 트래픽이 회복되고 있기 때문이다. 과거 매크로 위기 국면을 돌아봤을 때, 상용근로자 관련 고용지표의 충격이 발생하지 않는다면, 백화점 기존점 성장률은 하반기에 크게 회복될 수 있을 것으로 기대된다.

>>> 면세점에 대한 정책적 지원 강화 예상

이번 코로나19 사태로 가장 충격이 컸던 업태는 면세점이다. 대부분의 유통 업태가 매출 감소율이 완화되는 시그널이 나타나고 있으나, 면세점은 여전히 출입국 관련 규제가 강해서 확실한 해결책이 보이지 않는 상황이다.

하지만, 면세점의 수출 산업적 특성 때문에, 정부와 관계기관의 정책적 지원이 강화되고 있으며, 한국과 중국 간의 출입국 이동 규제에도 예외적 완화 조치가 나타나고 있다. 이러한 정책적 지원 강화 속에서 출입국 이동 규제가 완화된다면, 면세점 업체들의 매출 회복에 대한 기대감이 강해질 것으로 판단된다.

>>> Top Picks: GS리테일, 신세계

유통 업종 Top Picks로 GS리테일, 신세계를 제시한다.

GS리테일은 편의점 사업의 안정적 이익 성장이 기대되는 가운데, 非편의점 사업(수퍼/호텔/H&B 등)의 수익성이 개선되면서, 올해와 내년에 업종 내 실적 개선 모멘텀이 돋보일 것으로 판단된다.

신세계는 한국에서 코로나19 사태가 완화되면서 백화점 기존점 성장률의 회복이 기대되고, 정부와 관계기관의 정책적 지원이 강화되면서, 면세점 사업 회복에 대한 기대감도 강해질 것으로 판단된다.

I. 상반기 리뷰: COVID-19 STORM

>>> 예상 보다 컸던 코로나19 영향

1) 업태별 영향: 필수소비재 매출 비중 높은 업태가 선방

올해 1월 하순에 중국 우한에서 시작된 코로나19의 피해는 시장이 최초에 예상했던 수준 이상으로 전개되고 있다. 과거 전염병 사태와 유사하게 조기에 마무리 될 것으로 기대되었으나, 코로나19의 강한 전염성이 글로벌 경제 전체를 패닉 상태로 만들었다. 2월 하순에 한국에서 코로나19 확진자 수가 급증하였고, 3월에는 유럽과 미국에서도 확진자 수가 급증하며, 글로벌 공급망과 소비시장을 모두 혼란 상태로 몰아 넣었다.

한국 유통 업체들도 이와 같은 혼란 상태를 피할 수 없었다. 특히, 식품과 같은 필수소비재 매출 비중이 낮은 업태는 타격이 컸다. 백화점 매출은 2월부터 급격하게 역성장으로 전환하였고, 호텔은 관광과 비즈니스 수요 모두 감소하면서 매출이 급감하였다. 면세점도 출입국 규제가 강화되면서, 관광객 수요가 급감하였고, 비즈니스 수요인 다이고 트래픽도 부정적 영향을 피하기 어려웠다.

한편, 필수소비재 매출 비중이 높은 업태는 타격이 크지 않았다. 코로나19의 강한 전염성으로 외부 활동에 공포를 느낀 사람들은 식품과 생활용품 사재기에 나섰고, 해당 상품 카테고리의 매출 비중이 높은 할인점/SSM/편의점은 전반적인 유통 인구 감소에도 불구하고, 매출 흐름이 비교적 선방하였다.

올해 3월 한국 소비자심리지수는 78.4pt로 급락하였고 4월에 70.8pt로 재차 하락하였다. 2008년 서브프라임모기지 금융위기 수준의 공포 레벨이다. 하지만, **4월초부터 한국의 코로나19 확진자 수 증가세는 크게 둔화**되고 있는 상황이다. 이로 인해, 사람들의 외부 활동이 점차 정상화되고, 사재기 소비가 줄어들고 있는 상황이다. 오히려 그 동안 눌러 왔던 소비 욕구가 분출되면서, 일부 업태에서는 보복적 소비가 진행되고 있다. 이로 인해, **백화점 기존점 매출 성장률은 3월을 저점으로 반등 추세**에 있다. 실제 신세계백화점의 기존점 성장률은 3월에 -28%를 기록하였으나, 4월에는 -10%초중반까지 감소폭이 완화된 상황이다(언론보도 참조). **호텔**은 외국인 관광객 수요 감소에도 불구하고, 내국인들의 보복적 소비가 본격화 되면서, 제주/강원과 같은 주요 휴양지를 중심으로 **투숙률이 회복 추세**이다. 높은 5월초 투숙률은 연휴 효과가 있었음을 감안해야겠지만, 전반적으로 투숙률 레벨의 저점은 확인된 것으로 판단된다.

하지만, **면세점 매출은 여전히 부진**한 상황이다. 코로나19가 글로벌 팬데믹으로 발전하면서, 각국이 출입국 규제를 강화하고 있기 때문이다. 이로 인해, 글로벌 면세점 1위 업체인 Dufry의 신용등급이 강등되었고, 전 세계 항공사들의 매출 급감과 재무 상태 악화가 현실화 되고 있다. 한국 면세점 업체들도 예외가 아니다. 호텔신라의 1분기 영업이익은 -668억원으로 적자전환 하였고, 최근에는 중국인 입국자 수가 0명이라는 언론보도도 나오고 있는 상황이다. 실제로 중국 다이고들이 한국 면세점에 방문해서 물품을 구매하기 위해서는 한국에서 2주, 중국에서 2주 간의 격리 기간이 필요한 점을 감안한다면, **한국과 중국 간의 출입국 규제가 완화되기 전까지는 면세점 수요 회복의 가시성은 매우 낮다고 할 수 있다.**

한국 소비자심리지수 추이



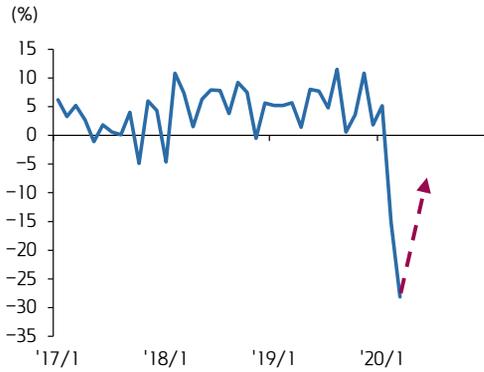
자료: 한국은행

한국 코로나19 확진자 수 증감 추이



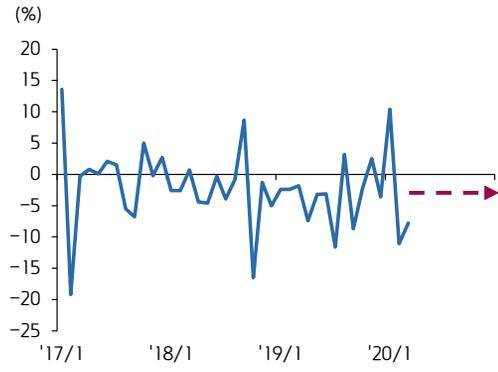
자료: 질병관리본부

신세계백화점 기준점 성장률 추이



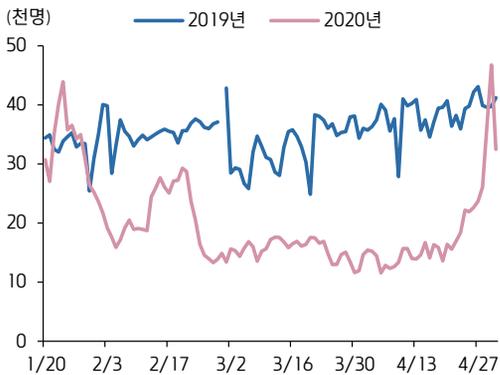
자료: 신세계

이마트 기준점 성장률 추이



자료: 이마트

제주도 내국인 일일 입도 추이



자료: 제주관광협회, 키움증권 리서치

한국 면세점 시장규모 추이



자료: 한국면세점협회

2) 호텔신라/GS리테일 1분기 실적발표의 시사점

지난 호텔신라와 GS리테일의 1분기 실적발표를 통해서도 코로나19가 소비에 미치는 영향을 다시 한번 실감할 수 있었다. **호텔신라**는 공항에서 출입국 규제가 강화되면서, 면세점의 수요가 급감한 상황이다. 특히, 중국 다이고 수요까지 감소하면서, 매출 감소와 수익성 악화가 동시에 발생하였고, 국내공항 면세점은 임대료 부담으로 인해, 400억원 이상의 영업적자가 발생한 것으로 추산된다. 호텔/레저 사업도 수익성이 크게 부진하였다. 호텔 부문은 고정비 부담이 전반적으로 높은 편이기 때문에, 매출 감소 혹은 증가에 따른 영업레버리지 효과가 크게 나타난다. 따라서, **신세계처럼 국내공항 면세점과 호텔 사업을 영위하고 있는 업체들은 1분기 실적이 시장 컨센서스를 하회할 가능성이 높은 편**이다.

GS리테일은 1분기에 어닝 서프라이즈를 시현하였다. 부동산 개발 부문의 일회성 이익(약 450억원)을 제외하더라도, 시장 기대치를 크게 상회하였다. 편의점 부문의 이익을 개선은 어느 정도 진행되고 있었지만, 수퍼 부문의 이익 개선은 시장 기대치를 크게 상회하였다. GS수퍼 OPM은 YoY +6%p 개선되었는데, GPM은 +2%p 상승하였고, 판관비율은 -4%p 하락하였다. 판관비율 감소는 주로 대형 직영점 폐점으로 고정비 부담이 완화된 영향이 크고, GPM 개선은 주로 체인 오퍼레이션 전환 효과에 기인한다. 여기서 추가로 고려해야 할 부분은 예기치 못한 사재기 수요이다. 코로나19 확산에 따른 사재기 수요는 유통 업체들이 예상할 수 있는 변수가 아니었다. 이러한 예상치 못한 수요 증가는 수익성의 개선을 가져올 수 있다. 공급자가 재화나 서비스에 대한 충분한 재고 등을 확보하지 않은 상황에서, 수요자의 소비 욕구 증가로 인해 상품의 할인율이 완화될 수 있기 때문이다. 따라서, 1분기 GS수퍼의 실적 기대치 상회는 사재기 수요가 있었던 대형마트, 이커머스의 실적 추정치 상승 가능성을 시사하기 때문에, **이마트/롯데쇼핑의 해당 사업부 실적이 예상 보다 양호할 수 있다. 다만, 예상치 못한 수요에 의한 수익성 개선은 지속 가능한 부분이 아니므로 향후 실적 추정치를 구조적으로 상향 시키는 데에는 한계가 있을 것으로 판단**된다. 수퍼/대형마트가 구조적 수요 증가가 나오는 업태가 아니고, 이커머스 채널은 여전히 경쟁이 심하기 때문에, 경쟁력 있는 업체들을 중심으로 한정적인 수익성 개선이 가능할 것이다.

호텔신라 1Q20 연결기준 실적 리뷰

(단위: 십억원)

구분	1Q20P	1Q19	(YoY)	4Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	943.7	1,343.2	-29.7%	1,544.0	-38.9%	1,085.6	-141.9	900.2	43.5
영업이익	-66.8	81.7	적전	77.6	적전	6.9	-73.7	-34.4	-32.4
(OPM)	-7.1%	6.1%	-13.2%p	5.0%	-12.1%p	0.6%	-7.7%p	-3.8%	-3.3%p
별도 TR	-37.0	77.6	적전	78.3	적전			-11.1	-25.9
별도 호텔/레저	-18.8	-5.6	적전	1.5	적전			-14.7	-4.1
연결-별도 TR	-12.0	4.6	적전	-8.2	적전			-11.6	-0.4
연결-별도 호텔/레저	-1.0	-5.1	적지	-6.0	적지			3.0	-4.0
지배주주순이익	-73.6	51.9	적전	38.0	적전	-6.4	-67.2	-36.6	-37.0

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

GS리테일 1Q20 연결기준 실적 리뷰

(단위: 십억원)

구분	1Q20P	1Q19	(YoY)	4Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
매출액	2,141.9	2,082.8	2.8%	2,240.8	-4.4%	2,114.9	27.0	2,082.9	59.0
영업이익	88.8	21.4	314.7%	49.9	78.0%	23.9	64.9	13.1	75.7
(OPM)	4.1%	1.0%	3.1%p	2.2%	1.9%p	1.1%	3.0%p	0.6%	3.5%p
편의점	40.6	26.8	51.5%	53.0	-23.4%			33.1	7.5
수퍼	16.4	-4.8	흑전	-25.5	흑전			-4.2	20.6
호텔	-0.7	14.0	적전	22.7	적전			-3.5	2.8
H&B	-4.8	-3.9	적지	-4.0	적지			-4.8	0.0
기타	37.3	-10.7	흑전	3.6	936.1%			-7.6	44.9
지배주주순이익	54.9	7.6	624.1%	7.2	666.2%	14.8	40.1	5.2	49.7

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

3) 기업별 영향: 피해 업태의 회복 속도와 레벨 점검

BGF리테일은 코로나19의 영향이 가장 적었던 업체이다. 개학 연기, 재택근무 확대, 공적마스크의 약국 공급 영향으로 3월부터 편의점 객수가 감소한 점은 부담이다. 하지만, 편의점은 식품 매출 비중이 높고, 주거지로부터 근접성이 좋은 점포들이 있기 때문에, 상대적으로 매출 타격이 적은 편이었다. 소비경기 부진 우려로 출점 신청이 둔화되면서, 단기적으로 점포 수 증가는 둔화될 수 있으나, 전반적으로 실적 추정치가 크게 하향될 상황은 아니다.

하지만, **GS리테일**은 BGF리테일과 좀 다른 부분이 있다. BGF리테일은 편의점 Pure Player지만, GS리테일은 편의점, 슈퍼, 호텔, H&B 등의 사업을 거느리고 있다. 특히, 호텔업은 코로나19의 영향을 피하기 어려웠다. 실제 자회사 파르나스호텔은 매출 급감으로 고정비 부담이 증가하면서, 1분기 영업이익이 적자전환 하였다. 호텔 한 곳의 객실이 리노베이션 중이라는 것이 그나마 위안거리이나, 상대적으로 비즈니스 수요가 커서 내국인 관광 수요가 있는 다른 호텔 대비 투숙률 회복 속도가 더딘 점은 다소 아쉽다.

면세점과 호텔업을 하고 있는 **호텔신라**는 전 사업에서 부정적 영향이 컸다. 호텔/레저 사업부의 매출액이 회복 중인 것은 다행이나, 면세점은 출입국 규제로 인해 여전히 매출 회복이 더딘 편이다. 불행 중 다행스러운 점은 인천공항 T1의 면세점 점포 3곳이 올해 8월말에 만기라는 것이다. 대부분의 국내 면세점 업체들은 높은 임차료 부담으로 인해, 인천공항 T1 면세점에서 영업적자가 심한 상황이다. 이번 코로나19 사태를 계기로 국내 면세점 업체들은 재계약 시점에 임차료 인하를 추진할 가능성이 높은데, 호텔신라는 이미 해외공항에 점포가 있고, 인천공항 T1 면세점 점포 3곳이 만기가 되기 때문에, 가장 유리한 상황에서 임차료 협상에 임할 수 있다.

백화점/면세점 사업이 중심인 **신세계**도 전 사업에서 부정적 영향을 받았다. 백화점 매출이 회복 추세인 것은 다행이나, 인천공항 T1 면세점의 높은 임대료는 부담이다. DF7은 현대백화점에게 내준 상황이나, DF1과 DF5는 만기도 2023년까지이고 임차료 레벨도 높은 편이다. 따라서, 면세점 수요가 회복되더라도 호텔신라처럼 공항점의 수익성을 극적으로 개선하기는 쉽지 않을 것이다. 한편, **현대백화점**은 신세계와 유사한 영향을 받았으나, 코로나19 이후 신규 점포를 오픈하면서, 재고와 고정비 측면의 부담은 상대적으로 작은 편으로 판단된다.

이마트는 2월에 할인점에서 식품/생필품 사재기가 발생하면서 일시적으로 반사 수혜를 누렸으나, 3월에 다시 매출이 크게 감소하였다. 사재기 수요가 지속되기 어려웠고, 소비자들이 외부 활동을 자제하면서 온라인 쇼핑으로 이동하였기 때문이다. 이로 인해, 쓱닷컴의 외형 성장이 가속화 된 점은 긍정적이거나, 향후 할인점 기준점 매출과 객수에는 부정적 영향이 있을 수 있다.

롯데쇼핑은 주요 업태의 점포 구조조정을 앞두고 백화점/하이마트/컬처웍스와 같은 Cash Cow 비즈니스가 큰 타격을 받았다. 면세점 사업은 호텔롯데가 하고 있기 때문에, 한국에서 코로나19 사태가 진정된다면, 매출의 회복 가시성은 높은 편이다. 롯데마트 온라인몰이 이번 코로나19 사태를 통해 매출이 많이 늘어난 것은 긍정적이거나, 향후 지속 가능한 성장을 위해서는 이커머스 채널에서 경쟁사 대비 상대적 우위가 필요한 상황이다.

