



2020년 10월 13일 | Equity Research



# 유통 Overweight

## 그 많던 여행 소비는 어디로 갔을까?

- | 30조원이 내수로 풀리고 있다
- | 대형 유통업체들 실적 개선 요인으로 작용 중
- | Re-rating 가능한 종목들: 이마트/홈쇼핑  
- 편의점/백화점 저점 매수도 유효

### Industry In-depth

### Top picks 및 관심종목

이마트(139480) | BUY | TP 190,000원(상향) | CP(10월12일) 152,000원  
 GS홈쇼핑(028150) | BUY | TP 175,000원 | CP(10월12일) 134,800원  
 현대백화점(069960) | BUY | TP 80,000원 | CP(10월12일) 59,100원  
 GS리테일(007070) | BUY | TP 50,000원 | CP(10월12일) 36,150원



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

RA 서현정  
 02-3771-7552  
 hjs0214@hanafn.com



# CONTENTS

<b>1. 30조원이 내수로 풀리고 있다</b>	<b>3</b>
<b>2. 대형마트: 3분기 실적, Re-rating 분기점</b>	<b>5</b>
1) 이마트 8월 실적 발표: 온오프라인 시너지로 할인점 선전	5
2) 9월 이마트 대형마트 기존점 성장률 7% 달성 여부 주목	7
3) 9월 롯데마트 선전 요인과 의미	8
<b>3. 가전양판: 롯데하이마트, 가전 교체 수요 수혜 확대</b>	<b>10</b>
<b>4. 백화점/편의점: 코로나19 완화 수혜</b>	<b>11</b>
1) 9월 중순 이후 빠른 회복세	11
2) 롯데쇼핑: 구조조정 효과 가시화 시작	12
3) 현대백화점: 리뉴얼/신규 점포 효과 주목 필요	14
4) 신세계: 4분기 회복 가능성에 주목할 때	16
5) GS리테일/BGF리테일 시장점유율 확대 주목	18
<b>5. 면세점: 제3자 반송 본격화</b>	<b>21</b>
1) 3분기 매출 회복세 뚜렷	21
2) 인천공항 임대료 매출 효율제 전환: 사실상 전액 감면	23
3) 호텔신라: 매출과 수익성 모두 회복 중	24
<b>6. 홈쇼핑, 밸류에이션 회복 가능성, 무형상품 → 유형상품 소비 이동</b>	<b>25</b>
1) 코로나19로 인한 소비패턴 변화, 우호적 사업 환경	25
2) CS홈쇼핑: 실적으로 업황 회복 입증	26
3) 현대홈쇼핑: 계열사 실적 개선은 덤	27
<b>7. 이슈: 이명희 회장, 이마트/신세계 지분 중여 합의</b>	<b>29</b>
<b>8. 투자전략: 실적개선주 or 바닥잡기</b>	<b>30</b>
1) 실적 개선주: 롯데하이마트/홈쇼핑	30
2) 저점 매수 유망 종목: 편의점/현대백화점	31
3) 이마트는 디폴트, 국내 대형 유통업체 가운데 Re-rating 가능한 유일한 업체	31
<b>Top Picks 및 관심종목</b>	<b>34</b>
이마트(139480)	35
GS홈쇼핑(028150)	39
현대백화점(069960)	43
OGS리테일(007070)	47

2020년 10월 13일 | Equity Research

# 유통

## 그 많던 여행 소비는 어디로 갔을까?

### 30조원이 내수로 풀리고 있다

코로나19 영향 글로벌 여행시장 위축은 내수/소비재 업체들 입장에서는 긍정적이다. 4월 이후 해외 여행 지급은 75% 가까이 감소하고 있다. 해외여행 지급액은 연간 30조원으로 연간 소매판매 증가율을 8% 제고시켜줄 수 있는 금액이다. 코로나 19 종식에는 최소 2년, 4년 이상 소요될 것이라고 한다. 당분간 해외여행 정상화를 기대하기는 쉽지 않으며, 여행소비의 국내 이전 효과는 하반기, 2021년까지도 핵심적인 국내 소비시장 변동 요인이 될 수 있다.

### 대형 유통업체들 실적 개선 요인으로 작용 중

이런 소비패턴 변화에 수혜폭이 큰 채널은 식품의 대형마트, 내구재/사치재로 백화점과 롯데하이마트와 같은 가전양판, 홈쇼핑 업체들이다. 대형마트는 식품 온라인 시장 패권이 관건인데, 쓱닷컴의 이마트가 유리한 고지를 점령해가고 있다. 백화점은 오프라인 점포 매출 비중이 높고, 다양한 카테고리를 판매하기 때문에 명품을 제외하고 채널 로열티가 높지 않다. 롯데하이마트는 설치 가전에 있어서는 독보적인 경쟁력을 보유하고 있고, 홈쇼핑은 코로나19 재확산과 무관한 온라인 채널로 수혜가 크다.

### Re-rating 가능한 종목들: 이마트/홈쇼핑

'옷과 같은 유형상품에서 여행과 같은 무형상품으로 소비패턴 변화'는 '온라인 경쟁심화와 함께 지난 7년 동안 백화점과 홈쇼핑 De-rating의 주요한 근거가 되었다. 이 시계가 거꾸로 돌아가고 있다. 특히, 홈쇼핑 업체들의 지속적인 실적 모멘텀은 산업에 대한 시각을 전환시킬 수 있다. 이마트는 상장돼 있는 한국 유통업체 가운데, 글로벌 유통 트렌드를 따라, 사업 구조를 성공적으로 전환해가고 있는 유일한 업체로 3분기 증익이 가시화될 경우 주가 수준이 한단계 레벨업 될 수 있다. 이외에도 롯데하이마트의 높은 실적 개선도 눈여겨볼 필요 있으며, 코로나19 완화를 감안하면 GS리테일과 현대백화점 중심으로 편의점과 백화점 업체들 저점 매수도 유효하다.

### Industry In-depth

## Overweight

#### Top Picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(10월12일)
이마트(139480)	BUY	190,000원(상향)	152,000원
GS홈쇼핑(028150)	BUY	175,000원	134,800원
GS리테일(007070)	BUY	50,000원	36,150원
현대백화점(069960)	BUY	80,000원	59,100원



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

RA 서연정  
02-3771-7552  
hjs02014@hanafn.com

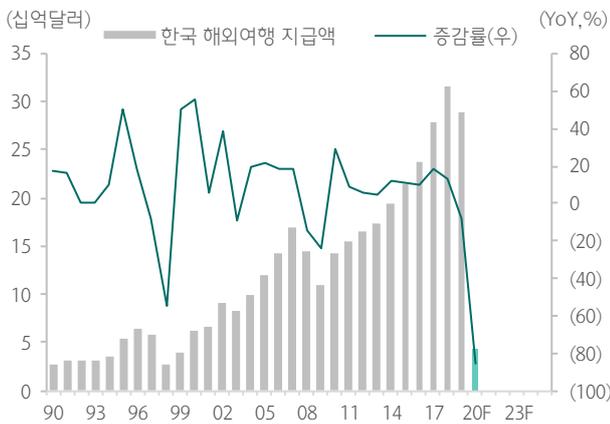
## 1. 30조원이 내수로 풀리고 있다

### 해외 여행시장 위축, 내수로 전환

4월 이후 해외 여행 지급은 75% 가까이 감소하고 있다. 코로나19 영향 글로벌 여행 시장 위축은 내수/소비재 업체들 입장에서는 긍정적이다. 전통적으로 한국은 여행수지 적자 국가였고, 그 적자 규모는 2015년 이후 점점 커지고 있었다. 사드보복조치 이후 10조원 이상으로 증가했다. 2019년 유학을 제외한 일반 여행 지급액은 28.5조원(YoY -8.5%), 여행수지 적자는 7.3조원이다. 2019년은 일본 불매운동 확대로 일본 여행이 크게 줄었기 때문에 여행 수요가 감소했다. 2018년의 일반 여행 지급액은 31.5조원(YoY 12.8%)에 달했다. 항공 요금까지 합하면 훨씬 커질 수 있다.

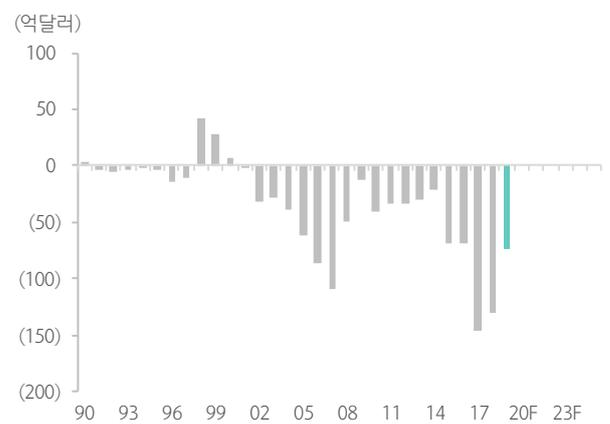
30조원이면 연간 소매판매 증가율을 8% 제고시켜줄 수 있는 금액이다.

그림 1. 연간 한국 해외여행 지급액 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 연간 한국 여행수지 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

### 국내 여행으로 전환 감안해도 가용 예산 여유 가전/가구 등 사치재 소비 확대

하반기 유통업종 투자전략은 이 30조원이 어디로 어떻게 소비되고 있는가에 대한 천착이다. 먼저, 국내 여행 수요 증가를 생각해볼 수 있다. 제주도 여행 수요가 급증했고, 추석 연휴 강원도 펜션과 호텔은 매진이라고 한다. 하지만, 국내 여행 역시 코로나19 확산 정도에 따라 변동성이 있고, 해외 여행 시 막대한 항공요금까지 감안하면, 국내 여행 소비를 제외해도 충분히 예산 여유가 있다. 최근 프리미엄 식품 수요가 급격히 증가하고 있다. 가구/가전 등 내구재 교체 수요도 확산세다. 고용과 가계 가처분소득이 감소하고 있는 상황에서 이런 사치재 소비 증가를 설명할 수 있는 예산 재원은 해외 여행 밖에 없다. 코로나19 종식에는 백신 상용화를 감안하면 최소 2년, 4년 이상 시간이 소요될 것이라는 시각도 적지 않다. 당분간 해외 여행 정상화를 기대하기는 쉽지 않다. 전술한 소비패턴 변화는 하반기, 2021년까지도 핵심적인 국내 소비시장 변동 요인으로 봐야 할 것이다.

**백화점은 코로나 재확산시  
트래픽 불안,  
반면 롯데하이마트/홈쇼핑 업체들  
수혜**

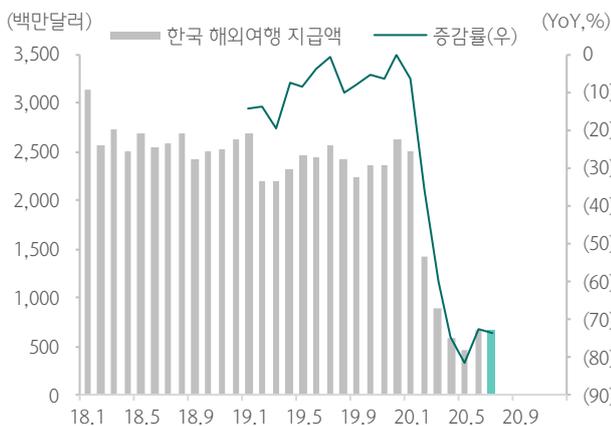
백화점은 오프라인 점포 매출 비중이 워낙 높기 때문에 코로나 재확산으로 8~9월 매출이 좋지 못했다. 백화점은 말 그대로 다양한 상품을 판매하는 채널이기 때문에 코로나 재확산은 백화점 수요를 다른 채널로 이전 시킬 수 있다. 백화점의 차별적인 상품 카테고리라고 할 수 있는 명품 수요는 8월에도 YoY 28%나 성장했지만, 명품 매출 비중은 평균 20% 내외로, 명품만으로 외형 성장을 이끌어 가기에는 역부족이다. 더구나, 명품은 대표적인 저마진 상품이기 때문에 수익성 측면에서 도움이 되지 않는다.

반면, 롯데하이마트는 오프라인 매출 비중이 85%나 되지만, 역대급 장마로 인한 에어컨 판매 부진에도 불구하고, YoY 5% 이상 견조한 성장세를 이어가고 있다. 백화점과 달리 가전 카테고리에서 있어서는, 여러 제조사 상품을 다양하게 비교해보고 구매할 수 있는 거의 유일한 업체가 롯데하이마트이기 때문이다. 에어컨이나 세탁기/냉장고 등 설치 가전에 있어서는 독보적인 경쟁력을 보유하고 있다. 홈쇼핑은 코로나 재확산과 상관없이 쇼핑할 수 있는 온라인 채널로 수혜가 커지고 있다. 여행상품을 제외할 경우 실질적인 외형 성장률은 YoY 10%에 이른다. 이런 유형상품 매출 비중 상승은 수익성 개선에도 긍정적이다. 여행상품 판매수수료는 10% 정도에 불과해, 일반 유형상품 30%의 1/3에 그친다.

**여행수요가 유형상품 소비로 이전,  
이는 홈쇼핑 외형과  
수익성 개선에 긍정적**

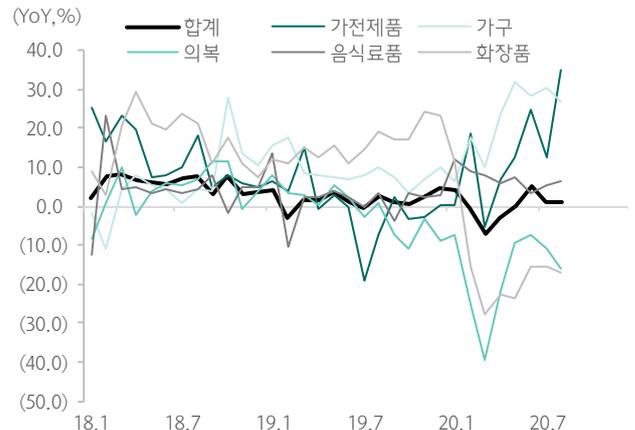
'옷과 같은 유형상품에서 여행과 같은 무형상품으로 소비패턴 변화는 모바일 쇼핑 확대와 함께 지난 7년 동안 백화점과 홈쇼핑 업체들 실적과 주가 부진에 구조적인 요인으로 작용했고, De-rating의 근거가 되었다. 이 시계가 거꾸로 돌아가고 있다. 코로나19 확산으로 해외 여행 소비가 위축되면서 유형상품 소비가 회복되고 있다. 물론, 코로나19가 완화되면 글로벌 여행이 다시 확대될 수 있다. 하지만, 예측하기 힘든 미래를 함부로 낙관하거나 비관할 필요는 없어 보인다. 현재 이들 유통업체 실적은 좋아지고 있고, 밸류에이션은 충분히 낮은 수준이다. 2분기에 이어서 3분기 높은 실적 모멘텀이 지속된다면, 투자자들의 시각에도 변화가 생길 가능성이 크다. 특히, 라이브커머스 등으로 불안 요인이 많았던 홈쇼핑 업체들의 밸류에이션 회복을 기대할 만 하다.

그림 3. 한국 월별 해외여행 지급액 추이



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 4. 상품 카테고리별 소매판매 증가율



자료: 통계청, 하나금융투자

## 2. 대형마트: 3분기 실적, Re-rating 분기점

### 1) 이마트 8월 실적 발표: 온오프라인 시너지로 할인점 선전

8월 할인점 기준점 YoY -0.6 선전,  
PP센터/리뉴얼 점포 호조 영향

8월 이마트 실적은 기대치를 상당히 상회하는 양호한 실적이었다. 할인점 기준점 성장률이 YoY -0.6%에 그쳤지만, 추석 기간차 영향을 감안하면, 2% 이상 성장한 것이다. 선물세트 판매 지연 영향으로 8월 기준점 성장률은 YoY -3%만 나와도 실질적으로는 0%로 평가할 수 있는 상황이었다. PP센터/리뉴얼 점포 호조, 경쟁사 폐점 효과가 복합적으로 작용하고 있다. 쓱닷컴 매출은 YoY 30% 성장했는데, 이마트몰만 보면 YoY 50% 성장한 것이다. 코로나19 재확산에 따른 쓱닷컴 온라인 매출 확대가 PP센터 매출 증가로 이어지면서 오프라인 할인점 성장률 제고로 작용한 것이다.

한편, 월계점 형태 대규모 리뉴얼이 확산되고 있는데, 회사측은 전체 매장수의 30% 수준을 목표로 하고 있다. 이런 리뉴얼은 지방 상권 입지 확대에서 큰 효과를 거두고 있는 듯 하다. 순천/강릉/춘천 등 지방 거점 점포들의 경우 리뉴얼 오픈하면서 매출이 이전 대비 20% 이상 증가하고 있는 것으로 파악되고 있다. 쓱닷컴 PP센터로 활용되면서 지방에서도 경쟁사 대비 우위를 점할 것으로 보인다. 전년도 하반기 철수한 서부산점의 경우 온라인 전용 물류센터로 리뉴얼 가능성이 제기되고 있다. 리뉴얼 효과를 보면, PP센터가 114개 있으며, 대규모 리뉴얼이 상반기 4개(월계점 포함, 강릉/춘천/순천), 하반기 4개(천안/양산/칠성/광주) 계획돼 있다. 오프라인 경쟁력 강화/PP증설/테넌트 강화/비식품 축소에 초점을 두고 있다.

트레이더스/전문점 등 신규 사업  
고신장, 수익성 개선 고무적

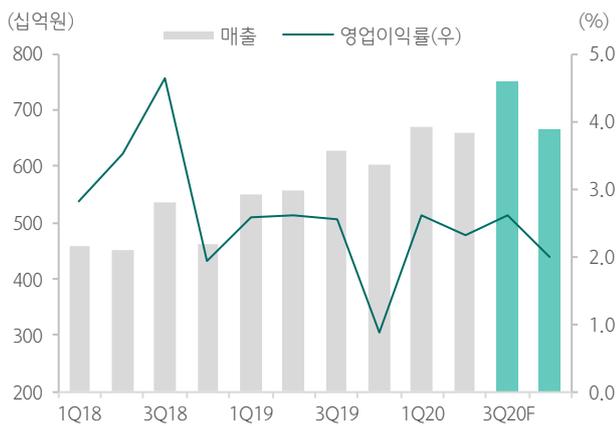
트레이더스 매출은 YoY 26.0%, 기준점은 14.9%나 성장했다. 코로나19 영향 식품 수요가 증가하고 있고, 전년도 하남점/비산점 등 기저효과 때문이다. 두 사이트 모두 코스트코 등 경쟁사 신규 점포 오픈으로 베이스가 낮다. 하남점은 트레이더스 18개 점포 가운데 가장 큰 규모다. 한편, 전년도 오픈한 신규 점포 3개는 2021년 기준점으로 편입되기 때문에 2021년까지 기준점 성장률 10% 내외 수준이 이어질 것으로 보인다. 전문점도 YoY 14.1% 고신장했는데, 노브랜드 전문점이 26% 성장하면서 외형 성장을 견인했다. 노브랜드 매출 비중은 70%에 이르렀으며, 3월 이후 BEP를 넘어 이익 기여도를 높이고 있다. 2분기말 기준 점포수는 270개(YoY 30개, 작년말 260개)인데, 신규 점포는 FC모델로 고정비 부담이 크지 않기 때문에 수익성 제고에도 긍정적이다.

전체적으로 볼 때, 가장 비용부담이 큰 할인점이 선전하면서, 3분기 증익 가능성을 높였고, 노브랜드/트레이더스/쓱닷컴 등 신규 사업이 고신장하면서 수익성도 개선되고 있는 점이 긍정적이다. 국내 식품 온라인 시장 1위 사업자로서 주도권 확대하고 있음을 다시 한번 입증했다.

**이마트 네오센터/PP센터 확충  
통해 식품 온라인 주도권 확대 중**

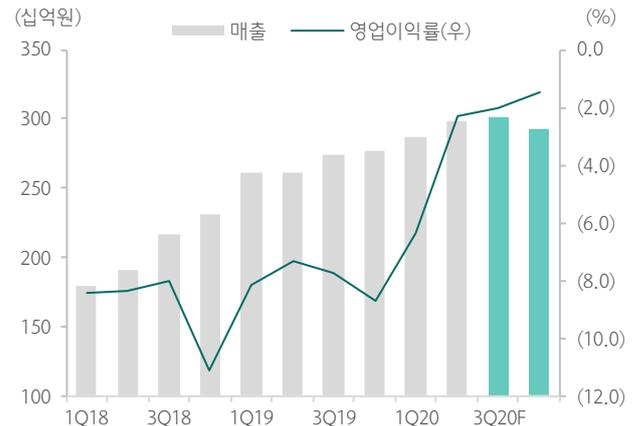
참고로, 쓱닷컴 Capa는 2025년까지 일 36만개 배송을 목표하고 있다. 현재 12만 대비 3배에 달한다. 이 가운데 12만개가 PP센터, 12만개가 네오센터를 통해서 증설 한다는 계획이다. 먼저 2022년까지 PP센터에서 Capa를 다 올리고, 2023년 네오 4호센터 오픈으로 완성될 듯 하다. 현재 PP센터가 114개가 있어 추가 여력이 크지 않은 듯 하지만, EOS나 점포 전체를 PP센터화 하는 등 다양한 옵션이 있다. 아울러, PP센터 특성상 인력 증원과 근무시간 연장 등을 통해 추가로 Capa를 늘릴 수 있다. EOS 청계천점만 3,500개 물량으로 일반적인 PP센터에 3배 이상이다. 차량 확보는 문제 없는 듯하다. 9~10개 메이저 택배사와 협력 관계에 있다. 아울러, 네이버장보기는 위협이 되기 어려워 보인다. 이마트몰은 네이버장보기에 삽인삽으로 입점할 니즈가 크지 않다. 일단, 입점 효과에 대해 의문이다. 전년도 11번가와 카카오에 입점했었는데, 해당 사이트를 통해서 발생하는 매출이 월 30~50억원 정도에 그쳤다. 그리고, 현재 이마트몰은 Capa 확보가 문제지 수요가 부족하지는 않다.

그림 5. 트레이더스 매출과 영업이익률



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 6. 전문점 매출과 영업이익률



자료: 이마트, 하나금융투자

## 2) 9월 이마트 대형마트 기존점 성장을 7% 달성 여부 주목

쓱닷컴/트레이더스/노브랜드 합산  
증익 350억원  
조선호텔/신세계푸드 합산  
감익 250억원

이마트는 3분기 증익에 많은 의미가 함축돼 있기 때문에 관심이 쏠릴 수밖에 없다. 3분기 증익은 추세적인 실적 턴어라운드 시작을, 쓱닷컴과 트레이더스/노브랜드 등 신규 성장 동력의 사업가치가 재평가될 수 있음을 의미한다. 오프라인 할인점은 물론 호텔과 미국 사업 확대 등 불확실성 요인의 소멸을 뜻하기도 한다. 사실, 증익이 만만치는 않다. 트레이더스는 2분기 보유세 100억원까지 추가되면서 이익 규모가 작았는데, 기존점 성장률이 워낙 좋기 때문에 3분기 오픈 1개 있더라도 영업이익 250억원(YoY +90억원) 수준이 가능할 것으로 보인다. 전문점 사업에서 3분기 영업손실 50억원(YoY +160억원) 예상되므로 전문점과 트레이더스 합하면 YoY 250억원은 증가하는 것이고, 쓱닷컴 수익성 개선까지 합치면 YoY 350억 원 이상 증익이다.

