

유통

Aug 31, 2022

유통

Top Picks

종목명	투자의견	목표주가(12M)
신세계	Buy	380,000 원
롯데쇼핑	Buy	130,000 원

서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

마트, 객수 회복 기대

상반기 유통업태는 백화점>편의점>온라인>대형마트 및 슈퍼 순으로 성장. 특히 백화점과 편의점은 P와 Q가 동반성장하며 매출 성장이 마진 확대까지 이어짐. 7월 업태별 성장률은 백화점 31.6%/마트 0.2%로, 백화점은 굳건하고 마트는 약한 성장 지속

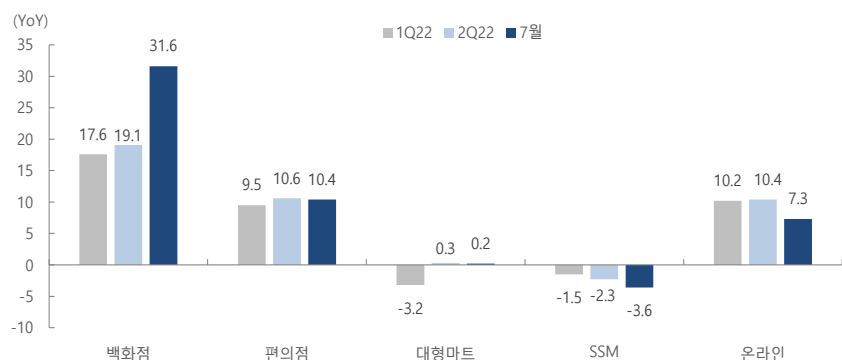
하반기는 가파른 물가상승으로 이어됐던 필수 소비가 발생할 것. 이는 마트 신장으로 이어질 전망. 대형마트 업종 내 하반기 실적 가시성이 뛰어난 롯데쇼핑 선호. 롯데쇼핑은 시네마 반등 및 백화점 마진개선하며 1)영업이익 1H22 YoY 106%, 2H22E 영업이익 YoY 143% 성장, 2)연간 순이익 턴어라운드할 전망

EPS(백화점 이익) ↑ * Multiple(면세점 회복) ↑

백화점과 면세점을 운영하는 신세계, 현대백화점은 EPS(백화점 이익) * Multiple(면세점 회복)이 맞물려 하방은 단단하고 상방은 열려있는 구간이라고 판단함. 특히, 신세계는 백화점 사업에서 뛰어난 이익 창출력(OPM 19%)에도 12MF PER 5배 수준으로 저평가 받고 있으며, 그 이유는 백화점 peak-out 우려와 면세점 부진에 있음

그러나, 1)백화점은 하반기에도 굳건한 매출 성장&마진 개선하며 시장 기대치를 상회할 가능성이 크고 2)면세점은 2분기를 기점으로 FIT(자유여행객) 매출이 회복하면서 지난 2년과는 다른 정상화 단계에 접어들었음. 3)면세 관련 긍정적 모멘텀 작용할 것: 추석 전 면세 한도 상향(600달러→800달러), 여행 제한 완화(PCR 검사 폐지 등)

2022년 상반기 소매판매액 업태별 성장률



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터



유통/화장품 정소연

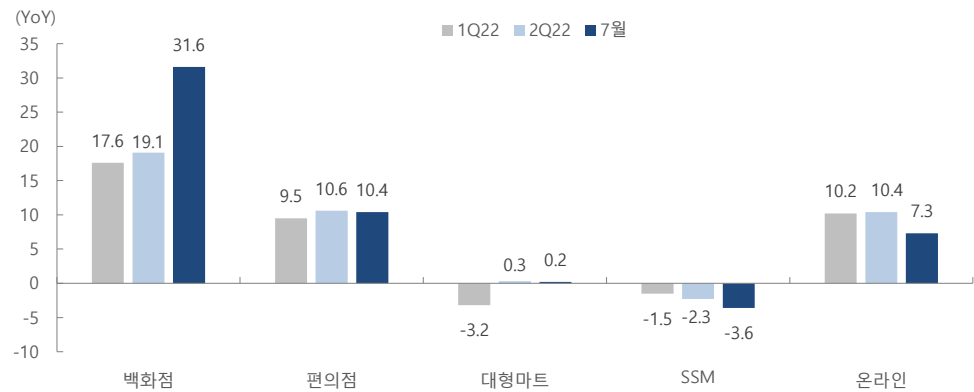
3771-9082, 20200054@iprovest.com

백화점: 서프라이즈의 연속

백화점은 지난해부터 올해 상반기까지 호실적을 지속하며 유통 내 가장 아웃퍼폼했다. 특히, 2분기 백화점 업체들은 객수(Q)와 객단가(P)가 동반 성장하며 마진 개선까지 이어졌다. 2분기 업체별 매출 성장률은 신세계 16.8%, 롯데 14.8%, 현대 8.7%를 기록했으며, 영업이익률은 신세계 17.7%(YoY +5.8%p), 롯데 12.6%(+4%p), 현대 14.4%(+2.4%p)로 개선됐다.

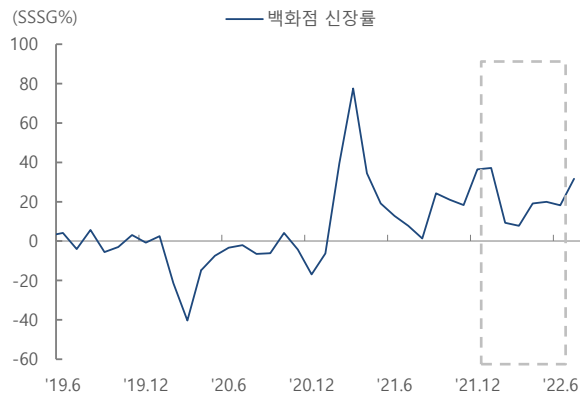
백화점에 대한 peak-out 우려에도 불구하고, 하반기 백화점은 예상보다 강하게 성장할 것으로 전망한다. 실제로 7월 백화점 기준점 신장률은 31.6%를 기록하며 상반기보다도 강하게 성장했다. 7월 구매건수는 34.5% 성장했으며, 패션 성장이 명품 성장률을 상회하며 성장을 주도하고 있다.

[도표 1] 2022년 업체별 신장률



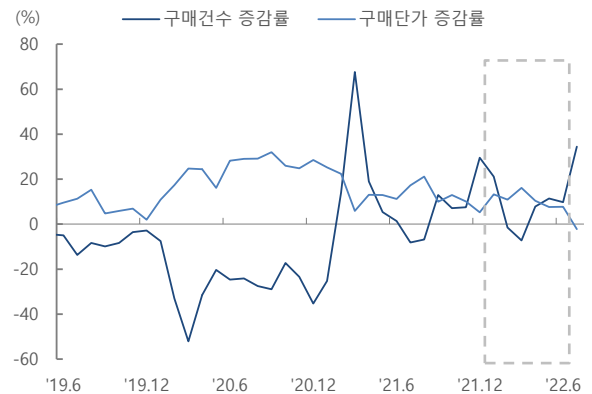
자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 백화점 신장률(~22년 7월)



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 백화점 구매건수 및 구매단가 성장률(~22년 7월)

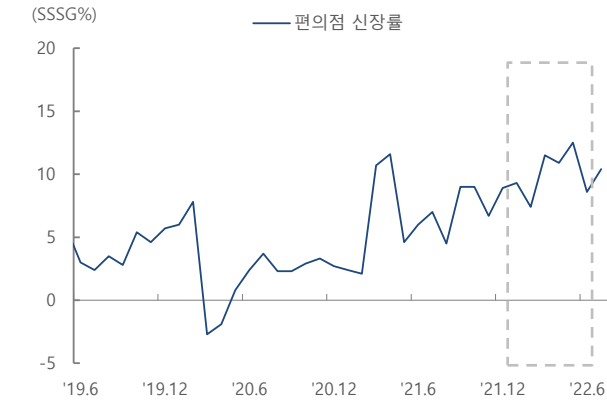


자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

유통

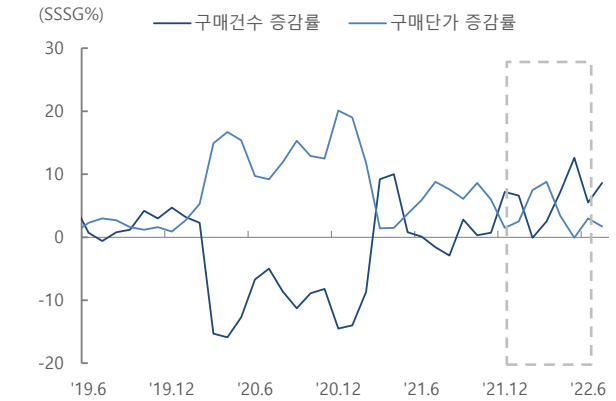
서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