>>> 시장은 하반기 수요 회복을 기대

주식시장은 전반적으로 3분기에 수요가 회복될 것을 기대하고 있다. 실제 KOSPI와 주요 유통업체 실적 컨센서스를 보면, 올해 2분기와 3분기 실적 전망치의 온도 차가 매우 큰 편이다.

4월초부터 한국의 코로나19 확진자 수 증가세가 둔화되면서, 3분기 수요 회복의 기본 근거가 마련되었다. 3월에 국내 소비심리가 저점을 찍고, 4월부터 회복되는 과정을 거치면서, 3분기에 정상화 될 수 있다는 논리이다. 실제 신세계백화점의 기존점 매출 성장률은 3월에 -28%를 기록하였으나, 4월에 -10% 초반까지 완화될 수 있다는 언론보도가 나오고 있는 상황이다.

가장 피해가 컸던 **면세점** 업체들의 실적 컨센서스도 3분기를 기점으로 큰 변화가 있다. **비용 측면에서는 인천공항에 납부하는 입차료 부담이 완화될 수 있다.** 하지만, 실질적인 매출과 이익의 정상화를 위해서는 수요 회복이 전제되어야 한다. 3분기 면세점 수요 회복을 위해서는 7월초에 한국과 중국 간의 출입국 규제가 완화되어야 한다. 그렇다면 출입국 규제 완화를 위한 최소 요건은 무엇일까? 적어도 6월 중에 한국과 중국의 코로나19 사태가 종식되어야 하지 않을까?

다행스럽게도 한국과 중국은 코로나19 사태를 조기에 겪었기 때문에, 확진자 수 증가 추세가 매우 둔화된 상황이다. 하지만, 아직까지 신규 확진자가 발생하고 있다. 메르스 사태의 케이스를 감안한다면, **코로나19 사태의 종식을 위해서는 확진자 수가 나오지 않는 상황이 잠복기간(2주)의 두 배 기간(4주) 정도 지속되어야 한다.** 또한, **글로벌 팬데믹이 완화되는 것도 중요하다.** 한국과 중국 공항에 한국인과 중국인만 있는 것이 아니기 때문이다. 따라서, 미국과 유럽의 코로나19 사태가 진정되는 시그널이 없다면, 출입국 규제 완화를 서두르기가 쉽지 않다.

하지만, 미국과 유럽의 코로나19 사태가 진정되는 모습을 보인다면, 한국과 중국 간의 출입국 규제 완화는 향후 글로벌 모든 국가들에 대한 규제 완화를 하기에 앞서 한국과 중국 정부가 선택할 수 있는 훌륭한 시범적 옵션이 될 수 있을 것이다. 특히, 중국 정부 입장에서는 이번 코로나19 사태를 계기로 한국과 우호적인 분위기가 형성되었고, 한국의 인구 수가 적은 편이기 때문에, 한국에 대한 출입국 규제 완화를 시범적 옵션으로 선택할 가능성이 충분하다.

설령 3분기에 면세점 업체들의 실적 정상화가 이뤄지지 않더라도 3분기 초에 정상화의 시그널이 나오는 것이 중요하다. 3분기 초에 정상화의 시그널이 나온다면, 연간 실적 관점에서 2021년에 정상화되는 것을 충분히 기대할 수 있을 것이다. 시간이 흐를수록 투자자들의 관심은 2021년 실적으로 향할 것이다. 따라서, 2021년 실적과 PER 레벨이 어느 정도 믿을 수 있는 전망치라는 심리가 형성된다면, 면세점 업체들의 주가는 코로나19 사태 이전 수준으로 회귀할 수 있다.

실제 사드 이슈 이후에 면세점을 비롯한 중국 관련 소비재 업체들의 주가가 회복되는 과정도 유사하였다. 실적 추정치 상향 보다 PER 상승이 선행하면서, 면세점 업체들의 주가는 PER 상단을 타고 전고점을 향해 달려 나갔다. 따라서, **정상화의 시그널이 나타난다면, 면세점 업체들의 주가가 전고점을 회복할 가능성에 강한 베팅을 할 필요가 있다.**

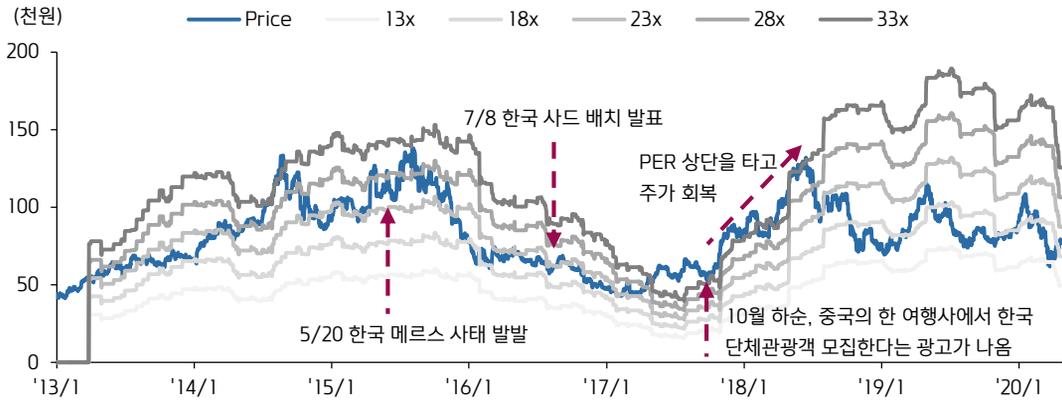
면세점 3社 연결기준 실적 컨센서스 현황

(단위: 십억원)

구분	2Q20C	3Q20C	'19	'20C	'21C
호텔신라					
매출액	912	1,397	5,717	4,907	6,402
영업이익	-30	43	296	21	316
지배주주순이익	-32	19	170	-33	206
신세계					
매출액	1,398	1,708	6,394	6,355	7,226
영업이익	41	115	468	381	541
지배주주순이익	9	58	526	216	324
현대백화점					
매출액	608	668	2,199	2,556	2,931
영업이익	45	70	292	279	372
지배주주순이익	31	45	194	199	258

자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

호텔신라 FW12M PER 밴드 추이



자료: Fn Guide, 키움증권 리서치

II. 하반기 전망: 암중모색(暗中摸索)

>>> 매크로 부진 속에도 백화점에 기회 있을 것

1) 코로나19 영향으로 적색 신호가 들어온 매크로 지표

한국과 중국을 비롯한 세계 각국에서 코로나19 확진자 수가 가파르게 증가하면서, 각종 매크로 지표에 적색 신호가 들어오기 시작하였다. 본래 시장에서는 한국 전체 **수출금액 YoY 증가율**은 마이너스 폭을 완화하면서, 플러스로 전환될 것으로 예상되었으나, 코로나19가 글로벌 팬데믹으로 발전하면서 예상 대비 좋지 않은 상황으로 전개되고 있다. 2월에 일시적으로 플러스 전환했던 수출 YoY 증가율은 3월에 다시 마이너스로 전환되었고, 4월에 -24%로 급락하였다. 이로 인해 대외 의존도가 높은 한국 경제에 대해 경기 비관론이 증가하였고, 향후경기전망CSI가 급락하면서 한국 **소비자심리지수**는 3~4월에 두 번 연속 급락하였다. 게다가 코로나19 영향으로 도소매업종과 음식/숙박업과 같은 서비스업종이 직접적인 타격을 받으면서, **취업자 수 YoY 증감**도 올해 3월에 마이너스로 전환된 상황이다.

월별 주요 유통업체 매출 동향

구분	'19/1	'19/2	'19/3	'19/4	'19/5	'19/6	'19/7	'19/8	'19/9	'19/10	'19/11	'19/12	'20/1	'20/2	'20/3
휴일 수(日)	9	11	11	8	10	11	8	10	11	10	9	10	11	9	9
휴일 YoY(日)	-1	1	1	-1	-1	0	-1	1	-2	0	1	-1	2	-2	-2
한국 소비자심리지수(pt)	97.5	99.5	99.8	101.6	97.9	97.5	95.9	92.5	96.9	98.6	100.9	100.5	104.2	96.9	78.4
한국 전체 수출금액 YoY(%)	-6.2	-11.3	-8.4	-2.1	-9.8	-13.8	-11.1	-14.0	-11.9	-15.0	-14.5	-5.3	-6.5	4.3	-0.2
전체 매출 YoY(%)	10.6	-0.4	7.6	3.5	7.5	5.0	-0.1	7.0	2.7	4.1	7.5	3.0	6.6	9.1	-3.3
오프라인 매출(전점) YoY(%)	6.5	-7.1	1.3	-2.9	1.2	0.7	-5.6	2.1	-5.0	-1.1	2.4	-1.9	4.1	-7.5	-17.6
대형마트	6.3	-13.7	-1.0	-7.7	-3.6	-3.9	-13.3	-0.8	-9.6	-4.8	0.8	-7.4	6.2	-10.6	-13.8
백화점	7.6	-8.1	2.3	-3.8	2.7	4.1	-4.0	5.7	-5.6	-3.0	3.1	-0.8	2.5	-21.4	-40.3
편의점	6.6	3.7	2.9	3.1	5.7	3.0	2.4	3.5	2.8	5.4	4.6	5.7	6.0	7.8	-2.7
SSM	3.7	-3.1	2.5	1.1	1.0	-1.0	-2.7	-1.4	-7.1	-1.3	-3.3	-6.2	-6.7	8.2	5.5
이마트 기준점 YoY(%)	1~2월 누계 -2.4	-1.8	-7.4	-3.2	-3.1	-11.6	3.2	-8.7	-2.2	2.5	-3.6	10.4	-11.1	-7.8	
신세계 기준점 YoY(%)	1~2월 누계 5.2	5.7	1.4	8.0	7.7	4.8	11.5	0.6	3.6	10.8	1.8	5.2	-15.2	-28.1	
편의점 점포 수 YoY(%)	4.1	4.1	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4	4.5	4.7	5.2	5.8	6.0	6.2	6.2	5.9
온라인 매출 YoY(%)	17.3	12.0	18.2	14.1	18.1	11.7	8.7	15.2	17.8	12.5	14.8	10.5	10.2	34.3	16.9
면세점 시장규모(조원)	1.71	1.74	2.17	1.99	2.09	1.96	2.01	2.18	2.24	2.19	2.29	2.28	2.02	1.10	1.09
면세점 시장규모 YoY(%)	16.3	36.0	29.5	22.6	30.0	26.8	33.5	30.2	31.9	34.5	38.9	42.9	18.3	-36.7	-49.8
중국인 인바운드 YoY(%)	28.7	31.3	20.9	34.5	35.2	25.0	26.5	20.9	24.6	19.4	25.0	22.5	22.6	-77.0	-96.6
중국 화장품 소매판매 YoY(%)	1~2월 누계 8.9	14.4	6.7	16.7	22.5	9.4	12.8	13.4	6.2	16.8	11.9	1~2월 누계 -14.1	-11.6		

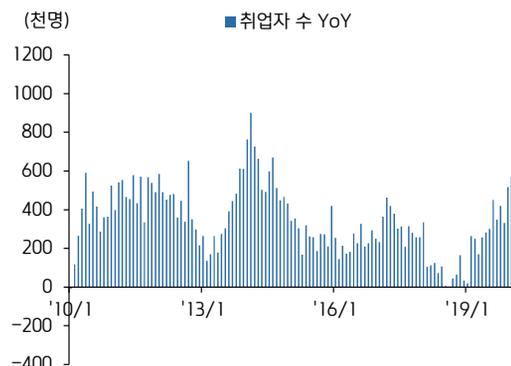
자료: 산업통상자원부, 한국면세점협회, 관광지식정보시스템, 기획재정부, 키움증권 리서치센터

한국 소비자심리지수 추이



자료: 한국은행

취업자 수 증감은 2020년 3월에 마이너스로 전환



자료: 통계청

2) 소비 축소 시기별 매크로 지표 분석: 상용근로자 지표 변화가 관건

그렇다면, 정말로 구조적 소비 감소가 일어날 수 있는 것일까? 현재 일어나고 있는 매크로 지표의 약화는 구조적 소비 감소를 시사하고 있는 것일까? 실제로, 1990년대 이후 한국 내수소비의 축소 시기는 크게 3번 정도 있었는데, 해당 소비 축소 시기는 97년 IMF 외환위기, 02~03년 카드사태, 08년 서브프라임 모기지 금융위기가 계기가 되었다.

97년 IMF 외환위기는 외환관리정책의 미숙과 실패로 외환보유고 부족이 발생한 사태이다. 02~03년 카드사태는 신용카드 발급에 부적절한 사람들이 손쉽게 발급 받고, 신용카드 현금서비스 한도가 폐지되면서, 가계와 카드사의 부실을 초래한 사건이다. 08년 서브프라임 모기지 금융위기는 서브프라임 등급에 발급된 부채담보부증권(CDO)과 CDO 관련 파생상품의 부실로 인해, 미국의 대형 금융사들이 파산하면서 발생한 경제위기라 할 수 있다.

위기의 원인과 파장이 달랐던 만큼 내수 소비에 미치는 영향도 달랐다. **97년 IMF 외환위기**는 가장 급격한 소비 위축을 초래하였고, 소비 위축과 정체가 약 1년여간 진행되었다. 취업자 수 YoY 감소세가 -150만명 이상으로 확대되었고, 감소세도 99년초까지 진행되었으며, 대기업들이 어려움을 겪은 만큼 전체 수출 지표도 부진하였다.

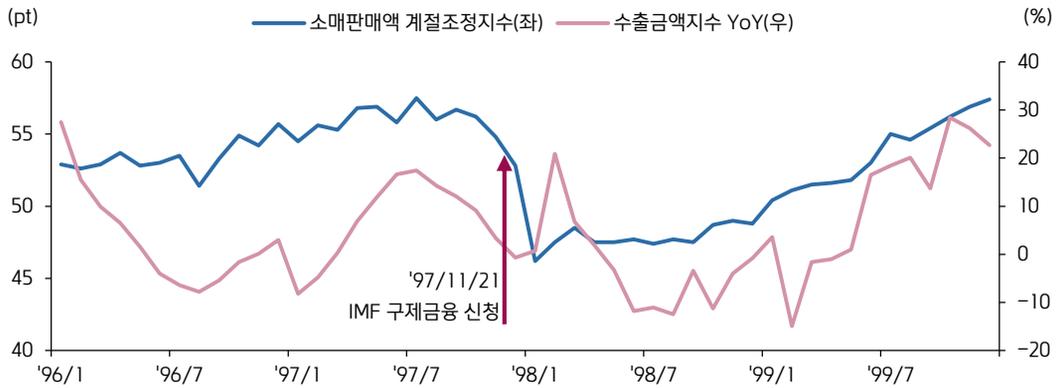
02~03년 카드사태 때에는 소비가 IMF 외환위기 대비 크게 무너지진 않았지만, 약 2년간 정체된 모습을 보였다. 수출 지표는 비교적 양호하였지만, 고용 지표는 흔들리는 모습이 나타났다. 다만, 취업자 수 YoY 감소세는 97년 IMF 외환위기에 비하면 매우 약한 편이었고, 해당 지표가 부진한 기간도 6개월 내외로 길지 않았다.

08년 서브프라임 모기지 금융위기 때에는 내수 소비 부진이 IMF 외환위기만큼 크지 않았고, 09년초를 기점으로 소비가 빠르게 회복하였다. 수출 지표는 글로벌 경기 불황으로 부진하였으나, 정부의 적극적인 재정정책에 힘입어 내수 소비가 빠르게 회복되었고, 취업자 수가 09년 하반기부터 YoY로 증가하면서 고용 지표도 개선되기 시작하였다.

현재 내수 소비에 대한 전반적인 가정은 3분기 이후 수요 회복에 초점이 맞춰져 있다. 당사의 신세계 백화점의 기존점 성장률로 예를 들면, 1분기에 저점을 찍고(-12.7% YoY), 2분기에 기존점 역신장을 축소하며(-6.3% YoY), 3분기 이후에 전년과 유사한 수준(0% YoY)으로 돌아가는 것으로 가정이 되어 있다. 4월초에 한국 확진자 수 증가세가 둔화되면서, 소비심리가 저점을 찍고 반등하고 있기 때문이다.