문제는 조선호텔과 신세계푸드다. 조선호텔이 작년 3분기 영업적자 24억원이었는데, 올해 3분기 150억원 영업적자가 불가피해 보인다. 투숙률 하락과 신규 오픈 비용이 있기 때문이다. 신세계푸드는 작년 3분기 영업이익 60억원을 기록했으나, 코로나19 영향 급식 시장 위축 등으로 올해 3분기는 20억원 내외 영업손실이 예상된다. 그럼 호텔과 신세계푸드에서 약 200억원 감익이 발생하는 것이다. 이외 나머지 사업에서는 증익을 기대하기 어렵다. 이마트 24에서 점포수 확대 영향 소폭 이익 개선이 예상되지만, 착한 임대료 영향 프라퍼티에서 감익이 불가피해보이고, 미국 사업과 신세계TV에서 증익을 합하면 플랫으로 보는 게 합리적이다. 따라서, 트레이더스/전문점/쓱닷컴/조선호텔/신세계푸드와 기타 사업 이익을 다 합하면, 100억원 정도 증익이다.

이마트 기존점 1% = 영업이익  
70~80억원 좌우

결국, 3분기 이마트의 증익 가능성에 9월 기존점 성장률이 가장 중요한 지표가 될 수 있다. 가장 비용부담이 큰 사업이기 때문에 1% 성장률이 영업이익 70~80억원 이상을 좌우할 수 있다. 월별 기존점 성장률을 보면, 8월 -0.6%, 7월 -2.3%다. 9월이 5%이면 기존점 성장률 1%인데, 사실 좀더 높아야 한다. 오프라인 할인점 기존점 성장률에 PP센터 기여도가 점점 높아지고 있는데, +2%p 정도 기존점 성장률 제고에 기여하고 있는 것으로 추산하고 있다. PP센터를 통한 매출은 물론 할인점에 매출로 잡히지만, 쓱닷컴에 수수료를 지급하는 체계이기 때문에 할인점 별도 기준으로는 이익에 도움이 되지 않는다. 연결 실적에는 긍정적이지만, 실적 추정시 쓱닷컴 영업이익을 따로 계산하고 있기 때문에 연결 실적에 이미 포함돼 있는 것이다.

실질적인 3분기 증익 할인점  
기존점 성장률 YoY 2%,  
9월 기존점 YoY 7% 돼야 안심

따라서, 실질적인 3분기 연결 기준 증익을 위한 할인점 기존점 성장률은 YoY 0%가 아니라 좀더 높아야 할 것으로 보인다. 아울러, 최근 판매 신장률이 높은 상품군이 가전과 생활용품 등 저마진 카테고리라는 점을 감안하면 더욱 그렇다. 3분기 기존점 성장률이 YoY 2% 이상, 즉, 9월 할인점 기존점 성장률이 YoY 7% 정도는 되어야 좀더 안심하고 실적 발표를 기다릴 수 있을 듯 하다.

가능성은 낮지 않다. 식품 온라인 수요 증가/점포 리뉴얼/경쟁사 폐점 반사 이익이 본격화되고 있다. 추석 고향 방문이 줄어들면서 선물세트 매출이 크게 증가한 점도 긍정적이다. 제수용품 판매가 위축된 점은 우려이지만, 집에 머물거나 근거리 여행 수요 증가에 따른 식품 수요가 어느정도 상쇄했을 것으로 예상된다.

### 이마트 3분기 증익 전환시 한국의 월마트로 재평가 가능성

3분기 증익 전환시, 추가적인 주가 모멘텀으로 작용할 요소들이 있다. 노브랜드/트레이더스/쓱닷컴을 통해 PB/창고형 대형마트/식품온라인 확대라는 글로벌 유통 트렌드를 선도하고 있다는 점은 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 특히, 한국의 월마트로 Re-rating 가능성이 있으며, 스타벅스 지분법 이익 규모가 2019년 기준 당기순이익의 절반까지 증가한 점도 스타벅스 본사 밸류에이션 수준을 감안하면 주가 상승 여력을 높이는 요인이다. 하나금융투자는 이마트의 3분기 연결 영업이익이 전년 동기대비 8% 증가한 1,250억원 수준이 가능할 것으로 추정한다.

### 3) 9월 롯데마트 선전 요인과 의미

#### 9월 롯데마트 기존점 YoY 11% 선전

9월 롯데마트 기존점 성장률이 YoY 11%에 이른 것으로 파악되고 있다. 추산 기간차 영향으로 YoY 5% 정도면 실질적으로 전년도와 유사한 수준 매출로 간주할 수 있다. 이와 같은 높은 실적은 크게 3가지 요인을 생각해볼 수 있다. 첫째, 선물세트 수요 증가다. 고향 방문이 크게 줄면서 신선식품 중심 프리미엄 선물 세트 매출이 크게 늘었다. 김영란법 실시 완화도 긍정적인 환경이었다. 메이저 백화점과 대형마트 모두 선물세트 매출이 YoY 40~50% 증가했다고 한다. 대형마트 기존점 성장률을 4%p 내외 제고 시킬 수 있는 금액이다.

둘째, 제수 수요 위축 영향이 크지 않았기 때문이다. 9월 대형마트 실적에서 관건은 고향 방문 위축에 따른 선물세트 증가 효과가 동일한 이유 때문에 발생할 수 있는 제수 수요 저하로 얼마나 희석될 것인지가 관건이었다. 제수 수요는 추석 3일전, 그러니까 9월 28일~30일 판매 실적이 관건이었는데, 예상보다 상당히 선전했다. 연휴 기간 집에 있는 시간 동안 '맛있는 식사'에 대한 수요, 또는 근거리 여행을 위한 식품 소비 수요가 적지 않았던 것으로 해석된다. 원래, 여름 휴가 시즌에는 캠핑 등 여행을 앞두고 대형마트 식품 수요가 크게 늘어나는 계절성이 있다.

#### 신선식품 작황 불안/가격 상승 시, 신선센터 구축 효과

셋째, 신선식품 작황 불안으로 가격이 상승했다. 작황이 불안할 때 물류 인프라에 따라 대형마트 실적이 달라질 수 있다. 롯데마트의 경우 2016년에는 유사한 현상으로 어닝쇼크를 경험한 바 있으나, 올해의 경우 2018년 말 완공한 증평 신선센터가 제역할을 하면서 외형 성장률에 기여한 것이다. 판가원가 스프레드 확대로 수익성에도 상당히 기여했을 것으로 추정한다. 하나금융투자의 경우 지난 롯데쇼핑 3분기 프리뷰에서 롯데마트 부문 영업이익을 애초 100억원에서 200억원으로 크게 상향 조정했다.

#### 롯데마트 기존점 선전으로 이마트 9월 실적 유추 가능, 이마트 기존점 10% 기록 가능성

아울러, 추가적으로 생각해볼 수 있는 것은 9월 이마트의 실적이다. 이마트 할인점 기존점 성장률이 3분기 증익 전환의 핵심 지표다. 추석 기간차 영향과 PP센터 매출 비중을 감안하면 YoY 7% 정도가 실질적인 0% 성장이며, 증익 전환을 위한 임계치라고 말할 수 있다. 이번 롯데마트 실적을 통해 두 가지를 유추할 수 있다. 첫째, 이마트 할인점 기존점 성장률 역시 10% 이상 기록했을 가능성이 크다는 점이다. 지난 7~8월 기존점 성장률도 롯데마트 대비 이마트가 0.5%p 이상 높은 것으로 파악됐다. 둘째, 수익성 개선 폭이 더 클 수 있다. 롯데마트의 경우 신선센터가 가동하고 있지만, 별크로 매입할 수 있는 양과 카테고리가 한계가 있어서 수익성 제고 효과를 크게 누릴 수 없었다고 한다. 이마트의 신선식품 물류 인프라가 상대적으로 큰 우위에 있는 만큼 추가적인 실적 개선을 기대할 수 있는 상황이다.

참고로, 롯데마트는 물류센터에서 직접 발송하는 매출까지 매출 성장률로 잡히지만, 이마트는 쓱닷컴이 별도 법인이기 때문에 PP센터 매출만 이마트 매출로 인식한다.

3분기 연결 영업이익 1,254억원  
(YoY 8%) 중익 전망

표 1. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	4,585	4,581	5,063	4,833	19,063	5,211	5,188	5,387	4,667	20,453
이마트	2,839	2,578	2,956	2,667	11,040	2,781	2,552	2,985	2,721	11,039
전문점	262	261	274	277	1,073	287	299	301	293	1,180
트레이더스	551	558	626	602	2,337	671	661	752	667	2,751
SSG.COM	177	208	227	233	844	307	312	295	285	1,199
영업이익	74	-30	116	-10	151	48	-47	125	29	156
이마트	112	-4	130	43	280	85	-24	119	41	221
전문점	-21	-19	-21	-24	-85	-18	-7	-6	-4	-35
트레이더스	14	14	16	5	50	18	15	20	14	66
SSG.COM	-11	-11	-24	-36	-82	-20	-14	-14	-15	-62
세전이익	93	-38	132	95	282	64	520	125	31	740
지배주주귀속 순익	68	-25	110	81	234	49	316	94	15	474
영업이익률(%)	1.6	-0.7	2.3	-0.2	0.8	0.9	-0.9	2.3	0.6	0.8
이마트	3.9	-0.2	4.4	1.6	2.5	3.0	-0.9	4.0	1.5	2.0
전문점	-8.1	-7.2	-7.7	-8.7	-7.9	-6.3	-2.3	-2.0	-1.5	-3.0
트레이더스	2.6	2.6	2.5	0.9	2.1	2.6	2.3	2.6	2.0	2.4
SSG.COM	-6.1	-5.4	-10.4	-15.5	-9.7	-6.4	-4.4	-4.8	-5.2	-5.2
세전이익률(%)	2.0	-0.8	2.6	2.0	1.5	1.2	10.0	2.3	0.7	3.6
순이익률(%)	1.5	-0.5	2.2	1.7	1.2	0.9	6.1	1.8	0.3	2.3
매출액(YoY,%)	11.7	14.8	7.1	14.4	11.8	13.6	13.2	6.4	-3.4	7.3
이마트	4.2	1.7	0.5	6.3	3.1	-2.1	-1.0	1.0	2.1	0.0
전문점	45.9	37.0	26.0	19.8	31.2	9.7	14.4	10.0	6.1	10.0
트레이더스	20.1	23.3	16.6	30.4	22.4	21.8	18.6	20.0	10.8	17.7
SSG.COM						73.9	50.0	30.0	22.4	42.0
영업이익(YoY,%)	-51.6	적전	-40.3	적전	-67.4	-34.8	적지	7.9	흑전	3.5
이마트	-30.9	적전	-32.9	-56.9	-45.1	-24.5	적지	-7.9	-3.8	-21.1
전문점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
트레이더스	10.9	-10.6	-36.1	-41.6	-20.7	22.4	5.5	22.9	161.3	32.1
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	-44.3	적전	-48.0	118.2	-51.8	-31.6	흑전	-4.9	-67.8	162.3
순이익(YoY,%)	-42.6	적전	-42.4	63.2	-48.0	-28.1	흑전	-14.3	-82.0	102.5

자료: 이마트, 하나금융투자

### 3. 가전양판: 롯데하이마트, 가전 교체 수요 수혜 확대

롯데하이마트 3분기 중익  
예상보다 클 듯

롯데하이마트의 3분기 영업이익은 전년 동기대비 67% 증가한 560억원 수준에 이를 것으로 추정한다. 긴 장마로 에어컨 매출이 YoY 20% 감소하지만, 냉장고/세탁기/건조기/PC 등 이외 대형 가전 매출이 YoY 20% 내외 증가하면서 외형 성장을 견인할 것으로 예상된다. 코로나19로 집에 머무는 시간이 많아지고, 여행 수요가 유형상품 소비 수요로 이전하면서 특히, 가전/가구 등 내구재 소매판매가 크게 증가하고 있다. 부진 점포 폐점에 따른 임대료/인건비 감소, 비용효율화 정책에 따른 광고관측비 감소 등으로 판관비가 YoY 7% 감소하면서 영업이익률은 5.3%(YoY +1.9%p)까지 상승할 수 있을 것으로 예상된다.

건조한 외형성장,  
부실점포 폐점/판관비 효율화로  
중익 폭 확대

2020년은 오프라인 점포 구조조정 원년이라고 볼 수 있다. 그동안 온라인 채널로 소비 이동에도 불구하고, 롯데하이마트는 오프라인 중심 외형 확장을 지속, 고정비 부담이 크게 증가하고, 비효율 점포도 적지 않았다. 롯데마트가 오프라인 점포에 대한 구조조정을 공식화하면서 하이마트 역시 이에 편승, 오프라인 점포 부담을 크게 줄일 수 있게 되었다. 3분기까지 19개 점포를 폐점했는데, 이 가운데 롯데마트 삼인삼 점포가 12개였다. 4분기 5개 폐점이 더 예정돼 있다. 한편, 온라인 매출은 YoY 25% 증가하면서, 매출 비중 14%(YoY 2%p)까지 늘어날 것으로 예상된다.

무형→유형상품  
소비 수요 확대 최대 수혜

코로나19 사태로 여행과 같은 무형상품에서 가전과 같은 유형상품으로 소비 수요가 빠르게 이동하고 있고, 롯데하이마트는 가전양판 국내 1위 업체로 수혜폭이 커지고 있다. 점포 스킴 및 판관비 효율화에 따른 수익성 개선으로 높은 실적 모멘텀을 이어갈 전망이다. 현재 주가는 12MF PER 5.6배다. 사업구조의 한계로 높은 밸류에이션 적용은 어렵지만, 실적 개선만 갖고도 주가 상승 여력은 충분하다는 판단이다. 올해 연간 영업이익은 1,690억원(YoY 54%) 수준에 이를 것으로 추정한다. 비중확대가 유효하다.

표 2. 롯데하이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

3분기 별도 매출과 영업이익은 각각  
전년 동기대비 7%, 67% 증가한  
1조 530억원과 559억원 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	1,037	1,071	984	935	4,026	925	1,116	1,053	1,001	4,095
영업이익	24	46	33	6	110	20	69	56	24	169
세전이익	20	42	28	-174	-84	15	57	52	28	151
순이익	15	32	21	-169	-100	11	43	39	20	113
영업이익률(%)	2.3	4.3	3.4	0.7	2.7	2.1	6.2	5.3	2.4	4.1
세전이익률(%)	1.9	3.9	2.9	-18.7	-2.1	1.6	5.1	4.9	2.8	3.7
순이익률(%)	1.5	3.0	2.2	-18.1	-2.5	1.2	3.9	3.7	2.0	2.8
매출액(YoY,%)	8.9	-1.5	-11.6	-2.6	-2.1	-10.8	4.2	7.1	7.1	1.7
영업이익(YoY,%)	-41.3	-31.5	-48.4	-52.9	-41.1	-19.6	51.1	67.4	279.1	53.6
세전이익(YoY,%)	-48.7	-35.2	-55.5	적지	적전	-26.3	34.8	82.9	흑전	흑전
순이익(YoY,%)	-48.4	-35.2	-55.4	적지	적전	-26.1	34.8	82.4	흑전	흑전

자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

## 4. 백화점/편의점: 코로나19 완화 수혜

### 1) 9월 중순 이후 빠른 회복세

코로나19 완화, 9월 백화점 빠른 회복세

9월 20일 코로나 19 신규 확진자 수는 82명으로 38일 만에 두 자릿수로 내려왔다. 코로나 재확산에 가장 부정적 영향이 컸던 업체는 백화점과 편의점이다. 7월 백화점 기준점은 5%, 편의점 동일점 성장률은 YoY -1%까지 회복됐다가 8월 중순 이후 큰 폭 하락세를 보였다. 9월 둘째 주 이후 완화되면서 백화점의 기준점 성장률 회복세가 가파르다. 신세계와 현대백화점 9월 기준점 성장률은 각각 1%, -6% 내외 기록할 것으로 예상된다. 두 회사 모두 면세점 불확실성은 상당히 해소된 상태다. 3분기 대비 4분기 손실 폭은 대단히 줄어들 수 있다.

특히, 현대백화점 리뉴얼(본점/중동점)과 아울렛 효과 클 듯

3분기 영업이익은 면세점 손실과 백화점 부진 영향 큰 폭의 감익이 불가피하다. 신세계의 영업이익은 30억원(YoY -97%), 현대백화점 영업이익은 200억원(YoY -67%) 수준에 그칠 전망이다. 하지만, 코로나19가 완화될 경우 백화점 기준점 성장률 회복과 성수기 효과, 면세점 손실 축소로 4분기 영업이익은 각각 650억원(YoY 67%), 780억원(YoY -26%)까지 올라갈 것으로 예상된다. 특히, 현대백화점은 백화점 리뉴얼(본점/중동점)과 아울렛 영향 빠른 회복세가 돋보인다. 야외 쇼핑 선호도가 높아지면서 현대 송도/김포 아울렛은 8월에도 YoY 5% 성장했다. 신세계는 아울렛 실적이 지분법이익(신세계사이먼)으로 잡히고 있어 아쉬움이 있다. 현대백화점의 11월 남양주 아울렛, 21년 1월 파크원 오픈 모멘텀도 기대된다.

편의점 여유있는 밸류에이션 매력적

편의점 업체들의 주가 역시 코로나19 확산 영향 8월 동일점 성장률이 YoY 5% 이상 하락하면서 지속적인 주가 하락세를 보였다. 특히, BGF리테일 주가는 코스피가 1,400대까지 하락했던 3월 수준이다. 9월 동일점 성장률은 YoY -2% 수준까지 회복될 것으로 예상된다. 점포수 증가 효과가 5%p 이상 성장률 제고에 기여하고 있기 때문에 3분기 매출 성장률은 YoY 4% 내외에서 형성될 가능성이 크다. 백화점과 편의점 업체들 모두 3분기 실적에 대한 눈높이는 낮추는 것이 바람직하다. 투자 측면에서는 3분기 실적 부진은 충분히 주가에 반영돼 있는 만큼, 3분기 실적보다 9월 중순 이후 실적 회복세, 그에 기반한 저점 매수 전략이 바람직해 보인다.

## 2) 롯데쇼핑: 구조조정 효과 가시화 시작

롯데쇼핑  
구조조정 효과+업황 회복으로  
추세적 실적 개선 가능성

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 6.2% 감소, 18% 증가한 4조 1,330억원과 1,030억원 수준이 가능할 전망이다. 백화점 사업 부담은 클 듯 하다. 3분기 관리기준 기존점 성장률은 YoY -10%로 추정하는데, 저마진 상품 카테고리 명품과 생활용품 매출 비중을 감안하면, 회계기준 기존점 성장률은 더 떨어질 수 있다. 해외백화점도 매출은 좋지 않지만, 중국은 충당금 환입, 베트남은 판관비 절감으로 흑자가 가능할 전망이다. 마트와 수퍼 사업은 양호한 상황이다. 롯데마트는 농축산물 매출이 YoY 10% 이상 증가하면서, 3분기 기존점 성장률은 2%(7월 -5%, 8월 -1%, 9월 11%)로 YoY (+)전환이 가능할 전망이다. 2분기까지 자산손상차손이 컸기 때문에 감가상각비가 크게 줄고 있다. 국내 마트 영업이익은 200억원(YoY +180)까지 회복될 것으로 보인다. 수퍼도 기존점 성장률이 YoY -1%까지 회복, 구조조정을 가장 적극적으로 진행한 만큼, 고정비 부담 축소로 흑자 전환이 가능할 전망이다.

특히, 홈쇼핑과 하이마트가 실적  
견인할 것으로 전망

홈쇼핑과 하이마트는 3분기 실적에 가장 효자 노릇을 할 것으로 보인다. 홈쇼핑 취급고 성장률은 YoY 10%, 영업이익은 300억원을 넘을 것으로 예상된다. 여행상품 축소, 직매입 증가 등으로 GPM이 개선되고, S급 채널 증가로 송출수수료는 100억원 정도 증가하지만, 취급고가 더 크게 증가하면서 비용 증가를 상쇄할 것으로 예상된다. 하이마트 역시 견조한 외형성과 판관비 감소로 영업이익이 560억원에 이를 전망이다. 컬처웍스와 이커머스는 부담이다. 컬처웍스는 8월 개봉이 지연되면서 객수가 다시 감소하고 있다. 3분기 객수가 YoY -70%까지 줄어들면서 영업손실 규모는 350억원에 이를 전망이다. 이커머스(롯데닷컴) 역시 매출 부진으로 고정비 부담이 크다.

PBR 0.22배로 유통업체 가운데  
가장 낮음, 저가 메리트 부각

롯데쇼핑은 전사적으로 강도 높은 구조조정을 단행하고 있다. 제3자 재입대/스마트 스토어 전환/폐점 등 3가지 방향으로 진행 중이다. 3년간 200개(백화점/롭스/마트/수퍼) 점포를 스크랩할 계획인데, 올해가 총 100개 이상으로 가장 큰 규모다. 대형마트는 하반기 10개 이상, 3년간 40~50개를 목표하고 있다. 롭스 40개, 백화점 사업도 향후 아울렛 10개를 추가 폐점 할 계획이다. 다만, 비용은 충분히 선반영 해냈고, 구조조정 점포들은 임차점포로 재입대 방식이 많아 비용 부담은 제한적이다. 4분기 역시 전년도 낮은 베이스와 업황 회복, 구조조정 효과로 증익을 이어갈 전망이다. 롯데쇼핑은 유통업체 가운데 PBR이 0.22배(2020년 기준)로 가장 낮은 업체다. 추세적인 주가 상승을 논하기 이른 감이 있지만, 실적 개선 지속 기대감, 저가 메리트가 부각되면서 단기 주가 모멘텀을 형성할 수 있다.

표 3. 롯데쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

연결기준 3분기 매출 YoY 6% 감소한  
4조 1,332억원, 영업이익 YoY 18%  
증가한 1,033억원 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	4,447	4,456	4,405	4,314	17,622	4,077	4,046	4,133	4,281	16,537
백화점	772	760	732	866	3,130	606	667	637	828	2,739
마트	1,592	1,596	1,664	1,474	6,326	1,602	1,465	1,587	1,540	6,194
하이마트	1,037	1,071	984	935	4,026	925	1,116	1,053	1,001	4,095
슈퍼	474	474	476	438	1,862	491	430	462	423	1,805
홈쇼핑	232	236	239	280	987	269	260	263	294	1,086
시네마	201	178	201	191	771	102	32	70	104	308
영업이익	205	92	88	44	428	52	1	103	105	262
백화점	159	74	104	183	520	29	44	71	153	296
마트	19	-34	12	-23	-26	22	-57	25	-11	-21
하이마트	24	46	33	6	110	20	69	56	24	169
슈퍼	-17	-20	-24	-43	-104	-6	-10	0	-20	-36
홈쇼핑	33	33	25	29	120	37	38	32	40	147
시네마	8	5	9	-20	2	-34	-51	-35	-25	-145
세전이익	111	82	-32	-1,318	-1,157	-26	-358	9	-19	-394
지배주주순이익	89	51	-41	-1,008	-910	-68	-237	6	-11	-310
매출(YoY,%)	2.3	0.8	-5.8	-1.9	-1.2	-8.3	-9.2	-6.2	-0.8	-6.2
백화점	-6.1	-1.3	-1.9	-3.1	-3.2	-21.5	-12.2	-12.9	-4.4	-12.5
마트	2.6	0.9	-2.5	-1.6	-0.2	0.6	-8.2	-4.6	4.5	-2.1
하이마트	8.9	-1.5	-11.6	-2.6	-2.1	-10.8	4.2	7.1	7.1	1.7
슈퍼	-8.8	-5.8	-8.6	-5.0	-7.1	3.6	-9.3	-3.0	-3.5	-3.0
홈쇼핑	0.4	6.8	14.4	12.9	8.6	15.9	10.2	10.0	4.9	10.0
시네마	14.9	18.7	-23.3	2.1	-0.4	-49.3	-82.0	-65.0	-45.5	-60.0
영업이익(YoY,%)	24.5	161.9	-56.0	-51.8	-12.5	-74.6	-98.5	18.0	141.0	-38.8
백화점	11.2	32.1	15.6	35.6	22.6	-81.8	-40.5	-31.9	-16.6	-43.0
마트	흑전	적지	-61.3	흑전	흑전	15.8	적지	107.5	적지	적지
하이마트	-41.3	-31.5	-48.4	-52.9	-41.1	-19.6	51.1	67.4	279.1	53.6
슈퍼	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
홈쇼핑	3.1	50.0	31.6	11.5	21.2	12.1	15.2	26.2	38.0	22.1
시네마	14.3	흑전	-65.4	적지	-92.0	적전	적전	적전	적지	적전
세전이익	88.9	흑전	적전	적지	적지	적전	적전	흑전	적지	적지
순이익(지배주주)	흑전	흑전	적전	적지	적지	적전	적전	흑전	적지	적지

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

### 3) 현대백화점: 리뉴얼/신규 점포 효과 주목 필요

#### 9월 중순 이후 트래픽 회복 중

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 1% 증가, 67% 감소한 1조 5,710억원과 200억원에 그칠 전망이다. 백화점 기존점 성장률은 -2% (7월 1%, 8월 -6%, 9월 -2.5%) 수준으로 추정한다. 코로나 재확산으로 8월 중순부터 9월 중순까지 크게 부진했지만, 9월 중순 이후 플러스 성장세를 회복한 것으로 보인다. 선물세트 매출이 YoY 50% 증가했고, 야외 쇼핑 수요 증가로 대전 아울렛이 호조세를 이어가고 있으며, 송도/김포 아울렛 매출이 YoY 10% 가까이 증가하면서 기여도를 높였다. 8월 본점, 9월말 중동점이 리뉴얼 오픈하면서 추가적인 실적 개선 요인으로 작용하고 있다.

