



주영훈 (유통)
02)2229-6221
jooyh@nhqv.com

유통산업

온라인 DNA 이식 중

위드 코로나 시대를 맞이한 유통기업들의 도전이 시작되었다. 경쟁력을 잃어버린 오프라인 자 산에 대해서는 과감하게 정리하는 한편 온라인 사업 강화를 위해 M&A도 적극적으로 나서고 있다. 너무 늦은 것 아니냐는 우려도 있지만 지금이라도 변해야 한다. 온라인 소매 시장은 연평균 +16%씩 성장해 2023년 253조원(소매시장 침투율 38.3%)에 육박할 것이기 때문이다.

코로나19 기저에 따른 단기 오프라인 실적 반등보다는 온라인 기업으로의 체질개선 성공 여부가 기업가치를 결정할 것이다. 이러한 관점에서 가장 앞서나가고 있는 업체는 이마트이며, 이베이코리아 인수까지 마무리되면 전체 거래액의 절반 이상이 온라인으로 탈바꿈하게 된다. 오프라인 할인점이라는 고정관념에서 벗어나 기업가치 재평가 스토리가 시작될 것으로 예상된다.



CONTENTS

| | |
|---------------------------------------|----|
| I. Summary | 3 |
| II. 유통 업체별 투자매력도는 차이가 있다..... | 4 |
| 1. 백화점(positive) – 식지 않는 명품 열기 | |
| 2. 할인점(positive) – 힘들었던 시간은 이제 끝났다 | |
| 3. 편의점(positive) – 외출이 늘어나면 매출도 늘어난다 | |
| 4. 온라인(positive) – 거스를 수 없는 대세 | |
| 5. 면세점(neutral) – 높은 보따리상 비중은 양날의 검 | |
| 6. 홈쇼핑(neutral) – 성장은 주춤한데 비용은 증가한다 | |
| III. 위드 코로나 시대를 맞이한 온라인 DNA 이식 중..... | 29 |
| 1. 코로나19 충격 이후 회복에 집중했던 한해 | |
| 2. 온라인 DNA 이식, 누가 가장 앞서나가나? | |
| [기업분석] | |
| 이마트 (Buy, TP 260,000원) | 42 |
| 현대백화점 (Buy, TP 105,000원) | 49 |
| BGF리테일 (Buy, TP 245,000원) | 55 |
| 호텔신라 (Buy, TP 115,000원) | 61 |
| GS리테일 (Buy, TP 47,000원) | 67 |
| 신세계 (Buy, TP 350,000원) | 73 |
| 롯데하이마트 (Buy, TP 42,000원) | 79 |
| 현대홈쇼핑 (Buy, TP 93,000원) | 84 |
| 롯데쇼핑 (Hold, TP 120,000원) | 90 |
| 엔에스쇼핑 (Hold, TP 17,000원) | 96 |

I. Summary

유통업종 분석 개시 투자 의견 비중 확대

유통업종 분석을 개시하며, 업종 투자의견 비중 확대(Positive)를 제시한다. 유통업종을 구성하는 6가지 세부 업태 중 백화점, 할인점, 편의점, 온라인에 대해서는 긍정적인 의견, 면세점과 홈쇼핑에 대해서는 중립적인 의견을 제시한다.

위드 코로나 시대에 대비해 '온라인 DNA 이식 중'

올 한 해 유통 산업의 핵심 키워드는 '기저'였다. 코로나19 여파로 2020년 실적 기저가 극단적으로 낮아 반등 폭 역시도 유례없이 컸기 때문이다. 유통 업태별로 기저 시점과 그 폭이 다르다 보니 주가 역시 이에 맞춰 움직이곤 했다. 그러나 이미 주요 유통 업태의 상반기 매출액이 코로나19 이전 수준을 회복한 만큼 더 이상 기저에 따른 매출 반등 그 자체가 주가 모멘텀이 되기는 어렵다고 판단한다. 이보다는 위드 코로나 시대를 맞이하며 시작된 온라인 DNA 이식 과정을 주목해야 하며 해당 성과에 따라 같은 업태 내에서도 주가 방향성이 달라질 것으로 전망한다.

Top Pick 이마트

Top Pick으로는 이마트를 제시하며 핵심 투자아이디어는 다음과 같다. 1)이베이코리아 인수, 네이버 장보기 서비스 론칭 등을 통해 2022년 전체 거래액에서 온라인 비중이 58%를 차지하게 될 것이며, 2)SSG.COM 기업가치 상승에 따라 모회사인 이마트 역시 재평가 가능성이 높고, 3)영업이익 역시 스타벅스코리아 지분 추가 매입에 따른 연결 편입 효과로 사상 최대치 달성이 가능한 구조이기 때문이다.

투자유망 종목 BGF리테일 현대백화점

리오프닝 관련해서는 1)편의점 업태 내에서 외형 성장과 수익성 회복 모든 측면에서 경쟁사 대비 우위를 점해가고 있는 BGF리테일, 2)신규 백화점의 빠른 손익분기점(이하 BEP) 달성이 예상되는 현대백화점을 투자유망 종목으로 선정했다.

개별 종목 투자의견은 일차적으로 업태별 의견에 기반하나, 기업 경쟁력 및 밸류에이션도 복합적으로 고려했다. 대표적으로 호텔신라는 이미 인천공항 T1 면세점 사업을 종료했기 때문에 면세점 산업의 가장 큰 리스크인 공항면세점 임대료 인상 우려로부터 자유롭다는 점을 근거로 산업 의견과 달리 매수를 추천한다.

유통업종 투자의견/투자지표

(단위: 원, 배, %, 십억원)

| | 코드 | 투자의견 | 목표주가 (12M) | 현재가 | PER | | PBR | | ROE | | 순차입금 | |
|--------|-----------|----------|---------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| 이마트 | 139480.KS | Buy(신규) | 260,000(신규) | 170,000 | 6.1 | 8.5 | 0.5 | 0.5 | 8.3 | 5.6 | 4,491 | 4,138 |
| 현대백화점 | 069960.KS | Buy(신규) | 105,000(신규) | 81,500 | 10.7 | 9.1 | 0.4 | 0.4 | 4.1 | 4.6 | 1,287 | 1,178 |
| BGF리테일 | 282330.KS | Buy(신규) | 245,000(신규) | 181,000 | 20.4 | 16.9 | 3.9 | 3.3 | 20.4 | 21.2 | -689 | -810 |
| 호텔신라 | 008770.KS | Buy(신규) | 115,000(신규) | 88,300 | 36.0 | 22.5 | 5.0 | 4.1 | 14.4 | 19.7 | 494 | 406 |
| GS리테일 | 007070.KS | Buy(신규) | 47,000(신규) | 34,150 | 15.0 | 10.1 | 1.1 | 1.0 | 7.4 | 10.5 | 277 | 290 |
| 신세계 | 004170.KS | Buy(신규) | 350,000(신규) | 275,500 | 13.0 | 10.3 | 0.7 | 0.7 | 5.9 | 7.0 | 2,739 | 2,706 |
| 롯데하이마트 | 071840.KS | Buy(신규) | 42,000(신규) | 30,700 | 9.0 | 7.4 | 0.4 | 0.4 | 4.1 | 4.8 | 255 | 225 |
| 현대홈쇼핑 | 057050.KS | Buy(신규) | 93,000(신규) | 74,000 | 6.6 | 5.9 | 0.5 | 0.4 | 7.2 | 7.7 | -108 | -226 |
| 롯데쇼핑 | 023530.KS | Hold(신규) | 120,000(신규) | 107,500 | 171.6 | 24.6 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 1.3 | 5,714 | 5,328 |
| 엔에스쇼핑 | 138250.KS | Hold(신규) | 17,000(신규) | 17,200 | N/A | 129.1 | 1.4 | 1.4 | -0.2 | 1.1 | 423 | 416 |

주: 9월 10일 종가 기준, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

II. 유통 업체별 투자매력도는 차이가 있다

1. 백화점(Positive) – 식지 않는 명품 열기

백화점 업태에 대해 긍정적인 의견을 제시한다.

- 1) 전체 매출의 1/3을 차지하는 명품 매출 성장세가 여전히 꺾이지 않은 가운데,
- 2) 매출총이익률이 높은 의류 부문 매출 회복에 따른 수익성 개선이 기대되며,
- 3) 신규 백화점들의 손익분기점 도달도 예상보다 빠르기 때문이다.

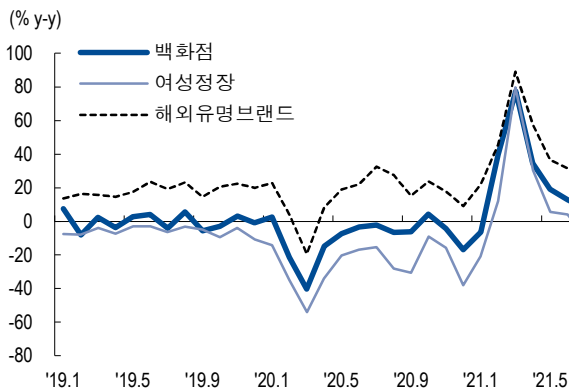
코로나19도 막지 못한 백화점의 경쟁력

백화점은 코로나19 피해가 가장 컸던 업태 중 하나다. 피해가 정점에 달했던 지난해 3월 매출액은 무려 전년 대비 40.3%나 감소(주요 유통업체 매출 동향 자료 기준)할 정도로 충격이 컸다. 매출 감소의 주된 원인은 구매건수 감소다. 사회적 거리두기 시행으로 인해 소비자들이 오프라인 매장 방문을 꺼려했으며, 방역작업으로 인해 임시 휴무에 돌입한 경우가 많았기 때문이다. 다만, 지난해 백화점 업태의 매출 부진은 소비자들이 매장을 방문하지 못해서 일시적으로 생긴 현상이지 결코 백화점 자체의 경쟁력이 사라졌기 때문이 아니었다.