[도표 4] 편의점 신장률(~22년 7월)



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 편의점 구매건수 및 구매단가 성장률(~22년 7월)



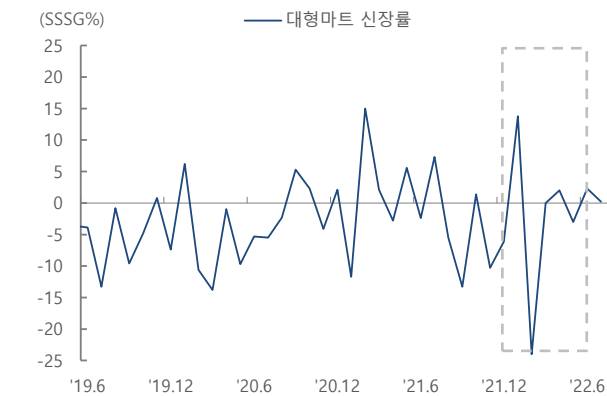
자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

마트: 객수 회복 기대

대형마트는 백화점과 대조적인 모습을 보였다. 마트의 상반기 기준점 신장률은 1Q -3.2%, 2Q 0.3%로 판매단가(P) 상승에도 불구하고 객수(Q) 감소하며 상대적으로 부진했다. 가파른 물가상승은 소비 위축을 야기했고, 2년만의 거리두기 해제로 외식이 활성화됐기 때문이다.

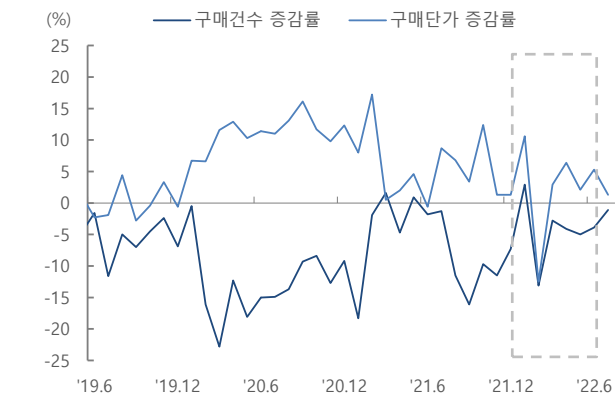
이에, 1H22 이마트 할인점 기준점신장률은 3.1%로 선방했지만, 영업이익률은 YoY 0.5%p 하락한 0.5%로 부진했다. 마진 하락은 오프라인 할인점 성장세가 약했고, PP센터향(온라인향) 매출은 확대되면서 상대적으로 마진이 낮은 PP센터향 매출 성장 기여도가 상승한 결과다.

[도표 6] 대형마트 신장률(~22년 7월)



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 대형마트 구매건수 및 구매단가 성장률(~22년 7월)

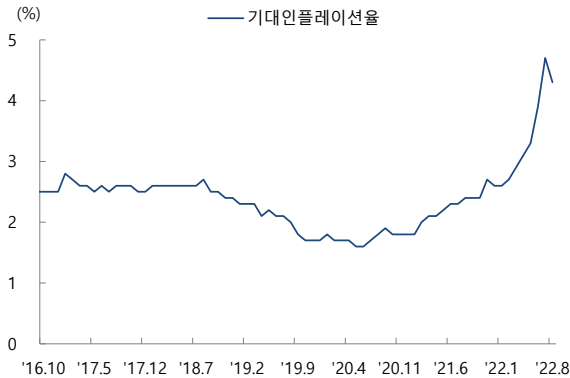


자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

유통

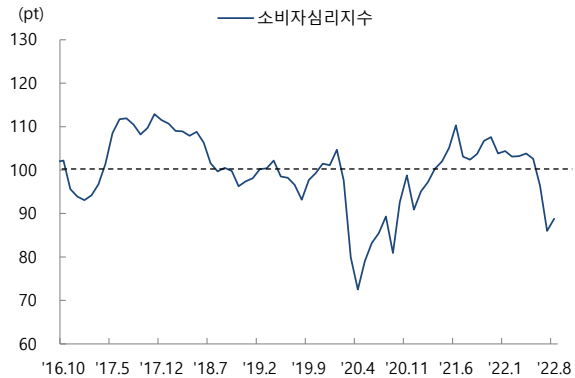
서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

[도표 8] 기대인플레이션율



자료: ECOS, 교보증권 리서치센터

[도표 9] 소비자심리지수



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

하반기 대형마트 업태는 이연된 필수 소비의 발생으로 호실적을 기록할 전망이다. 최근 마트 객수는 MoM 상승하고 있는데, 올해 9월 9~12일 추석 연휴를 앞두고 전년(9월 19일~22일) 대비 이르게 수요가 발생하고 있기 때문이다. 실제로 7월 21일~8월 한달여간 이마트의 추석 선물세트 예약판매가 전년동기간 대비 49.5% 증가했고, 롯데마트는 20% 수준 증가했다. 특히 5만원 이하의 선물세트가 인기인데, 고물가 속 가성비를 선호하는 현상이 마트 수요로 나타나는 것으로 판단한다.

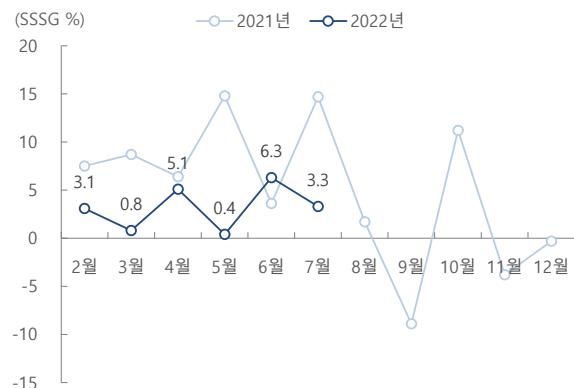
하반기 마트 객수의 상승을 기대하는 이유 중 하나는 활발한 집객이다. 지난 8월 초 홈플러스가 한 마리 6,990원 치킨으로 ‘당당치킨’을 출시하며 소비자를 사로잡았다. 곧바로 롯데마트는 ‘한통치킨’을 8,800원에 판매, 이마트는 ‘9호 후라이드 치킨’을 5,980원에 선보였고, 고객들이 줄을 서서 살 정도로 인기를 모았다. 주목할 점은 이러한 이벤트가 소비자를 유인하는 긍정적 효과로 작용하며, 고물가, 외식 선호 등으로 줄어들었던 대형마트로의 발길이 찾아지고 있다는 것이다.