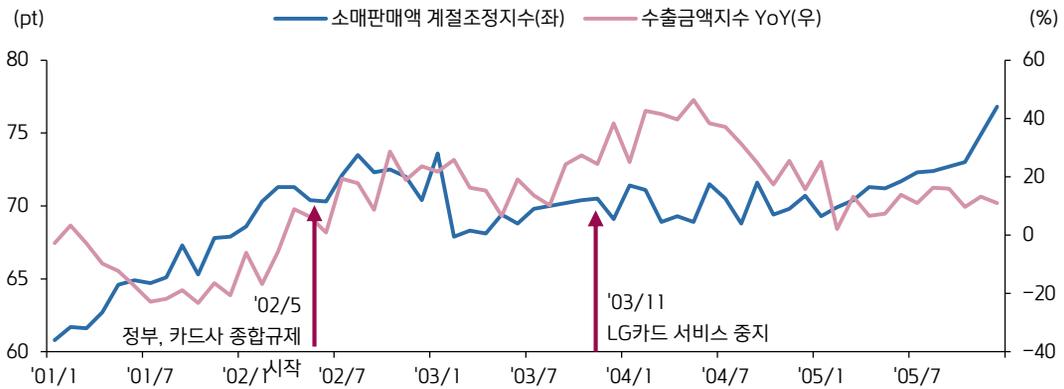
하지만, 코로나19가 글로벌 팬데믹으로 확산되면서, 언제든지 예상하지 못한 위기 상황이 발생할 수 있다. 최근 유가 급락과 회사채 시장의 경색 등이 추가적인 위기 가능성을 설명하기에 충분할 것이다. 만약, 매크로 지표의 흐름이 97년 IMF 외환위기 수준으로 진행된다면, 백화점 사업의 실적 추정치는 더 낮아지거나 회복 시점이 연기될 개연성이 있다. 하지만, 매크로 지표가 02~03년 카드사태나 08년 서브프라임 모기지 금융위기 수준으로 흘러간다면, 회복 시점이 지연되더라도 현재의 실적 추정치가 더 낮아지진 않을 것이다. **다행스럽게도 이번 코로나19 영향으로 인한 취업자 수 감소세는 아직 97년 IMF 외환위기급으로 진행되지는 않았으나, 글로벌 수요를 담당하고 있는 미국과 유럽이 코로나19로 어려움을 겪고 있기 때문에, 한국 수출 지표가 추가적으로 부진할 가능성은 있을 것이다.**

소비 vs 수출(1): IMF 외환위기 전후('96/1 ~ '99/12)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

소비 vs 수출(2): 카드사태 전후('01/1 ~ '05/12)



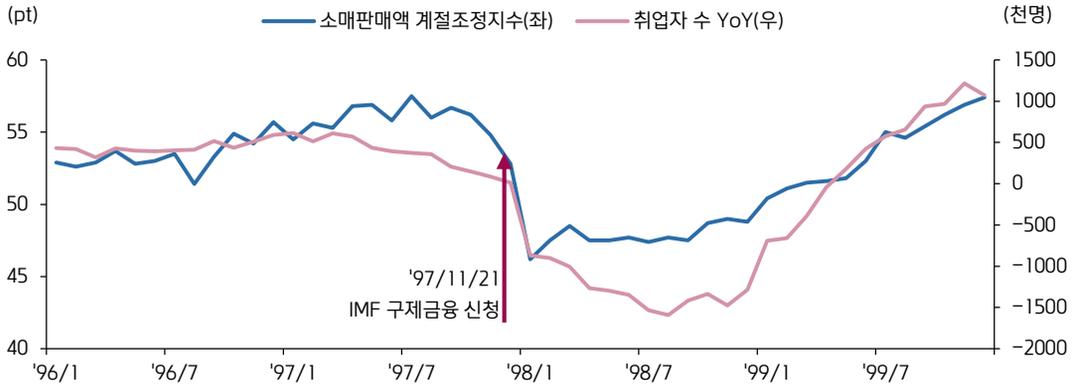
자료: 통계청, 키움증권 리서치

소비 vs 수출(3): 서브프라임 모기지 금융위기 전후('07/1 ~ '10/12)



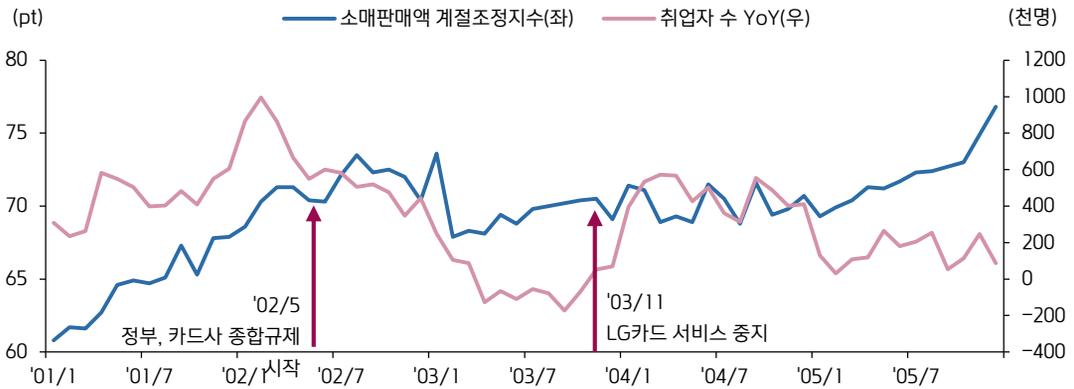
자료: 통계청, 키움증권 리서치

소비 vs 고용(1): IMF 외환위기 전후('96/1 ~ '99/12)



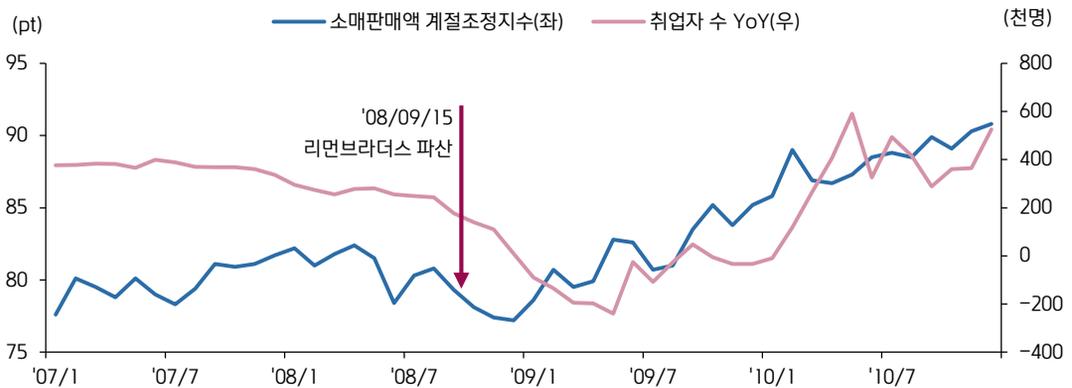
자료: 통계청, 키움증권 리서치

소비 vs 고용(2): 카드사태 전후('01/1 ~ '05/12)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

소비 vs 고용(3): 서브프라임 모기지 금융위기 전후('07/1 ~ '10/12)



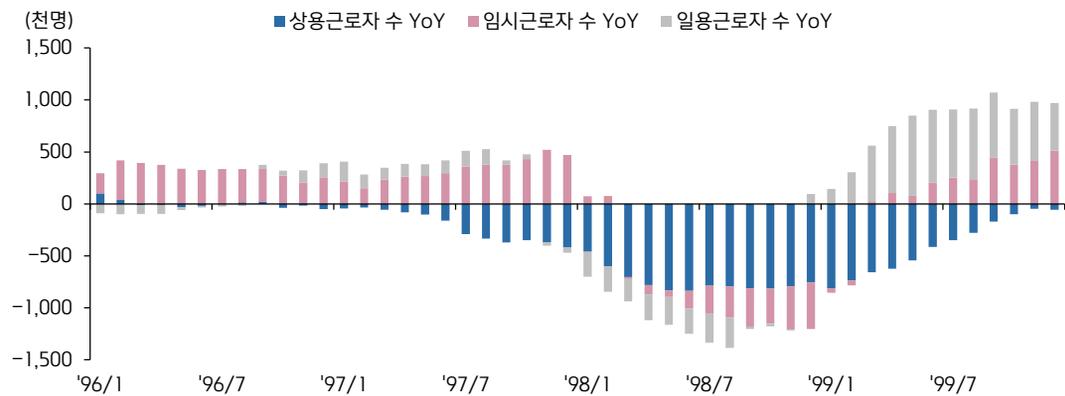
자료: 통계청, 키움증권 리서치

現 시점에서 향후 수출과 고용 지표에 대해 전망하는 것은 필자의 커버리지를 많이 벗어나는 부분이다. 다만, **수출 지표**가 부진하면 정부가 09년처럼 내수 경기 부양에 나설 가능성이 있기 때문에, 유통 업체들의 실적 흐름은 정책 효과에 기댈 수 있는 부분이 생길 것이다.

한편, **고용 지표**는 향후 점검해야 할 부분이 있다. 추가로 지표가 악화될 수 있는 부분이 있기 때문이다. 97년 IMF 외환위기가 다른 소비 축소 시기 대비 소비 감소폭과 진행 기간이 길었던 것은 상용근로자 수가 크게 감소했기 때문이다. 국내의 주요 기업들이 연쇄부도를 겪으면서 양질의 일자리가 줄었고, 이는 구조적 소비 감소를 심화시켰다.

코로나19 이후 고용지표는 이제 겨우 1개월 데이터를 확인했을 뿐이나, 상용근로자 보다는 일자리의 질이 낮은 임시근로자와 일용근로자 수만 감소한 상황이다. 당사는 현재 매크로 베이스에서 소비 레벨의 정상화를 가정하고 있기 때문에, 상용근로자 수의 급격한 감소가 아니라면, 추가적으로 매크로 베이스에 대한 가정 악화 가능성은 제한적이다. 하지만, 회사채 신용 경색 등의 요인으로 인해, 일자리의 질이 높은 상용근로자 수의 감소가 가속화 된다면, 추가적인 실적 추정치 하향이 불가피 할 것이다. 결론적으로 **상용근로자 수의 감소만 아니라면, 백화점 업체의 펀더멘털이 과도하게 훼손될 개연성은 낮은 것으로 판단된다.**

임금근로자 YoY 증감 Breakdown(1): IMF 외환위기 전후('96/1 ~ '99/12)



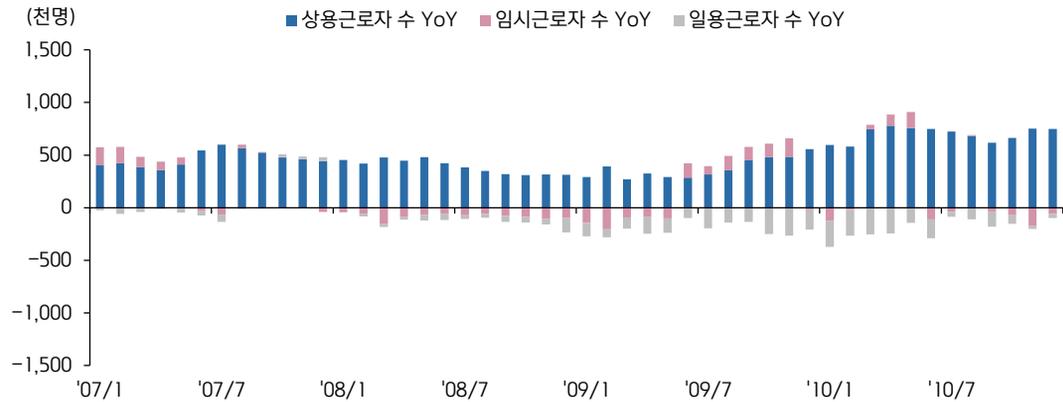
자료: 통계청, 키움증권 리서치

임금근로자 YoY 증감 Breakdown(2): 카드사태 전후('01/1 ~ '05/12)



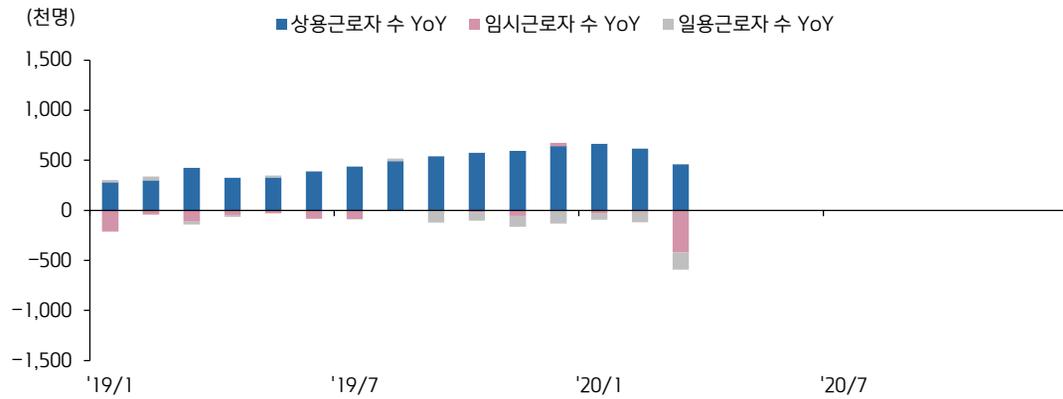
자료: 통계청, 키움증권 리서치

임금근로자 YoY 증감 Breakdown(3): 서브프라임 모기지 금융위기 전후('07/1 ~ '10/12)



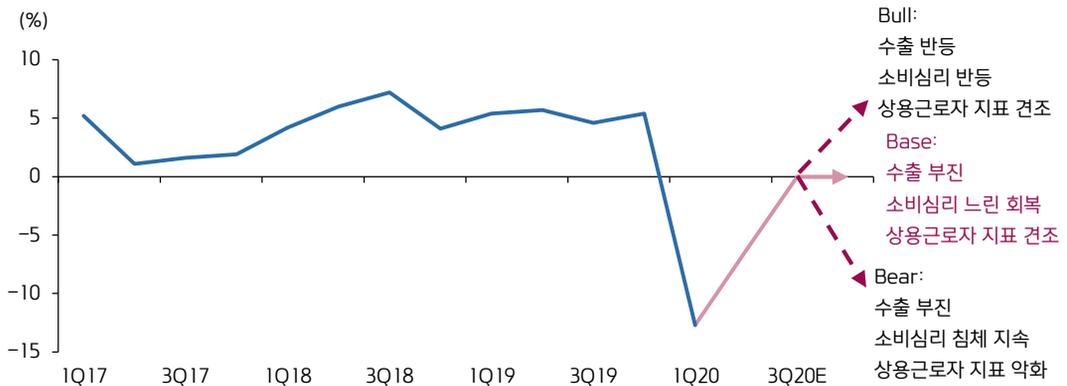
자료: 통계청, 키움증권 리서치

임금근로자 YoY 증감 Breakdown(4): 코로나19 위기 전후('19/1 ~)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

분기별 신세계백화점 기준점 성장률 추이 및 시나리오별 가정



자료: 신세계, 키움증권 리서치

3) 자영업자 가게 악화는 백화점 매출에 큰 영향을 주지 못할 것

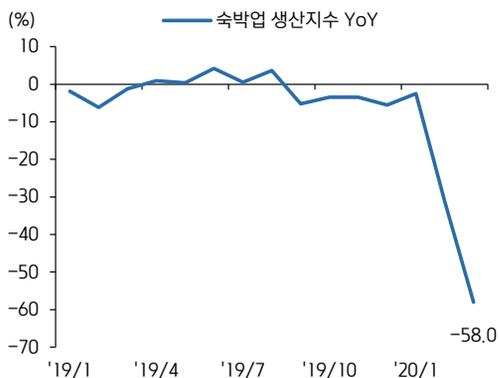
앞의 고용 지표에서 살펴본 것처럼, 이번 코로나19 사태에서 큰 타격을 받은 쪽은 상용근로자 보다는 임시근로자나 일용근로자이다. 특히, **고용계약기간이 1개월 이상 1년 미만인 임시근로자에서 타격이 컸는데, 이와 같은 타격의 일부는 자영업자들의 매출 부진과 관련이 있을 가능성이** 높다. 실제 이번 코로나19 확산 국면에서 사람들은 외부 활동을 급격히 줄였고, 이는 자영업 비중이 높은 숙박업과 외식업의 매출을 급격하게 악화시켰다. 실제 서비스업 생산지수 데이터에 따르면, 올해 3월 숙박업과 음식점/주점업의 경상지수가 전년동월 대비 각각 -58%, -28% 급락하였다.

이와 같은 매출 급락은 소득 수준이 낮거나 자산 기반이 작은 자영업자들의 가게를 곤란하게 만들고, 해당 가게들의 구조적인 소비 위축을 야기할 가능성이 높다. 그렇다면, 백화점처럼 경기 민감도가 높은 채널의 매출은 부정적 영향이 클 것인가?