사회적 거리두기 4단계 완화 이후 2차 매출 반등 가능할 것

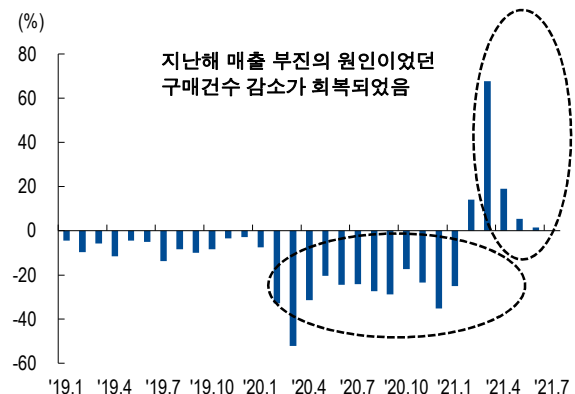
이를 증명하듯 백화점은 올 한해 가장 큰 반등 흐름을 보여주고 있다. Pent-up 수요까지 더해지며 상반기 백화점 3사(롯데백화점, 신세계백화점, 현대백화점)의 합산 매출액은 전년 대비 26.2%나 증가했고, 이는 코로나19 발생 이전인 2019년 매출 규모를 뛰어넘는 수준이었다. 최근(7월 이후)에 사회적 거리두기 4단계 시행으로 매출 타격과 주가 조정이 다시금 나타나고 있는 상황이지만, 당사는 백화점의 2차 매출 반등이 충분히 가능할 것으로 전망한다.

그림1. 백화점 산업, 상반기 매출액 +26.2% 증가하며 반등



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림2. 지난해 부진의 원인이었던 구매 건수 감소세 종료



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

5분위 가구(상위 20%) 소득은 코로나19 상황 속에서도 증가

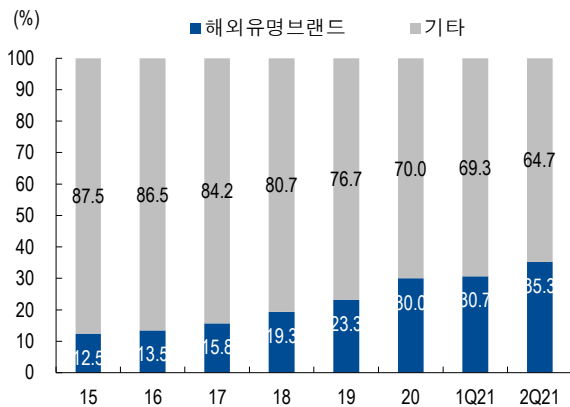
2차 매출 반등을 전망하는 이유는 백화점 영업에 있어 핵심이 되는 VIP 고객층의 소득 및 지출이 높은 수준을 유지하고 있기 때문이다. 국내 상위 20%에 해당하는 5분위 가구의 소득과 지출은 코로나19에도 타격을 받지 않았다. 5분위 가구의 2020년 월 평균 소득 및 지출은 2019년 대비 각각 +3.7%/-0.5% 변동했는데, 소득 증가율은 가장 높고 지출 감소폭은 가장 작은 수치에 해당한다.

주요 명품 브랜드들의 가격인상 지속

VIP 고객층을 중심으로 한 명품 매출액 증가세는 백화점의 성장을 이끌고 있다. 전체 백화점 매출에서 명품이 차지하는 비중은 2015년 12.5%에 불과했으나 2020년에는 30.0%로 2배 이상 확대되었다. 올해도 명품 카테고리 성장률이 30% 이상을 기록한 결과 2Q21 기준 명품 매출 비중은 무려 35.3%에 이른다. 수요가 꺾이지 않는 가운데 주요 명품 브랜드들이 진행한 가격 인상도 백화점 매출에 긍정적 영향을 미쳤다. 대표적 명품 브랜드인 샤넬 플랩백의 경우 코로나19 상황 속에서도 가격 인상을 멈추지 않았고, 현재 가격은 5년 전의 1.5배 수준에 육박한다.

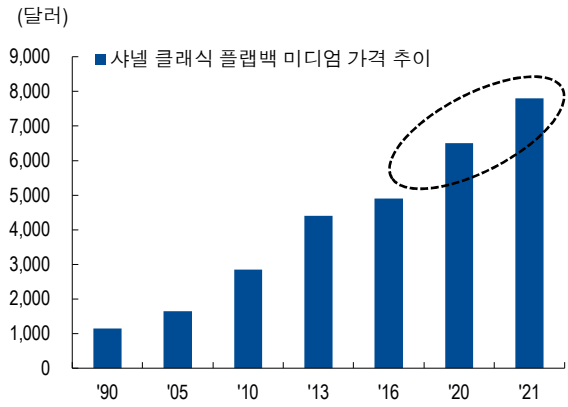
전체 매출의 1/3을 차지하고 있는 명품의 성장세가 +20% 이상 유지되고 있는 만큼, 이를 제외한 다른 상품 카테고리 매출이 10% 이상 감소하지 않는 이상 백화점 매출이 감소할 가능성은 사실상 없다고 판단한다. 명품을 제외한 카테고리 매출의 전년 대비 성장률이 Flat 수준 유지하는 경우와 +5% 이상인 경우 산업 성장률은 각각 +7%, 두 자릿수 달성 가능한 구조다.

그림3. 명품 카테고리 매출 비중은 35.3%까지 상승



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림4. 브랜드 업체들의 가격인상으로 P 상승 지속



자료: 샤넬, NH투자증권 리서치본부

표1. 백화점의 주요 고객군인 5분위 가구의 소득 상승률이 가장 높음

(단위: 천원, %)

| 분류 | 1분위 | | | 2분위 | | | 3분위 | | | 4분위 | | | 5분위 | | |
|-----|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | '19 | '20 | 증감률 | '19 | '20 | 증감률 | '19 | '20 | 증감률 | '19 | '20 | 증감률 | '19 | '20 | 증감률 |
| 소득 | 1,599 | 1,638 | 2.4 | 3,267 | 3,314 | 1.4 | 4,597 | 4,692 | 2.1 | 6,102 | 6,316 | 3.5 | 10,034 | 10,405 | 3.7 |
| 경상 | 1,586 | 1,628 | 2.6 | 3,243 | 3,288 | 1.4 | 4,562 | 4,647 | 1.9 | 6,035 | 6,258 | 3.7 | 9,831 | 10,016 | 1.9 |
| 비경상 | 13 | 12 | (12.3) | 27 | 22 | (18.2) | 42 | 32 | (24.4) | 64 | 58 | (9.8) | 191 | 332 | 73.9 |
| 지출 | 1,885 | 1,826 | (3.1) | 2,890 | 2,747 | (4.9) | 3,742 | 3,606 | (3.6) | 4,563 | 4,634 | (1.6) | 6,854 | 6,821 | (0.5) |
| 소비 | 1,587 | 1,563 | (1.5) | 2,306 | 2,209 | (4.2) | 2,869 | 2,760 | (3.8) | 3,330 | 3,419 | (2.7) | 4,641 | 4,599 | (0.9) |
| 비소비 | 299 | 264 | (11.8) | 584 | 538 | (7.8) | 873 | 846 | (3.1) | 1,233 | 1,215 | (1.4) | 2,213 | 2,221 | 0.4 |

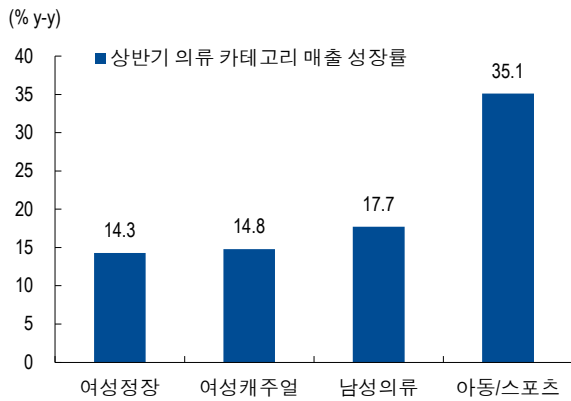
자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

의류 카테고리 매출 정상화는 수익성 측면에서도 긍정적

명품 이외에 의류 카테고리 매출 정상화도 백화점 입장에서 기대해볼 만한 포인트다. 의류 카테고리는 외출 수요와 밀접한 연관성을 지닐 수밖에 없으며 이에 따라 지난해 매출 감소폭이 가장 컸다. 다행히도 최근에는 아동/스포츠를 중심으로 한 의류 부문 회복세가 나타나기 시작했다. 해외 여행 정상화까지는 시간이 소요될 것으로 보이는 가운데 국내 여행 수요가 증가한 영향으로 해석된다. 소비지출전망CSI 중에서 의류비에 대한 지출 전망 역시도 올해 들어 빠른 상승세를 보이고 있다.

의류 카테고리 회복은 매출뿐 아니라 수익성 측면에서도 긍정적이다. 명품은 대체로 임대乙 계약 구조를 가져가기 때문에 상대적으로 수익성이 낮은 반면, 의류는 특정매입 계약 구조이기 때문에 수익성이 높다. 이에 따라 백화점의 매출총이익률이 낮아지고 우려를 지울 수 있을 것으로 전망된다.