#### 송도/김포/대전 아울렛 호조, 남양주/파크원 신규점 오픈 효과 기대

현대백화점은 신규점포 모멘텀이 긍정적이다. 대전 아울렛은 6월 오픈 이후 선전을 지속하고 있어, 1차년도 총매출 3천억원 이상, 영업이익률 3% 수준까지 기대치를 높이고 있다. 남양주 프리미엄 아울렛이 연 총매출 3,500억원(OPM 3~4%) 규모로 11월 초 신규 오픈을 앞두고 있으며, 여의도 파크원점이 2021년 1월, 첫째 총매출 6천억원(BEP)을 목표로 오픈할 계획이다.

면세점은 양호하다. 일평균 매출은 5월 25억원에서 9월에는 80억원(무역과 동대문 각각 40억원)까지 상승한 듯 하다. 글로벌 화장품 브랜드 매출이 크게 증가했는데, 지난 2월 동대문점 오픈 후, 바이파워가 확대됐기 때문으로 해석된다. 화장품 매출 비중이 90%인데, 화장품 가운데 글로벌 브랜드 매출 비중이 전년도 40%에서 3분기 75%까지 상승한 것으로 파악되고 있다. 타이공들에 대한 높은 수수료율로 수익 기여는 제한적이거나 전분기 대비 적자 폭은 지속적인 축소세 있다. 글로벌 브랜드 물량 확보가 용이해진 만큼, 2021년 상반기 월 BEP를 목표하고 있으며, 9월 인천공항점 오픈으로 글로벌 패션 브랜드 유치에도 시너지를 기대하고 있다. 임대료 부담은 매출 효율제로 제한적이다.

#### 백화점 리뉴얼과 아울렛 영향 빠른 회복세, 면세점 불확실성 완화 긍정적

결론적으로, 백화점 리뉴얼과 아울렛 영향 빠른 회복세가 돋보이며, 면세점 불확실성 완화는 긍정적이다. 지속적인 신규점/리뉴얼 오픈 모멘텀이 기대되는 반면, 주가는 12MF PER 7.8 배로 저점 매수가 유효하다.

3분기 연결기준 총매출은 전년 동기 대비 1% 증가한 1조 5,706억원, 영업이익 67% 감소한 202억원 추정

표 4. 현대백화점 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
총매출	1,583	1,586	1,554	1,818	6,541	1,384	1,555	1,571	1,912	6,422
백화점	1,396	1,361	1,313	1,557	5,626	1,170	1,277	1,168	1,490	5,104
면세점	157	194	211	231	793	183	247	371	392	1,193
영업이익	75	51	61	106	292	15	8	20	78	121
백화점	98	70	78	120	366	34	26	35	88	183
면세점	-24	-19	-17	-14	-74	-19	-18	-15	-10	-62
세전이익	93	68	74	104	339	34	20	34	89	177
지배주주순이익	54	38	41	61	194	16	8	14	64	104
영업이익률(%)	4.7	3.2	3.9	5.8	4.5	1.1	0.5	1.3	4.1	1.9
백화점	7.1	5.1	5.9	7.7	6.5	2.9	2.1	3.0	5.9	3.6
면세점	-15.0	-10.0	-8.1	-6.1	-9.4	-10.6	-7.3	-4.0	-2.5	-5.2
총매출(YoY,%)	10.5	14.0	13.1	8.2	11.3	-12.6	-1.9	1.1	5.2	-1.8
백화점	-0.6	-0.2	-2.5	-1.7	-1.2	-16.2	-6.2	-11.0	-4.3	-9.3
면세점				230.6	1,033.0	16.7	27.5	76.0	69.2	50.4
영업이익(YoY,%)	-26.9	-32.7	-23.8	7.0	-18.1	-80.2	-84.0	-66.8	-26.4	-58.6
백화점	-5.3	-11.2	-12.7	-1.7	-7.0	-65.2	-62.5	-54.9	-27.1	-50.0
면세점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	-26.2	3.4	-20.3	-9.0	-15.0	-63.4	-70.9	-53.9	-14.1	-47.7
순이익(YoY,%)	-30.9	-4.5	-25.3	-7.5	-18.8	-70.2	-77.6	-64.5	5.3	-46.7

자료: 현대백화점, 하나금융투자

#### 4) 신세계: 4분기 회복 가능성에 주목할 때

선물세트 매출 YoY 40% 증가하며  
백화점 기존점 성장률 제고

3분기 신세계 연결 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 22%, 97% 감소한 1조 2,550억 원과 30억원 수준에 그칠 것으로 예상된다. 백화점 기존점 성장률은 관리기준 4%(7월 YoY 8.5%, 8월 0.6%, 9월 3%) 수준으로 추산한다. 9월 판매실적이 예상보다 좋았는데, 선물세트 매출이 YoY 40% 성장하면서 기존점 성장률을 제고시켰다. 저마진 명품/가전 판매 비중이 상승하고 있기 때문에 회계기준 매출 성장률은 YoY -5% 수준으로 떨어질 듯 하다.

면세점 3분기 QoQ 손실 폭 축소  
어려움

면세점 매출은 YoY 35% 감소한 5,114억원 수준에 머물 것으로 보인다. 7월(YoY -45%)보다는 8월~9월 광군제/국경절 선수요 영향 회복세에 있다. 역외 매출은 월 300억원(70% 3자반송+30% 내수통관) 수준으로 추산한다. 2분기 대비 매출은 개선세에 있지만 파이공 지급수수료율이 2배나 상승했기 때문에 수익 기여는 제한적이다. 경쟁사들과 달리 국산 화장품 비중이 소폭 상승한 점은 특이할 만한 내용이다(2분기 해외화장품 70%후반). 인천공항 임대료는 9월부터~21년 12월까지 매출 요율제가 적용되면서 부담이 크게 완화될 것으로 보인다. 다만, 2분기 임대료 할인 효과 4개월치가 한꺼번에 반영되면서 워낙 컸기 때문에, 3분기 영업 손실 폭이 2분기 대비 줄어들기 어렵다. 4분기는 임대료 부담이 크게 줄면서 매출이 YoY -30%, BEP를 목표하고 있다.

기타 호텔과 까사미아, 신세계인터내셔널은 2분기보다 나아지는 모습이다. 호텔 투숙률은 40%(7월 37%, 8월 50%, 9월 30%)로 2분기(13%) 대비 크게 높아졌으며, 까사미아는 가구 수요가 증가하면서 손실 폭을 계속 줄이고 있는데, 2021년 BEP까지 기대하고 있다. 신세계 인터내셔널도 애초 기대치에는 미치지 못하지만, 100억원 가까이 영업이익을 기록할 수 있을 듯 하다.

3분기 눈높이는 낮출 필요가 있으나,  
4분기 백화점/면세점 중심  
개선 폭 클 듯

결론적으로, 코로나 재확산 영향, 3분기 실적은 눈높이를 낮출 필요가 있다. 다만, 큰 변화가 없다면, 4분기 백화점과 면세점 중심 QoQ 개선 폭이 상당히 클 수 있다. 주가는 3분기 실적 부진을 선반영한 것으로 보인다. 저점 매수, 비중확대가 유효한 시기다.

표 5. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출과 영업이익은  
각각 전년 동기대비 22%, 97%  
감소한 1조 2,553억원과 29억원 예상

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	1,517	1,506	1,603	1,769	6,394	1,197	1,014	1,255	1,412	4,879
신세계	375	367	385	430	1,558	331	354	362	410	1,457
신세계인터	366	302	360	397	1,425	323	287	306	334	1,250
센트럴시티	66	67	71	68	272	56	53	60	57	226
신세계DF	703	770	787	868	3,128	489	311	511	600	1,911
영업이익	110	68	96	194	468	3	-49	3	65	23
신세계	53	33	51	85	222	23	14	23	55	115
신세계인터	29	15	19	22	84	12	-3	8	13	30
센트럴시티	21	10	24	19	74	12	-3	15	12	36
신세계DF	13	17	11	71	112	-32	-37	-36	-9	-114
세전이익	893	33	82	-211	798	4	-136	-21	95	-58
순이익	686	24	52	-169	593	2	-108	-23	77	-52
지배주주순이익	667	17	34	-191	526	-2	-113	-21	91	-45
영업이익률(%)	7.2	4.5	6.0	11.0	7.3	0.3	-4.8	0.2	4.6	0.5
세전이익률(%)	58.9	2.2	5.1	-11.9	12.5	0.3	-13.5	-1.7	6.7	-1.2
순이익률(%)	43.9	1.1	2.1	-10.8	8.2	-0.1	-11.2	-1.6	6.4	-0.9
매출액(YoY,%)	38.5	27.3	17.3	14.8	23.3	-21.1	-32.6	-21.7	-20.1	-23.7
신세계	-11.9	-11.2	-10.8	-8.1	-10.4	-11.7	-3.7	-6.0	-4.6	-6.5
신세계인터	20.2	6.5	15.4	9.2	12.8	-11.6	-4.9	-15.0	-16.1	-12.3
센트럴시티	46.7	44.4	23.9	-0.6	25.3	-15.8	-21.5	-15.0	-15.8	-17.0
신세계DF	106.9	73.1	35.8	34.6	55.7	-30.5	-59.6	-35.0	-30.9	-38.9
영업이익(YoY,%)	-3.2	-14.7	36.6	44.8	17.7	-97.0	적전	-96.9	-66.5	-95.1
신세계	-9.8	-22.1	7.8	-9.3	-8.3	-57.7	-56.2	-54.4	-35.8	-48.3
신세계인터	143.2	2.1	65.2	21.2	51.7	-58.9	적전	-59.7	-40.3	-64.5
센트럴시티	33.8	106.3	37.2	-27.0	15.5	-45.3	적전	-36.4	-37.0	-51.1
신세계DF	-47.5	-23.5	흑전	흑전	192.9	적전	적전	적전	적전	적전
세전이익(YoY,%)	740.4	-49.3	50.2	적전	125.0	-99.6	적전	적전	흑전	적전
순이익(YoY,%)	779.4	-66.0	17.8	적전	120.3	적전	적전	적전	흑전	적전

자료: 신세계, 하나금융투자

## 5) GS리테일/BGF리테일 시장점유율 확대 주목

Top 2 시장점유율 상승 주목:  
신규 점포 YoY 800개 이상,  
타사 전환 비율 50%

GS리테일의 3분기 영업이익은 770억원으로 전년동기 대비 15% 감소할 전망이다. 동일점 성장률은 -3%(7월 -2%, 8월 -5%, 9월 -3%)로 추산한다. 가맹점 지원금은 3분기에도 집행되지만, 동일점 성장률에 비례하는 만큼 2분기(150억원)보다는 줄어들 수 있다. 신규 점포가 YoY 800개 내외 증가하고 있는데, 타사 전환 비율 50%(YoY 10%p)에 이르고 있는 점은 향후 시장점유율 확대 효과를 기대할 수 있게 하는 대목이다. 경기가 안좋아지면서 Top 2로 더 집중되는 분위기다. 아울러, 신규 점포의 일매출 수준이 정상 점포의 90%에 이르고 있어 매출 기여도가 점점 커지고 있다. 물론, 수익성 측면에서는 동일점 성장률이 회복되는 게 더 중요하다. 일반적으로 300개 신규 오픈이 동일점 +1% 상승하는 것과 유사한 이익 기여도를 보인다.

슈퍼 구조조정 효과 지속 긍정적

슈퍼 사업은 3분기 매출은 부진하지만, 증익은 지속할 듯 하다. 체인오퍼레이션이 안정화 단계에 접어들면서, 인건비/광고판촉비 절감 효과가 지속되고 있다. 기존점은 역신장을 지속하고 있으나, 성장보다 비용구조 개선에 우선 순위를 두고 있다. 상반기 12개 폐점, 연간 20개를 목표하고 있다. 직영점은 줄어들지만, 체인점 형태 신규 오픈은 계속되고 있어, 연말 전체 점포수는 320개 내외로 전년도와 유사한 수준이 될 것으로 보인다.

호텔 2분기보다 투숙률 개선

호텔 사업은 호텔과 임대사업으로 나뉘어 있다. 파르나스 타워의 임대 사업은 경기와 무관하게 연간 450억원 영업이익을 창출하고 있다. 지난해 호텔 사업에서 연간 200억원 영업이익을 기록했는데(투숙률 80%), 올해의 경우 큰 폭 손실이 불가피한 상황이다. 2분기보다 투숙률은 개선되고 있다. 7월은 6월(나인트리 40%, 코엑스 35%)보다 10%p 상승했다. 8월은 부진했지만, 9월은 회복세에 있다. 아울러, 그랜드 인터컨티넨탈 호텔 리뉴얼 오픈이 2021년 1월에 진행될 예정인데, 30년 만의 리뉴얼 공사로 ASP 인상과 객실수 증가 효과가 클 것으로 보인다.

H&B(랄라블라) 사업은 비상경영체제 형태로 점포수를 유지하는 가운데 비용축소에 초점을 맞추고 있어, 적자 규모가 늘어나지 않을 듯 하다. 6~7호선 계약 종료 효과로 분기 YoY 30억원 적자가 줄어들고 있다. 디지털 부문은 매출이 YoY 20~30% 늘어나고 있지만, 배달 비용 증가로 수익성 개선을 기대하기 어려운 상황이다. 최근 편의점 도배 배달이 빠르게 증가하고 있다. 기존 오토바이 배달과 달리, 한번에 한건 배달하기 때문에 소비자 만족도가 더 높다. 현재 배달원 15,000명을 확보하고 있다.

3분기 연결 매출은 2조 3,774억원  
(YoY Flat), 영업이익은  
769억원(YoY -15%) 추정

표 6. GS리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	2,083	2,308	2,376	2,241	9,007	2,142	2,211	2,374	2,294	9,021
CVS	1,557	1,758	1,818	1,724	6,856	1,603	1,763	1,872	1,820	7,058
SM	376	385	389	326	1,475	345	315	350	326	1,336
호텔	68	77	75	87	306	45	36	48	51	181
기타	82	88	94	105	370	149	97	103	97	446
영업이익	21	77	91	50	239	89	59	77	33	258
CVS	27	87	90	53	256	41	70	81	52	244
SM	-5	-1	2	-26	-29	16	9	12	-8	29
호텔	14	13	14	23	64	-1	-12	-5	-1	-18
기타	-15	-22	-16	-1	-53	32	-8	-10	-10	3
세전이익	19	72	90	18	200	61	52	84	40	236
순이익	10	55	69	10	144	49	34	55	43	181
영업이익률(%)	1.0	3.3	3.8	2.2	2.7	4.1	2.7	3.2	1.4	2.9
CVS	1.7	4.9	4.9	3.1	3.7	2.5	4.0	4.3	2.9	3.5
SM	-1.3	-0.3	0.6	-7.8	-2.0	4.8	2.9	3.3	-2.5	2.2
호텔	20.7	16.7	19.2	26.7	21.0	-1.5	-32.8	-10.0	-1.5	-10.0
세전이익률(%)	0.9	3.1	3.8	0.8	2.2	2.8	2.3	3.5	1.7	2.6
순이익률(%)	0.5	2.4	2.9	0.4	1.6	2.3	1.5	2.3	1.9	2.0
매출(YoY,%)	4.4	4.9	2.2	3.1	3.6	2.8	-4.2	0.0	2.4	0.2
CVS	5.3	5.3	3.5	4.7	4.7	2.9	0.3	3.0	5.6	2.9
SM	3.0	3.1	-4.8	-9.6	-2.1	-8.2	-18.2	-10.0	0.2	-9.4
호텔	1.2	4.9	6.7	8.8	5.6	-32.9	-53.0	-35.0	-41.0	-40.7
영업이익(YoY,%)	-0.9	38.1	16.7	97.1	32.5	314.7	-23.2	-15.1	-33.9	7.9
CVS	34.7	32.9	17.5	73.2	33.4	51.5	-19.1	-10.3	-1.3	-5.0
SM	적전	적전	-57.9	적지	적지	흑전	흑전	381.8	적지	흑전
호텔	-3.8	17.4	2.1	28.8	11.9	적전	적전	적전	적전	적전
세전이익(YoY,%)	-26.6	14.0	8.0	178.3	11.3	216.1	-28.4	-7.1	116.3	18.0
순이익(YoY,%)	-45.0	19.6	11.4	65.9	8.5	370.8	-38.6	-20.5	343.9	25.8

자료: GS리테일, 하나금융투자

BGF리테일 3분기 동일점 성장률과  
점포수 증가율 GS리테일과  
유사한 수준

BGF리테일의 3분기 영업이익은 전년 동기대비 7% 감소한 610억원 수준이 가능할 전망이다. 3분기 동일점 성장률과 점포수 증가율은 GS리테일과 유사한 수준이 될 듯 하다. 수익성 측면에서는 2분기보다 긍정적이다. 긴 장마로 성수기 효과는 제한적이지만, 2분기 긴급재난 지원금 영향으로 담배 매출 비중이 높아지면서 GPM이 하락했는데, 3분기에는 이런 현상은 완화된 듯 하다. BGF리테일은 자회사 BGF푸드 안정화가 관건인데, 3분기 영업손실 규모도 2분기와 유사한 30억원 내외 수준을 유지할 수 있을 것으로 보인다.

3분기 연결 매출은 YoY 4% 증가한  
1조 6,439억원, 영업이익은 YoY 7%  
감소한 605억원 추정

표 7. BGF리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	1,350	1,517	1,583	1,497	5,946	1,393	1,549	1,644	1,572	6,158
영업이익	26	61	65	45	197	18	45	61	41	165
세전이익	28	62	65	45	201	18	44	60	41	163
순이익	21	46	50	34	151	12	33	46	31	122
영업이익률(%)	2.0	4.0	4.1	3.0	3.3	1	3	4	3	2.7
세전이익률(%)	2.1	4.1	4.1	3.0	3.4	1	3	4	3	2.6
순이익률(%)	1.6	3.0	3.2	2.3	2.5	1	2	3	2	2.0
매출(YoY,%)	2.5	2.6	2.8	3.9	2.9	3.2	2.2	3.9	5.0	3.6
영업이익(YoY,%)	1.1	8.0	-1.2	7.5	3.7	-29.8	-26.9	-6.6	-7.5	-16.2
세전이익(YoY,%)	-3.9	4.4	-5.8	2.5	-0.7	-37.1	-28.9	-8.4	-9.9	-19.1
순이익(YoY,%)	-5.2	1.5	-5.4	1.7	-1.8	-42.7	-28.1	-9.1	-8.5	-19.4

자료: BGF리테일, 하나금융투자

## 5. 면세점: 제3자 반송 본격화

### 1) 3분기 매출 회복세 뚜렷

면세점 8월 YoY -33% 감소폭 축소

8월 면세점 매출은 1,217 백만달러(YoY -33%)로 7월(YoY -39%) 대비 감소폭을 줄였다. 공항 면세점은 YoY -86%로 여전히 부진한 상황이지만, 시내면세점 매출은 YoY -26%까지 회복되었다. 면세점 트래픽이 YoY -85%, 크게 줄었지만, 외국인 ARPU는 15,544달러(YoY 1,627%)까지 상승했기 때문이다.

중국 화장품 소비 수요 회복과 국내 면세점 가격 경쟁력이 크게 작용하고 있다는 판단이다. 전술한 바와 같이 9월 화장품 수출은 YoY 46%, 중국향 화장품과 생활용품 수출 역시 각각 YoY 56%, YoY 110%나 증가했다.

면세점, 재고 소진 이후에도 지속적인 재고 매입, 수익 없는 매출 확대 중

국내 주요 면세점 업체들은 사업규모를 유지하기 위해 영업이익률 2~3% 수준에 대규모 매입과 판매를 지속하고 있는 것으로 파악되고 있다. 호텔신라의 경우 제3자 반송 매출까지 포함하면 시내면세점 매출은 YoY -20% 수준까지 회복될 것으로 보인다. 3분기 시내면세점 매출 회복, 4분기 공항면세점 임대료 축소에 의한 수익성 개선으로 지속적인 주가 모멘텀을 기대한다. 다만, 2021년 글로벌 여행 시장 및 글로벌 브랜드 공급 전략이 불확실한 상황이 기 때문에 주가 상승 여력에는 한계가 있을 것으로 보인다.

제3자 반송은 신세계보다 신라와 롯데가 좀더 적극적으로 나서고 있다. 코로나19 이전 매입 상품에 대한 재고 소진이 어느정도 완료 됐는데도, 매입을 줄이지 않고 있고, 손익에 도움이 안되는 데도 막대한 현금을 투입하면서 매입과 판매를 지속하고 있다. 이유는 두가지로 요약 된다.

사업인프라 유지 목적과 절대적인 면세점 이익기여도 때문

첫째는 사업 인프라 유지를 위한 것이다. 메이저 면세점 업체들은 만일 코로나19가 완화되어 글로벌 여행 시장이 회복될 경우를 대비, 글로벌 브랜드에 대한 바이파워, 인력과 사업장 등 사업 인프라를 유지하기 위한 전략적 선택일 가능성이 크다. 향후 코로나19와 글로벌 여행시장이 어떻게 될지 모른다. 당장 면세점 수요가 없다고, 매장을 스크랩하고, 인력을 내보내고, 벤더들에 대한 바이파와 네트워킹을 중단한다면, 나중에 면세점 사업을 재개할 때 상당히 큰 램프업 비용을 치러야 할 것이다.

둘째, 호텔신라와 호텔롯데는 면세점 사업이 핵심 사업이라는 점이다. 호텔신라의 경우 2019년 연결 매출과 영업이익에서 면세점 사업이 차지하는 비중은 각각 91%, 90%다. 호텔롯데 역시 면세점 사업이 차지하는 매출과 영업이익 비중은 각각 83%와 100%로 절대적이다. 회사의 사활이 면세점에 걸려 있는 것이다. 사업규모를 함부로 줄일 수 없는 것이다.