[도표 10] 홈플러스 당당치킨, 이마트 치킨



자료: 홈플러스, 이마트, 언론보도, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 이마트 기존점 신장률

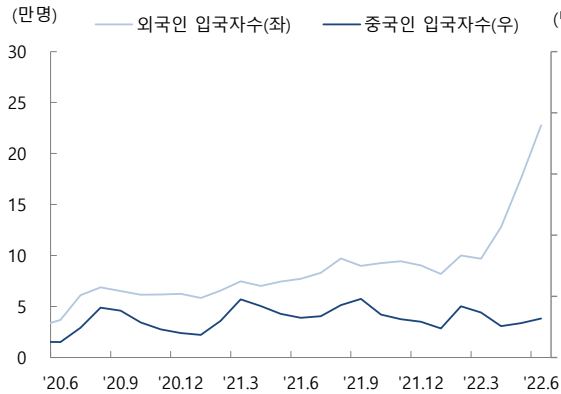


자료: 교보증권 리서치센터

면세: 정상화+모멘텀

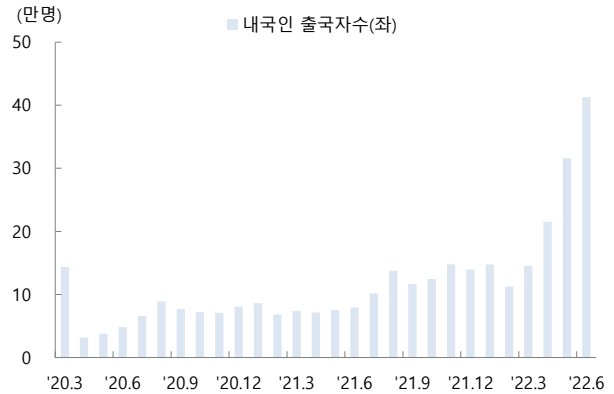
지난 4월 코로나 이후 처음으로 월 입국자 수가 10만명을 넘어섰고, 5월 18만명, 6월 23만명으로 지속 회복하고 있다. 여전히 2019년 월평균 입국자 145만명 대비 한참 못미치지만, 여행객 자체가 증가하면서 면세업은 정상화 국면에 접어들었다. 마찬가지로 2019년 월평균 240만명 수준인 내국인 출국자수는 4월 22만명, 5월 32만명, 6월 41만명으로 증가하고 있다.

[도표 12] 전체 외국인, 중국인 입국자수



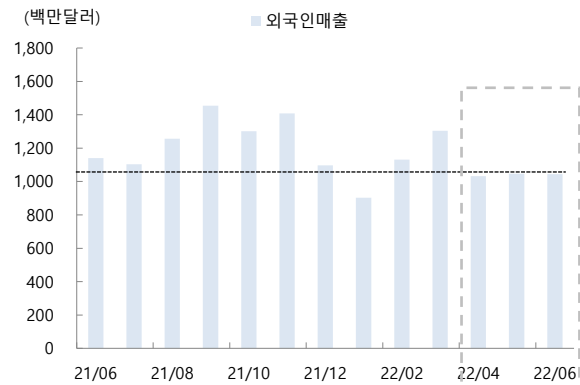
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 13] 내국인 출국자수



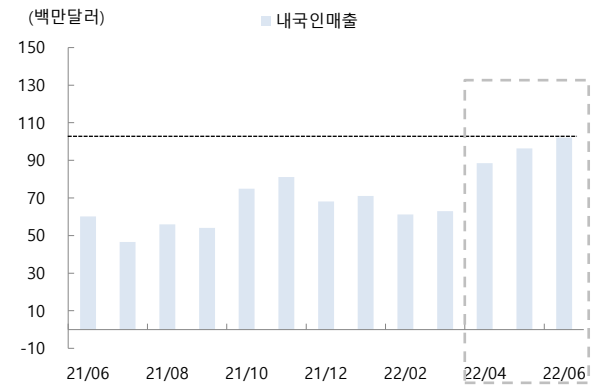
자료: 관광지식정보시스템, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 면세점 월매출- 외국인



자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 면세점 월매출- 내국인



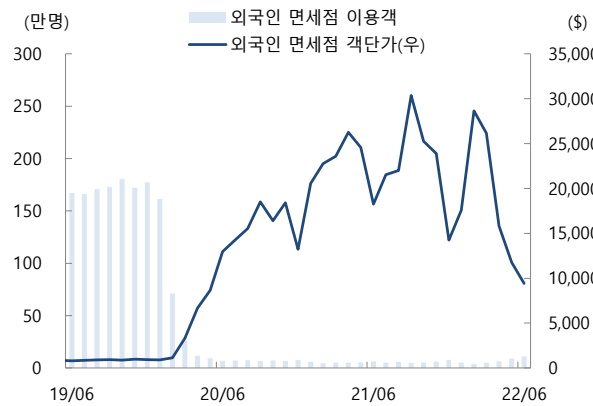
자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

현시점 여행객의 면세점 소비행태는 “리오프닝>소비력 약화”로 리오프닝에 의한 pent-up 수요가 매출 회복으로 이어지고 있다. 4월부터 내국인 면세점 매출이 본격적으로 회복하기 시작해, 6월 1억 209만달러를 기록했다(2019년 월평균 매출 2.9억달러). 개별업체의 공항점 매출 또한 MoM 성장하고 있다. 신세계 기준 2019년 20% 중반에 달하는 FIT(자유여행객) 매출

비중은 코로나 이후 20년~21년 2년간 거의 없었으나, 2분기부터 점차적으로 매출을 회복하고 있다. 2분기 9% 수준으로 가파르게 상승했고, 7월 10% 수준으로 회복했다.

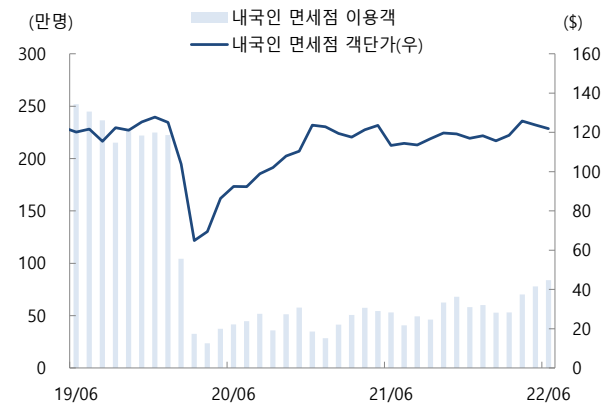
반면 파이고 수요는 여전히 부진한데, 고환율, 제로코로나 정책 등에 의해 “리오프닝<소비력 약화” 이라 판단한다. 6월 외국인 월매출이 YoY 8.5% 감소했는데, 외국인 입국자수가 빠르게 회복 중인 반면에 중국인 입국자수는 저점에 머물러 있기 때문이다.

[도표 16] 면세점 객단가- 외국인



자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

[도표 17] 면세점 객단가- 내국인



자료: 한국면세점협회, 교보증권 리서치센터

하반기, 면세점에 대한 긍정적인 모멘텀이 남아있다. 현재 우리나라는 입국자들에게 입국 전 코로나19 검사(48시간 내 PCR 검사 또는 24시간 내 신속항원검사)를 필수로 받게 한다. 최근 일본이 9월부터 입국자 PCR 검사를 면제하겠다고 밝히면서, 우리나라도 입국 전 코로나19 검사 폐지를 검토하고 있다. 해외에서 시행하는 코로나19 검사는 시간과 비용이 소요돼 여행을 꺼리게 되는 요인이기에, 검사 폐지는 여행 수요 회복을 가속화할 것이다.

지난 8월 5일 기획재정부는 면세한도 인상에 대한 개정안을 입법예고했다. 개정 사항은 면세한도를 현행 600달러에서 800달러로 인상하고, 별도면세범위인 술에 대해 1병에서 2병으로 면세한도를 확대한다는 것이다. 개정안은 추석 전 시행될 예정이다. 금번 면세한도 인상은 2014년 이후 8년여만으로, 내국인 객단가를 상승시켜 면세업 매출확대로 이어질 것으로 추정한다.

백화점과 면세점을 운영하고 있는 신세계, 현대백화점은 EPS(백화점 이익)*Multiple(면세점 회복)이 맞물려 하방은 단단하고 상방은 열려있는 구간이라고 판단한다. 특히, 신세계는 백화점 사업에서 뛰어난 이익 창출력을 보이고 있음에도 12MF P/E 5배 수준으로 저평가 받고 있으며, 그 이유는 백화점 peak-out 우려와 면세점 부진에 있다. 그러나, 백화점은 하반기에도 굳건한 매출 성장&마진 개선 이어지며 시장 기대치를 상회할 가능성이 크다. 면세점은 2분기를 기점으로 FIT 매출이 회복하면서 지난 2년과는 다른 정상화 단계에 접어들었다.