그림5. 아동/스포츠 카테고리를 중심으로 의류도 회복세



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림6. 의류비 지출 전망도 상승하는 모습



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

표2. 유통업 계약 형태별 내용

| 계약 형태 | 내용 | 관리매출액 | 회계매출액 |
|-------------|---|-------|-----------|
| 직매입 | 백화점이 직접 업체로부터 물품을 구입해서 판매하는 형태 | 판매금액 | 판매금액 |
| 특징 | 판매금액이 순매출액으로 그대로 인식 | | |
| 장단점 | 백화점이 재고부담을 져야하는 리스크가 있음 | | |
| 특정매입 | 판매금액에서 일정 수수료를 브랜드 업체로부터 수취하는 형태 | 판매금액 | 수수료 |
| 특징 | 가장 일반적인 브랜드 입점 형태 | | |
| 장단점 | 백화점 입장에서는 사실상 재고부담이 없다는 장점이 있음 | | |
| 임대 甲 | 전통적 방식으로 고정 월세를 수취하는 형태 | 임대료 | 임대료 |
| 특징 | 입점 업체의 매출액과 상관 없이 고정적인 월세를 수취 | | |
| 장단점 | 안정적이나 판매금액 증가가 백화점 이익에 추가 기여하지 못함 | | |
| 임대 乙 | 관리비+판매금액의 일정 수수료를 수취하는 형태 | 판매금액 | 임대료 + 수수료 |
| 특징 | 물품 판매 시 백화점이 금액을 수취하여 수수료 차감 후 업체에게 돌려줌 | | |
| 장단점 | 평균 수수료가 계약 형태 중 가장 낮음 | | |

자료: NH투자증권 리서치본부

신규 백화점 BEP 도달시점이 빨라진다

올해 추가적으로 눈여겨볼 만한 사항은 신규 출점이다. 포문을 연 기업은 현대백화점인데 지난 2월 서울 최대 규모 백화점인 '더현대서울'을 선보였다. 더현대서울은 오픈 1년 기준으로 매출액 6,300억원을 목표로 내세웠다. 1분기와 2분기 매출액이 각각 가이던스 대비 +170%/+130%를 기록한 만큼 충분히 그 이상의 목표달성이 가능해 보인다. 아직까지도 주요 명품 브랜드들의 입점이 마무리되지 않은 상황인 만큼 추후 연간 1조원 이상의 매출을 거두는 점포로 올라설 가능성이 높다.

8월 27일 문을 연 신세계의 대전 신세계 익스포점도 눈여겨볼 만하다. 신세계 동대구점이 오픈 이후 빠른 성공을 거두고 있는 만큼 대전신세계 익스포점 역시 지역 상권 내 1위 백화점으로 안착할 가능성이 높다고 판단한다. 참고로 대전신세계 익스포점은 연간 매출액 6,000억원을 목표로 하고 있다.

신규 점포들의 손익이 빠르게 개선되고 있다는 점도 중요하다. 일반적으로 신규 출점 점포들의 BEP 달성에 소요되는 시간은 평균 1년 반~2년 정도인데, 워낙 매출 흐름이 좋다보니 이 기간도 앞당겨지고 있다. 당사는 더현대서울의 경우 10월(오픈 8개월 차)경 월 BEP를 달성할 가능성이 높다고 추정한다.

그림7. 더현대서울, 상반기 매출액 목표치 초과 달성



자료: 현대백화점, NH투자증권 리서치본부

그림8. 지난 8월 문을 연 대전 신세계 익스포점



자료: 신세계, NH투자증권 리서치본부

표3. 최근 백화점 및 아울렛 신규 출점 현황

(단위: 십억원)

| 신규 출점 현황 | 오픈일 | 위치 | 규모 | 목표 매출 |
|-----------------|---------|---------------------------------|----------------------|---------|
| 현대백화점 | | | | |
| 더현대서울점 | 2021.02 | 서울시 영등포구 여의도동 파크원, 오피스 상권 150만명 | 88,420m ² | 6,300억원 |
| 현대프리미엄아울렛 스페이스1 | 2020.10 | 경기도 남양주시 지금동, 다산 신도시내 위치(9만명) | 83,970m ² | 3,500억원 |
| 현대프리미엄아울렛 대전점 | 2020.06 | 대전시 유성구 용산동, 중부권 약 540만명 상권 | 53,275m ² | 3,000억원 |
| 신세계 | | | | |
| 대전신세계아트&사이언스 | 2021.08 | 대전시 유성구 엑스포로, 중부권 약 540만명 상권 | 92,876m ² | 6,000억원 |
| 롯데쇼핑 | | | | |
| 롯데동탄점 | 2021.08 | 경기도 화성시 오산동, 동탄신도시 상권 | 94,000m ² | 5,000억원 |
| 롯데프리미엄아울렛 타임빌라스 | 2021.09 | 경기도 의왕시 백운호수, 수도권 인근 상권 | 53,600m ² | 3,000억원 |

자료: 현대백화점, 신세계, NH투자증권 리서치본부

2. 할인점(positive) – 힘들었던 시간은 이제 끝났다

할인점 업체에 대해 긍정적 의견을 제시한다.

- 1) 코로나19 이후 내식 수요 증가가 매출에 긍정적 영향을 미치고 있으며,
- 2) PP센터 비중 상승에 따른 기존점성장률 개선 효과가 커지고 있고,
- 3) 유통산업발전법 개정을 통한 규제 완화 가능성이 생겨났기 때문이다.

기존점 역신장 우려는 크지 않다

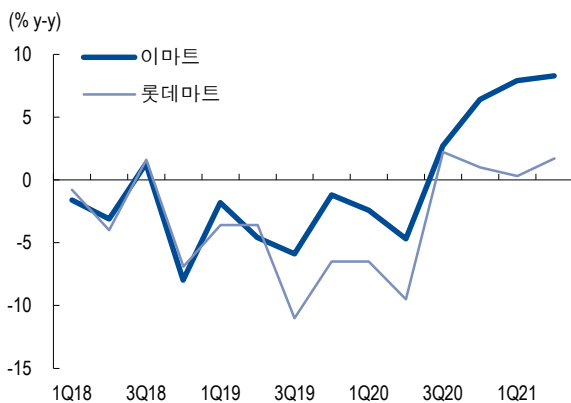
할인점은 지난 몇 년간 온라인 소매시장 성장에 밀려 영업환경이 좋지 못했다. 오프라인 수요 감소에 따라 기존점 매출은 감소한 반면 프로모션 확대, 인건비 등 비용은 증가했기 때문이다. 그러나 타 업체들과는 달리 코로나19를 계기가 반전의 계기로 작용했다. 이마트와 롯데마트는 모두 2Q20부터 기존점성장률 플러스 전환에 성공했는데 이는 정확하게 8개 분기 만에 거둔 고무적 성과였다.

코로나19 이후 장보기 수요 급증

실적 개선의 핵심은 사회적 거리두기 정책 시행 이후 폭발적으로 증가한 장보기 수요다. 국내 1위 할인점 업체인 이마트의 기존점성장률을 식품과 비식품으로 나누어 분석해보면 식품 수요가 얼마나 크게 증가했는지 확인 가능하다. 최근 1년간 평균 식품 카테고리의 기존점성장률은 +11.1% y-y에 달한다. 여전히 비식품 부문은 이렇다 할 돌파구가 보이지 않는다는 점은 조금 아쉽지만 충분히 고무적인 성과다.

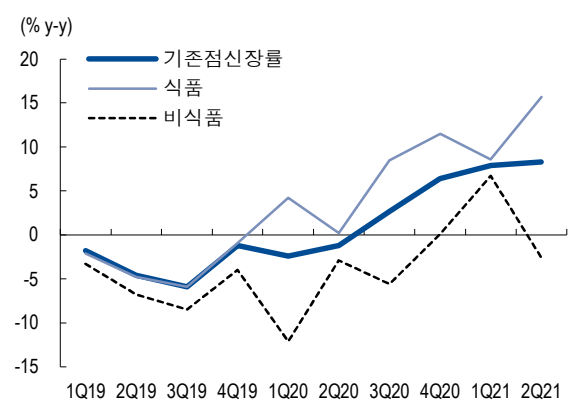
일각에서는 최근 실적 개선을 코로나19에 따른 일시적 현상일 뿐이라고 폄하하기도 한다. 다만, 당사는 이마트의 경우 차별화된 경쟁력에 기반한 실적 턴어라운드 시현할 것으로 기대한다. SSG.COM 배송 CAPA 증설 계획 참조 시 PP센터 매출 증가에 따른 기존점성장률 개선 효과가 커질 것으로 보이기 때문이다.

그림9. 주요 할인점 업체들의 기존점성장률 모두 반등



자료: 이마트, 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

그림10. 기존점신장을 이끈 것은 식품 카테고리



자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

SSG.COM 배송 담당**1) NEO센터****2) PP센터**

가장 기대되는 효과는 SSG.COM PP센터 리뉴얼에 따른 할인점 매출 기여도 상승이다. SSG.COM의 배송은 온라인전용물류센터인 NEO센터와 할인점 PP센터가 나누어 담당한다. 당연히 효율성 측면에서 온라인전용물류센터를 활용하는 것이 뛰어나지만 온라인전용물류센터의 공격적 확대는 현실적인 제약(비용, 시간, 인허가 등)이 많다. 이에 따라 기존 오프라인 할인점 리뉴얼을 통한 PP센터 확대를 통해 배송 CAPA 증설에 주력하고 있는 상황이다.

**PP센터 발생 매출은
할인점 실적으로 인식**

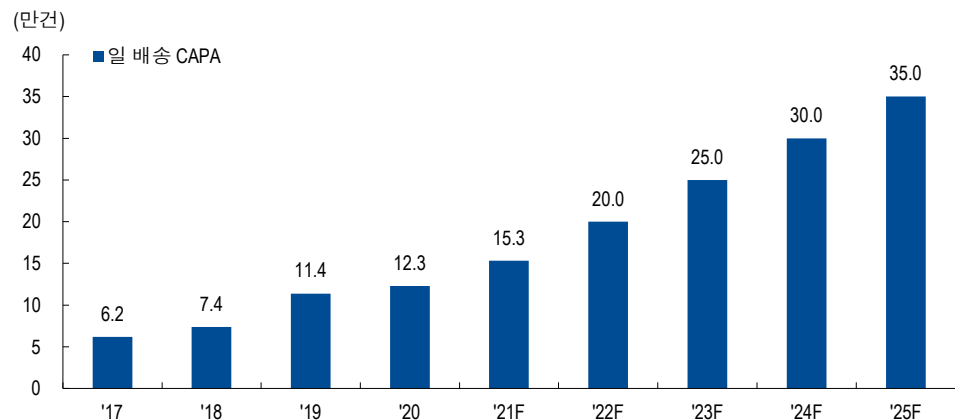
여기서 중요한 점은 PP센터에서 발생하는 온라인 매출은 할인점 매출로 반영된다는 점이다. SSG.COM은 별도의 자회사를 통해 운영되기 때문에 할인점 입장에서는 상품공급수수료 정도 만을 수취하게 되지만, PP센터의 경우 오프라인 매장 판매 실적과 동일한 방식으로 회계상 인식된다. 즉, PP센터 비중이 확대되면 자연스럽게 할인점 기존점성장률도 동반 상승하는 구조다.