반면, 신세계/현대 3자 반송 매출 제한적

반면, 신세계와 현대백화점의 경우 면세점 사업은 메인이 아니다. 호텔신라와 호텔롯데가 BEP에 준하는 가격으로 판매할 경우, 매입 원가가 상대적으로 높은 신세계와 현대의 경우 손실을 내고 팔아야 하는 입장이다. 매출 규모를 크게 늘리기 부담스러운 이유다.

재밋는 사실은 랑콤이나 에스티로더와 같은 글로벌 브랜드들 역시 재고소진이 완료된 상태임에도 불구하고, 이들 면세점 업체들에 대한 공급을 지속하고 있는 점이다. 여러가지 이유가 있을 수 있다.

첫째, 글로벌 수요가 충분히 회복되지 않았기 때문에 면세점 채널 향 매출을 줄이기 부담스러울 수 있다. 3분기에도 여전히 전체 매출은 역신장일 가능성이 크다. 둘째, 면세점 업체들의 매입 원가가 높아졌을 수 있다. 협상력 측면에서 본다면, 글로벌 여행 수요 위축으로 사업 자체가 존폐 위기에 놓여 있는 면세점 업체보다는 브랜드 업체들의 협상력이 우위에 있을 수 있다. 셋째, 코로나19 사태 영향이 아직 중장기적으로 불분명한 상황에서 리테일과 면세점, 대륙/국가별 공급/판매 전략을 구조적으로 전환하기 이르다는 판단일 수 있다.

단기적으로 수익성 개선 가능하나, 글로벌 여행 시장 불확실성 주가 상승 여력 한계

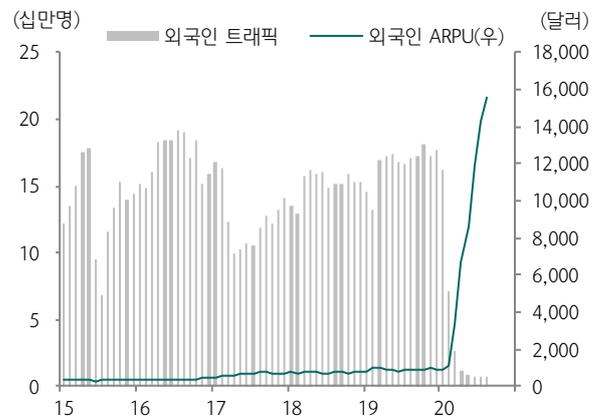
아무튼, 면세점 사업은 BEP에 근접하는 수준으로 손실 폭을 줄일 수 있다. 실적 불확실성은 완화되었지만, 추세적인 주가 회복을 기대하기는 한계가 있다. 수익이 없는 사업에 사업가치를 밸류에이션 할 수는 없는 노릇이다.

그림 7. 면세점 일별 매출



자료: 면세점협회, 하나금융투자

그림 8. 면세점 외국인 매출과 ARPU



자료: 면세점협회, 하나금융투자

## 2) 인천공항 임대료 매출 효율제 전환: 사실상 전액 감면

### 인천공항 임대료 사실상 전액 감면

지난 8월 27일 국토교통부는 항공산업 지원 방안을 발표하면서 면세점 임대료 감면 기간 연장 및 매출 효율 방식 적용을 발표했다. 면세점 감면 관련 내용은 크게 3가지로 요약된다. i) 감면 기간을 올해 8월까지에서 2021년 6월로 연장하였다. ii) 감면 방식을 기존 임대료 50% 할인에서 매출 효율제로 변경했다. 매출의 평균 26% 수준으로 추산한다. 그리고, 감면 혜택 중단 기준을 2019년 트래픽 대비 60% 이상 회복에서 80%로 상향 조정했다. iii) 감면 업체 범위를 T1 4기 신규 사업자에서 T1, T2 기존 사업자를 다 포함시켰다. 역차별을 방지하기 위해서다.

### 단기 면세 사업 실적 가시성 높아짐

감면 기간은 공항 트래픽이 의미 있게 올라오기 전까지 연장될 가능성이 크다. 2021년 6월로 한정할 필요는 없어 보인다. 이번 대책 핵심은 감면 방식이 매출 효율제로 변경됐고, 기존 사업자에게도 확대됐다는 점이다. 50% 할인을 적용해도 신세계의 경우 연간 1,900억원 가까이 임대료를 내야하는 상황이었으며, 매출이 나오지 않을 경우 이 금액이 고스란히 면세 사업 영업적자로 이어지는 상황이었다. 호텔신라는 T1 3개 사이트 계약이 8월로 종료된 상황에서 6개월 계약 연장한 상태다(매출 효율제). 다만, T2에서 연간 1,000억원 임대료 부담이 있었는데, 이번 결정으로 크게 완화되었다. 현대백화점은 9월부터 신규 오픈하는 T1 DF7 임대료가 50% 할인해도 연간 300억원 수준이었다. 임대료 부담 감소폭은 신세계(연간 3,700억원) > 호텔신라(연간 1,000억원) > 현대백화점(연간 600억원) 순이다.

### 하지만, 글로벌 여행시장 불확실성으로 면세 사업가치 추산 어려움

단기 면세 사업 실적 가시성은 상당히 높아졌다. 다만, 코로나19 재확산과 완화에 따라 백화점과 호텔 사업 불확실성은 여전하다. 신세계와 현대백화점 모두 8월 기준점 성장률이 크게 하락한 바 있다. 단기적인 실적 가시성은 호텔신라가 가장 높다고 볼 수 있다. 하지만, 코로나19로 중장기 글로벌 여행시장은 여전히 불확실성이 크다. 당분간 면세 사업에서 사업가치를 논하기 어려운 상황이다. 따라서, 중기적으로 코로나19 완화를 기대한다면, 현대백화점 > 신세계 > 호텔신라 순으로 투자 우선 순위를 매길 수 있다. i) 백화점은 글로벌 여행 수요의 국내 이전 효과를 이미 7월에 경험한 바 있고, 현대백화점의 경우 ii) 신규 점포 오픈 모멘텀까지 기대할 수 있으며, iii) 밸류에이션도 12MF PER 7.8배로 가장 낮기 때문이다.

표 8. 인천공항 임대료 부담 변화

업체명	영업공간(2020년 9월 기준)		임대료(월)		비고
	위치	품목	이전(추정, 할인전)	이후	
호텔신라	T1 DF2	화장품/향수	290억원	매출*26%(추정)	8월 계약 종료 후 6개월 연장 중 (매출 효율제로 임시 계약)
	T1 DF4	술/담배			
	T1 DF6	패션/잡화			
	T2	화장품/향수	90억원		
신세계	T1 DF1	향수/화장품, 탑승동(전품목)	270억원		2022년 12월까지
	T1 DF5	명품/브띠크			
	T2	패션/잡화	40억원		
현대백화점	T1 DF7	패션/잡화	50억원		2023년 1월까지
					2020년 9월~25년 8월

자료: 업계, 하나금융투자

### 3) 호텔신라: 매출과 수익성 모두 회복 중

서울 시내점 매출 개선세,  
특히 수입화장품 매출 견인

3분기 매출은 전년동기 대비 43% 감소한 8,360억원, 영업손실 규모는 360억원에 이를 전망이다. 시내점 매출이 YoY -20%(서울+제주+인터넷)까지 회복된 점은 긍정적이다. 제3자 반송 매출이 크게 늘면서 서울 시내점 매출은 YoY 40% 가까이 증가한 것으로 파악되고 있다. 수입화장품이 매출을 견인했다. 서울 시내점만 보면 영업이익률도 4% 수준까지 회복된 것으로 추정한다.

거의 100% 매출이 파이공에 의해 발생하고 있으며, 화장품 비중은 90%, 화장품 내 수입 브랜드 비중도 80%까지 상승한 것으로 보인다. 다만, '후'를 중심으로 국내 럭셔리 브랜드는 여전히 견조하다. 중저가 브랜드가 크게 위축된 것이다. 제3자 반송 매출은 하루 평균 최대 80~90억원, 최소 20~30억원 기록 중이다. 제주점은 휴업 중으로 100억원 이상 영업적자가 불가피하고, 온라인 판매는 YoY 45% 감소할 것으로 예상된다.

호텔 투숙률도 QoQ 회복세

한편, 인천공항과 해외공항점 영업손실 규모가 합쳐서 400억원 내외, 호텔/생활레저 사업에서 100억원 가까이 영업손실이 예상된다. 호텔 사업은 성수기를 맞아, 제주점은 4월말부터 가파른 회복세(3분기 투숙률 80% 추정) 있으며, 서울점도 2.5단계 기간에는 투숙률이 40~45%에 머물렀지만, 9월 중순 이후 70~75%까지 상승한 상황이다.

다만, 2021년 글로벌 여행시장  
불확실성 상존

결론적으로, 서울 시내점 매출 및 수익성 회복은 긍정적이다. 높은 가격/상품 경쟁력으로 당분간 매출 성장세가 지속될 전망이다. 다만, 2021년 글로벌 여행 시장/브랜드 공급 전략 불확실성이 해소되지 않고 있는 만큼, 투자 측면에서 저가 매수는 유효하지만 추가 상승 여력이 크지는 않을 듯하다.

표 9. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출은 YoY 43%  
감소한 8,359억원, 영업손실은  
YoY 930억원 감소한 355억원 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	1,343	1,355	1,475	1,544	5,717	944	523	836	833	3,135
면세점	1,225	1,227	1,339	1,411	5,201	849	439	729	745	2,763
호텔/생활레저	118	128	137	133	516	95	84	106	87	372
영업이익	82	79	57	78	296	-67	-63	-36	-14	-180
면세점	82	70	45	70	267	-49	-47	-26	-7	-129
호텔/생활레저	-1	9	12	8	29	-18	-16	-9	-8	-51
세전이익	67	68	38	54	226	-93	-82	-47	-31	-253
순이익	52	52	27	38	169	-74	-68	-40	-27	-209
영업이익률(%)	6.1	5.8	3.9	5.0	5.2	-7.1	-12.1	-4.2	-1.7	-5.7
세전이익률(%)	5.0	5.0	2.5	3.5	3.9	-9.8	-15.7	-5.7	-3.7	-8.1
순이익률(%)	3.9	3.8	1.9	2.5	3.0	-7.8	-13.0	-4.8	-3.3	-6.7
매출(YoY,%)	19.3	15.3	20.9	29.5	21.3	-29.7	-61.4	-43.3	-46.1	-45.2
면세점	20.9	16.3	22.4	31.7	22.9	-30.7	-64.2	-45.5	-47.2	-46.9
호텔/생활레저	5.5	7.0	7.7	9.7	7.5	-19.9	-34.8	-22.2	-34.3	-27.9
영업이익(YoY,%)	84.9	14.0	-15.6	182.5	41.5	적전	적전	적전	적전	적전
면세점	72.7	9.1	-24.1	179.3	36.3	적전	적전	적전	적전	적전
호텔/생활레저	적지	70.9	44.7	212.5	120.8	적지	적전	적전	적전	적전
세전이익(YoY,%)	60.2	4.5	-42.8	흑전	53.5	적전	적전	적전	적전	적전
순이익(YoY,%)	63.7	-0.9	-42.0	흑전	53.6	적전	적전	적전	적전	적전

자료: 호텔신라, 하나금융투자

## 6. 홈쇼핑, 밸류에이션 회복 가능성, 무형상품 → 유형상품 소비 이동

### 1) 코로나19로 인한 소비패턴 변화, 우호적 사업 환경

홈쇼핑, 지난 7년간 주가 하락 이유  
3가지 중 2가지 완화

2014년 이후 최근까지 GS홈쇼핑 주가는 1/3 수준으로 떨어졌다. 영업이익 감소폭은 15% 밖에 되지 않는다. 밸류에이션이 Trailing PER 15배에서 6배로 하락했다. 실적 부진보다 불확실성 요인이 컸다는 말이다. 세가지로 요약된다. 첫째, 온라인 경쟁심화다. 2013년 스마트폰 보급률 확대로 온라인 쇼핑 시장이 크게 성장하면서, TV홈쇼핑 채널 성장 여력을 침식했다. 실제로 2009~13년 GS홈쇼핑 연평균 성장률은 15%, 그 이후 6년(2013~19년) 연평균 성장률은 5% 수준에 그친다.

둘째, 옷과 같은 유형상품에서 여행과 같은 무형상품으로 소비패턴 변화다. 렌탈과 여행상품 등 무형상품을 제외하면 2013년~19년 매출 성장률은 0%에 가깝다. 더 큰 문제는 수익성 악화다. 2013년 GS홈쇼핑의 GPM은 29.6%였으나, 2019년은 19.2%에 그쳤고, 영업이익률은 4.8%에서 2.8%까지 하락했다. 카드할인 프로모션을 판관비가 아닌 원가에서 차감하는 등 회계기준 변경 요인도 있지만, 근본적으로 무형상품 GPM이 훨씬 낮기 때문이다.

송출수수료율 증가율 안정화

셋째, T커머스 확대에 따른 송출수수료 증가다. IPTV가 등장하고 T커머스 사업자가 10개 이상 신규 등장하면서 송출수수료 경쟁이 치열해졌다. 2013~19년까지 연평균 8% 가까이 증가했다. 이 세가지 요인 가운데, 온라인 경쟁은 여전히 심하지만, 나머지 두 가지 우려는 상당히 완화되고 있다. 코로나 영향 여행수요가 유형상품 소비로 이전되고 있다.

무형→유형상품 구매 증가, GPM 개선 기대

3분기 홈쇼핑 업체들의 실적이 애초 기대치를 넘어설 가능성이 커지고 있다. 현대홈쇼핑과 GS홈쇼핑 모두 취급고는 YoY 10% 가까이 증가할 것으로 예상되고 있다. 무엇보다 여행과 렌탈 등 저마진 무형상품 비중이 크게 줄고, 고마진 건기식/가전/생활용품 등 유형상품 매출 비중이 상승하면서 GPM 개선을 기대할 수 있게 되었다.

반면, 판관비는 출장/교육/컨설팅 및 각종 광고선전비가 줄어들면서 YoY 3% 이내 증가에 그칠 것으로 보여, 영업이익 증가폭이 YoY 30% 이상 될 듯 하다. 국내외 여행수요 위축에 따른 국내 유형상품으로 소비 이전, 추석 연휴 고향방문 중단도 홈쇼핑 업황에는 긍정적이다. 현대홈쇼핑은 렌탈사업/L&C/호주법인 실적도 회복되고 있어, 3분기 영업이익 증가폭이 예상보다 클 수 있다.

코로나19로 인한 소비 패턴 변화,  
Re-rating 가능성 상승

반면, 밸류에이션은 두 회사 모두 12MF PER 6배 내외에 불과하다. 2분기에 이어 3분기까지 높은 실적 모멘텀을 이어갈 경우 투자심리는 변할 수 있다. 실적발표가 있는 11월이 되면 10월 실적도 공개가 될 텐데, 4분기 성수기로 매출과 이익 규모는 더 크고 증가폭도 확대될 수 있다. 코로나19로 인한 소비 패턴 변화 시기, 홈쇼핑 업체들의 Re-rating 가능성이 높아지고 있다. 저가 매수가 유효하다.

## 2) GS홈쇼핑: 실적으로 업황 회복 입증

3분기 높은 실적 개선+밸류에이션  
회복 가능성

3분기 취급고와 영업이익은 각각 전년 동기대비 5%, 45% 성장한 1조 390억원과 290억원 수준이 가능할 전망이다. 비수기 불구, 긴 장마, 여행수요 위축, 추석 기간차 영향 시청률 상승이 우호적인 사업 환경으로 작용했다. 상품믹스 개선으로 GPM이 0.4%p 개선되는 반면, 출장/교육/컨설팅비 등 축소로 판관비가 전년도 수준에 그치면서 이익 증가폭이 클 것으로 예상된다. 지난해 여행/렌탈 등 무형상품 취급고 비중은 20% 정도인데, 판매수수료율이 10% 초반으로 일반 유형상품 평균 25% 대비 크게 낮다. 3분기 주요 카테고리로는 제습기/건기식/식품/침구류를 꼽을 수 있고, 의류도 양호하다. 연간 송출수수료는 YoY 6% 증가할 것으로 예상된다.

표 10. GS홈쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원)

3분기 취급고는 전년동기 대비 5%  
증가한 1조 392억원, 영업이익  
45% 증가한 286억원 예상

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
총매출	1,093	1,120	989	1,081	4,282	1,095	1,134	1,039	1,127	4,395
TV홈쇼핑	410	417	352	390	1,569	411	391	352	387	1,541
인터넷	81	82	71	80	314	76	82	72	81	311
MC	571	592	544	589	2,295	593	645	598	642	2,478
매출총이익	204	213	193	213	823	213	222	207	222	864
영업이익	38	33	20	29	120	32	42	29	39	141
세전이익	48	39	31	38	157	42	41	35	47	165
순이익	36	27	23	20	107	32	30	25	35	122
영업이익률(%)	3.5	2.9	2.0	2.7	2.8	2.9	3.7	2.8	3.4	3.2
세전이익률(%)	4.4	3.5	3.2	3.5	3.7	3.8	3.7	3.3	4.2	3.8
순이익률(%)	3.3	2.4	2.4	1.9	2.5	2.9	2.7	2.4	3.1	2.8
취급고(YoY,%)	1.7	0.5	3.3	-1.9	0.8	0.2	1.3	5.1	4.2	2.6
TV홈쇼핑	-13.1	-8.3	-7.2	-3.7	-8.3	0.4	-6.2	0.0	-0.8	-1.7
인터넷	-9.6	-7.2	1.4	-9.4	-6.6	-6.3	1.1	1.0	0.4	-1.0
MC	22.4	17.5	15.9	3.4	14.3	4.0	8.9	10.0	9.1	8.0
매출총이익(YoY,%)	1.0	2.7	-1.4	-0.9	0.4	4.4	4.0	7.1	4.6	5.0
영업이익(YoY,%)	23.6	-5.8	-35.5	-28.6	-12.6	-16.9	27.3	44.8	32.3	17.3
세전이익(YoY,%)	1.8	-22.5	-12.3	20.6	-5.1	-14.2	5.9	10.4	24.9	5.2
순이익(YoY,%)	-1.3	-28.7	-6.5	-4.7	-11.6	-11.9	11.5	9.1	72.6	14.5

자료: GS홈쇼핑, 하나금융투자

### 3) 현대홈쇼핑: 계열사 실적 개선은 덤

3분기 영업이익 280억원(YoY 36%)  
추산

3분기 연결 매출은 YoY 4% 증가한 1조 2,680억원, 영업이익은 36% 증가한 280억원 수준이 가능할 전망이다. 홈쇼핑 부문은 TV가 YoY 5% 이상 증가하면서 외형 성장을 견인할 전망이다. 추석 기간차 영향 TV시청 시간을 늘어난 것도 긍정적 영업환경으로 작용했다. 상품 믹스 조정으로 고마진 마스크/건기식/생활용품 상품 비중이 상승하면서 GPM 개선이 가능해졌다. 송출수수료가 YoY 5%(IPTV 10%, 위성/케이블 -5%) 증가했지만, 광고관측비 절감 등으로 전체 판관비 증가는 YoY 3%에 그치면서 영업레버리지 효과가 확대되었다.

렌탈케어/L&C/호주법인 등 계열사  
실적 회복 모멘텀 기대

연결 자회사들의 실적 개선세도 지속되고 있다. L&C 매출은 YoY 플랫 수준이지만, 원재료 및 국제 유가 하락으로 원가율이 낮아지고 있으며, 직영점 및 물류 프로세스 통합 등으로 비용효율화가 더해져 3분기 누적 영업이익 규모가 200억원(2020년 연간 목표치)을 넘어설 것으로 예상된다. 렌탈케어 사업 역시 3분기에도 계정 순증이 1.5만 발생하면서 연간 누적 40만은 무난히 달성할 수 있을 듯 하다. 판관비에서 지상파/온라인 미디어 광고비 집행 증가 부담이 있지만, YoY 영업손실 폭 축소는 이어질 전망이다. 2021년 상반기 월 BEP를 기대하고 있다.

호주법인 안정화

호주 법인은 전년도 8월 진출 이후 안정화되는 모습이다. QoQ 매출이 계속 늘어나고 있다. 8월에는 월매출 20억원을 달성한 것으로 파악되고 있다. 3분기 영업손실은 30억원대에 그칠 전망이다. 2021년 상반기 호주 위성SO 진입을 추진하고 있는데, 가시화될 경우 월 매출 규모는 30~40억원까지 증가할 수 있다. BEP 달성 월 매출은 60억원 수준으로 알려져 있다.

3분기 연결기준 취급고와 영업이익  
 각각 전년 동기대비 4%, 36%  
 증가한 12,682억원과 275억원 전망

표 11. 현대홈쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
총매출	1,254	1,276	1,215	1,343	5,089	1,289	1,320	1,268	1,394	5,271
홈쇼핑	976	974	921	1,041	3,913	1,008	1,020	967	1,080	4,075
TV홈쇼핑	515	539	502	573	2,129	548	563	527	593	2,230
인터넷	149	133	121	141	543	139	128	117	138	521
MC	294	284	281	303	1,161	301	309	303	322	1,235
렌탈케어	16	18	21	24	80	27	29	30	32	118
L&C	262	284	272	276	1,094	253	270	269	280	1,072
호주 등 기타	0	0	1	2	2	1	1	2	3	7
영업이익	34	45	20	30	130	29	43	28	39	138
홈쇼핑	40	47	27	37	150	34	44	28	37	143
렌탈케어	-4	-5	-5	-5	-19	-2	-6	-3	-2	-13
L&C	-2	8	4	5	16	3	12	7	8	30
호주 등 기타	-1	-4	-6	-8	-17	-6	-6	-5	-5	-22
세전이익	50	55	34	-10	128	46	50	43	50	189
순이익	39	43	26	-22	86	35	38	32	38	144
영업이익률(%)	2.7	3.6	1.7	2.3	2.5	2.2	3.3	2.2	2.8	2.6
세전이익률(%)	4.0	4.3	2.8	-0.8	2.5	3.6	3.8	3.4	3.6	3.6
순이익률(%)	3.1	3.3	2.2	-1.7	1.7	2.8	2.9	2.6	2.7	2.7
취급고(YoY,%)	31.8	38.3	36.9	33.9	35.2	2.8	3.4	4.4	3.7	3.6
홈쇼핑	5.2	8.5	6.8	6.9	6.8	3.2	4.7	5.0	3.7	4.1
TV홈쇼핑	-0.9	6.8	2.6	7.3	4.0	6.4	4.5	5.0	3.4	4.8
인터넷	-18.3	-19.9	-19.8	-10.7	-17.2	-7.0	-3.8	-3.0	-1.9	-4.0
MC	30.0	24.6	25.5	7.6	21.1	2.5	8.9	8.0	6.2	6.3
렌탈케어	85.1	80.4	67.7	84.0	78.7	65.2	57.1	42.5	25.6	45.0
L&C						-3.3	-4.9	-1.0	1.2	-2.0
영업이익(YoY,%)	-5.0	42.0	1.2	21.8	15.4	-14.0	-5.2	35.9	28.1	6.8
세전이익(YoY,%)	-19.2	26.8	1.2	적전	-30.8	-8.2	-8.5	27.1	흑전	47.2
순이익(YoY,%)	-14.2	34.2	5.2	적전	-48.4	-9.3	-11.0	23.1	흑전	67.0

자료: 현대홈쇼핑, 하나금융투자

## 7. 이슈: 이명희 회장, 이마트/신세계 지분 증여 합의

이명희 회장,  
이마트/신세계 주식 8.22%씩 증여

신세계그룹은 이명희 신세계 회장이 보유하고 있던 이마트와 신세계 지분 중 각각 8.22%(이마트 3,242억원/신세계 1,687억원)를 정용진 신세계그룹 부회장과 정유경 신세계 총괄사장에게 각각 증여한다고 공시했다. 이에 따라 이명희 회장 보유 지분은 이마트/신세계 각각 18.22%에서 각각 10.00%로 낮아지며, 정용진 부회장의 이마트 지분이 10.33%에서 18.55%로, 정유경 총괄사장의 신세계 지분은 10.34%에서 18.56%로 높아지면서 각 회사의 대주주가 되었다.