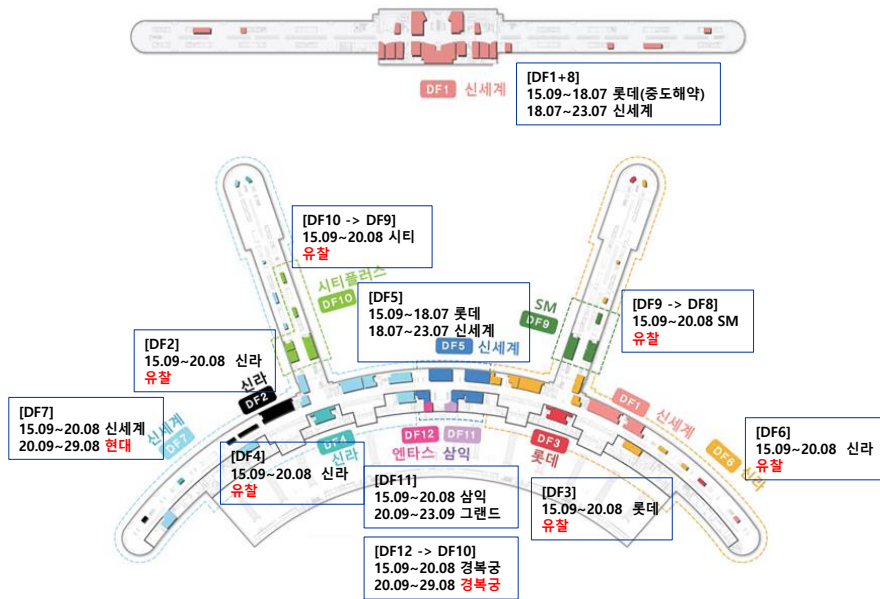
유통

서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

참고: 면세점 입찰 예정

인천공항공사는 9월 중 인천공항의 면세 사업영역인 제1, 제2 여객터미널(T1, T2) 사업권 공고를 낼 것으로 추정된다. 공고 대상 사업권은 현재 운영업체가 없는 사업권과 곧 만료되는 사업권을 포함해 T1 9개, T2 6개이며, 운영기간은 10년으로 예상된다.

[도표 18] 제 1 여객터미널 면세 사업권 현황



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 19] 제 2 여객터미널 면세 사업권 현황



자료: 교보증권 리서치센터

신세계 004170

Aug 31, 2022

하방은 단단하고 상방은 열려있다

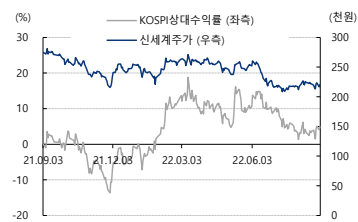
Buy 유지

TP 380,000 원 유지

Company Data

현재가(08/30)	220,500 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	281,000 원
52 주 최저가(보통주)	208,500 원
KOSPI (08/30)	2,450.93p
KOSDAQ (08/30)	797.02p
자본금	492 억원
시가총액	21,709 억원
발행주식수(보통주)	985 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	5.7 만주
평균거래대금(60 일)	127 억원
외국인지분(보통주)	27.68%
주요주주	
정유경 외 2 인	28.56%
국민연금공단	12.20%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.9	-15.7	-17.3
상대주가	0.9	-7.1	6.1

2H22 영업이익 YoY +27.4% 전망

신세계의 2022년 상반기 연결기준 매출액 및 영업이익은 각각 YoY 34.2%/59.7% 성장하며, 백화점이 주도하는 서프라이즈 실적 기록. 2022년 하반기는 매출액 YoY 10.4% 성장한 3조 9,788억원, 영업이익 YoY 27.4% 성장한 3,782억원 전망. **영업이익 YoY 808억원 증익은 백화점 +348억원, 면세점 +102억원, 패션(SI) +190억원에 따름**

3Q22 백화점(대구/광주/대전 합산) 매출액은 YoY 26.9% 성장한 5,969억원, 영업이익은 YoY 55.7% 성장한 940억원 전망. 1)기존점 신장률이 1Q 15% → 2Q 20% → 7월 22%로 굳건하고, 2)광주점, 대전점이 3분기까지 신규매출로 반영됨. 영업이익은 YoY 336억원 증가 추정하는데, 이는 신규매출인 광주+대전 YoY +207억원 포함. 2022E 백화점 매출액 2조 4,893억원(YoY 23.4%), 영업이익 4,781억원(YoY 45.7%) 전망

면세점 3Q22 거래액 YoY 플랫한 수준, 영업이익 YoY 16.7% 감소한 191억원 추정. 여전히 파이고 수요는 부진한 상황이나, 글로벌 여행 재개되며 FIT(자유여행객) 매출 회복하고 있음. 당사는 현재 공항 내 3개 구역을 운영해 여행객 회복에 따른 레버리지가 클 것으로 판단. FIT 매출 비중은 2Q 9%, 7월 10%, 8월 10% 이상 추정(19년 20% 중반). 하반기~내년으로 갈수록 공항점 매출 상승+파이고 수요 회복으로 손익 정상화 기대됨

투자의견 Buy 및 목표주가 380,000원 유지

신세계에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 380,000원 유지. 당사는 백화점 사업에서 뛰어난 이익 창출력(OPM 19%)을 보이고 있음에도 12MF PER 5배 수준으로 저평가. 이는 백화점 peak-out 우려와 면세점 부진에 기인. 그러나, 백화점은 하반기에도 굳건한 매출 성장&마진 개선 이어지며 시장 기대치를 상회할 가능성이 크고, 면세점은 2분기를 기점으로 FIT 매출이 회복하면서 지난 2년과는 다른 정상화 단계에 접어들었음. 백화점은 하방을 단단하게, 면세점은 상방을 열어주는 요인으로 작용할 것

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
매출액(십억원)	4,769	6,316	7,622	8,149	8,712
YoY(%)	-25.4	32.4	20.7	6.9	6.9
영업이익(십억원)	88	517	729	802	897
OP 마진(%)	1.8	8.2	9.6	9.8	10.3
순이익(십억원)	-69	389	491	521	601
EPS(원)	-10,512	31,165	39,366	41,792	48,136
YoY(%)	적전	흑전	26.3	6.2	15.2
PER(배)	-22.8	8.2	5.6	5.3	4.6
PCR(배)	4.1	3.2	2.7	2.9	2.8
PBR(배)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	10.8	6.9	5.6	5.2	4.7
ROE(%)	-2.8	8.5	9.9	9.6	10.1



유통/화장품 정소연

3771-9082, 20200054@iprovest.com

유통

서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

[도표 20] 신세계 분기 및 연간 실적 추정(연결 기준)

(단위: 십억원)