**'22년 SSG.COM 일
배송 CAPA는 20만건**

2020년 말 기준 SSG.COM의 일 배송 CAPA는 12.3만건으로 2019년(11.4만건) 대비 크게 증가하지 못했다. 올해도 연초 가이드스는 13.3만건으로 증설 CAPA 물량이 1만건 수준에 불과했기 때문에 성장성에 대한 시장의 우려도 있었다. 그러나 최근 진행된 2분기 실적발표 컨퍼런스콜을 통해 SSG.COM은 배송 CAPA를 추가 3만건 확대할 계획임을 밝혔으며, 내년에도 이보다 많이 증설할 예정이라 밝혔다. (당사는 4.7만건 증설을 통해 2022년 말 일 배송 CAPA 규모를 20만건으로 추정)

**증설 물량 대부분은
PP센터가 소화**

2022년까지는 신규 온라인전용물류센터 오픈이 없기 때문에 증설 물량은 모두 PP센터가 소화할 것이다. 현재 PP센터 일 배송 CAPA는 전체 물량의 50%인 6만건 규모다. 즉, 해당 CAPA는 만큼 앞으로 1년 반 동안 2배 이상 확대될 것이다.

그림11. SSG.COM 일 배송 CAPA 증설 계획, 기존 대비 상황

자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

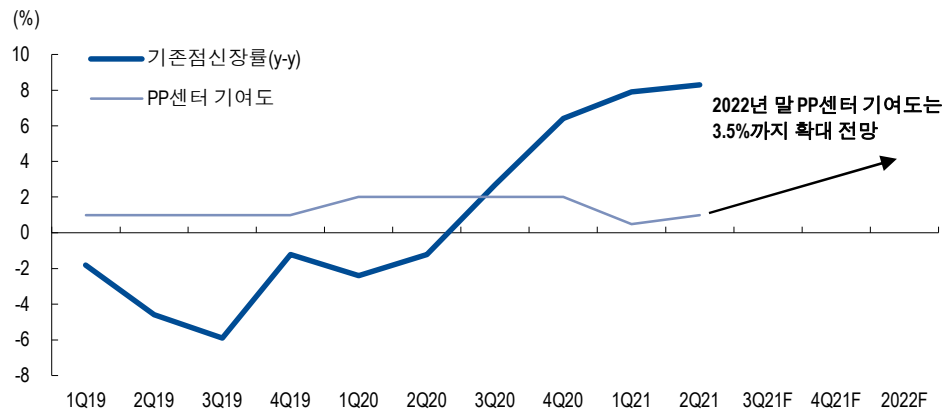
PP센터 기여도는 현재 1~2% 수준에서 내년 3.5%까지 확대될 전망

현재 이마트 할인점 기존점성장률의 PP센터 기여도는 매 분기 1~2% 수준이다. 앞서 살펴본 바와 같이 SSG.COM은 올 하반기부터 내년도에 걸쳐 PP센터 리뉴얼 진행을 통해 배송 CAPA를 2배까지 늘릴 계획을 갖고 있는 만큼 PP센터 기여도는 최대 3.5% 수준까지 확대될 것으로 추정된다. 외부적 요인에 따라 오프라인 매장의 성과가 조금 둔화되는 모습이 나타나더라도 이에 따른 효과로 한 자릿수 중반 기존점성장률을 지속적으로 기대할 수 있다는 판단이다.

Walmart 사례를 통해 온라인 기여도 확대 효과 확인 가능

이러한 효과를 앞서 보여준 업체가 미국의 대표적 할인점인 Walmart(WMT.US)다. Walmart의 온라인 사업 부문은 코로나19 이후 전년 대비 2배 가까운 매출 성장세를 기록 중인데, 이 과정에서 오프라인 매장의 역할이 컸다. 매장 일부를 온라인 주문을 처리하는 '세미 다크 스토어' 형태로 개편하고, 온라인으로 주문한 뒤 드라이브 스루 방식으로 상품을 픽업하는 '커브사이드 픽업' 서비스를 제공했기 때문이다. 이러한 매출은 할인점의 성과로 반영된다. 해당 효과로 인해 온라인몰의 기존점성장률 기여도는 6%까지 확대되어 있다. 다양한 형태의 O2O(Online to Offline) 전략 중에서도 가장 의미 있는 성과를 보여주고 있는 방식이다.

그림12. PP센터 증설에 따라 기존점성장률 기여도는 +3.5%까지 확대될 전망



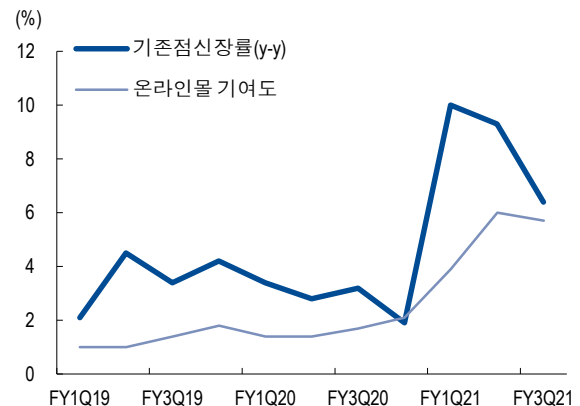
자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

그림13. Walmart의 온라인 부문의 높은 성장률



자료: Walmart, NH투자증권 리서치본부

그림14. 월마트 기존점성장률에서 온라인몰 기여도 확대



자료: Walmart, NH투자증권 리서치본부

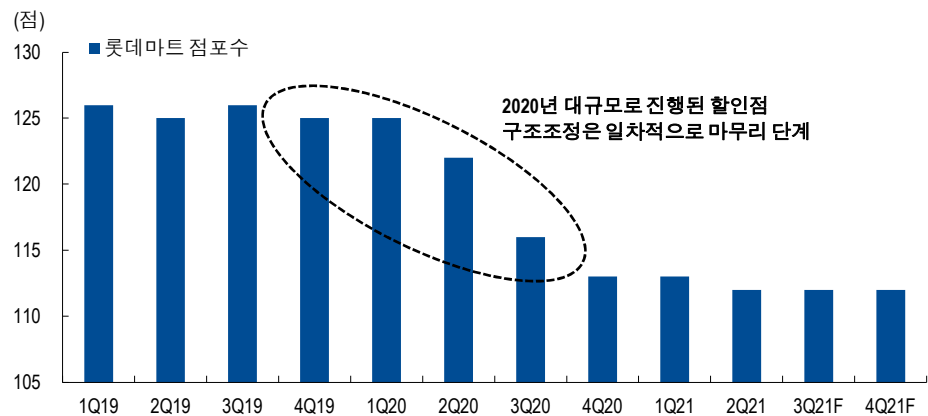
롯데마트 구조조정 작업도 마무리 단계

롯데마트 역시 최악의 상황에서는 벗어나는 그림이다. 우선 2020년부터 대규모로 진행되고 있는 부진 점포 구조조정이 일차적으로 마무리되었다. 2019년 말 125개였던 롯데마트 점포 수는 현재 112개까지 줄었다. 영업을 종료한 점포들은 대부분 매출 및 손익 구조가 좋지 못했기 때문에, 구조조정 완료에 따른 수익성 개선 효과를 기대해볼 수 있다. 또한 2021년 1월부터 기존에 별도 사업부로 운영되던 립스 사업부가 할인점에 흡수 합병됨에 따라 본사 기능 통합에 따른 비용절감, 상품 소싱 및 관리 통합도 이루어져 전반적인 사업부 역량 강화가 예상된다.

롯데마트 또한 온라인 매출 비중 상승 중

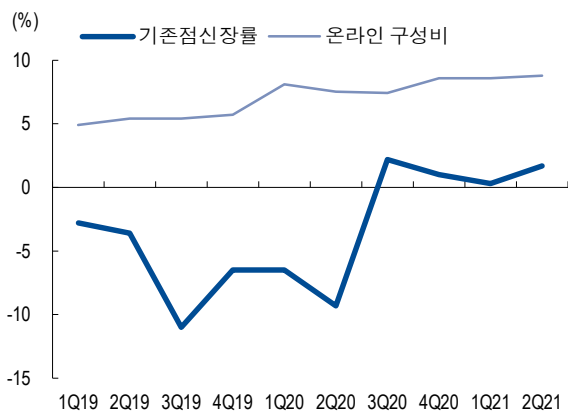
지난 몇 년간 경쟁사 대비 롯데마트 온라인 부문은 다소 아쉬운 모습을 보인 것이 사실이다. 하지만 조금씩 개선되는 모습도 확인되고 있는데 1Q19 4.9%에 불과했던 온라인 매출 비중은 2Q21 8.8%로 크게 상승했다. 미래 성장동력인 온라인 경쟁력 강화를 위해서 하반기 배송 CAPA 증설도 공격적으로 진행할 예정이다. 현재 3.3만건 수준에 불과한 일 배송 CAPA를 연말까지 6.5만건으로 2배 가깝게 증설할 예정이다. 이마트와 마찬가지로 증설 물량의 대부분은 온라인전용물류센터가 아닌 스마트스토어, 세미다크스토어, 일반점포 리뉴얼을 통해 소화할 것이다.