아니다. 오히려, 중기적으로는 백화점이 가장 영향이 적은 채널이 될 가능성이 높다. 백화점은 판매하는 상품들의 전반적인 가격 포지셔닝이 중고가에 되어 있고, 최근에도 상품판매단가가 높은 명품 카테고리들을 중심으로 성장해왔다. 다시 말해서, 소득 수준이 높거나 자산 규모가 큰 가게들의 소비 확대에 따라 성장한 것이다(소비 양극화 영향). 이번 코로나19 사태로 타격을 입은 가게들의 소비와는 연관성이 낮은 셈이다. 따라서, **코로나19 확산으로 축소된 사람들의 외부활동만 정상화 된다면, 백화점 매출의 성장성 회복은 가능성이 높을 것으로 판단된다.**

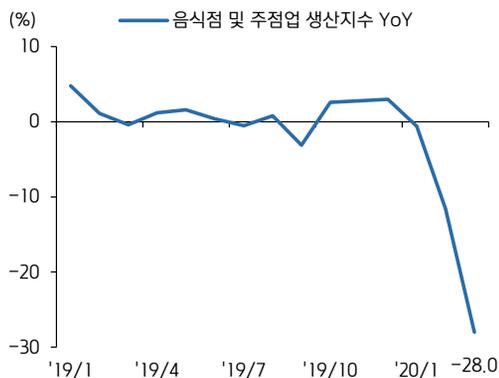
실제 2008년 서브프라임 모기지 금융위기 이후에도, 백화점은 명품 카테고리가 고성장 하면서 할인점 대비 양호한 매출 성장률을 보였었다. 전반적인 경기 침체에도 불구하고, 중고가 소비가 호조를 보이면서, 경기 민감도가 낮은 할인점의 매출 성장률을 아웃퍼폼한 것이다. 금융위기 당시 고용지표도 이번 코로나19 사태처럼 상용근로자가 아닌 임시근로자와 일용근로자 중심으로 악화된 모습이 나타났었다. 따라서, 정규직 임금근로자 보다는 비정규직 임금근로자나 자영업자 계층의 소비가 더욱 흔들렸을 가능성이 높으며, 백화점 매출에 미치는 영향이 제한적이었을 것으로 추산된다.

숙박업 생산지수 YoY 증감률 추이



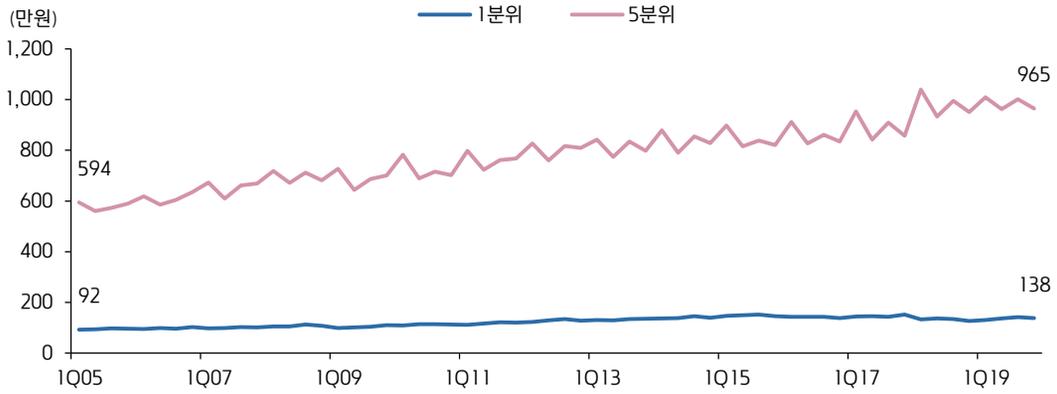
자료: 통계청(경상지수 기준)

음식점 및 주점업 생산지수 YoY 증감률 추이



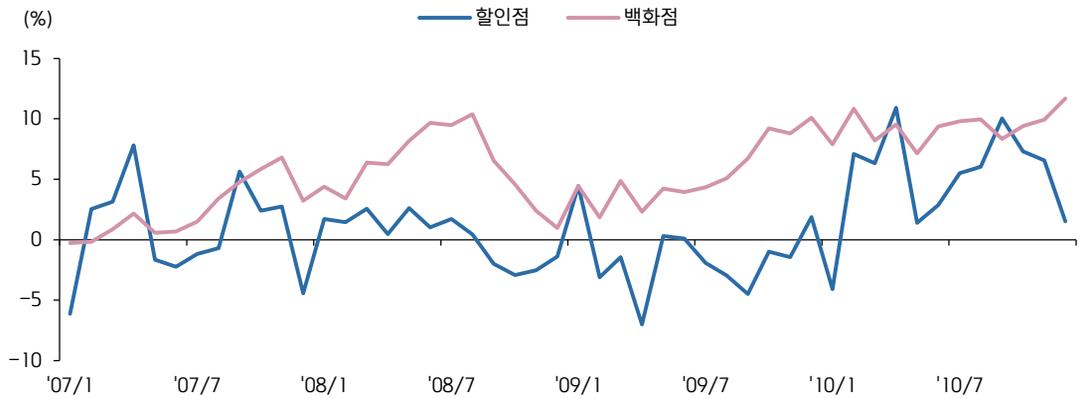
자료: 통계청(경상지수 기준)

소득 5분위별 소득 비교: 1분위 vs 5분위



자료: 통계청(도시, 2인이상 가구 기준)

할인점 vs 백화점 매출 성장률(3MA): 서브프라임 모기지 금융위기 전후('07/1 ~ '10/12)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

>>> 시간과의 싸움이 지속되는 면세점

1) 각국의 출입국 규제 강화로 큰 피해를 본 면세점

이번 코로나19 확산은 경제 전반과 유통 산업에 매우 큰 영향을 주었다. 특히, 면세점 산업은 그 중에서도 가장 피해가 컸던 산업이다. 중국 다이이고와 관광객 수요로 고성장을 거듭했던 한국 면세점 산업은 코로나19로 출입국 규제가 강화되면서 직격탄을 맞았다.

1월 하순에 중국에서 코로나19가 확산되기 시작했을 때에는 이번 사태가 조기에 마무리 될 가능성이 여전히 높았었다. 하지만, 코로나19의 전염력은 예상 보다 강했고, 한국과 세계 각국으로 질병이 전파되면서, 전 세계의 경제 활동이 어려움을 겪기 시작했다. 특히, 면세점은 여권을 소지한 사람들에게 한해서 상품 구매가 가능하기 때문에, 각국의 출입국 관련 규제가 매출에 매우 부정적인 영향을 줄 수 밖에 없었다(위험 국가에 대한 여행 경보 발령, 입국금지 및 입국자 격리 조치 등).

한국을 비롯한 주요 국가들의 입국금지와 입국자 격리 관련 규제들을 본다면, 코로나19 확산이 컸던 국가로부터 입국을 금지하거나, 입국자에 대해 최소한 14일 정도의 격리기간을 가지고 있는 것이 보통이다. 특히, **주로 한국 면세점에 방문하는 중국 다이이고의 경우, 처음에 한국에 입국할 때 14일간 격리되어야 하고, 그들의 본국인 중국으로 돌아갈 때 재차 14일간 격리되어야 한다.** 다시 말해서, 중국 다이이가 면세점에서 상품을 구매하고 수령하는 데까지 최소 1개월 이상의 시간이 소요되는 셈이다. 게다가 면세점에서 상품 구매를 직접 담당할 다이이고는 자거나 호텔에서 많은 시간을 격리되어야 하기 때문에, 시간 낭비와 경제적 비용 외에도 많은 불편함이 따를 가능성이 높다.

주요 국가별 입국자 규제 동향

국가	입국금지	입국자 격리
한국	- 14일 이내 중국 후베이성을 방문한 모든 외국인 - 후베이성 발급 여권을 소지한 중국인	- 한국에 입국하는 모든 내외국인(4/1~) - 격리기간은 14일 - 거주지가 있으면 자가격리, 없으면 국가 시설
중국	- 모든 외국인 - 내국인은 중국 도착 전 14일 간의 건강 정보 입력 의무(4/8~)	- 중국에 입국하는 내국인 - 격리기간은 14일 - 자가 혹은 호텔에서 격리
미국	- 14일 이내 중국, 이란, 유럽국가를 방문/환승한 외국인	- 팜/하와이로 입국하는 전 승객 - 미국에 입국하는 내국인 - 격리기간은 14일 - 거주자는 자가, 방문객은 호텔에서 격리
일본	- 입국 전 14일 이내 한국, 중국, 미국 등 87개국에 체류 또는 경유한 전 외국인	- 일본에 입국하는 내국인 - 격리기간은 14일 - 지정 장소 대기 및 대중교통 사용 자제
독일	- EU+ 역외 국가 국민(3/17~5/15) - 프랑스, 룩셈부르크, 스위스, 오스트리아, 덴마크, 이탈리아, 스페인 7개국에서 출발한 여행객(경유/환승은 가능)	- 독일에 입국하는 내국인 - 독일내 장기체류자격을 보유한 사람 중 해외에서 체류한 이후 독일에 거주지로 귀환하기 위해 입국하려는 자(4/10~) - 격리기간은 14일 - 자가격리

자료: 대한항공, 각종 외교 관련 부처, 키움증권 리서치

2) 면세점에 대한 정부 지원의 시작

최근에는 이와 같은 면세점 산업의 어려움을 감안하여, 정부와 관계기관의 정책적 지원도 시작되고 있다. **면세점에서의 상품 판매는 내수 유통 보다는 사실상 수출의 성격을 가지고 있다.** 실제 한국 면세점 시장규모의 85%는 외국인 매출에서 발생하고 있고, 한국산 브랜드의 판매 비중도 높은 편이다. 따라서, 면세점은 **他 유통업태와 달리 수출 업종으로 분류해서 볼 필요가 있다.** 게다가 면세점 업체들은 직영 인력 외에도 각 점포별 판매직원까지 감안하면 비교적 큰 고용규모를 뒷받침하고 있다. 실제 빅3 면세점 중에 하나라고 할 수 있는 신라와 신세계의 경우, 점포의 판매직원만 7천명 내외로 알려져 있다.

이런 면세점 산업의 특성 때문에, 정부와 관계기관의 정책적 지원도 적극적으로 이뤄질 가능성이 높다. 이미 **인천국제공항공사는 공항면세점에 대한 임대료 인하를 결정**하였다. 올해 3~8월까지로 한시적이긴 하지만, 중견·대기업 면세점의 임대료가 20% 감면될 예정이다. 또한, 면세점 업계의 어려움을 감안하여 실질적인 도움이 될 수 있는 추가적인 지원 방안을 검토 중이다(4/27 면세점 3社 CEO 간담회). **주요 대기업 면세점 업체들이 최근에 있었던 T1 면세점 입찰에서 매우 소극적으로 나섰던 점을 감안한다면, 추가적인 지원 방안이 나올 가능성이 높다.** 실제 인천국제공항공사는 신종인플루엔자와 금융위기 영향이 있었던 2009년 3월부터 1년간 공항면세점의 임대료를 10% 감면해준 바 있다.

또한 **관세청은** 면세점 업계의 요청을 받아들여, 지난 4/29에 **6개월 이상의 장기재고 면세품에 대한 국내 판매를 한시적으로 허용**하였다. 이와 같은 재고 면세품 판매는 면세점 업체들의 유동성 개선에 큰 도움이 될 것이다. 재고 매입 이후 판매가 되지 않아서 현금흐름 운용에 어려움을 겪고 있었기 때문이다. 게다가 **면세점 재고물품의 국외 반송에 대한 규제도 완화**된 것으로 판단된다. 이번 규제 완화를 통해 물품 공급자 외 제3자에 대한 국외 반송 역시 한시적으로 허용되었기 때문이다. 아직 추가적인 지침에 대한 확인이 필요하지만, 실질적으로 다이고가 출입국 과정에서 발생하는 격리 기간의 리스크를 회피하고, 면세점에서 구매한 상품을 바로 받을 수 있는 길이 열린 것으로 추산된다.

인천국제공항 T1 터미널 면세점 입찰 현황

사업자	구역	임대 기간	면적(m ²)	품목	입찰 결과	최소보장금(십억원)
신세계디에프	DF1	'18/7~'23/7	6,277	향수, 화장품 및 전 품목	대상 아님	N/A
	DF5	'18/7~'23/7	1,814	피혁, 패션	대상 아님	N/A
	DF7	'15/9~'20/8	2,786	패션, 잡화	현대백화점면세점	41
호텔신라	DF2	'15/9~'20/8	1,106	향수, 화장품	재입찰 필요	116
	DF4	'15/9~'20/8	486	주류, 담배	재입찰 필요	64
	DF6	'15/9~'20/8	1,852	패션, 잡화	재입찰 필요	44
호텔롯데	DF3	'15/9~'20/8	506	주류, 담배	재입찰 필요	70

자료: 인천국제공항공사, 언론보도, 키움증권 리서치 / 주: 1) 최소보장금(임대료)은 1차년도 기준임

주요 관계기관의 면세점 산업 지원 정책

구분	내용
공항면세점 임대료 인하	<ul style="list-style-type: none"> - 인천국제공항공사는 공항을 이용하는 여객수가 전년 대비 60%에 도달할 때까지, 3~8 월 최대 6개월간 한시적으로 면세점 임대료를 인하하기로 결정 - 중소·소상공인은 50%, 중견·대기업은 20% 감면 적용 - 더불어, 실질적인 도움이 되도록 추가적인 지원방안을 적극 검토 중
재고 면세품 판매 규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> - 관세청은 재고 면세품을 수입통관한 뒤 국내에서 판매하는 것을 한시적으로 허용하고, 아울렛 등의 채널에서 판매할 예정 - 다만, 국내 시장에 미치는 영향을 최소화하기 위해 6개월 이상 장기재고에 한해 허용하고, 판매가격도 면세 된 가격이 아닌 재고기간 등을 고려해 책정할 예정 - 면세점 재고물품의 국외 반송의 경우, 기존에 물품 공급자에 대한 반품만 허용되었으나, 물품 공급자 외 제3자에 대한 반송 역시 한시적으로 허용할 예정

자료: 인천국제공항공사, 관세청, 키움증권 리서치

3) 출입국 규제 완화 시점이 중요

하지만, 궁극적인 면세점 수요 회복을 위해서는 하루 빨리 출입국 규제가 완화되는 것이 중요하다. **출입국 규제 완화가 늦어질수록 면세점을 방문하는 중국 다이고들이 보유한 고객들이 이탈할 가능성이 높아지기 때문이다.** 따라서, 코로나19 사태가 장기화 될수록 면세점 업체들에게는 불리할 수밖에 없다.

실제 주요 화장품 업체들의 1분기 실적발표 내용을 보면, 면세점 등 오프라인 채널에서의 매출 감소를 이커머스 채널 고성장을 통해 커버한 것으로 추산된다. 중국 소비자들 입장에서 오프라인 채널 구매가 어렵기 때문에, 온라인 채널에서 구매를 해야 하는데, 그들의 구매 활동은 다이고들이 운영하던 SNS 플랫폼이나 C2C 채널이 아닌 다른 온라인 쇼핑몰에서 일어났을 가능성이 높다. 다이고들이 보유한 재고가 제한적이기 때문이다. 실제 중국 현지 언론보도에 따르면, 올해 2월에 Tmall Global과 JD.com의 해외직구몰에서 화장품 매출액이 급증한 것으로 알려졌으며, 중국 다이고들도 그들의 고객들을 잃는 것에 대해 걱정을 하고 있는 상황이다.

주요 관계기관의 정책적 지원으로 인해, 면세점 업체들의 매출과 수익성이 회복될 가능성이 생긴 것은 사실이다. 특히, 재고 면세품에 대한 국내 판매 한시적 허용과 국외 반송 규제 완화는 5월부터 매출 회복에 대한 기대감을 강화시켜 줄 수 있다. 하지만, 이러한 지원에도 불구하고 한국과 중국 간의 출입국 규제 완화가 없다면, 향후 면세점 채널에서의 다이고와 관광객의 추가적인 매출 성장에 걸림돌이 될 수 있다.

그렇다면, **한국과 중국 간의 출입국 규제가 제거되기 위해서는 어떤 조건들이 필요할까?** 먼저, **한국과 중국에서 코로나19 사태가 종식되어야 한다.** 메르스 사태 케이스를 감안한다면, 추가 확진자 수가 발생이 멈추고, 잠복기간의 2배인 4주 정도 코로나19 확진자가 없어야 한다. 더불어, **글로벌 팬데믹 기조가 완화되는** 모습이 중요하다. 한국과 중국에서 코로나19 사태가 종식되더라도, 다른 국가에서 코로나19 사태가 진정되는 기미가 없다면, 출입국 규제 제거에 적극적으로 나서기가 쉽지 않다.