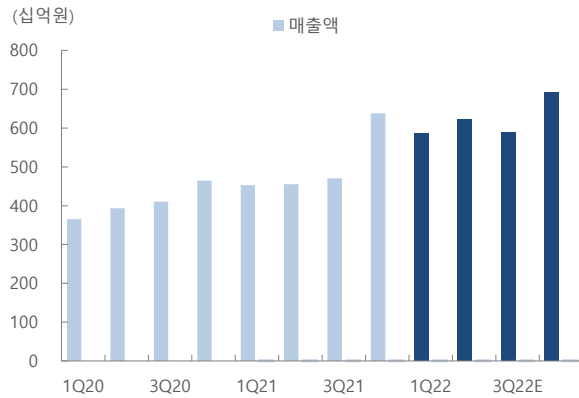
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
추정 실적											
(별도)신세계 총매출액	1,038	1,075	1,019	1,289	1,172	1,271	1,152	1,356	4,420	4,950	5,094
연결 순매출액	1,320	1,395	1,667	1,934	1,767	1,877	1,885	2,094	6,316	7,622	8,149
신세계	400	400	393	480	443	467	440	506	1,672	1,856	1,926
대구 신세계	54	56	57	69	63	69	71	76	236	279	311
광주 신세계	-	-	-	50	43	49	44	54	50	189	197
대전 신세계	-	-	20	39	37	39	41	48	59	165	181
신세계 DF	479	561	797	823	772	813	829	879	2,660	3,294	3,459
신세계인터내셔널	342	341	350	418	352	384	381	447	1,451	1,564	1,712
센트럴시티	60	66	60	77	70	80	84	88	263	322	362
까사미아	50	48	60	72	73	68	74	81	230	296	340
연결 영업이익	124	96	102	195	164	187	153	225	517	729	802
신세계	61	47	55	98	87	83	65	100	262	334	350
대구 신세계	10	9	11	19	19	19	15	19	50	72	80
광주 신세계	-	-	-	20	15	19	14	22	20	70	73
대전 신세계	-	-	-6	3	1	0	1	1	-3	2	12
신세계 DF	23	19	23	12	-2	29	19	26	78	72	83
신세계인터내셔널	21	27	14	30	33	39	25	38	92	135	129
센트럴시티	16	4	10	22	15	7	22	24	53	68	84
까사미아	-1	-3	-1	-4	0	-4	-3	-2	-9	-9	5
성장성(YoY %)											
(별도)신세계 총매출액	24.1	15.4	10.7	16.1	12.9	18.2	13.0	5.2	16.4	12.0	2.9
연결 순매출액	10.3	37.5	37.3	43.9	33.8	34.5	13.1	8.2	32.4	20.7	6.9
신세계	20.7	12.9	8.0	16.7	10.9	16.8	12.1	5.5	14.5	11.0	3.7
대구 신세계	58.1	42.9	23.4	28.1	17.2	23.4	24.0	9.3	36.0	18.0	11.7
신세계 DF	-2.0	80.4	82.3	78.8	61.2	45.1	4.1	6.8	56.7	23.9	5.0
신세계인터내셔널	5.7	18.7	4.9	9.7	3.0	12.7	8.8	6.9	9.3	7.8	9.5
센트럴시티	7.4	24.1	3.8	24.2	16.4	22.1	39.3	14.0	14.9	22.4	12.5
까사미아	46.4	26.1	28.6	61.3	47.9	40.4	22.9	12.3	40.8	28.6	15.0
연결 영업이익	3,645.5	흑전	308.0	89.1	32.4	94.8	49.7	15.3	484.7	40.9	9.9
신세계	170.8	231.5	96.4	58.3	42.6	74.1	17.2	2.0	106.2	27.8	4.8
대구 신세계	흑전	흑전	107.3	60.3	82.4	124.4	30.2	-1.0	275.8	45.0	11.7
신세계 DF	흑전	흑전	흑전	373.1	적전	49.5	-16.7	114.4	흑전	-7.0	15.2
신세계인터내셔널	77.3	흑전	101.8	72.8	55.6	46.0	77.0	27.1	172.1	46.8	-4.4
센트럴시티	35.0	흑전	-26.4	28.0	-3.2	58.5	112.1	6.7	29.2	28.4	23.8
까사미아	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
수익성(OPM %)											
연결 영업이익	9.4	6.9	6.1	10.1	9.3	10.0	8.1	10.7	8.2	9.6	9.8
신세계	15.3	11.9	14.1	20.4	19.7	17.7	14.7	19.7	15.6	18.0	18.2
대구 신세계	19.0	15.4	19.9	28.0	29.6	27.9	20.9	25.3	21.0	25.8	25.8
신세계 DF	4.8	3.4	2.9	1.5	-0.3	3.5	2.3	3.0	2.9	2.2	2.4
신세계인터내셔널	6.2	7.8	4.0	7.2	9.4	10.1	6.6	8.5	6.3	8.0	8.2
센트럴시티	26.5	6.3	17.1	28.9	22.0	8.1	26.0	27.1	20.0	21.0	23.1
까사미아	-2.0	-5.4	-1.8	-5.7	0.1	-6.2	-4.3	-2.0	-3.8	-3.0	1.5

자료: 교보증권 리서치센터

유통

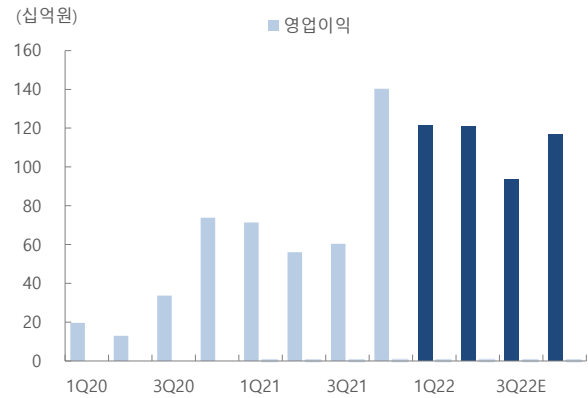
서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

[도표 21] 신세계 백화점 합산 매출액 추이



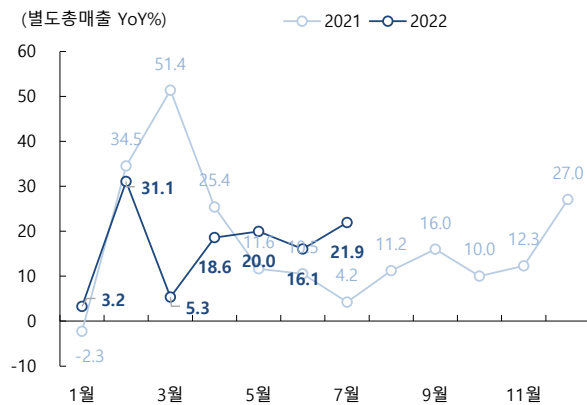
자료: 신세계, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 신세계 백화점 합산 영업이익 추이



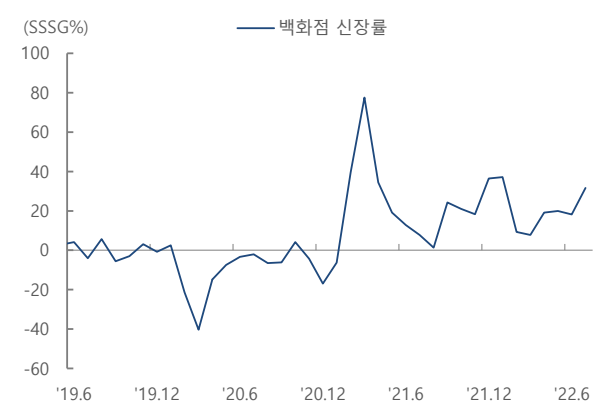
자료: 신세계, 교보증권 리서치센터

[도표 23] 별도 신세계 월별 총매출 성장률



자료: 신세계, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 백화점 월별 구매건수 및 구매단가 증감률



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

유통

서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

[신세계 004170]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	4,769	6,316	7,622	8,149	8,712
매출원가	2,369	2,607	2,833	3,023	3,227
매출총이익	2,400	3,709	4,790	5,125	5,485
매출총이익률 (%)	50.3	58.7	62.8	62.9	63.0
판매비와관리비	2,312	3,192	4,060	4,324	4,588
영업이익	88	517	729	802	897
영업이익률 (%)	1.9	8.2	9.6	9.8	10.3
EBITDA	745	1,169	1,332	1,345	1,374
EBITDA Margin (%)	15.6	18.5	17.5	16.5	15.8
영업외손익	-207	0	-75	-108	-97
관계기업손익	-2	-11	-30	-20	-20
금융수익	121	93	91	95	101
금융비용	-206	-169	-125	-121	-117
기타	-120	87	-11	-61	-61
법인세비용차감전순이익	-118	518	654	694	799
법인세비용	-49	129	163	173	199
계속사업순이익	-69	389	491	521	601
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-69	389	491	521	601
당기순이익률 (%)	-1.4	6.2	6.4	6.4	6.9
비지배지분순이익	34	82	104	110	127
지배지분순이익	-103	307	388	411	474
지배순이익률 (%)	-2.2	4.9	5.1	5.0	5.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	9	-43	24	24	24
포괄순이익	-60	345	515	546	625
비지배지분포괄이익	33	85	126	133	153
지배지분포괄이익	-93	261	389	412	472