그림15. 부진 점포 구조조정 마무리 단계, 올해 추가적인 폐점 계획은 없음



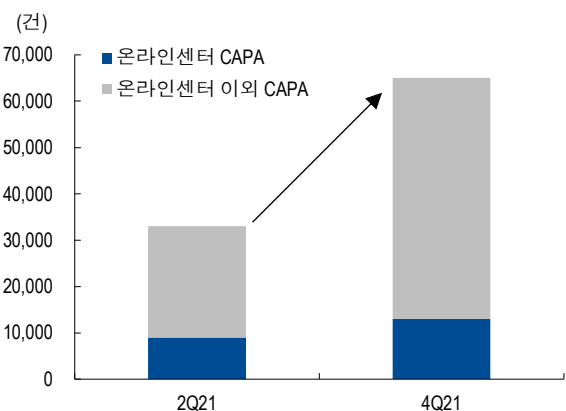
자료: 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

그림16. 롯데마트 온라인 매출 비중 상승 중



자료: 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

그림17. 하반기 공격적인 배송 CAPA 증설 예고



자료: 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

여당 주도로 유통산업발전법 일부개정법률안 발의

지난 6월 18일 여당 주도로 발의된 유통산업발전법 일부개정법률안(더불어민주당 고용진의원 대표발의)의 가결 여부도 중요한 변수다. 현행법은 산업통상자원부장관이 5년마다 유통산업발전기본계획(현재 제5차 유통산업발전기본계획 시행 중)을 수립하도록하고 있고, 중소유통업자 보호 목적으로 대규모점포 등에 적용하는 각종 규제를 언급하고 있다. 우리가 잘 알고 있는 대형마트 월 2회 의무 휴업도 이를 근거로 시행 중이며, 규제 심화 가능성은 업종 밸류이션을 하락시키는 요인이었다.

그러나 이번 일부개정법률안은 오히려 규제 완화 내용을 담고 있다는 점에서 의미가 있다. 법률 제안의 이유는 1)유통산업발전기본계획의 수립 주기가 지나치게 길게 설정되어 급변하는 유통산업환경에 적시성 있게 대응하기 위한 정책 수립이 어렵다는 지적이 항상 이어져왔고, 2)온라인유통 등 새로운 형태의 소매업이 급성장하여 유통산업의 생태계가 급격히 변화하고 있음에도 과거 대규모점포 등에 대한 규제가 불합리하게 존속하고 있어 개선이 필요하다는 점이다. 주요 내용 중에서 우리가 관심을 가져야 하는 부분은 대형마트 및 준대규모점포 매장이 전자상거래 등에서의 소비자보호에 관한 법률에 따른 통신판매를 하는 경우에는 의무휴업 및 영업시간 제한의 대상에서 제외한다는 내용이다.

법안 개정 시 새벽배송 경쟁력은 단숨에 강화될 것

앞서 살펴본 내용과 같이 대형마트는 온라인 사업 확대를 위해 오프라인 점포를 배송 전진기지로 활용하고 있다. 그러나 의무휴업일 및 영업제한 시간대에는 매장을 여는 것 자체가 법에 위반되기 때문에 온라인 배송을 진행하는 것이 불가능해 효율성이 상당히 떨어지는 문제가 있었다. 이번 개정안이 통과될 경우 오프라인 점포를 통한 24시간 배송이 가능해지기 때문에 단숨에 배송 경쟁력이 강화된다.

특히, 새벽배송 부문 경쟁력이 크게 개선될 것으로 보이는데 이마트의 경우 현재 온라인물류센터를 통한 새벽배송 일 배송CAPA는 2.8만건 수준이다. 내년 PP센터 일 배송 CAPA가 12만건 수준으로 추정되는 만큼 새벽배송에 3분의 1만 활용하더라도 새벽배송 물량을 4만건 늘릴 수 있게 된다.

표4. 유통산업발전법 일부개정법률안(고용진의원 대표발의) 주요 내용

| 안건 | 주요 내용 |
|-------------------------|---|
| 안 제2조 제4호라목 신설 | 프랜차이즈형 체인사업의 형태로 운영하는 점포 중 대규모점포를 경영하는 회사 등이 점포 개업에 드는 임차료, 공사비 및 설비비 등 총비용의 100분의 50을 초과하여 부담하는 점포만이 준대규모점포에 해당하도록 개정함 |
| 안 제5조 제1항 및 제5조 제2항 제8호 | 유통산업발전기본계획의 수립 주기를 3년으로 단축하고, 기본계획의 내용에 통신판매업자와 기존 업체들의 상생협력 방안을 포함할 것을 명시함 |
| 안 제8조 제1항 및 제2항 | 대규모점포 등을 개설하려는 자는 상권영향평가서의 작성을 산업통상자원부장관이 지정하는 기관 또는 단체에 위탁하도록 규정함 |
| 안 제12조의2제 5항 신설 | 대형마트 및 준대규모점포 매장이 전자상거래 등에서의 소비자 보호에 관한 법률에 따른 통신판매를 하는 경우에는 의무휴업 및 영업시간 제한의 대상에서 제외함 |
| 안 제46조 제5항 | 유통산업 실태조사를 유통산업 관련 기관 또는 단체에 위탁할 수 있도록 규정함 |

자료: 의안정보시스템, NH투자증권 리서치본부

3. 편의점(positive) - 외출이 늘어나면 매출도 늘어난다

편의점 업태에 대해서 긍정적인 의견을 제시한다.

- 1) 외부활동 증가는 편의점 영업 상황에 긍정적이고,
- 2) 상품 카테고리 MIX 개선에 따른 매출총이익률 상승이 기대되며,
- 3) 출점 역시 글로벌 주요 국가 중에서 가장 높은 수준을 유지 중이기 때문이다.

신규 출점 효과 제외 시 편의점도 코로나19 타격이 컸음

편의점은 지난해 3~4월을 제외하면 산업 성장률이 마이너스를 기록하지는 않았기 때문에 코로나19 피해가 상대적으로 크지 않았다는 시각도 있다. 다만, 이는 오프라인 업태 중 편의점만 유일하게 신규 출점이 지속되고 있기 때문에 생겨난 오해일 뿐이다. 산업 성장률 +5~6%의 효과를 가져오는 신규 출점 효과를 제외하면 편의점 산업의 피해도 컸다.

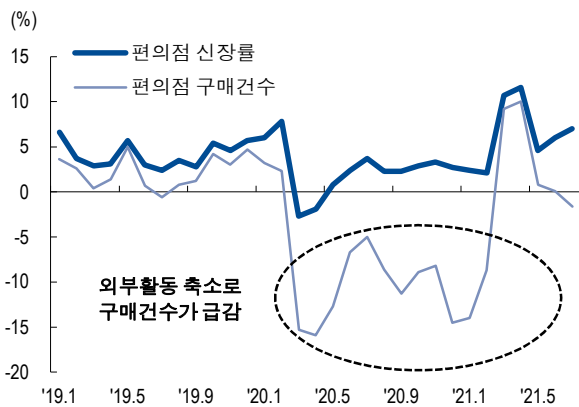
기존점성장률이 부진했던 원인은 '유동인구' 감소다. 편의점은 업태 특성 상 유동인구를 기반으로 영업이 이루어지기 때문에 사회적 거리두기 시행 등으로 외출 수요 자체가 급감한 상황이 치명적으로 작용할 수밖에 없었다. 지난해 편의점 매출을 구매단가(P)와 구매건수(Q)로 나누어서 분석해보면 구매 건수가 두 자릿수 이상 감소했음을 확인할 수 있다.

일반 입지 점포보다는 특수 입지 점포들의 매출 감소가 컸음

조금 더 세부적으로 살펴보면 일반 입지 점포들보다는 특수 입지 점포들의 매출 타격이 컸다. 특수 입지 점포는 관광지, 대학가 등의 상권을 의미하며 여행수요 감소 및 오프라인 개학 연기 등에 따른 영향을 크게 받을 수밖에 없다.

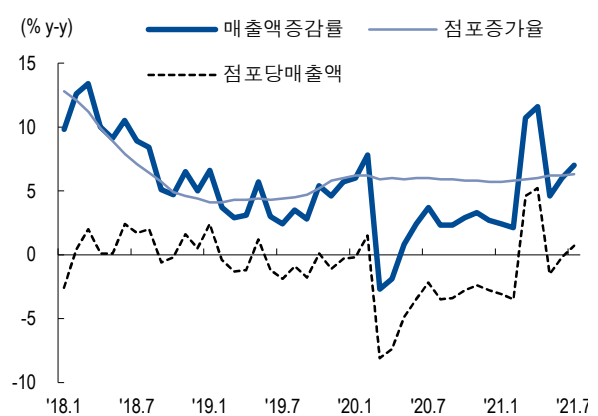
CU가 공개한 자료에 따르면 지난해 특수 입지 점포들의 기존점성장률은 평균적으로 27% 감소한 것으로 확인된다. 특수 입지가 차지하는 비중은 12%에 불과하나, 입지 특성상 임대료가 일반 입지 보다 훨씬 높기 때문에 손익 측면에서의 부정적 영향은 단순한 매출 타격 그 이상이었다.

그림18. 외부활동 축소로 구매건수가 급감했던 작년



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림19. 산업 성장률은 점포당매출액 성장률에 달려있음



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

올해는 특수 입지 중심으로 매출 반등

다행히도 최근에는 긍정적인 신호들이 포착되고 있다. 지난해 부진의 주 원인이었던 특수 입지 점포들의 반등이 시작되었기 때문이다. BGF리테일의 2분기 기준점성장률이 +2.0%(일반 입지 +1.4%, 특수 입지 +10.2%)로 6개 분기 만에 성장 전환할 수 있었던 배경도 여기에 있다. 물론, 아직까지 코로나19 이전 수준을 완벽하게 회복했다고 볼 수는 없지만, 기저 영향 감안 시 올해 하반기 및 내년 상반기까지 이러한 흐름이 지속될 수 있을 것으로 예상된다.

이러한 변화는 편의점 업체 전반에 해당되는 사항이지만 당사는 그중에서도 BGF리테일의 수혜가 가장 클 것으로 추정하고 있다. 그 이유는 국내 대표적인 관광지 상권 지역인 강원도와 제주도 내 BGF리테일의 점유율이 높기 때문이다. 업계 1~2위인 GS리테일과 BGF리테일은 각각 15,000개 수준의 점포를 확보하고 있으며 전국 시장 점유율 또한 33% 수준으로 유사하다.