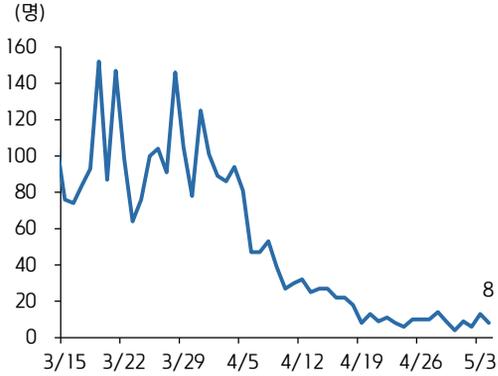
다만, 이번 코로나19 사태를 계기로 한국과 중국 간에 우호적인 분위기가 형성되면서, 올해 5/1부터 한·중 기업인 입국 절차 간소화 방안이 신설된 점은 긍정적이다. 이번 합의는 코로나19에 따른 입국제한이 전 세계적으로 이뤄지는 가운데 예외입국을 제도화한 첫 사례로 알려져 있다. 따라서, **향후 코로나19 사태의 안정화 정도에 따라 한국과 중국 간의 출입국 규제 완화가 다양한 각도에서 검토될 가능성**이 높다.

주요 화장품 업체 1Q20 실적발표 동향

업체명	실적발표일	채널별 매출 관련 주요 내용
로레알	4/16	이커머스 매출 +53% 성장하면서, 디지털 전환 가속화. 이커머스 매출 비중 20%에 근접
LG 생활건강	4/23	면세점 등 오프라인 매출 감소를 온라인 매출 성장으로 커버
아모레퍼시픽	4/28	면세점 등 오프라인 채널 매출 급감을 온라인 매출 성장(+90% 이상)으로 커버
에스티로더	5/1	온라인 매출 성장률이 COVID-19 기간에 더욱 가속화 되었음(strong double digit 성장)

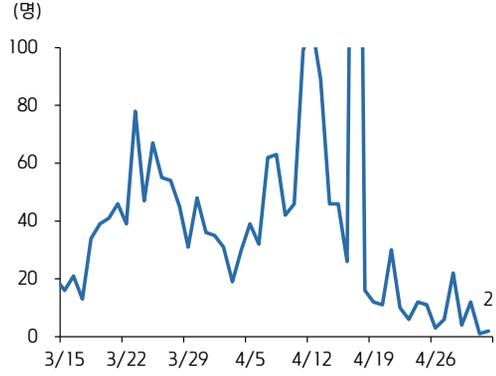
자료: 각 사 자료, 언론보도, 키움증권 리서치 정리

한국 코로나19 확진자 수 증감 추이



자료: 한국 질병관리본부

중국 코로나19 확진자 수 증감 추이



자료: 중국 국가위생건강위원회

한중 기업인 입국 절차 간소화 방안('신속통로' 제도 시행)

제도 목적	양국 간 필수적인 경제활동을 보장하기 위함
시행 시기 및 대상	5/1 부터 한중 기업 간 교류가 많은 10 곳에서 우선적으로 신속통로 입국 절차 시행 (상하이시, 톈진시, 충칭시, 랴오닝성, 산둥성, 장쑤성, 광둥성, 섬서성, 쓰촨성, 안후이성)
제도 내용	기업인이 중국으로 떠나기 전 72 시간 이내에 받은 코로나 19 진단검사서에서 음성 판정을 받은 뒤, 중국 현지에서 도착해서 다시 한번 받은 진단검사 결과에서도 음성이 나오면, 14 일 동안의 격리 조치 없이 경제활동을 할 수 있게 하는 제도
신청 방법	1) 중국에 진출한 한국 기업 or 한국이 투자한 중국 기업 등이 중국 지방정부에 신청 2) 한국 기업인이 주한중국대사관이나 영사관한테 비자를 발급 받으면, 3) 양국 간 합의된 특별 방역절차를 준수하는 조건으로 간소화된 입국절차를 받게 됨

자료: 외교부, 언론보도, 키움증권 리서치 정리

>>> 바잉 파워 이동 가속화

1) 쿠팡의 영업적자 축소는 바잉 파워의 상승을 의미

4/14 금융감독원 전자공시시스템을 통해, 2019년 쿠팡의 연간 실적이 공개되었다. **쿠팡의 매출액은 7.15조원으로 전년대비 +64% 성장하였고, 영업적자는 -7,205억원으로 전년대비 약 4천억원 정도 축소**되었다. 2018년 영업적자는 2017년 대비 4천억원 이상 확대되면서, 시장에서는 동사의 수익성 개선 가능성에 대해 의구심이 강한 편이었다. 하지만, 2019년에는 매출 고성장과 동시에 영업적자 축소에서도 성과를 거뒀다는 점에서 큰 의미가 있다.

그렇다면, 쿠팡의 영업적자는 어떻게 축소되었을까? 가장 개선 폭이 컸던 부분은 매출총이익률이다. **동사의 GPM은 전년대비 12%p 개선되었고, 매출총이익 절대금액도 약 1조원 가까이 증가**하였다. 쿠팡의 매출은 크게 상품과 수수료 매출로 나뉜다. 상품 매출은 쿠팡이 재고를 직접 매입한 후 소비자에게 판매하여 발생한 매출이다(직매입). 한편, 수수료 매출은 광고매출(검색상품광고 등), 상품판매증개수수료(마켓플레이스), 멤버십 수수료(로켓와우클럽 등) 등으로 구성되어 있다. 통상 수수료 매출은 매출원가가 거의 없기 때문에, 수수료 매출 비중이 증가하면 GPM이 개선될 수 있다. 따라서, **검색상품광고, 멤버십 수수료 매출의 증가 외에도 쿠팡마켓플레이스의 거래액 확대를 통해서도 GPM 개선이 가능하다.**

하지만, 작년도 YoY GPM 개선 폭은 12%p로 매우 높은 편이다. 2018년 쿠팡 매출액에서 직매입(상품 매출)이 차지하는 비중이 90% 수준인 점을 감안한다면, 수수료 매출 비중 증가로만 설명하기 어려운 수치이다. 매출 비중이 10% 내외에 불과한 수수료 매출의 고성장을 통해, 전사 GPM이 12%p나 개선되는 거의 불가능하다. 따라서, **이번 GPM 개선의 가장 큰 요인은 쿠팡의 바잉 파워 개선에 있을 것**으로 추산된다. 쿠팡의 매출액이 커지면서 구매 볼륨이 크게 증가하였고, **1) 상품 구매 단가와 2) Product Mix 측면에서 GPM 개선에 긍정적인 효과**가 있었을 가능성이 높다.

통상 유통업체의 구매 볼륨이 커지면 제조사에 대한 협상력이 상승하면서, **상품구매단가가 낮아질 가능성**이 높다. 제조사 입장에서도 쿠팡에 납품하면 대규모의 판매처를 확보하는 동시에, 트래픽 증가에 따른 높은 매출 성장률이 기대되기 때문에, 적극적으로 판촉활동에 나설 동인이 커진다. 더불어, **쿠팡의 거래액 규모가 커지면서 재고 회전율이 낮은 상품들의 판매가 증가했을 가능성**이 높다. 재고 회전율이 낮다는 것은 소비자가 특정 채널에 방문했을 때, 구매 빈도가 낮음을 의미한다(트래픽 대비 구매 빈도가 낮음을 의미). 따라서, 해당 상품을 공급하는 업체들은 대규모 트래픽이 발생하는 대형 유통업체에 대한 의존도가 높을 수밖에 없다. 이러한 의존도를 수익성 관점에서 접근한다면, 재고 회전율이 낮은 상품을 공급하는 업체들은 대규모 구매를 해주는 유통업체에게 상대적으로 높은 수수료를 지급할 가능성이 높고, 유통업체 입장에서는 해당 상품이 수익성이 높은 상품이 될 수 있다. 쿠팡은 이미 상품 구색 측면에서(특히 비식품) 대형마트를 앞지른 상황이고, 대형마트는 트래픽 감소로 식품 대비 비식품 매출의 감소폭이 큰 상황이다. 따라서, 상품을 유통업체에 공급하는 제조사(특히 비식품)에 대한 쿠팡의 협상력이 상승했을 가능성이 높다.

게다가 2019년 쿠팡의 판관비율은 2018년대비 3.9%p 개선되었다. 2018년 판관비율이 2017년 대비 1.3%p 개선된 것과 비교한다면, 판관비를 개선 폭이 더욱 커진 상황이다. 주요 비용 항목 중에서 광고 선전비, 소모품 등 매입의 증가율은 매출액 증가율 대비 높은 편이었다. 운반 및 임차료 증가율은 리스 회계 적용에 따라 사용권자산상각비로 전환된 비용을 감안한다면, 매출액 증가율과 유사한 수준(+61%)이었다. **하지만, 인건비와 서비스 이용수수료 증가율은 매출액 증가율을 하회**하였다. 특히, **판관비에서 가장 큰 비중을 차지하는 인건비의 증가율이 2018년 +51%에서, 2019년 +41%로 하락**하였다. 이처럼 판관비에서 큰 비중을 차지하는 인건비의 증가율 둔화는 향후 판관비율 개선 측면에서 긍정적이다.

물론, 쿠팡의 대규모 투자는 여전히 현재진행형이고, 영업적자 레벨과 현금흐름도 아직 안심하기에 이른 상황이다. 동사는 올해 1분기에도 차입과 유상증자를 통해 추가로 2,500억원 이상을 조달하였다. 하지만, 2019년 연간 실적을 통해 규모의 경제 실현 가능성을 보인 점은 긍정적이다. 만약, **동사의 바잉 파워 상승으로 GPM 개선이 추가로 나타날 수 있다면, 전자 매출 성장 뿐만 아니라 수익성 측면에서도 선순환 구조에 진입할 수 있을 것이다.**

한편, 기존의 전통 오프라인 유통 업체들은 이커머스 시장 성장에 대한 대응이 더 급해질 수밖에 없게 되었다. 전통 오프라인 유통업체들은 해외사업 확장과 국내 오프라인 채널 영업에서 어려움을 겪으면서, 전반적인 재무 상황이 많이 악화된 상황이다. 게다가, 최근 코로나19 사태로 비대면(Untact) 소비가 증가한 점도 부담이다. 따라서, **이번 쿠팡의 영업적자 축소는 중장기적으로 전통 오프라인 유통 업체들에게 큰 고민거리가 될 가능성이 높다.**

쿠팡 실적 추이

(단위: 십억원)

구분	2019년 4월 공시 기준			2020년 4월 공시 기준		
	'17	'18	YoY	'18	'19	YoY
GMV 추정	6,781	10,849	60%	10,849	17,077	57%
매출액	2,685	4,423	65%	4,355	7,153	64%
매출원가	2,167	3,673	70%	4,143	5,950	44%
상품매입액	2,167	3,673	70%	3,651	5,142	41%
기타				492	808	64%
매출총이익	518	750	45%	212	1,203	468%
판매비	1,157	1,847	60%	1,340	1,924	44%
영업이익	-639	-1,097		-1,128	-721	
EBITDA	-586	-1,040		-1,071	-643	
전체 영업비용	3,324	5,520	66%	5,483	7,874	44%
상품매입액	2,167	3,673	70%	3,651	5,142	41%
인건비	655	987	51%	1,012	1,425	41%
서비스 이용수수료	165	270	64%	270	406	51%
세금과공과	17	29	68%	35	41	16%
운반 및 임차료	148	237	60%	226	261	15%
소모품 등 매입	35	54	54%	54	95	74%
감가상각비	52	57	9%	57	181	216%
사용권자산상각비					103	
사용권자산상각비 외	52	57	9%	57	78	36%
광고선전비	54	155	188%	151	293	94%
기타	29	59	100%	25	30	19%
GPM	19.3%	17.0%	-2.3%p	4.9%	16.8%	12.0%p
판매비율	43.1%	41.8%	-1.3%p	30.8%	26.9%	-3.9%p
OPM	-23.8%	-24.8%	-1.0%p	-25.9%	-10.1%	15.8%p
EBITDA%	-21.8%	-23.5%	-1.7%p	-24.6%	-9.0%	15.6%p
현금 및 현금성자산	176	642	265%	642	816	27%
단기금융자산	127	139	9%	139	172	24%
재고자산	288	457	59%	423	712	68%
유동 차입금	57	49	-14%	49	17	-65%
비유동 차입금	296	297	0%	297	313	5%
총차입금	353	346	-2%	346	330	-5%
순차입금	50	-435		-435	-658	
자본금 납입	86	1,355	1472%	1,355	792	-42%
Capex	40	88	124%	88	246	178%

자료: 금융감독원 전자공시시스템, 와이즈앱/와이즈리테일, 키움증권 리서치

주: 1) GMV는 와이즈앱/와이즈리테일 결제금액 기준(17년은 당사 추정치).

다만, 와이즈앱/와이즈리테일 결제금액은 거래취소 금액 등이 잡혀 있지 않아서, 실질 GMV 대비 다소 높게 잡히는 경향이 있음

2) 회계기준 변경 및 재무제표 재작성 등의 사유로 2019년 4월과 2020년 4월에 공시된 2018년 실적에는 다소 차이가 있음

2) 롯데의 점포 구조조정 개시로 바잉 파워 이동 가속화 전망

앞서 언급한 쿠팡의 바잉 파워 개선은 거래액 증가에 따라 대부분의 상품 카테고리에서 발생했을 가능성이 높는데, 그 개선의 정도는 식품 보다는 비식품이 컸을 가능성이 높다. 2012년 이후 대형마트 시장 규모가 매년 역성장하는 가운데, 비식품 매출 비중이 꾸준히 감소하였고, 최근에는 대형마트 업체들이 비식품 영업면적을 줄이는 방법으로 점포 구조조정을 단행한 점은 이러한 주장을 뒷받침하기에 충분하다. 실제 쿠팡의 거래액도 식품 보다는 비식품 비중이 훨씬 높을 것으로 추산된다. 2019년도 산업통상자원부 데이터에 따르면, 온라인판매증개 4사(이베이코리아/쿠팡/11번가/인터파크)의 월평균 식품 매출 비중이 14.7% 수준에 불과했다. 쿠팡의 식품 거래액 비중이 다른 3개 회사보다 높다고 가정하더라도, 전체 식품 거래액 규모가 3조원을 상회하기는 어려워 보인다.

하지만, 새벽배송이 활성화되고 신선식품의 온라인 판매가 증가하면서, 쿠팡을 비롯한 이커머스 업체들이 식품 카테고리에서도 시장점유율이 상승하고 있는 상황이다. 결과적으로 **대형마트와 슈퍼마켓에 머물러 있던 신선식품/가공식품/생활용품 등에 대한 장보기 활동이 이커머스로 이동**하고 있는 것이다.

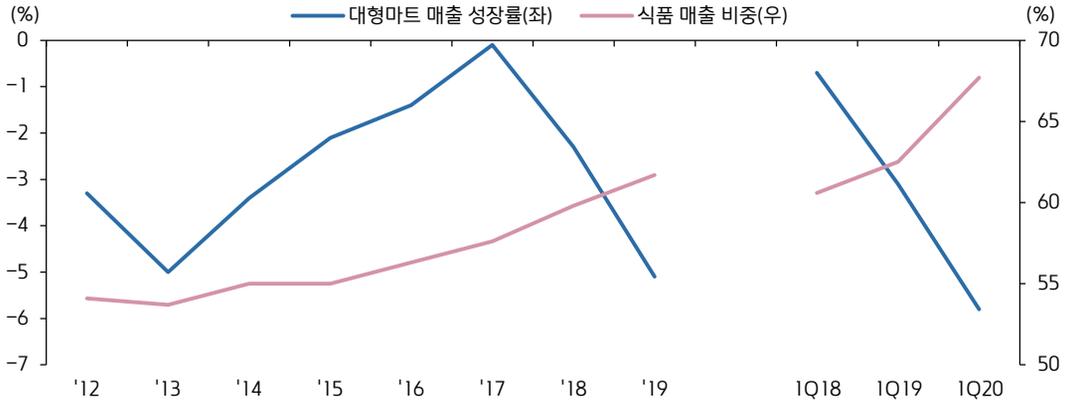
한편, 롯데쇼핑은 올해 초에 대규모 점포 구조조정을 발표하였다. 향후 3~5년 정도 대규모 점포 폐점을 계획하고 있는데, 대형마트는 전체 점포의 40%인 50개 이상을 줄이고, 슈퍼는 전체 점포의 17%인 70개 이상을 없앨 계획이다. 대형마트와 슈퍼(SSM)가 영업적자가 심한 상황이기 때문에, 이번 점포 구조조정은 충분히 검토 가능한 부분이다. 하지만, 이와 같은 **대규모 점포 구조조정은 롯데마트와 롯데슈퍼의 바잉 파워를 약화 시킬 수 있다.**

롯데마트의 2019년 전체 거래액은 6.3조원 정도로 추산되는데, 전체 점포의 40%가 구조조정 되면 거래액이 급격하게 감소할 수밖에 없다. 구조조정 대상이 되는 점포의 매출액이 점포당 평균 매출액의 60%라고 가정하면, 전체 거래액의 약 24%가 감소하는 효과가 발생한다. 거래액 규모로 계산하면 약 1.5조원 정도 감소할 수 있으며, 매년 발생할 기존점 매출의 감소까지 감안한다면, 실질적인 거래액 감소 효과는 더욱 크게 나타날 수 있다.