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	552	1,104	499	592	599
당기순이익	-69	389	491	521	601
비현금항목의 가감	681	482	402	336	285
감가상각비	634	627	582	526	461
외환손익	-55	36	-2	-2	-2
지분법평가손익	2	11	30	20	20
기타	100	-192	-207	-208	-194
자산부채의 증감	98	333	-148	-17	-22
기타현금흐름	-157	-99	-246	-248	-264
투자활동 현금흐름	-389	-825	-497	-397	-298
투자자산	10	-43	8	8	8
유형자산	-477	-584	-400	-300	-200
기타	78	-198	-105	-105	-106
재무활동 현금흐름	48	-91	-429	-350	-350
단기차입금	-122	-66	-66	-66	-66
사채	519	564	-100	-100	-100
장기차입금	186	-392	50	20	20
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-35	-22	-30	-30	-30
기타	-500	-175	-283	-175	-175
현금의 증감	211	189	-26	362	558
기초 현금	178	389	578	551	914
기말 현금	389	578	551	914	1,471
NOPLAT	52	389	548	602	674
FCF	329	789	602	829	928

자료: 신세계, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,664	1,910	2,101	2,538	3,177
현금및현금성자산	389	578	551	914	1,471
매출채권 및 기타채권	362	472	536	550	567
재고자산	863	756	912	975	1,043
기타유동자산	51	105	102	99	96
비유동자산	11,105	11,734	11,523	11,271	10,986
유형자산	6,604	6,943	6,761	6,535	6,274
관계기업투자금	1,077	976	968	960	952
기타금융자산	559	1,121	1,121	1,121	1,121
기타비유동자산	2,867	2,694	2,673	2,655	2,639
자산총계	12,769	13,645	13,624	13,809	14,163
유동부채	3,609	3,571	3,320	3,190	3,076
매입채무 및 기타채무	1,087	1,409	1,428	1,435	1,443
차입금	457	391	325	259	193
유동상채무	905	559	450	450	450
기타유동부채	1,160	1,213	1,118	1,045	990
비유동부채	4,103	4,312	3,990	3,718	3,501
차입금	217	221	271	291	311
사채	1,597	2,151	2,051	1,951	1,851
기타비유동부채	2,289	1,939	1,667	1,475	1,338
부채총계	7,712	7,882	7,311	6,907	6,578
지배지분	3,442	3,744	4,102	4,484	4,928
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	348	403	403	403	403
이익잉여금	2,788	3,084	3,443	3,824	4,269
기타자본변동	-4	-4	-4	-4	-4
비지배지분	1,615	2,018	2,211	2,417	2,657
자본총계	5,057	5,762	6,314	6,901	7,585
총차입금	4,464	4,240	3,751	3,418	3,138

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-10,512	31,165	39,366	41,792	48,136
PER	-22.8	8.2	5.6	5.3	4.6
BPS	349,650	380,297	416,666	455,460	500,599
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4
EBITDAPS	75,649	118,740	135,272	136,661	139,513
EV/EBITDA	10.8	6.9	5.6	5.2	4.7
SPS	484,428	641,576	774,225	827,689	884,891
PSR	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
CFPS	33,440	80,119	61,155	84,240	94,281
DPS	1,500	3,000	3,000	3,000	3,000

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-25.4	32.4	20.7	6.9	6.9
영업이익 증가율	-81.1	484.7	40.9	9.9	11.9
순이익 증가율	적전	흑전	26.3	6.2	15.2
수익성					
ROIC	0.8	6.0	8.5	9.5	11.0
ROA	-0.8	2.3	2.8	3.0	3.4
ROE	-2.8	8.5	9.9	9.6	10.1
안정성					
부채비율	152.5	136.8	115.8	100.1	86.7
순차입금비율	35.0	31.1	27.5	24.7	22.2
이자보상배율	0.7	4.8	7.2	8.2	9.6

롯데쇼핑 023530

Aug 31, 2022

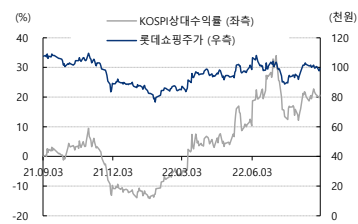
백화점 받고 시네마는 덤으로

Trading Buy 유지
TP 130,000 원 유지

Company Data

현재가(08/30)	99,300 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	109,500 원
52 주 최저가(보통주)	76,600 원
KOSPI (08/30)	2,450.93p
KOSDAQ (08/30)	797.02p
자본금	1,414 억원
시가총액	28,091 억원
발행주식수(보통주)	2,829 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	6.0 만주
평균거래대금(60 일)	60 억원
외국인지분(보통주)	12.11%
주요주주	
롯데지주 외 31 인	61.18%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	16.4	-7.6
상대주가	4.1	28.2	18.5

2H22 영업이익 YoY +143% 전망

1H22 롯데쇼핑은 연결기준 매출액 및 영업이익 각각 YoY -1.4%/+106.3%로, 백화점 이익 확대 및 컬처웍스 반등으로 기대치를 상회하는 실적 기록. 2H22 매출액 YoY 4.4% 성장한 8조 1,323억원, 영업이익은 YoY 142.5% 성장한 3,306억원 전망. 영업이익 YoY +1,969억원 증익 추정하는데, 백화점 +1,265억원, 컬처웍스 YoY +891억원, 마트 +216억원, 이커머스 적자축소에 따름

3Q22 국내 백화점 매출액 YoY 13.8% 성장한 7,467억원 추정. 기존점 12% 수준 신장 전망해, 지난해 상대적으로 언더퍼폼했던 base가 작용할 것. 백화점 영업이익은 흑자전환한 1,091억원을 추정(전년동기 희망퇴직 비용 600억원), 영업이익률은 14.6%로 2019년대비 0.4%p 개선할 것. **마트** 부문은 이른 추석수요, 구조조정 효과(이커머스 이전)로 안정적 실적 전망. 매출액은 YoY 2.3% 성장한 1조 2,777억원, 영업이익 104억원(OPM 0.7%) 추정

컬처웍스는 지난 2분기 매출액 1,210억원(YoY 180.6%), 영업이익 흑자전환한 105억원으로 크게 반등. 매출규모는 여전히 2019년대비 -32% 축소된 수준이나, 이익규모는 2배 성장함. 이는 1)지난 2년간 티켓값/팝콘값 인상, 2)인력 약 30% 축소, 3)직영관 9여개 폐점에 따라 손익구조가 개선됐기 때문. 이에, 컬처웍스 영업이익은 3Q 140억원(월 50억원), 4Q 180억원(월 60억원) 추정하며, 연간 매출액 YoY 92.3%/영업이익 +1,462억원으로 반등할 전망

투자의견 Buy 및 목표주가 130,000원 유지

롯데쇼핑에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 130,000원 유지. 동사는 하반기 강한 반등하며, 올해 연간 순이익 턴어라운드하는 첫 해가 될 것. 이는 1)백화점의 상대적으로 낮은 base 효과 2)리오프닝에 따른 컬처웍스 반등 3)마트 구조조정 효과에 기인

Forecast earnings & Valuation

	2020.12	2021.12	2022.12E	2023.12E	2024.12E
12 결산(십억원)					
매출액(십억원)	16,184	15,574	15,833	16,347	16,710
YoY(%)	-8.2	-3.8	1.7	3.2	2.2
영업이익(십억원)	346	208	478	579	675
OP 마진(%)	2.1	1.3	3.0	3.5	4.0
순이익(십억원)	-687	-273	223	304	409
EPS(원)	-27,783	-10,332	8,424	11,500	15,463
YoY(%)	적지	적지	흑전	36.5	34.5
PER(배)	-3.7	-8.4	11.7	8.6	6.4
PCR(배)	1.8	1.6	1.3	1.4	1.4
PBR(배)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	9.9	10.6	9.5	9.2	8.9
ROE(%)	-7.7	-2.9	2.3	3.1	4.1



유통/화장품 정소연

3771-9082, 20200054@iprovest.com

유통

서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

[도표 25] 롯데쇼핑 분기 및 연간 실적 추정(연결 기준)

(단위: 십억원)