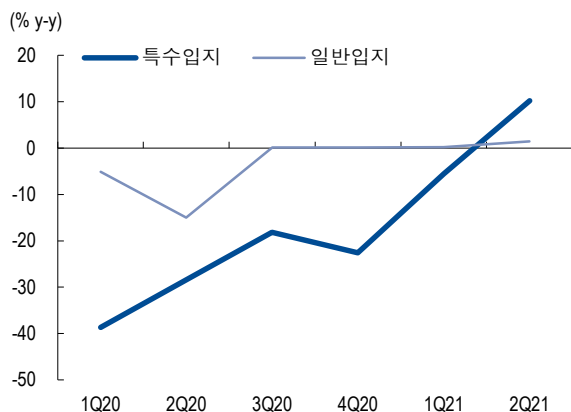
관광지 상권의 CU 점유율이 더 높음

그러나 출점 전략에 따라 지역별 점유율에는 조금씩 차이가 있는데 수도권 오피스 상권의 경우 GS리테일이 높은 반면 지방 상권의 경우 BGF리테일이 더 높다. 이러한 차이는 강원도(BGF리테일: 41.2% Vs. GS리테일: 29.6%)와 제주도(BGF리테일 44.0% VS GS리테일 31.3%)에서 더 극명하게 나타나며 해당 지역에서 BGF리테일의 점유율이 10%p 이상 더 높다는 특징을 보인다.

현재 영업 환경은 BGF리테일에 유리함

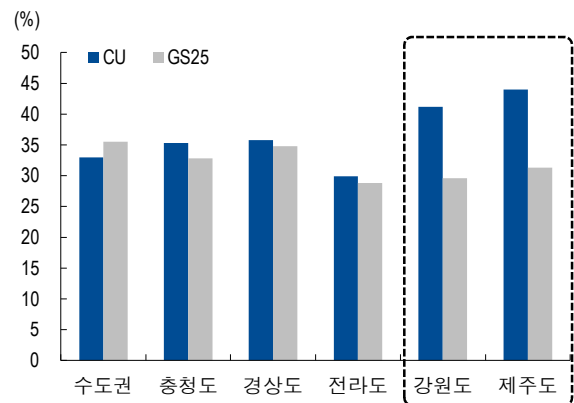
양사의 전략을 평가하고자 하는 것은 아니다. 외부 환경 변화 및 평가 시점에 따라 GS리테일의 비즈니스 모델이 더 우위를 점하는 경우도 있다. 하지만, 지금처럼 특수 입지 점포 매출 반등을 기대하는 상황에서는 단연 BGF리테일이 유리하다.

그림20. 올해 반등은 특수입지 점포를 중심으로 이루어짐



자료: BGF리테일 NH투자증권 리서치본부

그림21. 강원도와 제주도 지역에서 점유율 높은 CU



자료: 한국편의점산업협회, NH투자증권 리서치본부

편의점 담배 매출 비중은 40% 이상

카테고리 MIX 측면에서 살펴보아야 하는 것은 담배 비중이다. 한국 편의점 매출액의 40% 가량은 담배로 구성되어 있다. 높은 담배 비중에는 일장일단이 있는데 장점은 코로나19와 같은 외부 충격이 발생하더라도 수요가 꾸준히 유지된다는 것이다. 반면, 단점으로는 유통 마진이 극단적으로 낮기 때문에 매출 비중이 높아도 수익성에는 별로 기여하지 못한다는 것이다.

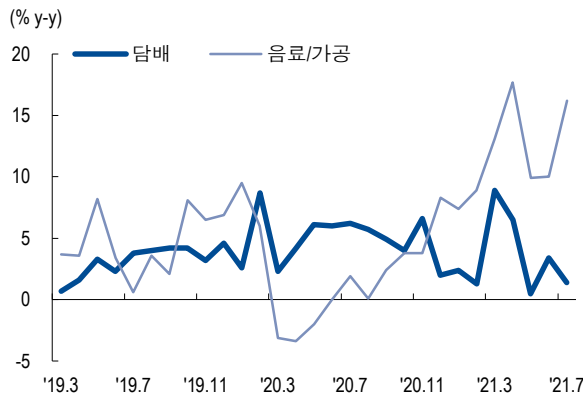
매출 비중은 높으나 세금 영향으로 인해 영업이익 기여도는 크지 못함

일반궐련형 담배의 소매유통가격은 4,500원이다. 이 중 소비세, 국민건강증진기금 부담금 등 제세부담금 합계는 3,323원으로 전체 가격의 73.8%다. 담배 출고가(원가)가 671원인 점을 감안하면 유통 마진은 511원에 불과하며, 카드 결제 시 발생하는 수수료까지 고려하면 실제로는 이보다 더 낮다. 궐련형 전자담배의 제세부담금은 이보다 조금 낮지만 여전히 전체 구성비의 66.8% 수준이다. 그렇기 때문에 편의점 수익성 측면에서는 담배가 아닌 일반상품 카테고리 매출이 더욱 중요하다. 편의점 기준점성장률을 분석할 때 담배와 담배를 제외한 일반상품 카테고리를 나누어서 살펴보는 이유도 여기에 있다.

담배를 제외한 일반 상품 카테고리 회복이 이익 추정의 핵심

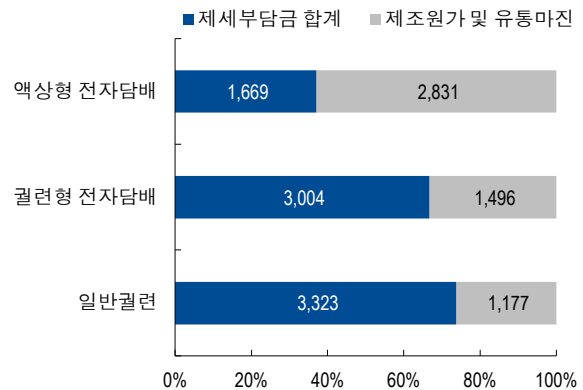
앞서 언급한대로 코로나19 이후에도 국내 담배 매출은 낮은 한 자릿수 수준의 꾸준한 성장세를 보였다. 오히려 재난지원금이 지급된 시기에는 담배 보루 구매 수요가 증가하면서 평년 대비 성장률이 높게 나오기도 했을 정도다. 이처럼 담배 수요가 유지되고 있는 가운데 외출 수요 증가에 따라 일반상품 매출액 회복이 이루어진다면 편의점 업체들의 매출총이익률에도 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상된다.

그림22. 담배보다 일반상품 성장률이 높아졌다



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림23. 세금 및 제조원가를 제외한 담배 유통마진은 9.3%



자료: NH투자증권 리서치본부

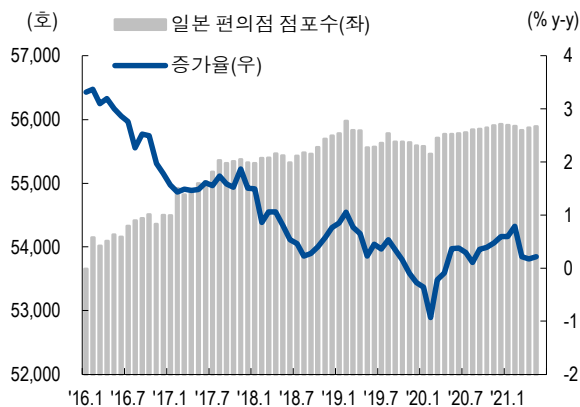
편의점 왕국 일본 더 이상 점포수가 늘어나고 있지 않음

글로벌 편의점 업체들 대비 상대적 투자 매력도가 높다는 점도 중요하다. '편의점 왕국'이라고도 불리던 일본 편의점 산업은 최근 몇 년 사이 경쟁력을 잃어가고 있다. 가장 대표적인 지표는 점포 수다. 일본프랜차이즈협회에서 제공되는 자료를 분석해보면 일본 7개 편의점 체인의 점포수는 지난 2019년 11월 처음으로 감소했다. 2005년 관련 통계 집계가 시작된 이래 처음 있는 일이며 지금까지도 특별한 반전의 계기를 찾지 못하고 있다. 이뿐만 아니라 일손 부족 문제로 인해 24시간 영업 원칙조차 포기 선언하기에 이르렀다.

한국 편의점 업체 밸류에이션 매력 더 높음

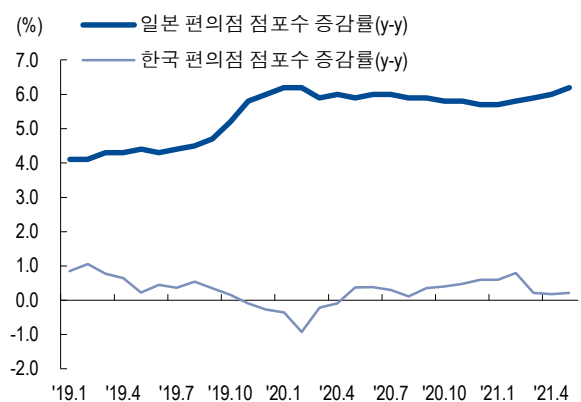
반면 한국 편의점은 포화 논란에도 불구하고 연간 5~6% 수준의 점포 증가세를 유지하고 있으며, BIG2(CU, GS25) 업체는 전환수요까지 더해지며 높은 한 자릿수 수준의 출점 성장률을 기록하고 있다. 이처럼 한일 양국의 편의점 산업 성장률 간 차이가 벌어지고 있음에도 불구하고 여전히 한국 업체들의 밸류에이션이 상대적으로 낮다. 성장성과 밸류에이션이라는 두 가지 측면을 복합적으로 고려했을 때 글로벌 편의점 업체들 대비 한국 편의점 업체들의 투자 매력도가 더 높다고 판단된다.