식품 카테고리의 거래액 감소도 클 가능성이 높다. 롯데쇼핑의 2019년 식품 거래액은 6.1조원 수준으로 추산되는데, 이 중에 온라인 유통을 제외한 대형마트가 3.9조원, 롯데슈퍼가 1.8조원 내외로 추산된다. 구조조정 대상이 되는 점포의 매출액이 점포당 평균 매출액의 60%라고 가정하면, 대형마트의 거래액이 -24%, 롯데슈퍼의 거래액이 -10% 감소하는 효과가 나타난다. 식품 거래액 규모로 계산하면 약 1.1조원 정도 감소할 수 있으며, 매년 발생한 기존점 매출의 감소까지 감안한다면, 실질적인 거래액 감소 효과는 더욱 크게 나타날 수 있다.

이와 같은 대형마트와 슈퍼의 거래액 감소를 이커머스 채널의 매출 확대로 일부 커버할 수 있을 것이다. 하지만, 현재 롯데마트와 롯데슈퍼의 온라인 유통 전체 거래액이 0.6조원 수준인 점을 감안한다면(식품은 0.4조원 내외 추산), 향후 3~5년 동안 오프라인과 온라인 합산 거래액이 증가하기는 쉽지 않은 구조이다. 따라서, 이번 대규모 점포 구조조정으로 인해, 장보기 활동에서 주로 구매가 일어나는 상품 카테고리에서 바잉 파워가 약해질 개연성이 있다.

대형마트 전체 매출 성장률과 식품 매출 비중 추이



자료: 산업통상자원부

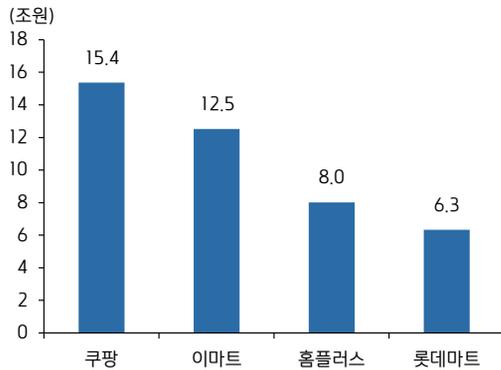
롯데쇼핑 점포 구조조정 계획

업태	현재 점포 수(개)	예상 폐점 규모
백화점 및 아울렛	51	5 개 이상
마트	124	50 개 이상
슈퍼	412	70 개 이상
롭스	131	20 개 이상

자료: 언론보도

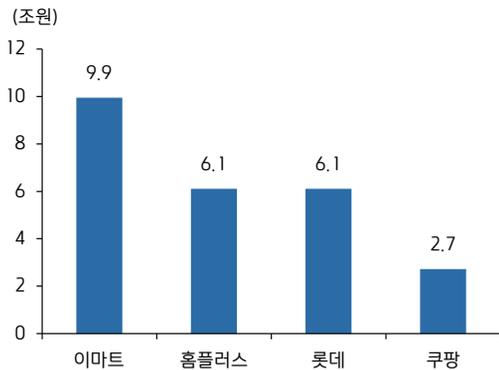
주: 1) 현재 점포 수는 2020년 1월 기준 위탁 점포 포함.
2) 예상 폐점 규모는 3~5년 정도 진행될 예정

2019년 쿠팡 vs 대형마트 전체 거래액 비교 추정



자료: 산업통상자원부, 와이즈앱/와이즈리테일, 키움증권 리서치
주: 1) 대형마트 업체의 거래액은 SSM과 이커머스를 제외한 순수 대형마트 거래액 기준임

2019년 쿠팡 vs 대형마트 식품 거래액 비교 추정



자료: 산업통상자원부, 와이즈앱/와이즈리테일, 키움증권 리서치
주: 1) 대형마트 업체의 식품 거래액은 SSM과 이커머스를 포함한 총 식품 거래액 기준임
주: 2) 쿠팡의 식품 거래액은 당사의 거래액 추정치 테이블에서 시나리오 2의 가정을 적용

롯데마트/롯데슈퍼 점포 구조조정에 따른 거래액 변화 추정

(단위: 조원)

전체 평균 대비 구조조정 대상 점포의 매출액 수준	2019년	100%	90%	80%	70%	60%	50%
롯데마트 전체 거래액	6.33	3.80	4.05	4.31	4.56	4.81	5.07
롯데쇼핑 식품 거래액(마트+슈퍼+이커머스)	6.10	4.24	4.42	4.61	4.80	4.98	5.17

자료: 키움증권 리서치 추정

주: 1) 롯데마트는 전체 점포의 40%, 롯데슈퍼는 전체 점포의 17%가 감소 가정. 구조조정 되지 않는 점포의 기존점 매출은 변화가 없다고 가정.

이처럼 롯데마트와 롯데슈퍼가 주춤하는 사이에 쿠팡을 비롯한 이커머스 채널의 거래액은 더욱 성장하면서 바잉 파워가 확대될 가능성이 높다. 그렇다면, 대형마트 업체에서 1 위이고, 식품 거래액에서 가장 높은 규모를 자랑하는 이마트는 이러한 공세를 견뎌내고, 바잉 파워 레벨을 지킬 수 있을까?

비식품 거래액 측면에서는 이마트도 고전이 예상된다. 다만, 식품 거래액은 아직 쿠팡과의 격차가 큰 편이다. 2019 년도 이마트의 식품 거래액은 에브리데이와 쓱닷컴을 포함하여 9.9 조원 수준으로 추산되는데, 쿠팡의 식품 거래액은 아무리 공격적으로 추산해도 3 조원 초반 수준에 불과하다. 아직까지는 약 7 조원 내외의 갭이 존재하는 것이다. 물론 거래액 성장을 측면에서 쿠팡이 이마트를 압도하고 있기 때문에, 해당 격차는 점차 줄어들 가능성이 높다. 하지만, **여전히 식품 거래액 격차가 크고 이마트가 업계 1 위라는 상징성이 있기 때문에, 단기간에 바잉 파워가 역전되기는 쉽지 않을 것으로 판단된다.**

이마트 vs 쿠팡 식품 거래액 추정: 쿠팡 식품 거래액 레벨에 대한 시나리오별 분석

시나리오 1: 쿠팡 식품 거래액 2.3 조원 가정(쿠팡 GMV * 14.7%)

구분(단위: 조원)	'19	'20E	'21E
이마트	9.9	10.5	11.1
(YoY)		5.9%	5.2%
이마트+에브리데이	8.7	8.9	9.1
(YoY)		2%	2%
쓱닷컴	1.2	1.6	2.0
(YoY)		34%	23%
쿠팡	2.3	3.6	4.9
(YoY)		58%	36%

시나리오 2: 쿠팡 식품 거래액 2.7 조원 가정(시나리오 1 * 1.2)

구분(단위: 조원)	'19	'20E	'21E
이마트	9.9	10.5	11.1
(YoY)		5.9%	5.2%
이마트+에브리데이	8.7	8.9	9.1
(YoY)		2%	2%
쓱닷컴	1.2	1.6	2.0
(YoY)		34%	23%
쿠팡	2.7	4.3	5.8
(YoY)		58%	36%

시나리오 3: 쿠팡 식품 거래액 3.2 조원 가정(시나리오 1 * 1.4)

구분(단위: 조원)	'19	'20E	'21E
이마트	9.9	10.5	11.1
(YoY)		5.9%	5.2%
이마트+에브리데이	8.7	8.9	9.1
(YoY)		2%	2%
쓱닷컴	1.2	1.6	2.0
(YoY)		34%	23%
쿠팡	3.2	5.0	6.8
(YoY)		58%	36%

자료: 산업통상자원부, 와이즈앱/와이즈리테일, 키움증권 리서치

주: 1) 시나리오 1에서 식품 거래액 비중 14.7%는 산업통상자원부의 온라인판매중개업체 4社 월별 식품 거래액 비중 평균 수치임
 2) 시나리오 2와 3은 쿠팡의 식품 거래액 비중이 온라인판매중개업체 4社 내의 타사(이베이코리아/11번가/인터파크) 대비 비중이 클 가능성이 높음을 감안하여, 시나리오 1의 쿠팡 식품 거래액 대비 할증한 수치임

식품 소매유통 시장규모 추이 및 전망

(단위: 조원)

구분	'17	'18	'19	'20E	'21E
식품 전체	105.3	109.6	111.4	115.9	118.6
대형마트 3사	16.4	16.9	16.6	16.1	15.6
이커머스 전체	10.4	13.5	17.0	21.9	25.8
온라인판매중개 4사	3.2	4.2	5.8		
온라인판매 9사	2.5	3.2	3.4		
기타	4.7	6.1	7.8		
SSM 4사	4.7	4.9	4.9	5.0	4.8
편의점 3사	10.7	11.7	12.2	13.1	13.9
기타	63.2	62.6	60.8	59.8	58.5

YoY 증가율	'17	'18	'19	'20E	'21E
식품 전체	4%	4%	2%	4%	2%
대형마트 3사	2%	3%	-2%	-3%	-3%
이커머스 전체	18%	30%	26%	29%	18%
SSM 4사	2%	4%	0%	2%	-3%
편의점 3사	15%	9%	4%	8%	6%
기타	1%	-1%	-3%	-2%	-2%

MS	'17	'18	'19	'20E	'21E
대형마트 3사	16%	15%	15%	14%	13%
이커머스 전체	10%	12%	15%	19%	22%
SSM 4사	4%	4%	4%	4%	4%
편의점 3사	10%	11%	11%	11%	12%
기타	60%	57%	55%	52%	49%

자료: 산업통상자원부, 통계청, 와이즈앱/와이즈리테일, 키움증권 리서치

주: 1) 온라인판매중개 4사: 이베이코리아, 11번가, 인터파크, 쿠팡

2) 온라인판매 9사: 이마트, 신세계, 에이케이몰, 홈플러스, 갤러리아몰, 롯데닷컴, 롯데마트몰, 위메프, 티몬

Ⅲ. 유통 업종 투자전략

업종 Top Picks: GS리테일, 신세계

글로벌 팬데믹으로 확산된 코로나19 사태는 점차 완화되는 모습을 보이고 있으나, 아직 한국과 중국을 제외하면 확실히 안심할 단계는 아닌 것으로 추산된다. 한국은 대외경제 의존도가 높기 때문에, 글로벌 수요 충격에 따른 불확실성이 커지면, 경기민감도가 높은 재화와 서비스를 중심으로 내수 소비가 흔들릴 가능성이 높다.

더불어, 유통 업종 내에서 가장 고성장을 보였던 면세점은 코로나19 사태로 직격탄을 맞은 상황이다. 점포가 위치한 한국과 수요의 근원인 중국에서 코로나19 사태가 가장 빠르게 안정화 되고 있는 모습은 긍정적이나, 코로나19의 글로벌 팬데믹 상황이 전개되면서, 여전히 많은 사람들이 국경간 이동에 거부감을 느끼고 있다.

이러한 복잡한 국면에서 **GS리테일**은 훌륭한 투자 대안으로 평가될 수 있다. 편의점 사업이 점포 순증과 매출 개선으로 안정적으로 성장하는 가운데, 코로나19 영향을 크게 받았던 호텔과 H&B 사업부가 점차 회복될 것으로 기대되기 때문이다. 편의점은 식품 매출 비중이 높아서 경기민감도가 낮고, 코로나19 영향을 받았던 사업도 내수 소비만 회복되면 어느 정도 실적 회복이 가능한 편이다.

과거 매크로 위기 국면을 점검해보면, 상용근로자 관련 고용지표에 큰 충격이 없다는 전제 하에서는, 백화점 업체의 실적 회복 가시성도 높은 편으로 판단된다. 하지만, 면세점은 여전히 불안요소가 있다. 정부의 정책적 지원이 강해지고 있는 점은 긍정적이나, 출입국 이동 규제가 완화되는 시점을 예측하기가 어려운 편이다. 따라서, 투자자 입장에서는 백화점 사업과 면세점 사업을 동시에 영위하고 있는 **신세계**의 상대적 매력도도 높은 편으로 판단된다.

만약, 코로나19 사태에서 발생한 문제들이 빠르게 해소되면서, 한국과 중국 간의 출입국 이동 규제가 완화 내지 제거된다면, **호텔신라**의 Upside Potential이 커질 것이다. 동사는 전 사업부가 코로나19 사태의 영향을 받았고, 면세점 매출 비중이 상장 유통 업체 중에 가장 높은 편이다. 게다가 이번 사태를 계기로 국내공항 면세점의 임차료를 낮추고, 구조적인 수익성 개선을 이룰 수 있기 때문에, 중국 다이고 수요만 회복된다면 주가의 상단은 과거 대비 많이 높아질 개연성이 있다.

유통 업종 실적 전망 및 Valuation Table

(단위: 십억원, 배)

종목명	BGF 리테일	GS 리테일	호텔신라	신세계	현대백화점	롯데쇼핑	이마트	
종목코드	282330	007070	008770	004170	069960	023530	139480	
종가(4/29, 원)	158,000	37,950	85,200	265,000	72,700	99,800	120,000	
시가총액(4/29, 조원)	2.73	2.92	3.34	2.61	1.70	2.82	3.35	
매출액	'19	5,946	9,007	5,717	6,394	2,199	17,622	19,063
	'20E	6,228	9,089	4,332	5,497	2,420	16,908	20,147
	'21E	6,650	9,539	6,233	6,888	3,134	17,130	20,903
영업이익	'19	197	239	296	468	292	428	151
	'20E	202	320	-33	249	215	346	146
	'21E	227	346	318	501	331	547	217
OPM	'19	3.3%	2.7%	5.2%	7.3%	13.3%	2.4%	0.8%
	'20E	3.2%	3.5%	-0.8%	4.5%	8.9%	2.0%	0.7%
	'21E	3.4%	3.6%	5.1%	7.3%	10.5%	3.2%	1.0%
순이익	'19	151	133	170	526	194	-943	234
	'20E	157	207	-72	68	155	6	500
	'21E	177	219	198	241	247	163	255
PER	'19	19.4	22.7	21.4	5.4	10.0	-4.2	15.2
	'20E	17.4	14.1	-47.7	38.1	10.9	523.7	6.7
	'21E	15.5	13.4	17.2	10.8	6.9	18.0	13.1
PBR	'19	4.71	1.39	3.95	0.72	0.46	0.36	0.40
	'20E	3.72	1.26	4.09	0.66	0.39	0.27	0.36
	'21E	3.18	1.19	3.32	0.62	0.37	0.27	0.35
ROE	'19	26.5%	6.2%	20.2%	14.2%	4.6%	-8.1%	2.8%
	'20E	23.2%	9.2%	-8.2%	1.7%	3.6%	0.1%	5.5%
	'21E	22.2%	9.1%	21.3%	5.9%	5.5%	1.5%	2.7%

자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치 추정(순이익은 지배주주순이익 기준임)



기업분석

GS리테일
(007070)

BUY(Maintain)/목표주가 51,000원
돈보이는 체질 개선

신세계
(004170)

BUY(Maintain)/목표주가 320,000원
터널의 끝을 향해 나아가는 중

GS리테일 (007070)



BUY(Maintain)

주가(5/4) 37,500원

목표주가 51,000원

GS리테일은 편의점 사업의 안정적 성장 속에 수퍼/호텔/H&B 등과 같은 非편의점 사업의 체질 개선이 나타나고 있다. 특히, 편의점 점포 순증과 매익률 개선, 호텔 사업부의 수익성 개선이 올해와 내년의 실적 모멘텀을 돋보이게 해줄 것으로 판단된다.

Stock Data

KOSPI (5/4)	1,895.37pt		
시가총액	28,875억원		
52주 주가동향	최고가	최저가	
	42,000원	25,950원	
최고/최저가대비 등락	-10.7%	46.2%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	29.3%	14.0%
	6M	-2.2%	5.1%
	1Y	-2.8%	10.6%

Com any Data

발행주식수	77,000천주
일평균 거래량(3M)	257천주
외국인 지분율	19.0%
배당수익률(20.E)	2.7%
BPS (20.E)	29,920원
주요 주주	GS 외 65.8%

Price Trend



돋보이는 체질 개선

>>> 편의점의 꾸준한 이익 성장 긍정적

GS리테일은 올해 편의점에서 점포 순증 800개를 목표로 하고 있다. 2020년말 점포 수는 2019년말 대비 약 +6% 증가할 것으로 추산된다. 코로나19 영향으로 단기 출점은 다소 둔화될 수 있으나, 중장기적인 편의점 가맹 수요를 크게 흔들 이슈는 아니다. 편의점 점포 출점 기준과 기존점 매출을 어느 정도 유지하면서 점포 수를 늘려나가고 있고, 통합MD 시스템 구축과 PB상품 경쟁력 확보 등을 통해 매익률을 개선하고 있기 때문에, 꾸준한 이익 성장이 가능할 것으로 기대된다.