경영권 안정화 위해  
증여세 재원 별도 필요

주목해야 할 부분은 신세계과 이마트의 지분율과 증여세 재원(증여세율 50% 가정시, 이마트 1,620억원/신세계 844억원 추정)이다. 정용진 부회장은 이마트에 대한 안정적 경영권을 위해서는 이마트 지분 증여에 대한 증여세 재원이 따로 있어야 한다. 이명희 회장 지분을 다 증여 받는다고 하더라도 지분율이 28%밖에 되지 않기 때문이다. 그 역할을 광주신세계가 할 수 있다. 정용진 부회장은 광주신세계 지분을 52.1%(약 1,240억원) 갖고 있다.

광주신세계를 증여세 재원으로 사용할 경우, 매각처는 신세계가 될 가능성이 크다. 이미 신세계는 광주신세계 지분율이 10.4%에 이르고, 광주신세계 매출의 약 70%가 백화점 사업부문에서 나오기 때문에 명분도 뚜렷하다. 2016년 남매 간 지분 맞교환 이후 정용진 부회장은 이마트 지분만, 정유경 총괄사장은 신세계 지분만 보유하고 있다.

이런 사정은 정유경 사장도 마찬가지다. 정유경 사장이 이명희 회장 지분을 다 증여 받아도 신세계 지분율은 28%에 불과하다. 따라서, 정유경 사장도 세금 재원이 별도로 필요한데, 신세계인터내셔널 지분(15.14%, 1,627억원)이 그 역할을 담당할 수 있다. 신세계의 신세계인터내셔널 지분율은 45.8%로 상당히 안정적이다. 즉, 정유경 사장 입장에서는 신세계만 제대로 지배하고 있으면 신세계인터내셔널 경영권은 걱정할 필요 없다. 이미 정유경 사장은 지난해 12월 신세계인터내셔널 지분 4.2%를 증여세 재원 마련 목적으로 매각한 바 있다.

참고로, 정용진 부회장은 삼성전자 지분을 0.17%(약 5,907억원) 갖고 있는 것으로 알려져 있는데, 사실일 경우, 부족 분을 메우기에 충분하다.

이번 증여는  
주가 바닥의 시그널로 작용,  
주가 모멘텀 긍정적

증여세를 적게 내기 위해서는 주가가 낮은 상태에서 증여가 이뤄져야 한다. 향후 이마트/신세계 두 종목 모두 바닥을 벗어나 추세적인 상승세를 이어갈 가능성이 크다면, 이마트와 신세계 지분을 되도록 빨리 증여 받는 게 좋을 것이다. 실제로 이마트는 3분기 증익 가능성이 높아지고 있으며, 신세계도 4분기부터 손실 폭이 크게 줄어들면서 주가 반등 가능성이 커지고 있는 상황이다. 주식 시장은 이번 증여를 실적과 주가의 턴어라운드 시그널로 인식할 가능성이 크다. 주가 모멘텀 측면에서 긍정적이다.

다만, 펀더멘탈 이슈가 아닌 이런 이슈로 인한 주가의 방향성을 크게 신경 쓸 필요는 없을 듯 하다. 경영진의 의도대로 실적과 주가가 반드시 움직이는 것도 아니다. 지난해 4월 정용진 부회장의 14만주 자사주 매입 역시 바닥을 의미하는 것이었으나, 주가와 실적은 더 떨어졌다.

## 8. 투자전략: 실적개선주 or 바닥잡기

### 1) 실적 개선주: 롯데하이마트/홈쇼핑

실적 개선주: 롯데하이마트/홈쇼핑

유통 업종에 대한 투자전략은 다양한 옵션이 나올 수 있다. 이제 실적 시즌이다. 실적 시즌에는 실적 개선주가 가장 주목 받기 마련이다. 거기다 밸류에이션까지 여유 있다면 금상첨화다. 유통업종에서는 롯데하이마트와 홈쇼핑 업체들이 이에 속한다.

롯데하이마트: 가전 수요 확대,  
부진 점포 폐점 효과

롯데하이마트의 3분기 영업이익은 전년 동기대비 67% 증가한 570억원 수준에 이를 것으로 추정한다. 코로나19로 여행 수요가 유형상품 소비 수요로 이전하면서 가전/가구 등 내구재 판매가 크게 증가하고 있다. 부진 점포 폐점에 따른 임대료/인건비, 광고판촉비 감소 등으로 판관비가 줄면서 영업이익 증가폭이 클 것으로 보인다. 특히, 롯데하이마트에게 2020년은 오프라인 점포 구조조정 원년이라고 볼 수 있다. 3분기까지 19개 점포를 폐점했는데, 이 가운데 롯데마트 샵인샵 점포가 12개였다. 4분기 5개 폐점이 더 예정돼 있다.

GS/현대홈쇼핑 모두  
영업이익 YoY 40% 내외,  
유형상품 수요 확대,  
취급고 10% 증가

홈쇼핑 업체들의 실적 모멘텀도 뒤지지 않는다. GS홈쇼핑과 현대홈쇼핑 모두 영업이익이 YoY 40% 내외 증가할 것으로 예상되고 있다. 비수기 불구, 긴 장마, 여행수요 위축, 추석 기간차 영향 시정률 상승이 우호적인 사업 환경으로 작용하고 있다. 여행 상품이 유형상품으로 대체되면서 GPM 개선이 이뤄지고 있다. 판관비가 전년도 수준에 그치면서 이익 증가폭이 클 것으로 예상된다. 지난 해 홈쇼핑 업체들 상품 믹스에 여행상품 비중이 5% 내외 차지했다. 이를 제외할 경우 실질적으로 취급고는 10% 이상 성장하는 것이다.

2013년 이후 지난 7년 동안 홈쇼핑 업체들 밸류에이션 하락 요인으로 작용했던 i) 온라인 경쟁심화, ii) 옷과 같은 유형상품에서 여행과 같은 무형상품으로 소비패턴 이동, iii) T커머스 확대에 의한 송출수수료 증가 부담 세가지 가운데, 온라인 경쟁은 여전히 심하지만, 나머지 두가지 우려는 상당히 완화되고 있다.

GS홈쇼핑과 현대홈쇼핑의 실적 모멘텀에 큰 차이가 있지는 않다. 다만, GS홈쇼핑은 본업에 충실한 반면, 현대홈쇼핑은 렌탈케어/L&C/호주법인 등 계열사 실적 회복 모멘텀까지 기대할 수 있어 연결 기준 이익 개선 폭은 GS홈쇼핑보다 더 클 수 있다.

## 2) 저점 매수 유망 종목: 편의점/현대백화점

코로나 재확산 완화 이후  
백화점/편의점 트래픽  
빠르게 회복 중

실적과 주가가 바닥을 지나고 있는 업체들도 있다. 편의점 업체들과 현대백화점이다. 편의점과 백화점은 코로나19 재확산에 데미지가 가장 컸던 채널이다. 코로나19가 하루 확진자 수가 100명 이내로 안정화되고 있는 상황이다.

실제로 9월 두번째 주부터 백화점 트래픽은 빠르게 회복되고 있다. 8월 15일 이후 기존점 성장률은 YoY -20%까지 하락했으나, 9월은 YoY -7% 내외 수준에서 마감할 것으로 예상된다. 특히, 현대백화점은 야외 쇼핑 선호가 상승하면서 송도/김포/대전 아울렛에서 양호한 실적 개선을 지속하고 있고, 연말과 내년 남양주 프리미엄 아울렛과 파크원 백화점 신규 오픈 효과도 기대된다. 3분기 영업이익은 200억원으로 YoY 67% 감익이 예상되지만, 향후 실적 회복세가 빠르게 진행될 가능성이 크다. 반면 주가는 12MF PER 7.8배까지 하락한 상태다.

편의점 동일점 성장률 7월 -2%,  
8월 -5%, 9월 하순 회복세

편의점 업체들의 실적과 주가 흐름도 마찬가지로다. 동일점 성장률은 7월 -2%까지 회복되었다가, 8월 긴 장마 영향으로 -5%까지 하락했고, 9월 중순까지 코로나 재확산으로 부진했으나, 9월 중순 이후 코로나 완화/날씨 효과로 회복세에 있다. 물론, 3분기에도 감익이 불가피하다. 특히, GS리테일은 가맹점 지원금까지 100억원 이상 신규 집행되기 때문에 감익 폭이 클 수밖에 없다(영업이익 770억원 YoY -15% 추정).

현재 주가는 GS리테일  
12MF PER 12배 이하,  
BGF리테일 상장 이후 최저점

다만, GS리테일과 BGF리테일 두 업체들의 시장 점유율 상승에 주목할 필요가 있다. 두 회사 모두 연간 신규 점포가 YoY 800개 이상 증가하고 있다. 타사 전환 비율이 50%(YoY 10%p)까지 상승하고 있다. 두 업체의 편의점 가맹점주에 대한 지원이 워낙 절대적으로 우위에 있기 때문이다. 코로나19 사태로 Top2 업체들과 중소형 편의점 업체가 편차가 더욱 커지고 있다. 코로나19 완화시, 2021년 실적 모멘텀을 크게 기대할 수 있는 이유다. 반면, 현재 주가는 GS리테일의 경우 12MF PER 12배 수준까지 내려와 있으며, BGF리테일은 상장 이후 최저점이다. 저점 매수가 유효하다.

## 3) 이마트는 디폴트, 국내 대형 유통업체 가운데 Re-rating 가능한 유일한 업체

이마트 3분기 증익 시,  
한국 식품 온라인 시장 1위 등극

한편, 이마트는 어떤 옵션에서도 디폴트로 가져갈 것을 추천한다. 즉, 유통업종에서 두 종목을 꼽는다면, 이마트와 롯데하이마트, 이마트와 GS홈쇼핑, 이마트와 GS리테일, 이마트와 현대백화점 등이 될 것이다. 이마트는 상장돼 있는 한국 유통업체 가운데, 글로벌 유통 트렌드를 따라, 사업 구조를 성공적으로 전환해가고 있는 유일한 업체이며, 이번 3분기 실적에서 증익할 경우 식품 온라인 시장 1위, 노브랜드/트레이더스, 스타벅스 지분가치까지 부각되면서 주가 수준이 한단계 레벨업 될 가능성이 크기 때문이다.

표 12. 유통 커버리지 종목 2020년 3분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	3Q19	3Q20F	YoY(%)	2019	2020F	YoY(%,%p)	Con.(3Q20)	Con.(3Q20)
*롯데쇼핑	매출	4,405	4,133	-6.2	17,622	16,537	-6.2	4,164	16,489
	영업이익	88	103	18.0	428	262	-38.8	63	235
	순이익	-41	6	흑전	-910	-310	적지	8	-296
	OPM	2.0	2.5		2.4	1.6		1.5	1.4
*신세계	매출	1,603	1,255	-21.7	6,394	4,879	-23.7	1,235	4,991
	영업이익	96	3	-96.9	468	23	-95.1	30	100
	순이익	34	-21	적전	526	-45	적전	9	-24
	OPM	6.0	0.2		7.3	0.5		2.4	2.0
*이마트	매출	5,063	5,387	6.4	19,063	20,453	7.3	5,658	21,390
	영업이익	116	125	7.9	151	156	3.5	123	170
	순이익	110	94	-14.3	234	474	102.5	101	505
	OPM	2.3	2.3		0.8	0.8		2.2	0.8
*연대백화점	총매출	1,554	1,571	1.1	6,541	6,422	-1.8	619	2,324
	영업이익	61	20	-66.8	292	121	-58.6	38	152
	순이익	41	14	-64.5	194	104	-46.7	29	116
	OPM	3.9	1.3		4.5	1.9		6.2	6.5
롯데하이마트	매출	984	1,053	7.1	4,026	4,095	1.7	1,019	4,019
	영업이익	33	56	67.4	110	169	53.6	44	150
	순이익	21	39	82.4	-100	113	흑전	32	91
	OPM	3.4	5.3		2.7	4.1		4.3	3.7
*GS리테일	매출	2,376	2,374	0.0	9,007	9,021	0.2	2,380	9,022
	영업이익	91	77	-15.1	239	258	7.9	85	287
	순이익	69	55	-20.5	144	181	25.8	65	185
	OPM	3.8	3.2		2.7	2.9		3.6	3.2
*BGF리테일	매출	1,583	1,644	3.9	5,946	6,158	3.6	1,643	6,154
	영업이익	65	61	-6.6	197	165	-16.2	61	169
	순이익	50	46	-9.1	151	122	-19.4	48	132
	OPM	4.1	3.7		3.3	2.7		3.7	2.7
*호텔신라	매출	1,475	836	-43.3	5,717	3,135	-45.2	778	3,210
	영업이익	57	-36	적전	296	-180	적전	-35	-168
	순이익	27	-40	적전	169	-209	적전	-35	-188
	OPM	3.9	-4.2		5.2	-5.7		-4.5	-5.2
*연대홈쇼핑	총매출	1,215	1,268	4.4	5,090	5,271	3.6	555	2,255
	영업이익	20	28	35.9	130	138	6.8	32	142
	순이익	26	32	23.1	86	144	67.0	33	142
	OPM	1.7	2.2		2.5	2.6		5.8	6.3
GS홈쇼핑	취급고	989	1,039	5.1	4,282	4,395	2.6	298	1,263
	영업이익	20	29	44.8	120	141	17.3	28	137
	순이익	23	25	9.1	107	122	14.5	26	115
	OPM	2.0	2.8		2.8	3.2		9.3	10.8

주1: \*는 연결 기준  
 자료: 각 사, 하나금융투자

표 13. 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 20.10.12, 단위: 원)

종목	현재주가	투자의견		목표주가		과리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
호텔신라	77,900	Neutral		75,000	85,000	9.1%	실적추정치 상향 조정
이마트	152,000	BUY		160,000	190,000	25.0%	

자료: 하나금융투자

표 14. Coverage/관심종목 투자의견 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자의견	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
*롯데쇼핑	BUY	100,000	2020F	16,537	262	(310)	(10,960)	(7.5)	0.2	10.6	(3.0)
			2021F	17,112	495	23	805	102.4	0.2	10.0	0.2
*신세계	BUY	260,000	2020F	4,879	23	(45)	(4,524)	(46.0)	0.5	13.2	(1.1)
			2021F	5,344	268	136	13,772	15.1	0.5	9.8	3.5
*이마트	BUY	190,000	2020F	20,453	156	474	16,990	8.7	0.4	9.5	5.3
			2021F	21,691	273	313	11,214	13.2	0.4	8.2	3.3
*현대백화점	BUY	80,000	2020F	2,119	121	104	4,423	12.9	0.3	7.8	2.4
			2021F	2,455	263	191	8,166	7.0	0.3	5.1	4.3
*CS리테일	BUY	50,000	2020F	9,021	258	172	2,229	14.8	1.1	7.5	7.7
			2021F	9,355	313	223	2,897	11.4	1.0	7.8	9.4
*BCF리테일	BUY	160,000	2020F	6,158	165	122	7,062	17.5	3.1	5.8	18.5
			2021F	6,447	169	126	7,263	17.0	2.7	6.6	17.0
롯데하이마트	BUY	47,000	2020F	4,095	169	113	4,806	6.2	0.4	3.5	5.8
			2021F	4,299	188	130	5,496	5.5	0.3	2.0	6.3
*현대홈쇼핑	BUY	95,000	2020F	2,267	138	144	11,964	5.9	0.5	2.4	8.0
			2021F	2,580	188	180	15,010	4.7	0.4	1.6	9.3
GS홈쇼핑	BUY	175,000	2020F	1,214	141	122	18,606	7.0	0.6	1.5	10.3
			2021F	1,252	148	131	19,937	6.5	0.6	0.9	10.3
*호텔신라	Neutral	85,000	2020F	3,135	(180)	(209)	(5,224)	(14.4)	3.7	(145.5)	(25.9)
			2021F	3,978	27	(32)	(802)	(93.6)	4.0	28.9	(4.8)

주: \* 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함  
 자료: 하나금융투자

## Top Picks 및 관심종목

---

이마트(139480)	35
GS홈쇼핑(028150)	39
현대백화점(069960)	43
GS리테일(007070)	47

2020년 10월 13일

# 이마트(139480)

## 3분기, Re-rating 분기점

### 3분기 영업이익 YoY 8% 증익 전환 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 각각 6.4%, 7.9% 성장한 5조 3,870억원과 1,250억원 수준이 가능할 전망이다. 할인점 기존점 성장률이 YoY 2%로 회복되고, 트레이더스/전문점/쓱닷컴 3개 사업에서 영업이익이 YoY 350억원 증익하면서 실적 개선을 견인할 전망이다. 조선히otel과 신세제푸드 합산 약 200억원 감익이 부담스럽지만, 할인점 사업이 예상보다 선전하면서 증익 전환이 가능할 듯하다. 할인점 회복은 식품 온라인 수요 증가(PP센터)/점포 리뉴얼/경쟁사 폐점 반사 이익이 본격화되고 있기 때문이다. 신선식품 작황 불안에 따른 가격 상승과 9월 추석 선물세트 매출이 YoY 40% 증가한 점도 실적 개선 요인으로 작용했다.

### 3대 핵심 성장 동력 기여도 확대

노브랜드/트레이더스/쓱닷컴 등 신규 사업이 고신장하면서 수익성도 개선되고 있는 점이 가장 긍정적이다. 지난 8월 트레이더스 매출은 YoY 26%, 기존점은 14.9%나 성장했다. 코로나 19 영향 식품 수요가 증가하고 있고, 전년도 하남점/비산점 등 기저효과 때문이다. 전년도 오픈한 신규 점포 3개는 2021년 기존점으로 편입되기 때문에 2021년까지 기존점 성장률 10% 내외 수준이 이어질 것으로 보인다. 전문점도 8월 YoY 14% 고신장했는데, 노브랜드 전문점이 26% 성장하면서 외형 성장을 견인했다. 노브랜드 매출 비중은 70%에 이르렀으며, 3월 이후 BEP를 넘어 이익 기여도를 높이고 있다. 쓱닷컴 8월 매출은 YoY 30% 성장했는데, 이마트몰만 보면 YoY 50% 증가한 것으로 추정한다. 쓱닷컴 온라인 매출 확대가 PP센터 매출 증가로 이어지면서 오프라인 할인점 성장률 제고로 작용하고 있다.

### 목표주가 16→19만원, 투자 의견 '매수' 유지

3분기 증익 전환시, 노브랜드/트레이더스/쓱닷컴을 통해 PB/창고형 대형마트/식품온라인 확대라는 글로벌 유통 트렌드를 선도하고 있다는 점이 밸류에이션 프리미엄, Re-rating 요인으로 작용하면서 높은 주가 모멘텀이 기대된다. 스타벅스 지분법 이익 규모가 2019년 기준 당기순이익의 절반까지 증가한 점도 스타벅스 본사 밸류에이션 수준을 감안하면 주가 상승 여력을 높이는 요인이다. 목표주가 19만원은 12MF PER 18배로 글로벌 식품 온라인 시장 확대와 국내 선도 업체로서 지위를 감안하면 부담스럽지 않다. 비중확대가 유효하다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 190,000원(상향) | CP(10월12일): 152,000원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,403.73
52주 최고/최저(원)	152,000/97,900
시가총액(십억원)	4,237.1
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	27,875.8
60일 평균 거래량(천주)	343.2
60일 평균 거래대금(십억원)	44.6
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.75
외국인지분율(%)	31.06
주요주주 지분율(%)	
정용진 외 2인	28.56
국민연금공단	12.87
주가상승률	1M 6M 12M
절대	1.3 36.3 38.8
상대	1.0 5.5 18.1

Consensus Data		
	2020	2021
매출액(십억원)	21,397.8	22,944.6
영업이익(십억원)	171.7	303.9
순이익(십억원)	500.4	276.0
EPS(원)	18,136	9,865
BPS(원)	339,143	347,976

### Stock Price



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	17,049.1	19,062.9	20,453.0	21,691.1	22,828.3
영업이익	십억원	462.8	150.7	155.9	272.6	364.0
세전이익	십억원	585.0	282.1	740.0	400.8	509.3
순이익	십억원	450.2	233.9	473.6	312.6	397.3
EPS	원	16,150	8,391	16,990	11,214	14,251
증감율	%	(26.93)	(48.04)	102.48	(34.00)	27.08
PER	배	11.30	15.19	8.95	13.55	10.67
PBR	배	0.62	0.40	0.45	0.44	0.43
EV/EBITDA	배	9.21	9.48	8.50	7.23	6.24
ROE	%	5.49	2.75	5.25	3.34	4.11
BPS	원	293,262	319,802	334,858	344,137	356,454
DPS	원	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000



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

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

참고로, 쓱닷컴 Capa는 2025년까지 일 36만개 배송을 목표로하고 있다. 현재 12만 대비 3배에 달한다. 이 가운데 12만개가 PP센터, 12만개가 네오센터를 통해서 증설 한다는 계획이다. 먼저 2022년까지 PP센터에서 Capa를 다 올리고, 2023년 네오 4호센터 오픈으로 완성될 듯 하다. 현재 PP센터가 114개가 있어 추가 여력이 크지 않은 듯 하지만, EOS나 점포 전체를 PP센터화 하는 등 다양한 옵션이 있다. 아울러, PP센터 특성상 인력 증원과 근무시간 연장 등을 통해 추가로 Capa를 늘릴 수 있다. EOS 청계천점만 3,500개 물량으로 일반적인 PP센터에 3배 이상이다. 차량 확보는 문제 없는 듯하다. 9~10개 메이저 택배사와 협력 관계에 있다. 아울러, 네이버장보기는 위협이 되기 어려워 보인다. 이마트몰은 네이버장보기에 샵인샵으로 입점할 니즈가 크지 않다. 일단, 입점 효과에 대해 의문이다. 전년도 11번가와 카카오에 입점했었는데, 해당 사이트를 통해서 발생하는 매출이 월 30~50억원 정도에 그쳤다. 그리고, 현재 이마트몰은 Capa 확보가 문제지 수요가 부족하지는 않다.