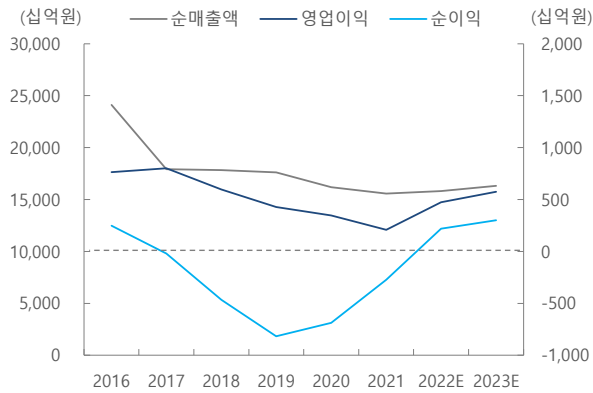
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
총매출액	5,258	5,323	5,375	5,458	5,198	5,435	5,519	5,935	21,414	21,955	22,596
백화점	1,829	1,889	1,791	2,250	2,002	2,169	2,039	2,339	7,759	8,551	8,745
할인점	1,610	1,565	1,615	1,560	1,617	1,584	1,651	1,617	6,267	6,382	6,451
하이마트	1,005	1,050	1,102	1,005	884	943	1,025	1,015	4,127	3,817	4,045
슈퍼	403	379	397	343	362	351	406	294	1,523	1,416	1,346
기타 및 연결조정	411	440	470	300	332	388	398	670	1,738	1,788	2,010
순매출액	3,880	3,903	4,007	3,784	3,771	3,902	4,037	4,123	15,574	15,833	16,347
백화점	676	721	656	835	740	828	747	868	2,888	3,183	3,255
할인점	1,476	1,424	1,481	1,335	1,482	1,441	1,514	1,384	5,716	5,821	5,884
하이마트	956	988	1,040	893	841	887	967	890	3,877	3,585	3,800
슈퍼	388	358	380	327	349	332	389	281	1,452	1,350	1,283
홈쇼핑	258	273	271	302	275	272	279	310	1,103	1,136	1,193
컬처웍스	40	44	79	72	73	121	125	133	235	452	617
이커머스	28	29	24	28	27	26	22	31	109	106	116
영업이익	62	8	29	109	69	74	128	207	208	478	579
백화점	103	62	(21)	205	105	104	109	202	349	520	495
할인점	1	(26)	12	(18)	16	(7)	10	5	(31)	25	38
하이마트	26	33	51	23	(8)	0	20	15	133	27	80
슈퍼	3	(2)	3	(9)	3	(6)	1	(6)	(5)	(9)	4
홈쇼핑	34	31	24	13	31	28	22	17	102	98	109
컬처웍스	(40)	(36)	(32)	(25)	(29)	11	14	18	(133)	13	25
이커머스	(29)	(32)	(46)	(49)	(45)	(49)	(43)	(37)	(156)	(174)	(150)
성장성(YoY %)											
순매출액	-4.8	-3.5	-2.4	-4.3	-2.8	0.0	0.8	9.0	-3.8	1.7	3.2
백화점	11.6	8.1	6.0	9.3	9.5	14.8	13.8	4.0	8.8	10.2	2.3
할인점	-8.9	-2.8	-6.9	-3.4	0.4	1.2	2.3	3.6	-5.3	1.8	1.1
하이마트	3.4	-11.5	-0.7	-7.3	-12.0	-10.2	-7.0	1.0	-4.3	-7.5	6.0
슈퍼	-21.0	-16.7	-16.5	16.4	-10.1	-7.3	2.3	-14.2	-12.4	-7.0	-5.0
홈쇼핑	-4.1	5.0	5.0	4.5	6.6	-0.4	2.8	2.8	2.5	3.0	5.0
컬처웍스	-60.8	37.5	19.7	9.1	82.5	175.0	57.8	85.2	-11.7	92.3	36.5
이커머스	-42.5	-9.4	-14.3	-7.9	-4.0	-10.3	-8.3	10.7	-21.5	-2.9	10.0
영업이익	18	445	-73.9	-39.8	11.2	882.4	341.5	89.8	-40.0	130.4	21.0
수익성(OPM %)	1.6	0.2	0.7	2.9	1.8	1.9	3.2	5.0	1.3	3.0	3.5
백화점	15.2	8.6	-3.2	24.6	14.2	12.6	14.6	23.2	12.1	16.3	15.2
할인점	0.1	-1.8	0.8	-1.3	1.1	-0.5	0.7	0.4	-0.5	0.4	0.6
하이마트	2.7	3.3	4.9	2.5	-1.0	0.0	2.1	1.7	3.4	0.8	2.1
슈퍼	0.8	-0.6	0.8	-2.8	-1.0	-1.9	0.2	-2.3	-0.4	-0.7	0.3
홈쇼핑	13.3	11.4	8.9	4.3	6.6	10.3	8.0	5.3	9.2	8.6	9.1
컬처웍스	-100.0	-81.8	-40.6	-34.7	-40.3	8.7	11.2	13.5	-56.6	2.9	4.0
이커머스	-105.1	-110.3	-192.9	-173.9	-170.9	-189.2	-195.5	-117.7	-143.6	-164.9	-129.3

자료: 교보증권 리서치센터 주: 총매출액은 당사추정치

유통

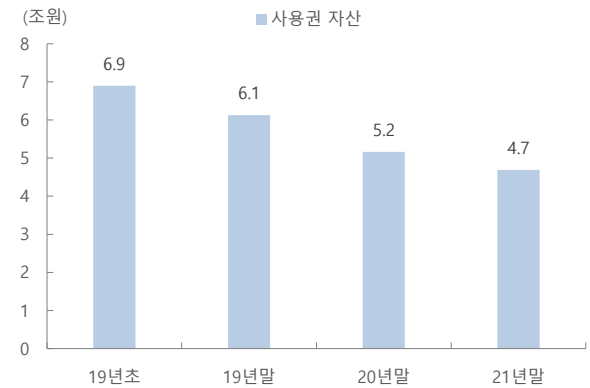
서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

[도표 26] 롯데쇼핑 연간 매출 및 이익 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 27] 롯데쇼핑 사용권자산 잔액 추이



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 28] 롯데쇼핑 SOTP Valuation

(단위: 십억원)

구분		2022E	비고
주요 영업가치		3,257	
백화점 가치		2,674	
	백화점 NOPLAT	390	백화점 부문 추정 OP * 법인세율 25%
	Target PER(x)	7	백화점 Target 10x * discount 30%
할인점 가치		582	
	롯데마트 매출액	5,821	마트 부문 추정 Sales
	Target PSR(x)	0.1	대형마트 PSR
자회사 가치		420	
연결자회사			
홈쇼핑	지분율	125	PER 3.2x, Peers 평균 * discount 30%
하이마트		176	시가총액 * discount 50%
컬처웍스		118	PSR 0.46x, CJ CGV PSR * discount 30%
적정시가총액		3,709	
주식수(천주)		28,271	(발행주식수 28,288,755) - (자사주 18,155 주)
적정주가(원)		132,052	
목표주가(원)		130,000	
현재주가(원)		97,000	2022.8.30 기준
상승여력		30.9%	

자료: 교보증권 리서치센터

유통

서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

[롯데쇼핑 023530]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	16,184	15,574	15,833	16,347	16,710
매출원가	9,644	9,031	9,039	9,645	9,859
매출총이익	6,541	6,542	6,795	6,702	6,851
매출총이익률 (%)	40.4	42.0	42.9	41.0	41.0
판매비와관리비	6,195	6,335	6,316	6,123	6,176
영업이익	346	208	478	579	675
영업이익률 (%)	2.1	1.3	3.0	3.5	4.0
EBITDA	1,621	1,424	1,500	1,451	1,413
EBITDA Margin (%)	10.0	9.1	9.5	8.9	8.5
영업외손익	-1,117	-846	-231	-241	-221
관계기업손익	13	96	238	238	238
금융수익	267	254	272	259	271
금융비용	-649	-760	-659	-651	-643
기타	-749	-436	-81	-87	-87
법인세비용차감전순이익	-771	-638	247	338	454
법인세비용	-61	-365	25	34	45
계속사업순이익	-710	-273	223	304	409
중단사업순이익	24	0	0	0	0
당기순이익	-687	-273	223	304	409
당기순이익률 (%)	-4.2	-1.8	1.4	1.9	2.4
비지배지분순이익	99	19	-16	-21	-29
지배지분순이익	-786	-292	238	325	437
지배순이익률 (%)	-4.9	-1.9	1.5	2.0	2.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	147	870	28	28	28
포괄순이익	-540	597	250	331	436
비지배지분포괄이익	165	355	149	197	259
지배지분포괄이익	-704	242	101	134	177