>>> 非편의점 사업의 수익성 개선도 돋보여

수퍼가 대형 직영점 폐점과 체인 오퍼레이션 전환을 통해 어느 정도 체질 개선에 성공하였다. 앞으로는 호텔, H&B 등의 사업도 전반적으로 수익성 개선이 기대된다. 호텔은 코로나19 영향으로 1Q20 업황이 저점이었고, 내년에는 그랜드 인터컨티넨탈이 리노베이션 후 다시 오픈될 예정이다. H&B는 적자 점포 구조조정을 통해 수익성이 꾸준히 개선되고 있으며, 개발사업도 지하철 6~7호선 점포 영업이 종료되면서 3Q20까지 영업적자 축소 모멘텀이 지속될 전망이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원

GS리테일에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 51,000원을 유지한다. 동사는 편의점 사업의 안정적 성장 속에 非편의점 사업의 수익성도 개선되면서, 업종 내에서 돋보이는 실적 개선 모멘텀을 보여줄 것으로 기대된다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	8,691.6	9,006.9	9,089.4	9,538.7	9,939.0
영업이익	180.3	238.8	319.7	346.4	368.8
EBITDA	481.3	483.4	565.6	593.0	615.4
세전이익	179.5	199.8	268.4	309.2	335.7
순이익	132.3	143.6	206.9	234.4	254.5
지배주주지분순이익	120.6	133.1	207.0	218.7	238.5
EPS(원)	1,566	1,729	2,688	2,840	3,097
증감률(% YoY)	2.1	10.4	55.5	5.7	9.0
PER(배)	25.9	22.7	13.9	13.2	12.1
PBR(배)	1.49	1.39	1.25	1.18	1.11
EV/EBITDA(배)	9.2	8.6	7.0	6.4	6.0
영업이익률(%)	2.1	2.7	3.5	3.6	3.7
ROE(%)	5.9	6.2	9.2	9.2	9.5
순차입금비율(%)	37.4	29.4	25.6	19.1	12.9

자료: 키움증권 리서치

GS리테일 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	2,082.8	2,307.7	2,375.6	2,240.8	2,141.9	2,290.8	2,400.3	2,256.4	9,006.9	9,089.4	9,538.7
(YoY)	4.4%	4.9%	2.2%	3.1%	2.8%	-0.7%	1.0%	0.7%	3.6%	0.9%	4.9%
편의점	1,557.6	1,758.0	1,817.8	1,723.7	1,602.8	1,823.1	1,937.6	1,828.8	6,857.1	7,192.3	7,626.1
(YoY)	5.3%	5.3%	3.5%	4.7%	2.9%	3.7%	6.6%	6.1%	4.7%	4.9%	6.0%
평균 점포 수(개)	13,184	13,315	13,483	13,756	14,016	14,191	14,391	14,616	13,512	14,316	15,116
기말 점포 수(개)	13,260	13,370	13,596	13,916	14,116	14,266	14,516	14,716	13,916	14,716	15,516
점포당 매출액(백만원)	118.1	132.0	134.8	125.3	114.4	128.5	134.6	125.1	507.5	502.4	504.5
(YoY)	0.1%	0.5%	-1.2%	-0.7%	-3.2%	-2.7%	-0.1%	-0.1%	-1.1%	-1.0%	0.4%
수퍼	375.7	384.7	389.3	325.5	345.1	344.2	325.9	273.9	1,475.2	1,289.1	1,232.4
(YoY)	3.0%	3.1%	-4.8%	-9.6%	-8.2%	-10.5%	-16.3%	-15.8%	-2.1%	-12.6%	-4.4%
호텔	67.4	76.6	74.6	86.9	45.3	40.3	47.8	52.8	305.5	186.2	305.5
(YoY)	1.1%	4.9%	6.7%	8.8%	-32.8%	-47.4%	-35.9%	-39.2%	5.5%	-39.1%	64.1%
기타	82.0	88.4	93.8	104.7	148.7	83.3	89.0	100.9	368.9	421.9	374.6
(YoY)	-2.5%	6.5%	4.2%	20.2%	81.4%	-5.8%	-5.1%	-3.6%	7.2%	14.4%	-11.2%
H&B	41.1	40.1	41.0	40.5	33.3	35.0	36.2	36.7	162.7	141.2	138.9
(YoY)	-9.4%	0.1%	-12.1%	-0.6%	-19.0%	-12.8%	-11.8%	-9.4%	-5.9%	-13.2%	-1.6%
기타	40.9	48.3	52.8	64.2	115.4	48.3	52.8	64.2	206.2	280.7	235.7
(YoY)	5.6%	12.5%	21.8%	38.4%	182.3%	0.0%	0.0%	0.0%	20.3%	36.1%	-16.0%
매출총이익	435.9	506.0	528.5	471.8	508.5	517.0	537.5	492.6	1,942.1	2,050.6	2,127.6
(매출액 대비%)	20.9%	21.9%	22.2%	21.1%	23.5%	22.6%	22.4%	21.8%	21.6%	22.6%	22.3%
판매비	414.5	429.0	437.9	421.9	414.7	428.1	436.7	451.3	1,703.2	1,730.9	1,781.2
(YoY)	5.8%	3.2%	3.8%	-1.7%	0.1%	-0.2%	-0.3%	7.0%	2.7%	1.6%	2.9%
(매출액 대비%)	19.9%	18.6%	18.4%	18.8%	19.4%	18.7%	18.2%	20.0%	18.9%	19.0%	18.7%
영업이익	21.4	77.0	90.6	49.9	88.8	88.9	100.7	41.3	238.8	319.7	346.4
(YoY)	-0.9%	38.1%	16.7%	97.1%	314.7%	15.5%	11.2%	-17.3%	32.5%	33.8%	8.4%
(매출액 대비%)	1.0%	3.3%	3.8%	2.2%	4.1%	3.9%	4.2%	1.8%	2.7%	3.5%	3.6%
편의점	26.8	86.8	89.8	53.0	40.6	98.0	104.8	41.9	256.4	285.3	309.9
(YoY)	34.6%	32.9%	17.5%	73.2%	51.6%	12.9%	16.7%	-21.0%	33.4%	11.3%	8.6%
(매출액 대비%)	1.7%	4.9%	4.9%	3.1%	2.5%	5.4%	5.4%	2.3%	3.7%	4.0%	4.1%
수퍼	-4.8	-1.1	2.4	-25.5	16.4	12.4	8.1	-3.7	-29.0	33.2	20.5
(매출액 대비%)	-1.3%	-0.3%	0.6%	-7.8%	4.8%	3.6%	2.5%	-1.3%	-2.0%	2.6%	1.7%
호텔	14.0	12.8	14.3	22.7	-0.7	-3.2	0.6	3.1	63.8	-0.3	63.8
(매출액 대비%)	20.8%	16.7%	19.2%	26.1%	-1.5%	-7.9%	1.2%	5.8%	20.9%	-0.2%	20.9%
기타	-14.6	-21.6	-16.0	-0.4	32.5	-18.2	-12.7	0.0	-52.6	1.5	-47.8
H&B	-3.9	-4.2	-3.9	-4.0	-4.8	-4.0	-3.7	-3.6	-16.0	-16.1	-16.5
기타	-10.7	-17.4	-12.1	3.6	37.3	-14.3	-9.0	3.6	-36.6	17.7	-31.4
세전이익	19.2	72.1	90.2	18.3	60.6	81.2	93.0	33.5	199.8	268.4	309.2
당기순이익	10.5	54.8	68.6	9.7	49.4	61.6	70.5	25.5	143.6	206.9	234.4
지배주주순이익	7.6	52.7	65.7	7.2	54.9	62.3	70.4	19.4	133.1	207.0	218.7
(YoY)	-52.8%	19.3%	11.6%	382.1%	624.1%	18.3%	7.1%	171.2%	10.4%	55.5%	5.7%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	8,691.6	9,006.9	9,089.4	9,538.7	9,939.0
매출원가	6,852.9	7,064.8	7,038.8	7,411.1	7,747.0
매출총이익	1,838.7	1,942.1	2,050.6	2,127.6	2,192.0
판관비	1,658.5	1,703.2	1,730.9	1,781.2	1,823.1
영업이익	180.3	238.8	319.7	346.4	368.8
EBITDA	481.3	483.4	565.6	593.0	615.4
영업외손익	-0.7	-39.0	-51.3	-37.2	-33.1
이자수익	24.5	38.4	33.9	34.2	34.6
이자비용	29.5	73.0	69.2	65.8	62.2
외환관련이익	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
중속 및 관계기업손익	-1.1	-1.1	0.0	0.0	0.0
기타	5.3	-3.4	-16.1	-5.7	-5.6
법인세차감전이익	179.5	199.8	268.4	309.2	335.7
법인세비용	47.2	56.2	61.5	74.8	81.2
계속사업손손익	132.3	143.6	206.9	234.4	254.5
당기순이익	132.3	143.6	206.9	234.4	254.5
지배주주순이익	120.6	133.1	207.0	218.7	238.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.1	3.6	0.9	4.9	4.2
영업이익 증감율	8.8	32.4	33.9	8.4	6.5
EBITDA 증감율	10.2	0.4	17.0	4.8	3.8
지배주주순이익 증감율	2.1	10.4	55.5	5.7	9.1
EPS 증감율	2.1	10.4	55.5	5.7	9.0
매출총이익율(%)	21.2	21.6	22.6	22.3	22.1
영업이익률(%)	2.1	2.7	3.5	3.6	3.7
EBITDA Margin(%)	5.5	5.4	6.2	6.2	6.2
지배주주순이익률(%)	1.4	1.5	2.3	2.3	2.4

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	324.8	804.3	693.8	781.5	792.3
당기순이익	132.3	143.6	206.9	234.4	254.5
비현금항목의 가감	424.5	832.7	660.5	661.2	661.2
유형자산감가상각비	250.3	248.8	249.7	249.7	249.8
무형자산감가상각비	50.7	41.4	41.9	42.5	42.4
지분법평가손익	-3.0	-3.1	0.0	0.0	0.0
기타	126.5	545.6	368.9	369.0	369.0
영업활동자산부채증감	-169.0	-85.3	-76.8	-7.7	-14.5
매출채권및기타채권의감소	8.8	2.1	-22.5	-14.5	-12.9
재고자산의감소	8.4	42.1	-38.3	-11.0	-9.8
매입채무및기타채무의증가	-81.7	-44.3	3.3	17.8	15.9
기타	-104.5	-85.2	-19.3	0.0	-7.7
기타현금흐름	-63.0	-86.7	-96.8	-106.4	-108.9
투자활동 현금흐름	-384.9	-301.1	-200.1	-295.2	-295.2
유형자산의 취득	-287.6	-246.8	-250.0	-250.0	-250.0
유형자산의 처분	19.4	17.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-25.1	-0.8	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-58.9	-66.4	-30.0	-30.0	-30.0
단기금융자산의감소(증가)	-10.3	-100.5	95.0	0.0	0.0
기타	-22.4	95.8	4.9	4.8	4.8
재무활동 현금흐름	31.1	-507.4	-585.3	-584.6	-596.1
차입금의 증가(감소)	78.7	-73.1	-155.0	-135.0	-146.5
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-47.5	-54.3	-57.8	-77.0	-77.0
기타	-0.1	-380.0	-372.5	-372.6	-372.6
기타현금흐름	0.0	0.1	95.5	105.2	107.5
현금 및 현금성자산의 순증가	-29.0	-4.0	3.9	7.0	8.6
기초현금 및 현금성자산	90.7	61.7	57.7	61.7	68.7
기말현금 및 현금성자산	61.7	57.7	61.7	68.7	77.3

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	709.5	800.4	770.2	802.6	833.9
현금 및 현금성자산	61.7	57.7	61.7	68.7	77.3
단기금융자산	89.5	190.1	95.0	95.0	95.0
매출채권 및 기타채권	269.0	270.7	293.2	307.7	320.6
재고자산	224.6	183.4	221.7	232.7	242.4
기타유동자산	154.2	288.6	193.6	193.5	193.6
비유동자산	4,389.4	6,254.4	6,262.9	6,270.6	6,278.5
투자자산	188.1	253.4	283.4	313.4	343.4
유형자산	2,346.5	2,296.9	2,297.2	2,297.5	2,297.7
무형자산	165.3	136.4	114.6	92.1	69.7
기타비유동자산	1,689.5	3,567.7	3,567.7	3,567.6	3,567.7
자산총계	5,098.9	7,054.8	7,033.1	7,073.3	7,112.4
유동부채	1,720.4	1,777.1	1,715.4	1,598.2	1,557.5
매입채무 및 기타채무	854.3	816.3	819.5	837.3	853.2
단기금융부채	791.7	874.6	809.6	674.6	618.1
기타유동부채	74.4	86.2	86.3	86.3	86.2
비유동부채	920.1	2,726.9	2,636.9	2,636.9	2,546.9
장기금융부채	279.5	2,067.3	1,977.3	1,977.3	1,887.3
기타비유동부채	640.6	659.6	659.6	659.6	659.6
부채총계	2,640.5	4,504.0	4,352.3	4,235.1	4,104.4
지배지분	2,087.9	2,173.8	2,303.8	2,445.5	2,599.3
자본금	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
자본잉여금	155.5	155.5	155.5	155.5	155.5
기타자본	-0.4	-0.6	-0.6	-0.6	-0.6
기타포괄손익누계액	-4.1	-10.4	-10.4	-10.4	-10.4
이익잉여금	1,859.8	1,952.3	2,082.3	2,224.0	2,377.8
비지배지분	370.4	377.0	376.9	392.6	408.6
자본총계	2,458.3	2,550.8	2,680.8	2,838.1	3,007.9

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,566	1,729	2,688	2,840	3,097
BPS	27,116	28,232	29,920	31,760	33,757
CFPS	7,232	12,680	11,265	11,631	11,892
DPS	650	750	1,000	1,000	1,100
주가배수(배)					
PER	25.9	22.7	13.9	13.2	12.1
PER(최고)	28.9	24.6	15.7		
PER(최저)	18.6	19.4	9.6		
PBR	1.49	1.39	1.25	1.18	1.11
PBR(최고)	1.67	1.51	1.41		
PBR(최저)	1.07	1.19	0.86		
PSR	0.36	0.34	0.32	0.30	0.29
PCFR	5.6	3.1	3.3	3.2	3.2
EV/EBITDA	9.2	8.6	7.0	6.4	6.0
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주, 현금)	37.8	40.2	37.2	32.9	33.3
배당수익률(% ,보통주, 현금)	1.6	1.9	2.7	2.7	2.9
ROA	2.6	2.4	2.9	3.3	3.6
ROE	5.9	6.2	9.2	9.2	9.5
ROIC	4.1	3.2	4.5	4.8	5.2
매출채권회전율	30.9	33.4	32.2	31.7	31.6
재고자산회전율	38.2	44.2	44.9	42.0	41.8
부채비율	107.4	176.6	162.4	149.2	136.5
순차입금비율	37.4	29.4	25.6	19.1	12.9
이자보상배율	6.1	3.3	4.6	5.3	5.9
총차입금	1,071.1	997.0	842.0	707.0	560.5
순차입금	919.9	749.2	685.2	543.2	388.1
NOPLAT	129.4	128.0	211.3	228.0	245.0
FCF	-31.7	102.8	156.0	242.6	252.7

신세계 (004170)



BUY(Maintain)

주가(5/4) 264,500원

목표주가 320,000원

신세계는 코로나19 사태로 부진했던 백화점의 기존점 성장률이 점차 회복되는 모습을 보이고 있다. 내수 소비가 양극화 되어 있는 점을 감안 시, 향후 상용근로자 고용지표의 타격만 없다면, 하반기 회복 가시성도 비교적 높은 편으로 판단된다. 더불어 면세점 산업에 대한 정책적 지원이 강화되면서, 전반적인 실적 기대감이 상승할 것으로 기대된다.

Stock Data

KOSPI (5/4)	1,895.37pt	
시가총액	26,040억원	
52주 주가동향	최고가 341,000원	최저가 204,000원
최고/최저가 대비 등락	-22.4%	29.9%
주가수익률	절대	상대
	1M 18.0%	4.1%
	6M 13.5%	21.9%
	1Y -19.6%	-8.5%

Company Data

발행주식수	9,845천주
일평균 거래량(3M)	105천주
외국인 자본율	29.3%
배당수익률(20.E)	0.8%
BP (20.E)	403,782원
주요 주주	이명희 외 2인 28.6%

Price Trend



터널의 끝을 향해 나아가는 중

>>> 회복 가시성이 높아지고 있는 백화점

코로나19 사태로 급락한 백화점 기존점 매출 성장률은 점차 회복될 것으로 판단된다. 실제 4월 백화점 기존점 성장률은 공포심리가 강했던 3월 대비 회복 흐름을 보이고 있다. 또한, 코로나19 사태에도 불구하고, 내수 소비 양극화로 인해, 명품 등을 비롯한 중고가 소비는 상대적으로 견조한 편이다. 과거 매크로 위기 국면의 사례 감안 시, 상용근로자 고용지표가 악화되는 것이 아니라면, 하반기 백화점 기존점 성장률의 회복 가시성은 비교적 높은 편으로 판단된다.