3분기 연결 영업이익 1,254억원  
(YoY 8%) 증익 전망

표 1. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	4,585	4,581	5,063	4,833	19,063	5,211	5,188	5,387	4,667	20,453
이마트	2,839	2,578	2,956	2,667	11,040	2,781	2,552	2,985	2,721	11,039
전문점	262	261	274	277	1,073	287	299	301	293	1,180
트레이더스	551	558	626	602	2,337	671	661	752	667	2,751
SSG.COM	177	208	227	233	844	307	312	295	285	1,199
영업이익	74	-30	116	-10	151	48	-47	125	29	156
이마트	112	-4	130	43	280	85	-24	119	41	221
전문점	-21	-19	-21	-24	-85	-18	-7	-6	-4	-35
트레이더스	14	14	16	5	50	18	15	20	14	66
SSG.COM	-11	-11	-24	-36	-82	-20	-14	-14	-15	-62
세전이익	93	-38	132	95	282	64	520	125	31	740
지배주주귀속 순익	68	-25	110	81	234	49	316	94	15	474
영업이익률(%)	1.6	-0.7	2.3	-0.2	0.8	0.9	-0.9	2.3	0.6	0.8
이마트	3.9	-0.2	4.4	1.6	2.5	3.0	-0.9	4.0	1.5	2.0
전문점	-8.1	-7.2	-7.7	-8.7	-7.9	-6.3	-2.3	-2.0	-1.5	-3.0
트레이더스	2.6	2.6	2.5	0.9	2.1	2.6	2.3	2.6	2.0	2.4
SSG.COM	-6.1	-5.4	-10.4	-15.5	-9.7	-6.4	-4.4	-4.8	-5.2	-5.2
세전이익률(%)	2.0	-0.8	2.6	2.0	1.5	1.2	10.0	2.3	0.7	3.6
순이익률(%)	1.5	-0.5	2.2	1.7	1.2	0.9	6.1	1.8	0.3	2.3
매출액(YoY,%)	11.7	14.8	7.1	14.4	11.8	13.6	13.2	6.4	-3.4	7.3
이마트	4.2	1.7	0.5	6.3	3.1	-2.1	-1.0	1.0	2.1	0.0
전문점	45.9	37.0	26.0	19.8	31.2	9.7	14.4	10.0	6.1	10.0
트레이더스	20.1	23.3	16.6	30.4	22.4	21.8	18.6	20.0	10.8	17.7
SSG.COM						73.9	50.0	30.0	22.4	42.0
영업이익(YoY,%)	-51.6	적전	-40.3	적전	-67.4	-34.8	적지	7.9	흑전	3.5
이마트	-30.9	적전	-32.9	-56.9	-45.1	-24.5	적지	-7.9	-3.8	-21.1
전문점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
트레이더스	10.9	-10.6	-36.1	-41.6	-20.7	22.4	5.5	22.9	161.3	32.1
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	-44.3	적전	-48.0	118.2	-51.8	-31.6	흑전	-4.9	-67.8	162.3
순이익(YoY,%)	-42.6	적전	-42.4	63.2	-48.0	-28.1	흑전	-14.3	-82.0	102.5

자료: 이마트, 하나금융투자

2020년 매출은 YoY 7% 성장한  
20조 4,530억원, 영업이익은  
YoY 3% 증가한 1,559억원 추정

표 2. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,049	19,063	20,453	21,691	22,828
이마트	10,710	11,039	11,039	11,039	11,039
전문점	818	1,073	1,180	1,357	1,534
트레이더스	1,910	2,337	2,751	3,103	3,490
SSG.COM		844	1,199	1,498	1,798
영업이익	463	151	156	273	364
이마트	510	280	221	221	232
전문점	-74	-86	-35	-14	0
트레이더스	63	50	66	87	105
SSG.COM		-82	-62	-30	-18
세전이익	585	282	740	401	509
순이익	476	224	474	313	397
지배주주귀속 순익	450	234	474	313	397
적정시가총액	8,103	4,210	8,525	5,627	7,151
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	291	151	306	202	257
적정PER(배)	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
EPS(원)	16,150	8,391	16,990	11,214	14,251
영업이익률(%)	2.7	0.8	0.8	1.3	1.6
매출 (YoY,%)	9.3	11.8	7.3	6.1	5.2
영업이익 (YoY,%)	-25.5	-67.4	3.5	74.9	33.5
지배순이익 (YoY,%)	-26.9	-48.0	102.5	-34.0	27.1

자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>17,049.1</b>	<b>19,062.9</b>	<b>20,453.0</b>	<b>21,691.1</b>	<b>22,828.3</b>
매출원가	12,452.8	14,170.5	15,094.3	16,008.0	16,847.3
매출총이익	4,596.3	4,892.4	5,358.7	5,683.1	5,981.0
판매비	4,133.5	4,741.8	5,202.8	5,410.4	5,617.0
<b>영업이익</b>	<b>462.8</b>	<b>150.7</b>	<b>155.9</b>	<b>272.6</b>	<b>364.0</b>
금융손익	(29.1)	(70.3)	(84.8)	(80.3)	(76.8)
중속/관계기업손익	37.1	73.8	88.8	99.0	110.2
기타영업외손익	114.1	127.9	580.1	109.4	111.9
<b>세전이익</b>	<b>585.0</b>	<b>282.1</b>	<b>740.0</b>	<b>400.8</b>	<b>509.3</b>
법인세	126.1	58.3	266.4	88.2	112.1
계속사업이익	458.9	223.8	473.6	312.6	397.3
중단사업이익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>476.2</b>	<b>223.8</b>	<b>473.6</b>	<b>312.6</b>	<b>397.3</b>
비배주주지분 손익	26.0	(10.1)	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>450.2</b>	<b>233.9</b>	<b>473.6</b>	<b>312.6</b>	<b>397.3</b>
지배주주지분포괄이익	(4.2)	121.6	532.6	351.5	446.8
NOPAT	363.1	119.5	99.8	212.7	283.9
EBITDA	992.8	1,033.3	944.7	1,036.8	1,106.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	9.89	11.81	7.29	6.05	5.24
NOPAT증가율	(18.35)	(67.09)	(16.49)	113.13	33.47
EBITDA증가율	(6.93)	4.08	(8.57)	9.75	6.75
영업이익증가율	(20.88)	(67.44)	3.45	74.86	33.53
(지배주주)순이익증가율	(26.93)	(48.05)	102.48	(33.99)	27.10
EPS증가율	(26.93)	(48.04)	102.48	(34.00)	27.08
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	26.96	25.66	26.20	26.20	26.20
EBITDA이익률	5.82	5.42	4.62	4.78	4.85
영업이익률	2.71	0.79	0.76	1.26	1.59
계속사업이익률	2.69	1.17	2.32	1.44	1.74

투자지표	(단위: 원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	16,150	8,391	16,990	11,214	14,251
BPS	293,262	319,802	334,858	344,137	356,454
CFPS	37,841	41,426	55,782	41,474	44,039
EBITDAPS	35,616	37,066	33,889	37,193	39,705
SPS	611,608	683,850	733,719	778,133	818,928
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	11.30	15.19	8.95	13.55	10.67
PBR	0.62	0.40	0.45	0.44	0.43
PCFR	4.82	3.08	2.72	3.66	3.45
EV/EBITDA	9.21	9.48	8.50	7.23	6.24
PSR	0.30	0.19	0.21	0.20	0.19
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.49	2.75	5.25	3.34	4.11
ROA	2.74	1.24	2.21	1.43	1.82
ROIC	3.88	1.13	0.90	2.04	2.81
부채비율	89.15	106.67	106.04	101.59	96.36
순부채비율	38.01	47.49	32.80	27.39	21.52
이자보상배율(배)	5.68	1.01	0.85	1.58	2.31

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>2,285.6</b>	<b>3,649.9</b>	<b>4,920.9</b>	<b>5,031.5</b>	<b>5,188.3</b>
금융자산	472.0	1,599.6	2,728.6	2,706.5	2,741.4
현금성자산	283.7	681.0	1,785.5	1,741.7	1,756.7
매출채권	472.4	526.1	536.6	569.1	599.0
재고자산	1,123.0	1,279.2	1,372.5	1,455.6	1,531.9
기타유동자산	218.2	245.0	283.2	300.3	316.0
<b>비유동자산</b>	<b>14,468.3</b>	<b>17,444.8</b>	<b>16,926.0</b>	<b>16,818.8</b>	<b>16,724.1</b>
투자자산	2,432.3	2,600.8	2,720.8	2,827.6	2,925.8
금융자산	1,714.0	1,764.4	1,823.4	1,876.0	1,924.3
유형자산	10,403.9	10,003.7	9,395.7	9,209.8	9,043.1
무형자산	288.1	1,319.1	1,288.4	1,260.1	1,234.0
기타비유동자산	1,344.0	3,521.2	3,521.1	3,521.3	3,521.2
<b>자산총계</b>	<b>16,753.9</b>	<b>21,094.8</b>	<b>21,847.0</b>	<b>21,850.3</b>	<b>21,912.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,998.3</b>	<b>5,406.3</b>	<b>5,861.4</b>	<b>6,234.2</b>	<b>6,584.8</b>
금융부채	1,674.0	1,657.4	1,566.9	1,686.1	1,803.8
매입채무	1,110.8	1,190.1	1,368.7	1,451.5	1,527.6
기타유동부채	2,213.5	2,558.8	2,925.8	3,096.6	3,253.4
<b>비유동부채</b>	<b>2,898.1</b>	<b>5,481.8</b>	<b>5,382.3</b>	<b>4,777.2</b>	<b>4,168.5</b>
금융부채	2,164.9	4,789.3	4,639.3	3,989.3	3,339.3
기타비유동부채	733.2	692.5	743.0	787.9	829.2
<b>부채총계</b>	<b>7,896.4</b>	<b>10,888.0</b>	<b>11,243.6</b>	<b>11,011.4</b>	<b>10,753.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>8,172.3</b>	<b>8,808.6</b>	<b>9,228.3</b>	<b>9,487.1</b>	<b>9,830.4</b>
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	319.8	981.3	981.3	981.3	981.3
기타포괄이익누계액	703.4	656.6	656.6	656.6	656.6
이익잉여금	2,772.7	2,794.3	3,214.0	3,472.7	3,816.0
<b>비배주주지분</b>	<b>685.2</b>	<b>1,398.1</b>	<b>1,375.0</b>	<b>1,351.8</b>	<b>1,328.7</b>
<b>자본총계</b>	<b>8,857.5</b>	<b>10,206.7</b>	<b>10,603.3</b>	<b>10,838.9</b>	<b>11,159.1</b>
순금융부채	3,366.8	4,847.1	3,477.6	2,968.9	2,401.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>769.8</b>	<b>815.8</b>	<b>1,716.6</b>	<b>1,242.6</b>	<b>1,292.4</b>
당기순이익	476.2	223.8	473.6	312.6	397.3
조정	59	81	79	76	74
감가상각비	530.0	882.6	788.8	764.2	742.8
외환거래손익	15.2	13.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(93.0)	(74.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(393.2)	(740.9)	(709.8)	(688.2)	(668.8)
영업활동 자산부채변동	(296.4)	(217.4)	454.2	165.8	152.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(816.8)</b>	<b>(1,005.1)</b>	<b>(317.5)</b>	<b>(701.7)</b>	<b>(691.2)</b>
투자자산감소(증가)	285.3	(94.7)	(143.1)	(130.0)	(121.3)
자본증거(감소)	(691.7)	127.7	(150.0)	(550.0)	(550.0)
기타	(410.4)	(1,038.1)	(24.4)	(21.7)	(19.9)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>102.8</b>	<b>581.0</b>	<b>(294.5)</b>	<b>(584.7)</b>	<b>(586.2)</b>
금융부채증거(감소)	139.1	2,607.9	(240.5)	(530.7)	(532.3)
자본증거(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	45.5	(1,922.7)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
배당지급	(81.8)	(104.2)	(53.9)	(53.9)	(53.9)
<b>현금의 증감</b>	<b>59.9</b>	<b>397.3</b>	<b>1,104.6</b>	<b>(43.8)</b>	<b>14.9</b>
Unlevered CFO	1,054.9	1,154.8	1,555.0	1,156.1	1,227.6
Free Cash Flow	(124.8)	(139.1)	1,066.6	192.6	242.4

2020년 10월 13일

# GS홈쇼핑(028150)

## 업황 회복 실적으로 입증

### 3분기 영업이익 YoY 45% 증가 전망

3분기 취급고와 영업이익은 각각 전년 동기대비 5%, 45% 성장한 1조 390억원과 290억원 수준이 가능할 전망이다. 비수기 불구, 긴 장마, 여행수요 위축, 추석 기간차 영향 시정률 상승이 우호적인 사업 환경으로 작용했다. 제습기/건기식/식품/침구류 고마진 상품 매출 비중 상승으로 GPM이 0.4%p 제고될 것으로 기대한다. 송출수수료가 YoY 6% 증가하지만, 인건비/광고판촉비 등 기타 판관비 절감으로 이익 증가폭이 클 것으로 예상된다. T커머스 확대에 따른 송출수수료 증가는 최근 IPTV와 케이블TV의 효율 균형으로 YoY 3~5% 증가하는 안정화 국면으로 접어들었다.

### 밸류에이션 할인 요인 해소 중

지난 7년 동안 주가 하락의 주 요인으로 작용했던, i) 온라인 경쟁심화, ii) 유형상품에서 무형상품으로 소비 패턴 이동, iii) 송출수수료 부담 증가 등 3가지 불확실성 가운데 온라인 경쟁은 여전히 심하지만, 나머지 두가지 우려는 상당히 완화되고 있다. 코로나19 영향 여행수요가 유형상품 소비로 이전되고 있다. 한국 해외여행 지급액은 연간 30조원을 넘는다. 국내 소매 판매 시장의 8% 수준이다. 이 소비 여력이 프리미엄 식품과 가구/가전 등 사치재 소비로 이전하고 있는 것이다. 홈쇼핑 외형과 수익성 개선에 긍정적 환경이 조성되고 있다.

### 목표주가 17.5만원, 투자이견 '매수' 유지

17.5만원은 12MF PER 9배 수준이다. 2분기 어닝 서프라이즈에 이어 3분기 역시 취급고가 YoY 10% 가까이 나올 가능성도 제기되고 있다. 영업이익은 300억원을 넘을 수도 있다. 4분기는 성수기다. 잇따른 어닝 서프라이즈로 실적 개선을 이어간다면, 네이버 '라이브 커머스' 커머스로 위축되었던 홈쇼핑 업종에 대한 투자심리가 개선될 수 있다. De-rating을 계속했던 홈쇼핑 업체들의 밸류에이션 회복을 기대할 수 있다. 현재 주가는 12MF PER 6.8배, 예상 시가배당수익률 5.6%로 여유 있는 수준이다. 비중확대가 유효하다.

### Top Picks

**BUY**

| TP(12M): 175,000원 | CP(10월12일): 134,800원

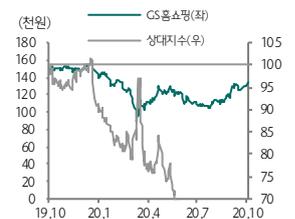
#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	873.50	
52주 최고/최저(원)	157,700/88,600	
시가총액(십억원)	884.6	
시가총액비중(%)	0.26	
발행주식수(천주)	6,562.5	
60일 평균 거래량(천주)	35.4	
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2	
20년 배당금(예상, 원)	6,500	
20년 배당수익률(예상, %)	5.76	
외국인지분율(%)	24.39	
주요주주 지분율(%)		
GS	36.10	
한진 외 1인	8.00	
주가상승률	1M	6M 12M
절대	3.8	20.7 (9.4)
상대	5.5	(15.6) (34.4)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	1,217.2	1,252.8
영업이익(십억원)	133.7	140.8
순이익(십억원)	117.4	124.0
EPS(원)	17,879	18,898
BPS(원)	205,180	217,902

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,073.5	1,194.6	1,213.7	1,251.7	1,284.7
영업이익	십억원	137.3	120.0	140.8	148.3	156.9
세전이익	십억원	165.3	156.9	165.0	175.6	186.6
순이익	십억원	120.6	106.6	122.1	130.8	139.9
EPS	원	18,379	16,244	18,606	19,937	21,321
증감율	%	24.33	(11.62)	14.54	7.15	6.94
PER	배	9.77	9.15	7.24	6.76	6.32
PBR	배	0.99	0.78	0.66	0.62	0.58
EV/EBITDA	배	3.70	3.30	0.75	0.14	(0.48)
ROE	%	11.08	9.52	10.29	10.26	10.20
BPS	원	180,870	190,523	203,219	217,249	232,663
DPS	원	7,000	6,500	6,500	6,500	6,500



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

RA 서연정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

홈쇼핑과 라이브커머스는 그 컨셉과 소비자 접근방식에서 상당히 다르다. 라이브커머스는 중소형 벤더들이 자체적으로 제작하는 광고 성격이 짙은 콘텐츠이기 때문에 소비자들이 구매하기 위해서는 또 한번의 업선 과정을 거쳐야 한다. 홈쇼핑 상품은 국내 최고 MD들이 이미 가격과 질적 측면에서 선별을 끝낸 상품으로, 방송하고 있는 현 시점에서 비교해볼 때 동일 카테고리에서 가장 가성비가 높은 상품이라는 점에 의심의 여지가 없다. 그러나, 투자자 입장에서 의심은 당연하다. 네이버 라이브 커머스가 고신장하면서도 홈쇼핑 업체들 실적이 훼손되지 않고 개선되는 모습을 1년 정도 보여야 하지 않을까 한다. 아무튼 이런 우려는 상당히 주가에 반영돼 있고, 3분기 실적이 모습을 드러내면서 투자심리도 달라질 것으로 기대한다.

3분기 취급고는  
전년동기 대비 5% 증가한  
1조 1,392억원,  
영업이익 45% 증가한  
286억원 예상

표 1. GS홈쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
총매출	1,093	1,120	989	1,081	4,282	1,095	1,134	1,039	1,127	4,395
TV홈쇼핑	410	417	352	390	1,569	411	391	352	387	1,541
인터넷	81	82	71	80	314	76	82	72	81	311
MC	571	592	544	589	2,295	593	645	598	642	2,478
매출총이익	204	213	193	213	823	213	222	207	222	864
영업이익	38	33	20	29	120	32	42	29	39	141
세전이익	48	39	31	38	157	42	41	35	47	165
순이익	36	27	23	20	107	32	30	25	35	122
영업이익률(%)	3.5	2.9	2.0	2.7	2.8	2.9	3.7	2.8	3.4	3.2
세전이익률(%)	4.4	3.5	3.2	3.5	3.7	3.8	3.7	3.3	4.2	3.8
순이익률(%)	3.3	2.4	2.4	1.9	2.5	2.9	2.7	2.4	3.1	2.8
취급고(YoY,%)	1.7	0.5	3.3	-1.9	0.8	0.2	1.3	5.1	4.2	2.6
TV홈쇼핑	-13.1	-8.3	-7.2	-3.7	-8.3	0.4	-6.2	0.0	-0.8	-1.7
인터넷	-9.6	-7.2	1.4	-9.4	-6.6	-6.3	1.1	1.0	0.4	-1.0
MC	22.4	17.5	15.9	3.4	14.3	4.0	8.9	10.0	9.1	8.0
매출총이익(YoY,%)	1.0	2.7	-1.4	-0.9	0.4	4.4	4.0	7.1	4.6	5.0
영업이익(YoY,%)	23.6	-5.8	-35.5	-28.6	-12.6	-16.9	27.3	44.8	32.3	17.3
세전이익(YoY,%)	1.8	-22.5	-12.3	20.6	-5.1	-14.2	5.9	10.4	24.9	5.2
순이익(YoY,%)	-1.3	-28.7	-6.5	-4.7	-11.6	-11.9	11.5	9.1	72.6	14.5

자료: GS홈쇼핑, 하나금융투자

2020년 연간 총매출은  
전년동기 대비 3% 증가한  
4조 3,950억원,  
영업이익 17% 증가한  
1,408억원 전망

표 2. GS홈쇼핑 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
총매출	4,248	4,282	4,395	4,578	4,758
TV홈쇼핑	1,711	1,569	1,541	1,556	1,570
인터넷	336	314	311	308	306
MC	2,008	2,295	2,478	2,657	2,829
매출총이익	820	823	864	904	941
영업이익	137	120	141	148	157
세전이익	165	157	165	176	187
순이익	121	107	122	131	140
적정시가총액	1,086	959	1,099	1,178	1,259
주식수(천주)	6,563	6,563	6,563	6,563	6,563
적정주가(원)	165,402	146,187	167,446	179,422	191,871
적정PER(배)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
EPS(원)	18,378	16,243	18,605	19,936	21,319
영업이익률(%)	3.2	2.8	3.2	3.2	3.3
취급고 (YoY,%)	8.2	0.8	2.6	4.2	3.9
영업이익 (YoY,%)	-5.0	-12.6	17.3	5.3	5.8
순이익 (YoY,%)	24.3	-11.6	14.5	7.2	6.9

자료: GS홈쇼핑, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	<b>1,073.5</b>	<b>1,194.6</b>	<b>1,213.7</b>	<b>1,251.7</b>	<b>1,284.7</b>
매출원가	253.2	371.3	349.5	347.6	344.0
매출총이익	820.3	823.3	864.2	904.1	940.7
판매비	682.9	703.3	723.4	755.8	783.8
<b>영업이익</b>	<b>137.3</b>	<b>120.0</b>	<b>140.8</b>	<b>148.3</b>	<b>156.9</b>
금융손익	39.6	76.2	29.4	30.6	31.8
중속/관계기업손익	(6.0)	(36.2)	(3.6)	(1.8)	(0.9)
기타영업외손익	(5.7)	(3.1)	(1.6)	(1.4)	(1.3)
<b>세전이익</b>	<b>165.3</b>	<b>156.9</b>	<b>165.0</b>	<b>175.6</b>	<b>186.6</b>
법인세	44.7	50.3	42.9	44.8	46.6
계속사업이익	120.6	106.6	122.1	130.8	139.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>120.6</b>	<b>106.6</b>	<b>122.1</b>	<b>130.8</b>	<b>139.9</b>
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>120.6</b>	<b>106.6</b>	<b>122.1</b>	<b>130.8</b>	<b>139.9</b>
지배주주지분포괄이익	122.0	105.6	122.1	130.8	139.9
NOPAT	100.2	81.6	104.2	110.5	117.7
EBITDA	155.1	132.7	152.2	158.6	166.3
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	2.07	11.28	1.60	3.13	2.64
NOPAT증가율	(1.76)	(18.56)	27.70	6.05	6.52
EBITDA증가율	(6.28)	(14.44)	14.69	4.20	4.85
영업이익증가율	(4.98)	(12.60)	17.33	5.33	5.80
(지배주주)순이익증가율	24.33	(11.61)	14.54	7.13	6.96
EPS증가율	24.33	(11.62)	14.54	7.15	6.94
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	76.41	68.92	71.20	72.23	73.22
EBITDA이익률	14.45	11.11	12.54	12.67	12.94
영업이익률	12.79	10.05	11.60	11.85	12.21
계속사업이익률	11.23	8.92	10.06	10.45	10.89

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	<b>710.9</b>	<b>642.1</b>	<b>733.3</b>	<b>828.6</b>	<b>933.2</b>
금융자산	604.7	537.6	627.1	719.1	820.9
현금성자산	187.8	137.6	220.7	299.9	390.6
매출채권	17.0	13.1	13.3	13.7	14.1
채고자산	26.1	42.1	42.7	44.1	45.2
기타유동자산	63.1	49.3	50.2	51.7	53.0
<b>비유동자산</b>	<b>673.3</b>	<b>784.4</b>	<b>776.6</b>	<b>773.2</b>	<b>769.9</b>
투자자산	410.3	482.8	486.3	493.2	499.3
금융자산	200.6	264.1	264.1	264.1	264.1
유형자산	239.8	282.3	273.7	265.6	258.0
무형자산	16.4	13.7	10.9	8.6	6.9
기타비유동자산	6.8	5.6	5.7	5.8	5.7
<b>자산총계</b>	<b>1,384.2</b>	<b>1,426.6</b>	<b>1,509.8</b>	<b>1,601.8</b>	<b>1,703.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>284.2</b>	<b>267.3</b>	<b>267.0</b>	<b>266.5</b>	<b>266.3</b>
금융부채	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
매입채무	5.2	5.4	5.3	5.1	5.0
기타유동부채	279.0	261.6	261.4	261.1	261.0
<b>비유동부채</b>	<b>6.9</b>	<b>14.0</b>	<b>14.2</b>	<b>14.7</b>	<b>15.1</b>
금융부채	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
기타비유동부채	6.9	13.6	13.8	14.3	14.7
<b>부채총계</b>	<b>291.0</b>	<b>281.3</b>	<b>281.2</b>	<b>281.2</b>	<b>281.3</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,093.2</b>	<b>1,145.3</b>	<b>1,228.6</b>	<b>1,320.7</b>	<b>1,421.8</b>
자본금	32.8	32.8	32.8	32.8	32.8
자본잉여금	110.5	110.5	110.5	110.5	110.5
자본조정	(96.9)	(108.1)	(108.1)	(108.1)	(108.1)
기타포괄이익누계액	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	1,046.5	1,110.0	1,193.3	1,285.4	1,386.5
<b>비배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,093.2</b>	<b>1,145.3</b>	<b>1,228.6</b>	<b>1,320.7</b>	<b>1,421.8</b>
순금융부채	(604.7)	(536.9)	(626.4)	(718.3)	(820.1)