그림24. 일본 편의점 산업, 출점 수요가 멈춰 있음



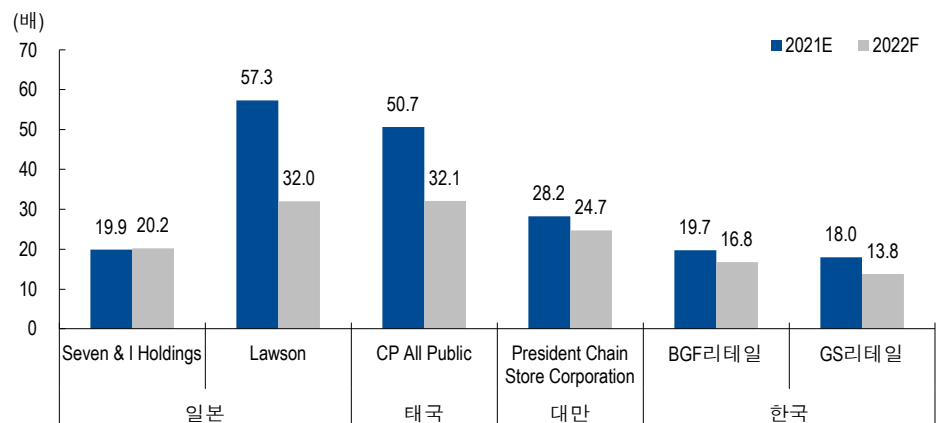
자료: 일본프랜차이즈협회, NH투자증권 리서치본부

그림25. 한국 편의점의 출점 모멘텀은 여전히 강함



자료: 한국편의점산업협회, 일본프랜차이즈협회, NH투자증권 리서치본부

그림26. Global 편의점 Valuation 비교: 한국 업체들이 가장 낮은 편



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

4. 온라인(Positive) - 거스를 수 없는 대세

순수 온라인 업체에 대해서 긍정적인 의견을 제시한다.

- 1) 판/구매자 증가에 따라 2023년까지 연평균 성장률 +16%를 전망하며,
- 2) 2023년 소매시장 온라인 침투율은 38.3%에 이를 것으로 추정되고,
- 3) 산업 성장과 함께 관련 업체들의 밸류에이션도 동반 상승할 것으로 기대한다.

온라인 시장 규모

2021년 188조원

2023년 253조원

오프라인에서 온라인으로의 이동이라는 소비 트렌드 변화는 어제 오늘 일이 아니다. 하지만 코로나19라는 이례적인 상황이 변화를 가속화시키고 있다. 지난해 한국 전체 온라인쇼핑 거래액은 159조원(+18.5% y-y), 온라인쇼핑 상품 거래액(서비스 매출 제외)은 127조원(+25.3% y-y)으로 크게 늘어났다. 온라인 침투율 역시 2019년 21.4%에서 2020년 26.7%까지 확대되었으며, 이는 전체 거래의 1/4이 이상이 온라인에서 이루어졌음을 의미한다.

2023년에는 소매시장

온라인 침투율이

38.3%까지 확대될 것

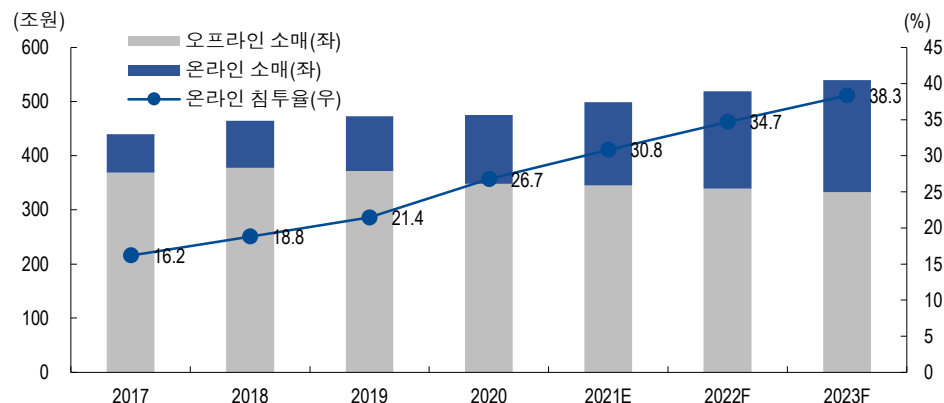
기저 부담 논란에도 불구하고 온라인쇼핑시장의 높은 성장세는 여전하다. 2021년 온라인쇼핑 거래액은 188조원(+18.1% y-y), 온라인쇼핑 상품 거래액은 154조원(+21.0% y-y)으로 예상되며, 연평균 +16%씩 성장을 거듭해 2023년 국내 온라인 시장 규모는 253조원(온라인 침투율 38.3%)에 육박할 것으로 추정한다.

산업 성장과 함께

밸류에이션도 상승

높은 시장 성장률에 힘입어 관련 업체들의 밸류에이션 역시 높아지고 있다. 지난 3월 뉴욕증권거래소에 상장한 쿠팡의 기업가치는 PSR 2.7배(2021E 기준) 수준으로 기존 유통업체들과는 차별화된 기업가치를 인정받고 있다. 뉴욕증권거래소와 한국 거래소의 밸류에이션 수준에 차이가 있다는 점을 감안해도 충분히 의미 있는 수치다. 쿠팡을 시작으로 주요 비상장 온라인 쇼핑 기업들의 상장이 본격화될 예정이다. 오아시스,마켓컬리,SSG.COM, 티몬 등이 상장을 위한 움직임을 보이고 있다.

그림27. 온라인쇼핑 시장 규모: 2023년 253조원(온라인 침투율 38.3%) 전망



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부 전망

온라인 소비시장, 식료품이 성장을 이끌어가고 있음

산업 성장을 이끌 것으로 예상되는 품목은 역시나 식료품이다. 코로나19를 계기로 배달음식, 온라인 장보기 수요가 폭발적으로 증가하는 모습을 보였지만 여전히 타 카테고리와의 비교하면 온라인 침투율은 17% 수준으로 높지 않다. 이에 따라 온라인 식품 시장의 주도권을 잡기 위해 전통의 유통 대기업들은 물론 다양한 신규사업자들이 적극적인 투자 행보를 보이고 있다. 물론, 경쟁이 치열한 만큼 관련 사업자들의 손익 개선을 기대하기는 여전히 힘든 상황이지만, 소비자들을 만족시킬 새로운 서비스들이 계속해서 등장하고 있는 만큼 외형 성장은 빠를 수밖에 없다.

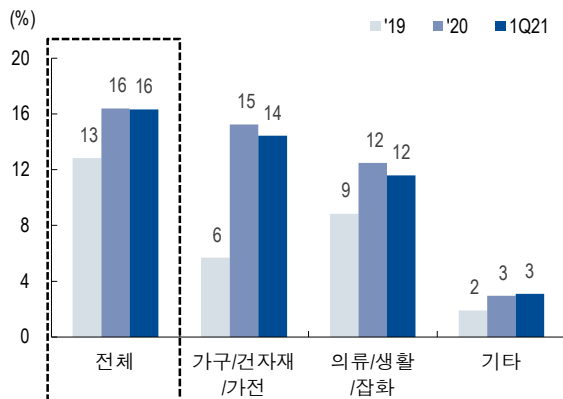
미국, 코로나19 이후 할인점 업체들의 온라인 성장을 상승

식료품 중심의 온라인 성장은 다른 국가들에서도 동일하게 나타날 것이다. 미국 식료품 및 기타 카테고리의 온라인 침투율은 3%에 불과하다. 그러나 코로나19 이후 미국에서도 온라인 장보기 수요가 빠르게 증가하고 있다. 과거와 다른 점은 순수 온라인사업자보다는 오프라인 할인점 사업자들이 성장을 이끌고 있다는 점인데, 오프라인 매장이 식료품 매입 및 배송을 위한 거점으로 활용되고 있기 때문이다. 지난해 이후 Walmart, Target은 온라인 부문 거래액 성장률 기준 기존의 1위 사업자인 아마존을 뛰어넘으며 점유율을 확대해 나가고 있다.

중국, 초기에 온라인 프로세스 모두 수직계열화

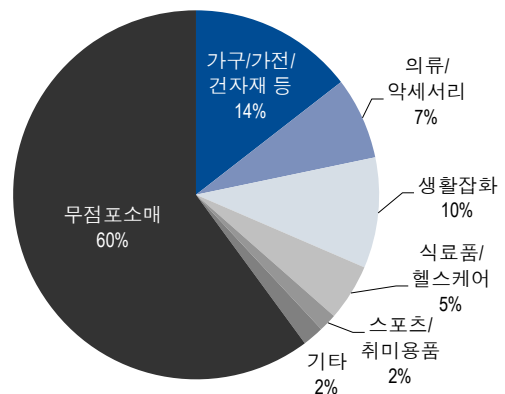
중국 역시 마찬가지다. 2020년 중국의 소매시장 온라인 침투율은 28%로 한국을 상회했으나, 공산품이 중심이며 카테고리 다변화는 되어있지 않았다. 식료품의 경우 전체 온라인 카테고리에서 차지하는 비중이 3%에 불과하며 온라인 침투율 역시도 10% 수준이다. 하지만 최근 배달음식 시장이 연 40% 수준의 높은 거래액 성장을 보이고 있으며, 해당 시장을 공략하기 위한 새로운 사업자들이 생겨나고 있음에 주목해야 한다. 경험을 한번이라도 해본 것과 해보지 못한 것의 차이는 크며 배달음식에 대한 중국 소비자들의 경험 확대는 자연스럽게 시장 확대로 이어질 것이다.