>>> 면세점도 최악의 국면을 통과 중

면세점 사업도 최악의 국면을 통과 중이다. 한국과 중국 간의 출입국 규제로 인해, 중국 다이고와 관광객 수요가 저점을 다지고 있는 가운데, 정부와 주요 관계기관의 정책적 지원이 강화되고 있다. 코로나19 사태가 아직 종식되지는 않았지만, 재고 면세품의 국내 판매와 국외 반송이 허용된 점은 면세점 매출 회복에 대한 기대를 강화시켜 줄 것으로 판단된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 32만원

신세계에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 32만원을 유지한다. 백화점 사업의 실적 회복이 진행되는 가운데, 면세점 산업에 대한 정책적 지원이 강화되면서, 동사의 실적 개선 기대감이 점차 상승할 것으로 판단된다.

(십억원, IFRS 연결)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	5,185.7	6,394.2	5,496.7	6,887.6	7,956.0
영업이익	397.4	467.8	248.7	501.4	565.5
EBITDA	699.3	721.4	507.3	761.8	828.4
세전이익	354.8	798.2	180.5	431.5	499.6
순이익	284.9	593.1	136.8	327.1	378.7
지배주주지분순이익	239.0	526.4	68.5	241.4	285.9
EPS(원)	24,274	53,472	6,954	24,524	29,035
증감률(% YoY)	31.1	120.3	-87.0	252.6	18.4
PER(배)	10.5	5.4	38.0	10.8	9.1
PBR(배)	0.73	0.72	0.66	0.62	0.58
EV/EBITDA(배)	9.9	9.5	12.7	8.6	7.9
영업이익률(%)	7.7	7.3	4.5	7.3	7.1
ROE(%)	6.9	14.2	1.7	5.9	6.6
순차입금비율(%)	57.7	44.3	39.0	37.3	33.4

자료: 키움증권 리서치

신세계 연결기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
총매출액	2,305.3	2,293.3	2,385.4	2,687.2	1,877.9	1,734.8	2,271.6	2,581.2	9,671.2	8,465.5	10,230.0
(YoY)	15.0%	12.6%	8.7%	7.1%	-18.5%	-24.4%	-4.8%	-3.9%	10.6%	-12.5%	20.8%
별도기준	957.8	950.3	952.5	1,124.8	836.4	890.1	952.5	1,124.8	3,985.4	3,803.9	4,045.6
(YoY)	-18.9%	-12.7%	-10.2%	-7.8%	-12.7%	-6.3%	0.0%	0.0%	-12.4%	-4.6%	6.4%
(기존점 성장률)	5.4%	5.7%	4.6%	5.4%	-12.7%	-6.3%	0.0%	0.0%	5.3%	-4.6%	6.4%
신세계동대구	127.4	123.2	132.3	152.4	94.8	99.7	132.3	152.4	535.3	479.1	533.1
(YoY)	8.4%	8.2%	10.8%	2.4%	-25.6%	-19.1%	0.0%	0.0%	7.2%	-10.5%	11.3%
신세계인터넷내셔널	365.9	301.7	359.9	397.4	316.6	295.3	390.4	434.1	1,425.0	1,436.4	1,559.8
(YoY)	20.2%	6.5%	15.5%	9.4%	-13.5%	-2.1%	8.5%	9.2%	12.9%	0.8%	8.6%
신세계 DF	834.8	903.4	929.1	1,015.4	619.4	438.1	785.9	870.6	3,682.8	2,714.0	4,037.1
(YoY)	97.2%	62.1%	31.1%	31.6%	-25.8%	-51.5%	-15.4%	-14.3%	49.7%	-26.3%	48.8%
까사미아	27.3	25.0	31.1	35.2	30.6	28.0	33.0	37.3	118.6	128.9	130.1
센트럴시티	66.0	67.3	70.6	68.0	54.1	61.3	67.6	68.0	271.9	251.0	271.9
기타 및 연결조정	-73.9	-77.7	-90.2	-106.0	-73.9	-77.7	-90.2	-106.0	-347.8	-347.8	-347.8
순매출액	1,516.9	1,506.0	1,602.6	1,768.7	1,229.6	1,069.8	1,517.1	1,680.2	6,394.2	5,496.7	6,887.6
(YoY)	38.5%	27.3%	17.3%	14.8%	-18.9%	-29.0%	-5.3%	-5.0%	23.3%	-14.0%	25.3%
영업이익	109.6	68.1	95.9	194.2	-1.7	-9.6	97.2	162.7	467.8	248.7	501.4
(YoY)	-3.2%	-14.7%	36.6%	44.8%	적전	적전	1.4%	-16.2%	17.7%	-46.8%	101.7%
(총매출액 대비%)	4.8%	3.0%	4.0%	7.2%	-0.1%	-0.6%	4.3%	6.3%	4.8%	2.9%	4.9%
별도기준	53.4	32.7	50.6	85.4	29.0	21.0	49.1	83.8	222.1	182.9	237.5
(YoY)	-9.8%	-22.1%	7.8%	-9.3%	-45.6%	-35.8%	-3.1%	-1.9%	-8.3%	-17.6%	29.9%
(총매출액 대비%)	5.6%	3.4%	5.3%	7.6%	3.5%	2.4%	5.2%	7.4%	5.6%	4.8%	5.9%
신세계동대구	4.7	1.8	4.8	9.9	-2.9	-3.6	4.4	9.5	21.2	7.5	21.7
(총매출액 대비%)	3.7%	1.5%	3.6%	6.5%	-3.0%	-3.6%	3.4%	6.3%	4.0%	1.6%	4.1%
신세계인터넷내셔널	29.2	14.6	19.1	21.7	12.7	11.3	23.7	30.1	84.5	77.8	99.2
(총매출액 대비%)	8.0%	4.8%	5.3%	5.5%	4.0%	3.8%	6.1%	6.9%	5.9%	5.4%	6.4%
신세계 DF	12.6	17.3	10.7	71.0	-40.7	-35.1	9.7	32.9	111.6	-33.2	117.9
(총매출액 대비%)	1.5%	1.9%	1.2%	7.0%	-6.6%	-8.0%	1.2%	3.8%	3.0%	-1.2%	2.9%
까사미아	-1.1	-3.4	-5.2	-7.2	-4.9	-4.2	-4.1	-7.1	-16.9	-20.2	-20.1
센트럴시티	21.4	9.9	23.6	18.9	15.5	5.9	22.1	18.9	73.8	62.4	73.8
기타 및 연결조정	-10.5	-4.8	-7.7	-5.5	-10.5	-4.8	-7.7	-5.5	-28.5	-28.5	-28.5
세전이익	893.5	33.4	81.9	-210.6	-18.8	-26.6	80.2	145.7	798.2	180.5	431.5
당기순이익	686.0	24.3	52.1	-169.2	-14.2	-20.2	60.8	110.4	593.1	136.8	327.1
지배주주순이익	666.5	17.0	33.6	-190.7	-26.5	-27.3	42.2	80.0	526.4	68.5	241.4
(YoY)	779.4%	-66.0%	17.8%	적전	적전	적전	25.7%	흑전	120.3%	-87.0%	252.6%

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	5,185.7	6,394.2	5,496.7	6,887.6	7,956.0
매출원가	2,291.6	3,125.9	2,621.9	3,558.2	4,322.0
매출총이익	2,894.1	3,268.3	2,874.8	3,329.4	3,634.0
판관비	2,496.7	2,800.5	2,626.1	2,828.0	3,068.4
영업이익	397.4	467.8	248.7	501.4	565.5
EBITDA	699.3	721.4	507.3	761.8	828.4
영업외손익	-42.5	330.4	-68.2	-69.9	-66.0
이자수익	10.7	8.6	8.4	4.3	6.8
이자비용	83.7	135.8	128.4	126.0	124.5
외환관련이익	16.8	25.8	20.0	20.0	20.0
외환관련손실	23.1	32.5	20.0	20.0	20.0
중속 및 관계기업손익	20.1	0.7	0.0	0.0	0.0
기타	16.7	463.6	51.8	51.8	51.7
법인세차감전이익	354.8	798.2	180.5	431.5	499.6
법인세비용	69.9	205.1	43.7	104.4	120.9
계속사업순손익	284.9	593.1	136.8	327.1	378.7
당기순이익	284.9	593.1	136.8	327.1	378.7
지배주주순이익	239.0	526.4	68.5	241.4	285.9
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	33.9	23.3	-14.0	25.3	15.5
영업이익 증감율	15.0	17.7	-46.8	101.6	12.8
EBITDA 증감율	13.7	3.2	-29.7	50.2	8.7
지배주주순이익 증감율	31.1	120.3	-87.0	252.4	18.4
EPS 증감율	31.1	120.3	-87.0	252.6	18.4
매출총이익율(%)	55.8	51.1	52.3	48.3	45.7
영업이익률(%)	7.7	7.3	4.5	7.3	7.1
EBITDA Margin(%)	13.5	11.3	9.2	11.1	10.4
지배주주순이익률(%)	4.6	8.2	1.2	3.5	3.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	331.3	789.9	807.1	482.2	594.8
당기순이익	284.9	593.1	136.8	327.1	378.7
비현금항목의 가감	451.9	571.5	673.8	675.4	678.0
유형자산감가상각비	279.7	292.0	296.4	298.9	301.1
무형자산감가상각비	22.3	22.7	23.5	22.6	22.9
지분법평가손익	-20.1	-794.4	0.0	0.0	0.0
기타	170.0	1,051.2	353.9	353.9	354.0
영업활동자산부채증감	-281.0	-195.4	148.4	-306.0	-235.0
매출채권및기타채권의감소	-66.1	-31.4	-19.3	-115.9	-89.0
채고자산의감소	-376.0	-161.5	161.3	-231.8	-178.1
매입채무및기타채무의증가	158.3	24.5	6.4	41.7	32.1
기타	2.8	-27.0	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-124.5	-179.3	-151.9	-214.3	-226.9
투자활동 현금흐름	-592.6	-71.5	-340.0	-340.0	-340.0
유형자산의 취득	-388.7	-321.2	-320.0	-320.0	-320.0
유형자산의 처분	24.3	38.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-6.3	-13.6	-20.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-86.3	-522.2	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	159.2	16.2	0.0	0.0	0.0
기타	-294.8	730.9	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	438.3	-893.5	-610.7	-440.9	-397.9
차입금의 증가(감소)	506.8	-527.9	-249.9	-80.0	-50.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-33.6	-37.3	-32.7	-32.7	-19.7
기타	-34.9	-328.3	-328.1	-328.2	-328.2
기타현금흐름	-0.1	0.3	139.2	201.6	201.2
현금 및 현금성자산의 순증가	177.0	-174.8	-4.5	-97.1	58.1
기초현금 및 현금성자산	175.5	352.5	177.7	173.1	76.0
기말현금 및 현금성자산	352.5	177.7	173.1	76.0	134.1

자료: 키움증권 리서치

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,836.9	1,831.2	1,684.6	1,935.3	2,260.4
현금 및 현금성자산	352.5	177.7	173.1	76.0	134.1
단기금융자산	42.9	26.7	26.7	26.7	26.7
매출채권 및 기타채권	428.5	438.8	458.1	574.0	663.0
채고자산	916.5	1,077.4	916.1	1,147.9	1,326.0
기타유동자산	96.5	110.6	110.6	110.7	110.6
비유동자산	9,264.4	11,187.3	11,207.5	11,225.9	11,241.9
투자자산	1,081.0	1,603.2	1,603.2	1,603.2	1,603.2
유형자산	6,800.5	6,481.0	6,504.6	6,525.7	6,544.6
무형자산	425.1	352.0	348.5	345.9	342.9
기타비유동자산	957.8	2,751.1	2,751.2	2,751.1	2,751.2
자산총계	11,101.3	13,018.5	12,892.1	13,161.2	13,502.3
유동부채	3,244.8	3,173.0	3,129.5	3,091.2	3,073.2
매입채무 및 기타채무	1,339.6	1,255.2	1,261.5	1,303.2	1,335.3
단기금융부채	1,317.7	1,293.1	1,243.2	1,163.2	1,113.2
기타유동부채	587.5	624.7	624.8	624.8	624.7
비유동부채	2,854.3	4,330.4	4,130.4	4,130.4	4,130.4
장기금융부채	1,963.0	3,251.5	3,051.5	3,051.5	3,051.5
기타비유동부채	891.3	1,078.9	1,078.9	1,078.9	1,078.9
부채총계	6,099.1	7,503.4	7,259.8	7,221.6	7,203.6
지배지분	3,469.1	3,926.5	3,975.3	4,197.1	4,463.3
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	397.5	397.5	397.5	397.5	397.5
기타지분	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6	-3.6
기타포괄손익누계액	269.5	245.1	245.1	245.1	245.1
이익잉여금	2,439.2	2,920.9	2,969.7	3,191.5	3,457.7
비지배지분	1,533.1	1,588.6	1,656.9	1,742.6	1,835.4
자본총계	5,002.2	5,515.1	5,632.2	5,939.7	6,298.7

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	24,274	53,472	6,954	24,524	29,035
BPS	352,367	398,826	403,782	426,308	453,344
CFPS	74,832	118,291	82,331	101,832	107,326
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주기배수(배)					
PER	10.5	5.4	38.0	10.8	9.1
PER(최고)	19.6	6.5	48.0		
PER(최저)	10.1	4.0	28.6		
PBR	0.73	0.72	0.66	0.62	0.58
PBR(최고)	1.35	0.87	0.83		
PBR(최저)	0.70	0.54	0.49		
PSR	0.49	0.44	0.47	0.38	0.33
PCFR	3.4	2.4	3.2	2.6	2.5
EV/EBITDA	9.9	9.5	12.7	8.6	7.9
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	6.9	3.3	14.4	6.0	5.2
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
ROA	2.7	4.9	1.1	2.5	2.8
ROE	6.9	14.2	1.7	5.9	6.6
ROIC	4.3	5.2	1.7	3.8	4.3
매출채권회전율	13.2	14.7	12.3	13.3	12.9
채고자산회전율	7.5	6.4	5.5	6.7	6.4
부채비율	121.9	136.1	128.9	121.6	114.4
순차입금비율	57.7	44.3	39.0	37.3	33.4
이자보상배율	4.7	3.4	1.9	4.0	4.5
총차입금	3,280.8	2,647.0	2,397.1	2,317.1	2,267.1
순차입금	2,885.4	2,442.6	2,197.3	2,214.4	2,106.3
NOPLAT	289.7	410.8	142.1	333.7	382.3
FCF	-60.0	233.8	270.3	9.2	131.3

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

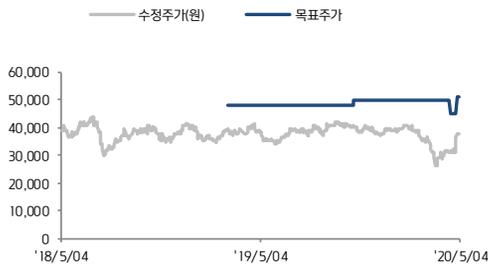
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)		종목명	일자	투자의견	목표 주가	과리율(%)			
				가격 대상 시점	평균 주가 대비					최고 주가 대비	가격 대상 시점	평균 주가 대비	최고 주가 대비
GS리테일 (007070)	2019-03-04	BUY(Initiate)	48,000원	6개월	-20.09	-17.60	신세계 (004170)	2019-03-04	BUY(Initiate)	350,000원	6개월	-14.95	-5.86
	2019-04-10	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-18.90	-14.17		2019-03-21	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-18.77	-14.75
	2019-05-03	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-21.28	-14.17		2019-05-13	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-23.35	-14.75
	2019-07-22	BUY(Maintain)	48,000원	6개월	-20.69	-14.17		2019-07-22	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-27.51	-20.43
	2019-10-22	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-21.64	-18.40		2019-08-12	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-26.24	-18.94
	2019-11-08	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-21.95	-18.40		2019-10-22	BUY(Maintain)	330,000원	6개월	-26.32	-18.94
	2020-01-20	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-21.59	-18.00		2019-11-13	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-23.07	-19.14
	2020-02-03	BUY(Maintain)	50,000원	6개월	-26.13	-18.00		2019-12-02	BUY(Maintain)	350,000원	6개월	-17.88	-7.43
	2020-04-16	BUY(Maintain)	45,000원	6개월	-29.11	-18.89		2020-01-20	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-27.24	-21.13
	2020-04-28	BUY(Maintain)	51,000원	6개월	-25.59	-25.59		2020-02-03	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-31.46	-21.13
2020-05-04	BUY(Maintain)	51,000원	6개월			2020-03-11	BUY(Maintain)	370,000원	6개월	-39.05	-32.16		
						2020-04-16	BUY(Maintain)	320,000원	6개월	-20.44	-17.19		
						2020-05-04	BUY(Maintain)	320,000원	6개월				

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

GS리테일(007070)



신세계(004170)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%