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,490	1,828	1,953	1,892	1,875
당기순이익	-687	-273	218	300	404
비현금항목의 가감	2,434	1,845	1,837	1,706	1,564
감가상각비	1,178	1,128	955	818	695
외환손익	-63	76	-13	17	17
지분법평가손익	-13	-96	-238	-238	-238
기타	1,332	738	1,133	1,109	1,090
자산부채의 증감	-138	471	281	259	271
기타현금흐름	-119	-214	-383	-372	-364
투자활동 현금흐름	-598	201	572	370	396
투자자산	18	173	41	41	41
유형자산	-811	-869	-200	-200	-100
기타	195	898	730	529	455
재무활동 현금흐름	-543	-1,571	-2,197	-1,147	-1,125
단기차입금	684	-192	-200	0	0
사채	-59	-223	-223	-223	-223
장기차입금	813	1,369	-25	-25	-25
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-160	-139	-79	-79	-79
기타	-1,820	-2,386	-1,670	-819	-798
현금의 증감	327	486	-100	546	612
기초 현금	1,587	1,913	2,399	2,299	2,845
기말 현금	1,913	2,399	2,299	2,845	3,457
NOPLAT	319	89	426	517	603
FCF	644	907	1,529	1,448	1,512

자료: 롯데쇼핑, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	6,291	7,000	6,502	6,800	7,230
현금및현금성자산	1,913	2,399	2,299	2,845	3,457
매출채권 및 기타채권	640	608	565	545	531
재고자산	1,247	1,395	1,416	1,462	1,494
기타유동자산	2,490	2,598	2,222	1,948	1,748
비유동자산	26,539	26,426	25,590	25,005	24,454
유형자산	14,373	14,579	13,723	13,105	12,510
관계기업투자금	926	991	1,080	1,169	1,258
기타금융자산	1,633	2,381	2,381	2,381	2,381
기타비유동자산	9,607	8,475	8,405	8,349	8,304
자산총계	32,829	33,427	32,093	31,805	31,684
유동부채	8,780	8,994	7,919	7,906	7,910
매입채무 및 기타채무	2,772	3,082	3,091	3,111	3,125
차입금	1,554	1,393	1,193	1,193	1,193
유동상채무	2,394	2,172	1,300	1,279	1,279
기타유동부채	2,060	2,348	2,335	2,324	2,313
비유동부채	12,961	12,635	12,056	11,498	10,960
차입금	2,093	2,731	2,706	2,681	2,656
사채	4,142	3,657	3,434	3,210	2,987
기타비유동부채	6,726	6,247	5,916	5,607	5,317
부채총계	21,741	21,630	19,975	19,405	18,870
지배지분	9,802	10,083	10,238	10,480	10,833
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	9,177	8,997	9,151	9,393	9,747
기타자본변동	-3,013	-3,032	-3,032	-3,032	-3,032
비지배지분	1,287	1,714	1,740	1,781	1,841
자본총계	11,089	11,797	12,118	12,400	12,814
총차입금	15,901	15,356	13,713	13,139	12,606

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

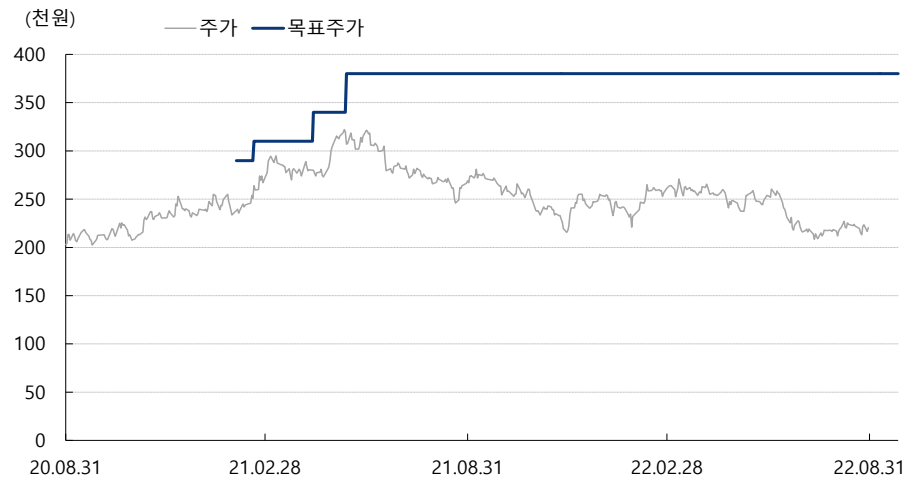
12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	-27,783	-10,332	8,424	11,500	15,463
PER	-3.7	-8.4	11.7	8.6	6.4
BPS	346,484	356,449	367,008	375,710	388,374
PBR	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
EBITDAPS	57,296	50,346	53,033	51,281	49,952
EV/EBITDA	9.9	10.6	9.5	9.2	8.9
SPS	572,114	550,521	559,703	577,873	590,687
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
CFPS	22,765	32,046	54,123	51,307	53,595
DPS	2,800	2,800	2,800	2,800	2,800

재무비율

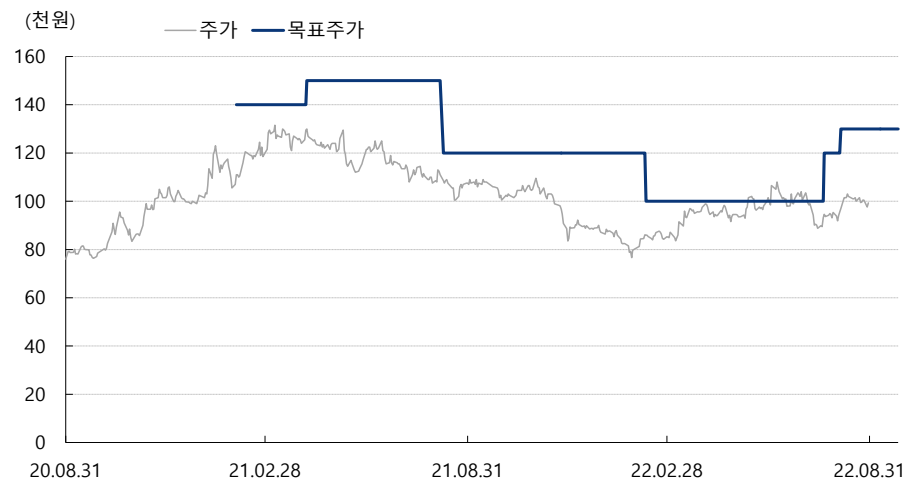
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	-8.2	-3.8	1.7	3.2	2.2
영업이익 증가율	-19.1	-40.0	130.4	21.0	16.6
순이익 증가율	적지	적지	흑전	36.5	34.5
수익성					
ROIC	2.3	0.6	3.2	4.2	5.1
ROA	-2.4	-0.9	0.7	1.0	1.4
ROE	-7.7	-2.9	2.3	3.1	4.1
안정성					
부채비율	196.1	183.3	164.8	156.4	147.1
순차입금비율	48.4	45.9	42.7	41.3	39.8
이자보상배율	0.7	0.4	1.1	1.3	1.6

신세계 최근 2년간 목표주가 변동추이



롯데쇼핑 최근 2년간 목표주가 변동추이



유통

서프라이즈는 백화점에, 기회는 면세/마트에

신세계 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
	담당자 변경								
2021.02.02	매수	290,000	(15.90)	(12.41)					
2021.02.18	매수	310,000	(9.51)	(4.84)					
2021.04.13	매수	340,000	(13.43)	(5.29)					
2021.05.13	매수	380,000							

자료: 교보증권 리서치센터

롯데쇼핑 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
	담당자 변경								
2021.02.02	매수	140,000	(11.87)	(6.07)					
2021.04.07	매수	150,000	(21.66)	(13.67)					
2021.08.09	보유	120,000	(18.96)	-					
2022.02.09	보유	100,000	(4.84)	-					
2022.07.21	매수	120,000	(21.57)	(20.42)					
2022.08.05	매수	130,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	97.5	0.0	2.5	0.0

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과이익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하