투자지표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	18,379	16,244	18,606	19,937	21,321
BPS	180,870	190,523	203,219	217,249	232,663
CFPS	23,935	20,679	24,568	25,752	26,988
EBITDAPS	23,638	20,217	23,190	24,163	25,338
SPS	163,583	182,034	184,941	190,730	195,764
DPS	7,000	6,500	6,500	6,500	6,500
<b>주가지표(배)</b>					
PER	9.77	9.15	7.24	6.76	6.32
PBR	0.99	0.78	0.66	0.62	0.58
PCFR	7.50	7.19	5.49	5.23	4.99
EV/EBITDA	3.70	3.30	0.75	0.14	(0.48)
PSR	1.10	0.82	0.73	0.71	0.69
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	11.08	9.52	10.29	10.26	10.20
ROA	8.59	7.59	8.32	8.41	8.47
ROIC	152.22	64.22	66.79	74.58	83.01
부채비율	26.62	24.56	22.89	21.29	19.79
순부채비율	(55.32)	(46.88)	(50.98)	(54.39)	(57.68)
이자보상배율(배)	0.00	6,835.78	3,995.26	4,164.40	4,352.43

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>45.7</b>	<b>91.8</b>	<b>131.7</b>	<b>137.7</b>	<b>146.6</b>
당기순이익	120.6	106.6	122.1	130.8	139.9
조정	0	2	1	1	1
감가상각비	17.8	12.6	11.4	10.3	9.4
외환거래손익	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	6.0	36.2	0.0	0.0	0.0
기타	(24.2)	(46.8)	(10.4)	(9.3)	(8.4)
영업활동 자산부채변동	(79.1)	(32.8)	(1.8)	(3.4)	(2.7)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>48.1</b>	<b>(88.2)</b>	<b>(9.9)</b>	<b>(19.7)</b>	<b>(17.1)</b>
투자자산감소(증가)	40.4	(68.2)	(3.5)	(7.0)	(6.0)
자본증가(감소)	(29.8)	(57.0)	0.0	0.0	0.0
기타	37.5	37.0	(6.4)	(12.7)	(11.1)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(92.0)</b>	<b>(53.8)</b>	<b>(38.8)</b>	<b>(38.8)</b>	<b>(38.8)</b>
금융부채증가(감소)	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(51.0)	(12.3)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(41.0)	(42.2)	(38.8)	(38.8)	(38.8)
<b>현금의 증감</b>	<b>1.6</b>	<b>(50.2)</b>	<b>83.0</b>	<b>79.3</b>	<b>90.7</b>
Unlevered CFO	157.1	135.7	161.2	169.0	177.1
Free Cash Flow	15.9	34.8	131.7	137.7	146.6

2020년 10월 13일

# 현대백화점(069960)

## 리뉴얼/신규 점포 효과 주목

### 3분기 영업이익 YoY 67% 감소 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 1% 증가, 67% 감소한 1조 5,710억원과 200억원에 그칠 전망이다. 백화점 기준점 성장률은 -2% (7월 1%, 8월 -6%, 9월 -2.5%) 수준으로 추정한다. 코로나19 재확산으로 8월 중순부터 9월 중순까지 크게 부진했지만, 9월 중순 이후 플러스 성장세를 회복한 것으로 보인다. 선물세트 매출이 YoY 50% 증가했고, 야외 쇼핑 수요 증가로 대전 아울렛이 호조세를 이어가고 있으며, 송도/김포 아울렛 매출이 YoY 10% 가까이 증가하면서 기여도를 높였다. 8월 본점, 9월말 중동점이 리뉴얼 오픈하면서 추가적인 실적 개선 요인으로 작용하고 있다. 면세점 매출은 동대문점 오픈 효과로 YoY 76% 증가하고, 영업손실은 150억원(YoY +20억원)으로 줄어들 전망이다.

### 코로나19 완화로 백화점 업황 회복, 신규점 모멘텀 기대

백화점은 코로나19 재확산 피해가 가장 컸던 업종 가운데 하나다. 최근 확진자 수 감소와 거리두기 1단계 하향 전환은 향후 백화점 업황 회복에 긍정적이다. 특히, 현대백화점은 신규 점포 모멘텀이 긍정적이다. 대전 아울렛은 6월 오픈 이후 선전을 지속하고 있어, 1차 년도 총매출 3천억원 이상, 영업이익률 3% 수준까지 기대치를 높이고 있다. 남양주 프리미엄 아울렛이 연 총매출 3,500억원(OPM 3~4%) 규모로 11월 초 신규 오픈을 앞두고 있으며, 여의도 파크원점이 2021년 1월, 첫째 총매출 6천억원(BEP)을 목표로 오픈할 계획이다.

### 목표주가 8만원, 투자 의견 '매수' 유지

8만원은 12MF PER 10.5배다. 1) 코로나19 완화로 인한 백화점 업황 회복, 2) 백화점 리뉴얼과 신규점포 영향 빠른 회복세가 돋보이며, 3) 면세점 불확실성 완화는 긍정적이다. 4분기 영업이익은 780억원(YoY -280억원)으로 감익 폭이 크게 줄어들 것으로 예상된다. 2021년 영업이익은 2,630억원(YoY 118%) 증가할 전망이다. 현재 12MF PER 7.8배로 저점 매수가 유효하다.

### 관심종목

**BUY**

TP(12M): 80,000원 | CP(10월12일): 59,100원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	2,403.73
52주 최고/최저(원)	90,000/53,000
시가총액(십억원)	1,383.1
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	23,402.4
60일 평균 거래량(천주)	200.7
60일 평균 거래대금(십억원)	11.5
20년 배당금(예상, 원)	1,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.55
외국인지분율(%)	16.51
주요주주 지분율(%)	
정지선 외 3인	36.08
국민연금공단	13.50
주가상승률	1M 6M 12M
절대	5.0 (8.2) (21.9)
상대	4.7 (29.0) (33.6)

Consensus Data		
	2020	2021
매출액(십억원)	2,323.6	2,898.4
영업이익(십억원)	151.6	305.7
순이익(십억원)	146.8	255.9
EPS(원)	4,951	9,073
BPS(원)	195,865	204,234

### Stock Price



Financial Data						
투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,862.2	2,198.9	2,119.2	2,454.8	2,555.0
영업이익	십억원	356.7	292.2	121.0	263.4	344.1
세전이익	십억원	398.3	338.6	177.0	323.2	405.2
순이익	십억원	239.0	194.1	103.5	191.1	242.8
EPS	원	10,211	8,296	4,423	8,166	10,374
증감율	%	(5.81)	(18.75)	(46.69)	84.63	27.04
PER	배	8.85	10.02	13.36	7.24	5.70
PBR	배	0.50	0.45	0.31	0.30	0.29
EV/EBITDA	배	5.55	6.12	8.33	5.48	4.57
ROE	%	5.91	4.64	2.42	4.34	5.28
BPS	원	181,282	186,688	190,157	197,369	206,789
DPS	원	900	1,000	1,000	1,000	1,000



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

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

면세점은 양호하다. 일평균 매출은 5월 25억원에서 9월에는 80억원(무역과 동대문 각각 40억원)까지 상승한 듯 하다. 글로벌 화장품 브랜드 매출이 크게 증가했기 때문이다. 지난 2월 동대문점 오픈 후, 바잉파워가 확대됐기 때문으로 해석된다. 화장품 매출 비중이 90%인데, 화장품 가운데 글로벌 브랜드 매출 비중이 전년도 40%에서 3분기 75%까지 상승한 것으로 파악되고 있다. 파이공들에 대한 높은 수수료율로 수익 기여는 제한적이나 전분기 대비 적자 폭은 지속적인 축소세 있다. 글로벌 브랜드 물량 확보가 용이해진 만큼, 2021년 상반기 월 BEP를 목표하고 있으며, 9월 인천공항점 오픈으로 글로벌 패션 브랜드 유치에도 시너지를 기대하고 있다. 임대료 부담은 매출 효율제로 제한적이다.

3분기 연결기준 총매출은  
전년 동기대비 1% 증가한  
1조 5,706억원,  
영업이익 67% 감소한  
202억원 추정

표 1. 현대백화점 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
총매출	1,583	1,586	1,554	1,818	6,541	1,384	1,555	1,571	1,912	6,422
백화점	1,396	1,361	1,313	1,557	5,626	1,170	1,277	1,168	1,490	5,104
면세점	157	194	211	231	793	183	247	371	392	1,193
영업이익	75	51	61	106	292	15	8	20	78	121
백화점	98	70	78	120	366	34	26	35	88	183
면세점	-24	-19	-17	-14	-74	-19	-18	-15	-10	-62
세전이익	93	68	74	104	339	34	20	34	89	177
지배주주순이익	54	38	41	61	194	16	8	14	64	104
영업이익률(%)	4.7	3.2	3.9	5.8	4.5	1.1	0.5	1.3	4.1	1.9
백화점	7.1	5.1	5.9	7.7	6.5	2.9	2.1	3.0	5.9	3.6
면세점	-15.0	-10.0	-8.1	-6.1	-9.4	-10.6	-7.3	-4.0	-2.5	-5.2
총매출(YoY,%)	10.5	14.0	13.1	8.2	11.3	-12.6	-1.9	1.1	5.2	-1.8
백화점	-0.6	-0.2	-2.5	-1.7	-1.2	-16.2	-6.2	-11.0	-4.3	-9.3
면세점				230.6	1,033.0	16.7	27.5	76.0	69.2	50.4
영업이익(YoY,%)	-26.9	-32.7	-23.8	7.0	-18.1	-80.2	-84.0	-66.8	-26.4	-58.6
백화점	-5.3	-11.2	-12.7	-1.7	-7.0	-65.2	-62.5	-54.9	-27.1	-50.0
면세점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	-26.2	3.4	-20.3	-9.0	-15.0	-63.4	-70.9	-53.9	-14.1	-47.7
순이익(YoY,%)	-30.9	-4.5	-25.3	-7.5	-18.8	-70.2	-77.6	-64.5	5.3	-46.7

자료: 현대백화점, 하나금융투자

2020년 총매출  
전년 동기대비 2% 감소한  
6조 4,219억원,  
영업이익 59% 감소한  
1,210억원 추정

표 2. 현대백화점 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
총매출	5,879	6,541	6,422	7,439	7,743
백화점	5,697	5,626	5,104	5,761	5,910
면세점	70	793	1,193	1,551	1,706
매출총이익	1,512	1,627	1,477	1,785	1,881
영업이익	357	292	121	263	344
백화점	394	366	183	294	344
면세점	-42	-74	-62	-31	0
세전이익	398	339	177	323	405
지배주주 순이익	239	194	104	191	243
적정시가총액	2,390	1,941	1,035	1,911	2,428
주식수(천주)	23,404	23,404	23,404	23,404	23,404
적정주가(천원)	102	83	44	82	104
적정PER	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
EPS(원)	10,210	8,295	4,423	8,165	10,373
매출총이익률(%)	25.7	24.9	23.0	24.0	24.3
영업이익률(%)	6.1	4.5	1.9	3.5	4.4
백화점	6.9	6.5	3.6	5.1	5.8
면세점	-59.9	-9.4	-5.2	-2.0	0.0
YoY %					
총매출	2.2	11.3	-1.8	15.8	4.1
영업이익	-9.4	-18.1	-58.6	117.7	30.6
지배주주순이익	-5.8	-18.8	-46.7	84.6	27.0

자료: 현대백화점, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,862.2	2,198.9	2,119.2	2,454.8	2,555.0
매출원가	350.5	572.1	642.2	669.5	673.6
매출총이익	1,511.7	1,626.8	1,477.0	1,785.3	1,881.4
판매비	1,155.1	1,334.6	1,356.1	1,521.9	1,537.4
영업이익	356.7	292.2	121.0	263.4	344.1
금융손익	5.5	0.2	1.2	1.5	1.8
종속/관계기업손익	19.3	27.0	35.8	39.3	40.3
기타영업외손익	16.9	19.2	19.1	19.1	19.1
세전이익	398.3	338.6	177.0	323.2	405.2
법인세	110.9	95.6	47.5	84.0	101.3
계속사업이익	287.4	243.0	129.6	239.2	303.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	287.4	243.0	129.6	239.2	303.9
비배주주지분 손익	48.5	48.9	26.1	48.1	61.1
지배주주순이익	239.0	194.1	103.5	191.1	242.8
지배주주지분포괄이익	228.0	162.2	100.1	184.8	234.7
NOPAT	257.4	209.7	88.5	194.9	258.1
EBITDA	511.6	504.3	339.8	488.4	574.9
성장성(%)					
매출액증가율	0.76	18.08	(3.62)	15.84	4.08
NOPAT증가율	(3.60)	(18.53)	(57.80)	120.23	32.43
EBITDA증가율	(4.64)	(1.43)	(32.62)	43.73	17.71
영업이익증가율	(9.40)	(18.08)	(58.59)	117.69	30.64
(지배주주)순이익증가율	(5.79)	(18.79)	(46.68)	84.64	27.05
EPS증가율	(5.81)	(18.75)	(46.69)	84.63	27.04
수익성(%)					
매출총이익률	81.18	73.98	69.70	72.73	73.64
EBITDA이익률	27.47	22.93	16.03	19.90	22.50
영업이익률	19.15	13.29	5.71	10.73	13.47
계속사업이익률	15.43	11.05	6.12	9.74	11.89

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	10,211	8,296	4,423	8,166	10,374
BPS	181,282	186,688	190,157	197,369	206,789
CFPS	23,718	23,653	16,999	23,495	27,093
EBITDAPS	21,862	21,551	14,520	20,871	24,566
SPS	79,573	93,962	90,555	104,893	109,178
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	8.85	10.02	13.36	7.24	5.70
PBR	0.50	0.45	0.31	0.30	0.29
PCFR	3.81	3.51	3.48	2.52	2.18
EV/EBITDA	5.55	6.12	8.33	5.48	4.57
PSR	1.14	0.88	0.65	0.56	0.54
재무비율(%)					
ROE	5.91	4.64	2.42	4.34	5.28
ROA	3.47	2.66	1.35	2.41	2.91
ROIC	5.67	4.40	1.74	3.75	4.91
부채비율	44.72	53.10	51.28	54.23	52.96
순부채비율	0.59	8.15	11.11	7.00	4.72
이자보상배율(배)	24.31	16.31	5.19	11.26	14.66

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,258.8	1,365.3	1,197.2	1,430.5	1,549.8
금융자산	470.5	526.7	366.5	566.7	676.1
현금성자산	241.0	53.7	102.1	179.2	209.1
매출채권	617.2	584.3	584.3	584.3	584.3
재고자산	114.6	183.7	177.0	205.0	213.4
기타유동자산	56.5	70.6	69.4	74.5	76.0
비유동자산	5,729.8	6,257.8	6,489.3	6,731.8	6,967.6
투자자산	718.7	682.3	732.7	800.3	866.9
금융자산	207.8	155.5	153.2	162.9	165.7
유형자산	4,893.7	5,059.3	5,242.0	5,418.3	5,588.8
무형자산	42.3	40.9	39.4	38.0	36.6
기타비유동자산	75.1	475.3	475.2	475.2	475.3
자산총계	6,988.6	7,623.1	7,686.6	8,162.3	8,517.4
유동부채	1,293.2	1,443.4	1,417.1	1,631.3	1,695.3
금융부채	0.0	61.2	59.8	65.7	67.5
매입채무	483.1	412.8	433.4	502.0	522.5
기타유동부채	810.1	969.4	923.9	1,063.6	1,105.3
비유동부채	866.3	1,200.4	1,188.5	1,238.7	1,253.7
금융부채	499.1	871.4	871.4	871.4	871.4
기타비유동부채	367.2	329.0	317.1	367.3	382.3
부채총계	2,159.5	2,643.8	2,605.5	2,869.9	2,949.0
지배주주지분	4,132.5	4,242.0	4,323.2	4,492.0	4,712.4
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
자본조정	(127.2)	(144.2)	(144.2)	(144.2)	(144.2)
기타포괄이익누계액	29.7	8.7	8.7	8.7	8.7
이익잉여금	3,500.9	3,648.4	3,729.6	3,898.4	4,118.8
비배주주지분	696.6	737.3	757.8	800.4	856.1
자본총계	4,829.1	4,979.3	5,081.0	5,292.4	5,568.5
순금융부채	28.7	405.9	564.7	370.4	262.8

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	435.3	377.5	319.4	689.7	602.1
당기순이익	287.4	243.0	129.6	239.2	303.9
조정	17	18	22	23	23
감가상각비	155.0	212.1	218.8	225.1	230.8
외환거래손익	(0.0)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(19.3)	(27.0)	0.0	0.0	0.0
기타	(118.7)	(166.9)	(196.8)	(202.1)	(207.8)
영업활동 자산부채변동	(25.3)	(45.4)	(29.0)	225.4	67.4
투자활동 현금흐름	(134.1)	(502.0)	(451.7)	(486.6)	(487.0)
투자자산감소(증가)	46.6	36.4	(55.9)	(73.1)	(72.1)
자본증가(감소)	(221.2)	(272.5)	(400.0)	(400.0)	(400.0)
기타	40.5	(265.9)	4.2	(13.5)	(14.9)
재무활동 현금흐름	(146.5)	(62.9)	(23.7)	(16.3)	(20.5)
금융부채증가(감소)	(120.5)	433.4	(1.4)	6.0	1.8
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.0)	(476.0)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(18.0)	(20.3)	(22.3)	(22.3)	(22.3)
현금의 증감	154.6	(187.4)	48.4	77.1	29.9
Unlevered CFO	555.1	553.5	397.8	549.8	634.0
Free Cash Flow	214.0	104.0	(80.6)	289.7	202.1

2020년 10월 13일

# GS리테일(007070)

## 3분기 실적보다 시장 점유율 확대 주목

### 3분기 연결 영업이익 YoY -15% 전망

3분기 연결 매출은 전년도와 유사한 2조 3,740억원, 영업이익은 15% 감소한 770억원으로 추산한다. 편의점 매출은 YoY 3% 증가하지만, 슈퍼와 호텔 사업 매출이 각각 10%, 35% 감소하면서 매출 저하의 주 요인으로 작용할 전망이다. 편의점 동일점 성장률은 코로나19 재확산 영향 YoY -3%에 그치지만, 점포수 증가율이 YoY 5%를 넘어서면서 상쇄할 것으로 예상된다. 가맹점 지원금은 3분기에도 집행되지만, 동일점 성장률에 비례하는 만큼 2분기(150억원)보다는 줄어들 수 있다. 슈퍼 사업은 3분기 매출은 부진하지만, 증익은 지속할 듯 하다. 체인오퍼레이션이 안정화 단계에 접어들면서, 인건비/광고판촉비 절감 효과가 지속되고 있기 때문이다. 호텔 사업은 견조한 임대 수익에도 불구하고, 리뉴얼과 투숙률(45% 추정) 하락으로 50억원 영업손실이 예상된다. H&B(랄라블라) 사업은 비상경영체제 형태로 점포수를 유지하는 가운데 비용축소에 초점을 맞추고 있어, 적자 규모가 늘어나지 않을 듯 하다.

### 2021년 시장 점유율 상승 효과 클 듯

편의점 신규 점포가 YoY 800개 내외 증가하고 있는데, 타사 전환 비율 50%(YoY 10%p)에 이르고 있는 점은 향후 시장점유율 확대 효과를 기대할 수 있게 하는 대목이다. 경기가 안 좋아지면서 Top 2로 더 집중되는 분위기다. 아울러, 신규 점포의 일매출 수준이 정상 점포의 90%에 이르고 있어 매출 기여도가 점점 커지고 있다. 물론, 수익성 측면에서는 동일점 성장률이 회복되는 게 더 중요하다. 일반적으로 300개 신규 오픈이 동일점 +1% 상승하는 것과 유사한 이익 기여도를 보인다. 따라서, 이러한 시장 점유율 상승은 당장 3~4분기보다 2021년 실적 개선 모멘텀으로 작용할 공산이 크다. 아울러, 그랜드 인터컨티넨탈 호텔 리뉴얼 오픈이 2021년 1월에 진행될 예정인데, 30년 만의 리뉴얼 공사로 ASP 인상과 객실수 증가 효과가 클 것으로 보인다.

### 목표주가 5만원, 투자이견 '매수' 유지

5만원은 12MF PER 17배다. 1~2인 가구 확대/소량/간편구매 소비 패턴 증가는 여전히 민간소비 이상 편의점 산업 성장률을 예측케하는 밸류에이션 프리미엄 요인이다. 물론, 2015~17년 수준으로 밸류에이션이 회귀하기는 힘들겠지만, 중기적으로 PER 15배(4.5만원)까지는 충분히 도달 가능하다는 판단이다. 3분기 실적 부진은 충분히 주가에 반영돼 있는 만큼, 3분기 실적보다 9월 중순이후 실적 회복세, 2021년 시장 재편에 의한 실적 모멘텀을 염두에 둔 저점 매수 전략이 바람직해 보인다.

### 관심종목

**BUY**

| TP(12M): 50,000원 | CP(10월12일): 36,150원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,403.73
52주 최고/최저(원)	43,850/25,950
시가총액(십억원)	2,783.6
시가총액비중(%)	0.17
발행주식수(천주)	77,000.0
60일 평균 거래량(천주)	306.0
60일 평균 거래대금(십억원)	10.4
20년 배당금(예상, 원)	750
20년 배당수익률(예상, %)	2.36
외국인지분율(%)	16.43
주요주주 지분율(%)	
GS 외 1인	65.78
국민연금공단	6.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.2 13.7 (11.2)
상대	10.9 (12.0) (24.4)

#### Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	9,015.0	9,526.7
영업이익(십억원)	284.0	334.4
순이익(십억원)	181.2	233.5
EPS(원)	2,389	2,965
BPS(원)	29,826	31,783

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	8,691.6	9,006.9	9,020.7	9,355.4	9,705.3
영업이익	십억원	180.3	238.8	257.8	313.4	365.6
세전이익	십억원	179.5	199.8	235.7	313.1	369.8
순이익	십억원	120.6	133.1	171.7	223.0	266.1
EPS	원	1,566	1,729	2,229	2,897	3,456
증감율	%	2.02	10.41	28.92	29.97	19.30
PER	배	25.86	22.70	16.22	12.48	10.46
PBR	배	1.49	1.39	1.22	1.13	1.05
EV/EBITDA	배	9.16	6.79	7.33	7.68	7.45
ROE	%	5.86	6.25	7.69	9.41	10.41
BPS	원	27,116	28,232	29,711	31,858	34,564
DPS	원	650	750	750	750	750



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

RA 서연정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

참고로, 호텔 사업은 호텔과 임대사업으로 나뉘어 있다. 파르나스 타워의 임대 사업은 경기와 무관하게 연간 450억원 영업이익을 창출하고 있다. 지난해 호텔 사업에서 연간 200억원 영업이익을 기록했는데(투숙률 80%), 올해의 경우 큰 폭 손실이 불가피한 상황이다. 2분기보다 투숙률은 개선되고 있다. 7월은 6월(나인트리 40%, 코엑스 35%)보다 10%p 상승했다. 8월은 부진했지만, 9월은 회복세에 있다. 슈퍼 기존점은 역신장을 지속하고 있으나, 성장보다 비용구조 개선에 우선 순위를 두고 있다. 상반기 12개 폐점, 연간 20개를 목표하고 있다. 직영점은 줄어들지만, 체인점 형태 신규 오픈은 계속되고 있어, 연말 전체 점포수는 320개 내외로 전년도와 유사한 수준이 될 것으로 보인다.

표 1. GS리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 0%, 15% 감소한 2조 3,744억원과 769억원 추정

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출	2,083	2,308	2,376	2,241	9,007	2,142	2,211	2,374	2,294	9,021
CVS	1,557	1,758	1,818	1,724	6,856	1,603	1,763	1,872	1,820	7,058
SM	376	385	389	326	1,475	345	315	350	326	1,336
호텔	68	77	75	87	306	45	36	48	51	181
기타	82	88	94	105	370	149	97	103	97	446
영업이익	21	77	91	50	239	89	59	77	33	258
CVS	27	87	90	53	256	41	70	81	52	244
SM	-5	-1	2	-26	-29	16	9	12	-8	29
호텔	14	13	14	23	64	-1	-12	-5	-1	-18
기타	-15	-22	-16	-1	-53	32	-8	-10	-10	3
세전이익	19	72	90	18	200	61	52	84	40	236
순이익	10	55	69	10	144	49	34	55	43	181
영업이익률(%)	1.0	3.3	3.8	2.2	2.7	4.1	2.7	3.2	1.4	2.9
CVS	1.7	4.9	4.9	3.1	3.7	2.5	4.0	4.3	2.9	3.5
SM	-1.3	-0.3	0.6	-7.8	-2.0	4.8	2.9	3.3	-2.5	2.2
호텔	20.7	16.7	19.2	26.7	21.0	-1.5	-32.8	-10.0	-1.5	-10.0
세전이익률(%)	0.9	3.1	3.8	0.8	2.2	2.8	2.3	3.5	1.7	2.6
순이익률(%)	0.5	2.4	2.9	0.4	1.6	2.3	1.5	2.3	1.9	2.0
매출(YoY,%)	4.4	4.9	2.2	3.1	3.6	2.8	-4.2	0.0	2.4	0.2
CVS	5.3	5.3	3.5	4.7	4.7	2.9	0.3	3.0	5.6	2.9
SM	3.0	3.1	-4.8	-9.6	-2.1	-8.2	-18.2	-10.0	0.2	-9.4
호텔	1.2	4.9	6.7	8.8	5.6	-32.9	-53.0	-35.0	-41.0	-40.7
영업이익(YoY,%)	-0.9	38.1	16.7	97.1	32.5	314.7	-23.2	-15.1	-33.9	7.9
CVS	34.7	32.9	17.5	73.2	33.4	51.5	-19.1	-10.3	-1.3	-5.0
SM	적전	적전	-57.9	적지	적지	흑전	흑전	381.8	적지	흑전
호텔	-3.8	17.4	2.1	28.8	11.9	적전	적전	적전	적전	적전
세전이익(YoY,%)	-26.6	14.0	8.0	178.3	11.3	216.1	-28.4	-7.1	116.3	18.0
순이익(YoY,%)	-45.0	19.6	11.4	65.9	8.5	370.8	-38.6	-20.5	343.9	25.8

자료: GS리테일, 하나금융투자

2020년 연결 기준 YoY 0.2%  
 성장한 9조 207억원과 영업이익  
 YoY 8% 증가한 2,578억원 전망

표 2. GS리테일 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	8,692	9,007	9,021	9,355	9,705
CVS	6,551	6,856	7,058	7,348	7,627
SM	1,507	1,475	1,336	1,358	1,380
호텔	290	306	181	247	288
기타	344	370	446	402	410
영업이익	180	239	258	313	366
CVS	192	256	244	281	309
SM	-2	-29	29	35	40
호텔	57	64	-18	25	40
기타	-67	-53	3	-27	-24
세전이익	180	200	236	313	370
순이익	132	144	181	235	280
지배주주순이익	121	133	172	223	266
적정시가총액	2,870	3,157	3,472	3,820	4,202
주식수(천주)	77,000	77,000	77,000	77,000	77,000
적정주가(천원)	37	41	45	50	55
적정PER	21.7	22.0	19.2	16.3	15.0
EPS(원)	1,719	1,865	2,347	3,049	3,638
영업이익률(%)	2.1	2.7	2.9	3.3	3.8
CVS	2.9	3.7	3.5	3.8	4.0
SM	-0.1	-2.0	2.2	2.5	2.9
호텔	19.8	21.0	-10.0	10.0	14.0
매출 (YoY,%)	5.1	3.6	0.2	3.7	3.7
CVS	4.3	4.7	2.9	4.1	3.8
SM	3.2	-2.1	-9.4	1.6	1.6
호텔	18.1	5.6	-40.7	36.6	16.6
영업이익 (YoY,%)	8.8	32.5	7.9	21.5	16.7
순이익 (YoY,%)	15.0	8.5	25.8	29.9	19.3

자료: GS리테일, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	8,691.6	9,006.9	9,020.7	9,355.4	9,705.3
매출원가	6,852.9	7,064.8	7,003.5	7,263.3	7,535.0
매출총이익	1,838.7	1,942.1	2,017.2	2,092.1	2,170.3
판매비	1,658.5	1,703.2	1,759.4	1,778.7	1,804.7
영업이익	180.3	238.8	257.8	313.4	365.6
금융손익	(3.2)	(29.6)	7.1	9.1	10.9
종속/관계기업손익	(1.1)	(1.1)	0.4	0.4	0.4
기타영업외손익	3.6	(8.3)	(29.6)	(9.8)	(7.1)
세전이익	179.5	199.8	235.7	313.1	369.8
법인세	47.2	56.2	55.0	78.3	89.7
계속사업이익	132.3	143.6	180.7	234.8	280.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	132.3	143.6	180.7	234.8	280.1
비배주주지분 손익	11.7	10.5	9.0	11.7	14.0
지배주주순이익	120.6	133.1	171.7	223.0	266.1
지배주주지분포괄이익	106.5	126.3	166.1	215.9	257.6
NOPAT	132.9	171.7	197.6	235.0	277.0
EBITDA	481.3	897.9	673.8	576.7	532.8
성장성(%)					
매출액증가율	5.14	3.63	0.15	3.71	3.74
NOPAT증가율	31.85	29.19	15.08	18.93	17.87
EBITDA증가율	10.19	86.56	(24.96)	(14.41)	(7.61)
영업이익증가율	8.81	32.45	7.96	21.57	16.66
(지배주주)순이익증가율	2.03	10.36	29.00	29.88	19.33
EPS증가율	2.02	10.41	28.92	29.97	19.30
수익성(%)					
매출총이익률	21.15	21.56	22.36	22.36	22.36
EBITDA이익률	5.54	9.97	7.47	6.16	5.49
영업이익률	2.07	2.65	2.86	3.35	3.77
계속사업이익률	1.52	1.59	2.00	2.51	2.89

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,566	1,729	2,229	2,897	3,456
BPS	27,116	28,232	29,711	31,858	34,564
CFPS	7,232	12,680	8,513	6,260	4,575
EBITDAPS	6,251	11,662	8,751	7,489	6,920
SPS	112,878	116,973	117,152	121,498	126,043
DPS	650	750	750	750	750
주가지표(배)					
PER	25.86	22.70	16.22	12.48	10.46
PBR	1.49	1.39	1.22	1.13	1.05
PCFR	5.60	3.10	4.25	5.77	7.90
EV/EBITDA	9.16	6.79	7.33	7.68	7.45
PSR	0.36	0.34	0.31	0.30	0.29
재무비율(%)					
ROE	5.86	6.25	7.69	9.41	10.41
ROA	2.37	2.19	2.42	3.10	3.58
ROIC	4.21	4.31	4.36	5.68	7.18
부채비율	107.41	176.57	166.13	156.79	146.64
순부채비율	37.42	105.68	79.02	55.93	36.58
이자보상배율(배)	6.11	3.27	2.44	3.02	3.56

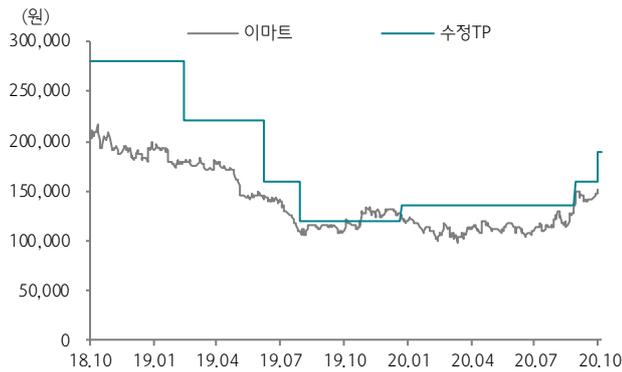
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	709.5	800.4	1,316.0	1,821.4	2,285.9
금융자산	151.3	247.8	762.5	1,247.4	1,690.5
현금성자산	61.7	57.7	572.2	1,051.6	1,488.8
매출채권	179.0	179.5	179.7	186.4	193.4
재고자산	224.6	183.4	183.6	190.4	197.6
기타유동자산	154.6	189.7	190.2	197.2	204.4
비유동자산	4,389.4	6,254.4	5,788.5	5,477.5	5,262.7
투자자산	188.1	253.4	253.5	255.8	258.2
금융자산	162.6	191.8	191.8	191.8	191.8
유형자산	2,346.5	2,296.9	1,862.3	1,572.8	1,373.8
무형자산	165.3	136.4	105.0	81.1	63.0
기타비유동자산	1,689.5	3,567.7	3,567.7	3,567.8	3,567.7
자산총계	5,098.9	7,054.8	7,104.5	7,298.9	7,548.6
유동부채	1,720.4	1,777.1	1,747.0	1,784.1	1,830.1
금융부채	791.7	874.6	843.2	848.4	861.0
매입채무	398.9	356.7	357.2	370.5	384.4
기타유동부채	529.8	545.8	546.6	565.2	584.7
비유동부채	920.1	2,726.9	2,687.9	2,672.4	2,657.9
금융부채	279.5	2,068.9	2,028.9	1,988.9	1,948.9
기타비유동부채	640.6	658.0	659.0	683.5	709.0
부채총계	2,640.5	4,504.0	4,434.9	4,456.5	4,488.1
지배주주지분	2,087.9	2,173.8	2,287.8	2,453.0	2,661.4
자본금	77.0	77.0	77.0	77.0	77.0
자본잉여금	155.5	155.5	155.5	155.5	155.5
자본조정	(0.4)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄이익누계액	(4.1)	(10.4)	(10.4)	(10.4)	(10.4)
이익잉여금	1,859.8	1,952.3	2,066.2	2,231.5	2,439.9
비배주주지분	370.4	377.0	381.8	389.4	399.2
자본총계	2,458.3	2,550.8	2,669.6	2,842.4	3,060.6
순금융부채	919.9	2,695.7	2,109.5	1,589.8	1,119.4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2020F	2021F	2022F	
영업활동 현금흐름	324.8	804.3	593.3	529.1	479.9
당기순이익	132.3	143.6	180.7	234.8	280.1
조정	36	75	41	26	16
감가상각비	301.0	659.1	416.0	263.3	167.2
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.1	1.1	0.0	0.0	0.0
기타	(266.1)	(585.2)	(375.0)	(237.3)	(151.2)
영업활동 자산부채변동	(169.0)	(85.3)	1.5	35.8	37.5
투자활동 현금흐름	(384.9)	(301.1)	50.3	42.8	42.4
투자자산감소(증가)	(56.7)	(64.3)	(4.3)	(6.5)	(6.6)
자본증가(감소)	(268.1)	(229.2)	50.0	50.0	50.0
기타	(60.1)	(7.6)	4.6	(0.7)	(1.0)
재무활동 현금흐름	31.1	(507.4)	(129.2)	(92.5)	(85.1)
금융부채증가(감소)	84.5	1,872.3	(71.4)	(34.8)	(27.4)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(5.9)	(2,325.4)	0.0	0.1	0.1
배당지급	(47.5)	(54.3)	(57.8)	(57.8)	(57.8)
현금의 증감	(29.0)	(4.0)	514.5	479.3	437.2
Unlevered CFO	556.9	976.4	655.5	482.0	352.2
Free Cash Flow	37.2	557.5	593.3	529.1	479.9

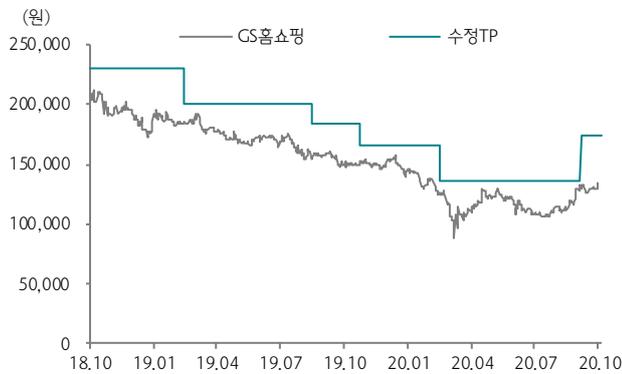
투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이마트



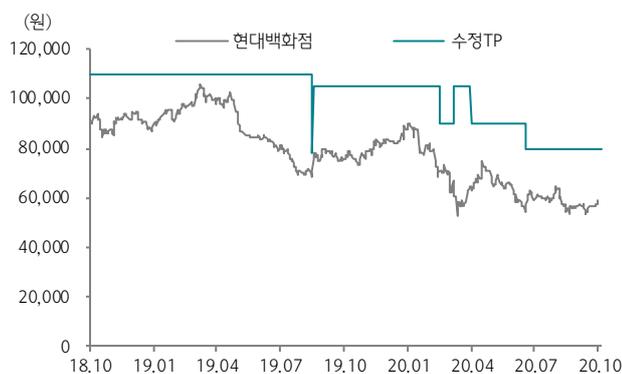
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.12	BUY	190,000		
20.9.9	BUY	160,000	-9.57%	-6.25%
20.2.27	BUY	135,000	-16.11%	-1.48%
20.1.2	Neutral	135,000	-15.51%	-8.15%
19.8.11	Neutral	120,000	-0.04%	12.08%
19.6.19	BUY	160,000	-17.68%	-8.44%
19.2.25	BUY	220,000	-24.80%	-17.05%
18.8.21	BUY	280,000	-30.11%	-20.89%

GS홈쇼핑



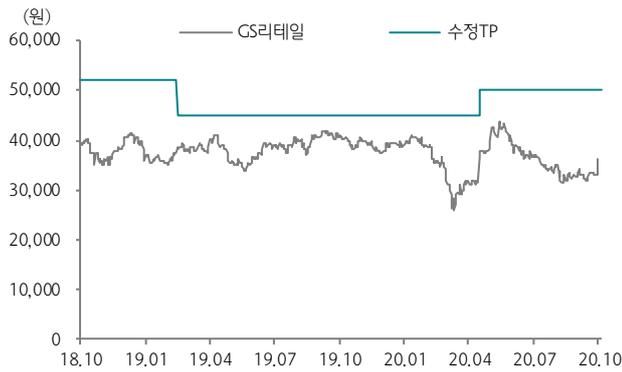
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.17	BUY	175,000		
20.7.1	BUY	136,000	-16.89%	-1.91%
20.2.27	Neutral	136,000	-14.25%	-4.63%
19.11.5	Neutral	166,000	-13.02%	-5.00%
19.8.27	BUY	184,000	-16.27%	-12.93%
19.2.25	Neutral	200,000	-13.53%	-3.75%
18.8.5	BUY	230,000	-15.01%	-4.39%

현대백화점



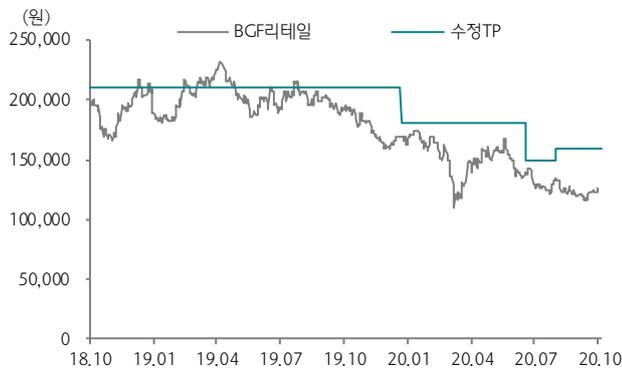
날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.7.1	BUY	80,000		
20.4.12	BUY	90,000	-27.95%	-16.44%
20.3.18	BUY	105,000	-43.63%	-38.67%
20.2.27	BUY	90,000	-23.28%	-18.56%
19.8.29	BUY	105,000	-24.10%	-14.29%
19.8.27	Neutral	78,000	-8.97%	-8.97%
18.10.2	Neutral	110,000	-18.59%	-3.64%

GS리테일



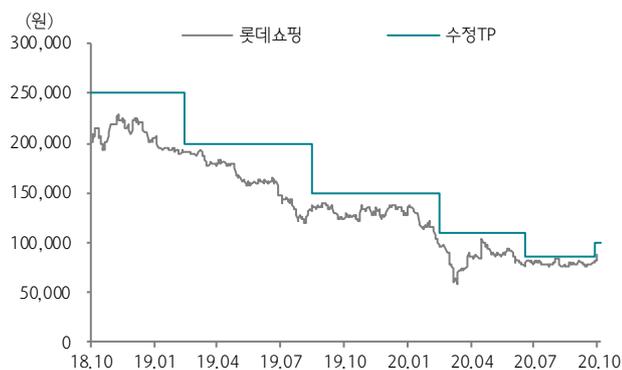
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.28	BUY	50,000	-	-
20.2.25		1년 경과	-	-
19.2.25	BUY	45,000	-13.79%	-6.67%
18.6.26	BUY	52,000	-28.32%	-15.48%

BGF리테일



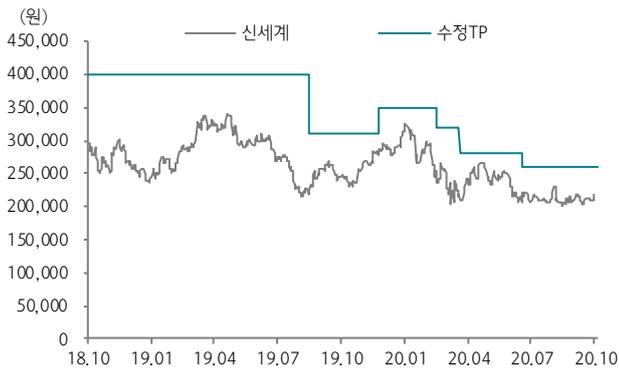
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.12	BUY	160,000	-13.55%	-5.00%
20.7.1	Neutral	150,000	-16.64%	-7.22%
20.4.7	BUY	180,000	-14.73%	-3.33%
20.1.2	Neutral	180,000	-	-
19.10.2		1년 경과	-	-
18.10.2	Neutral	210,000	-4.69%	10.71%

롯데쇼핑



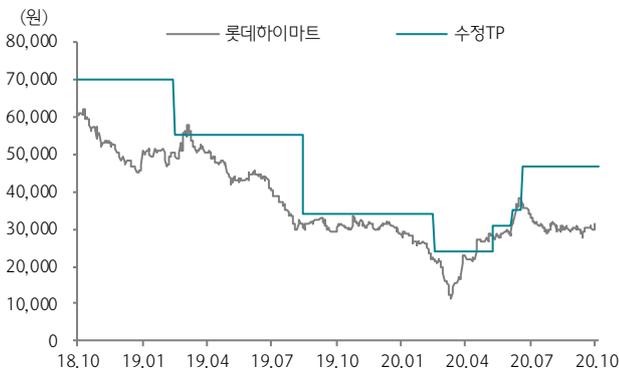
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.10.8	BUY	100,000	-7.87%	-2.09%
20.7.1	Neutral	86,000	-22.90%	-5.45%
20.2.27	Neutral	110,000	-14.31%	-6.67%
19.8.27	Neutral	200,000	-18.35%	-3.00%
19.2.14	Neutral	250,000	-23.73%	-23.00%
18.10.2	BUY	250,000	-16.69%	-8.40%

신세계



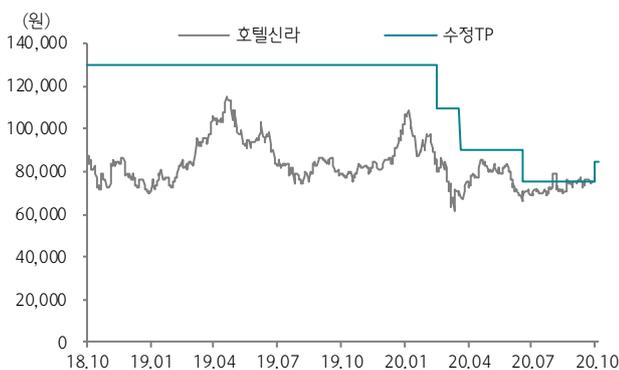
날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.7.1	BUY	260,000		
20.4.1	BUY	280,000	-14.79%	-5.36%
20.2.27	BUY	320,000	-26.75%	-17.34%
19.12.6	BUY	350,000	-17.39%	-7.43%
19.8.27	BUY	310,000	-18.31%	-8.55%
18.11.9	BUY	400,000	-29.33%	-14.75%
18.10.2	Neutral	400,000	-30.50%	-22.00%

롯데하이마트



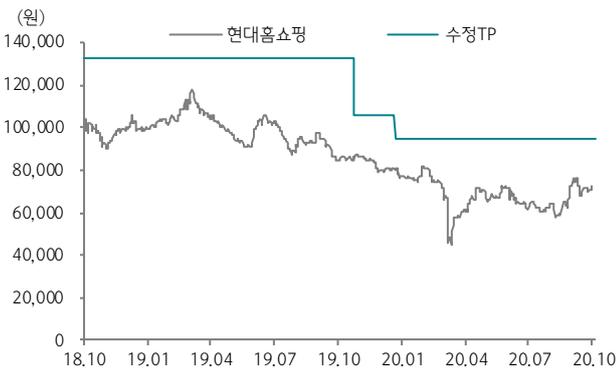
날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.7.1	BUY	47,000		
20.6.17	BUY	35,000	2.84%	10.00%
20.5.20	Neutral	31,000	-7.54%	-3.23%
20.2.27	Neutral	24,000	-13.38%	20.21%
19.8.27	Neutral	34,000	-12.49%	-1.32%
19.2.25	Neutral	55,000	-19.10%	4.73%
18.10.2	Neutral	70,000	-24.79%	-6.43%

호텔신라



날짜	투자의견	목표주가	과리율	
			평균	최고/최저
20.10.12	Neutral	85,000		
20.7.1	Neutral	75,000	-3.22%	5.20%
20.4.1	BUY	90,000	-14.19%	-5.33%
20.2.27	BUY	110,000	-31.81%	-21.18%
19.8.21		1년 경과	-	-
18.8.21	BUY	130,000	-32.08%	-11.54%

현대홈쇼핑



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.1.2	BUY	95,000		
19.11.5	BUY	106,000	-21.34%	-17.26%
19.5.7		1년 경과	-	-
18.5.7	BUY	133,000	-20.14%	-10.90%

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% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.19%	7.81%	0.00%	100%

\* 기준일: 2020년 10월 12일

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 2020년 10월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2020년 10월 13일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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.