그림28. 미국 카테고리별 온라인 침투율



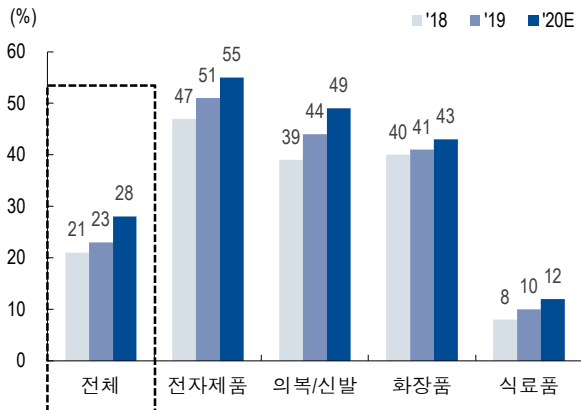
자료: 미국 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림29. 미국 온라인 카테고리별 비중(1Q21)



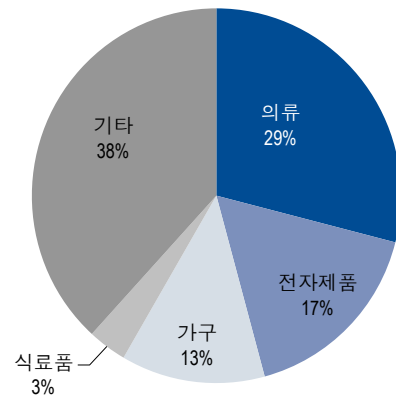
자료: 미국 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림30. 중국 카테고리별 온라인 침투율



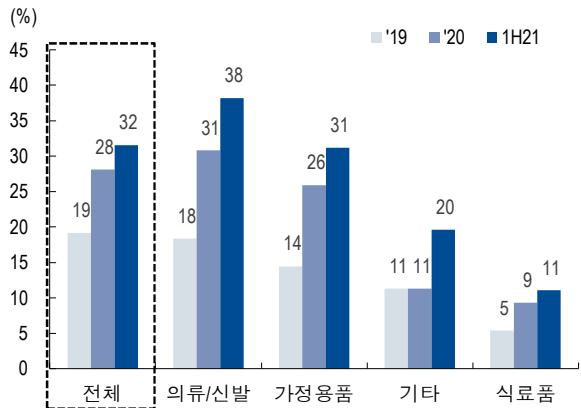
자료: 중국 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림31. 중국 온라인 카테고리별 비중(2020)



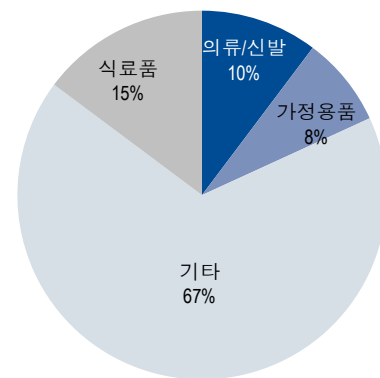
자료: 중국 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림32. 영국 카테고리별 온라인 침투율



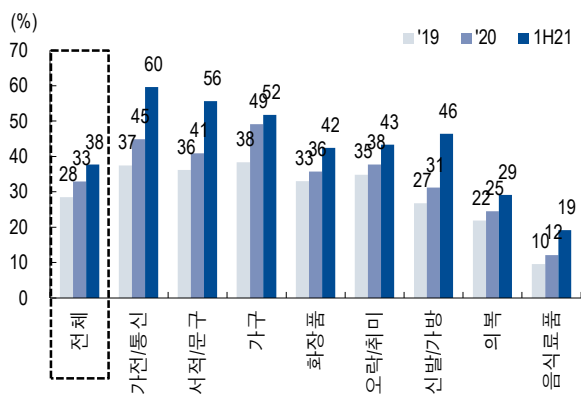
자료: 영국 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림33. 영국 온라인 카테고리별 비중(1H21)



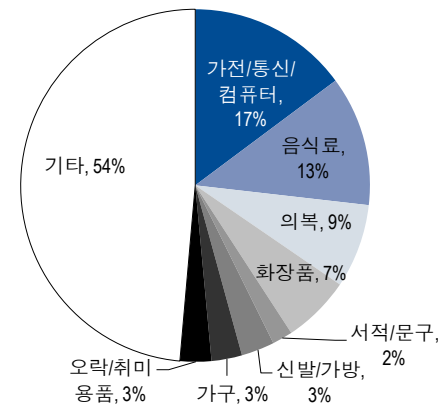
자료: 영국 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림34. 한국 카테고리별 온라인 침투율



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

그림35. 한국 온라인 카테고리별 비중(1H21)



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

쿠팡과 네이버쇼핑의 양강구도 형성

한국 온라인쇼핑 시장에는 여전히 많은 온라인 사업자들이 난립해 있지만 거래액 규모 및 플랫폼 경쟁력 측면에서는 쿠팡과 네이버쇼핑이라는 두 사업자를 중심으로 재편되었다고 보는 것이 합리적이다. 두 사업자의 전략 방향성은 차이를 보이는데 1)쿠팡은 매입, 물류, 콘텐츠,페이 등 관련 business를 모두 자체적으로 수행하려 하는 반면, 2)네이버쇼핑은 부족한 부분을 해당 분야의 1위 사업자들과 협력해 경쟁력을 강화하는 NFA(Naver Fulfillment Alliance) 전략을 펼친다는 점이다.

NAVER 연합군: CJ그룹과 신세계그룹

현재 NAVER 연합군에는 CJ그룹, 신세계그룹이 속해 있으며, 단순 사업적 제휴에 그치는 것이 아니라 지분스와프를 통해 협력 관계를 한층 돈독히 했다. NAVER연합군이 제시할 수 있는 전략으로는 1)CJ대한통운의 Fulfillment 센터를 활용해 브랜드스토어 배송 시간을 단축시키는 것, 2)네이버장보기 서비스에 SSG.COM이 입점해 신선식품 부문 경쟁력을 강화하는 것 등이 대표적이다.

이를 통해 네이버쇼핑은 경쟁사 대비 느린 배송, 부족한 신선식품 라인업을 보강하며 플랫폼 경쟁력을 강화시킬 수 있다. 연합군에 속한 업체들 입장에서도 긍정적 효과들이 예상되는데, SSG.COM의 경우 NAVER라는 포털을 통해 고객 유입이 발생하기 때문에 추가적인 마케팅 비용 지출 없이도 거래액 규모를 끌어올릴 수 있게 된다. SSG.COM 같이 네이버쇼핑과 쿠팡을 중심으로 한 시장 개편 과정 속에서 하나의 뚜렷한 역할을 담당할 수 있는 기업들의 가치는 올라갈 것이다.

그림36. 쿠팡과 네이버쇼핑 중심의 시장 개편, 그 속에서 기회를 찾는 업체들이 생겨남



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

5. 면세점(Neutral) - 높은 보따리상 비중은 양날의 검

면세점 업태에 대해서 중립적인 의견을 제시한다.

- 1) 보따리상 중심으로 매출 회복세를 보이고 있는 것은 긍정적이나,
- 2) Valuation Re-Rating을 가능케할 인바운드 매출 회복이 더디며,
- 3) 일부 업체들의 공항면세점 임차료 부담 재차 증가 우려가 남아 있기 때문이다.

면세점 시장규모 전망

2019년 24.9조원

2020년 15.5조원

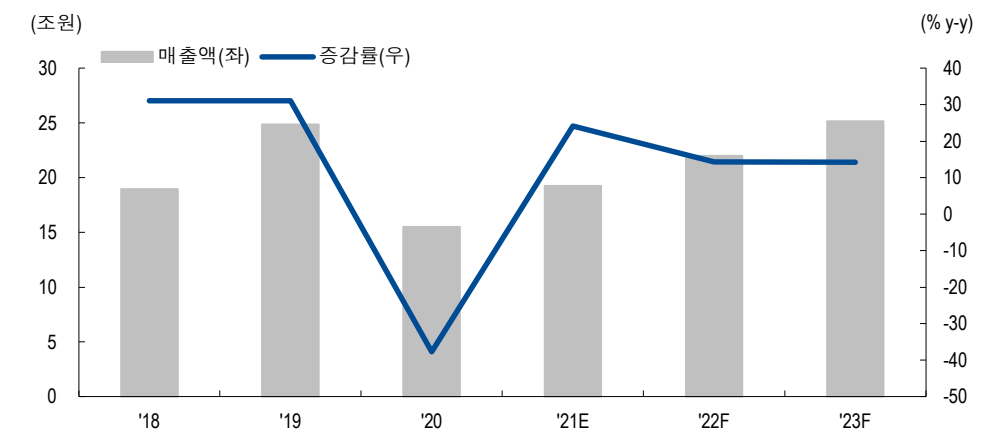
2021년 19.2조원

2022년 22.0조원

2023년 25.1조원

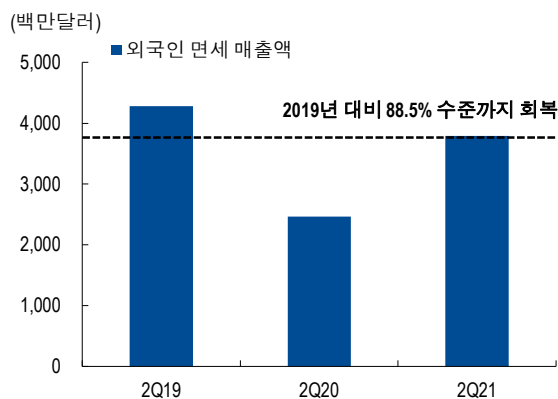
2019년 24.9조원을 기록하며 정점을 찍었던 한국 면세점 시장 규모는 코로나19 여파로 2020년 15.5조원(-37.6% y-y)까지 축소되었다. 다행인 부분은 지난해 하반기부터 기업형 보따리상 매출을 중심으로 회복이 시작되었다는 점이다. 가장 최근에 발표된 2분기 실적을 기준으로 살펴보면 외국인 면세 매출액이 2019년 대비 88.5% 수준까지 올라왔음을 확인 가능하다. 현재 추세가 이어진다고 가정하면 여객 수요 정상화와 무관하게 올해 시장 규모는 19.2조원(+ 24.1% y-y), 내년도에는 22.0조원(+ 14.3% y-y)까지 회복될 수 있을 것으로 전망된다.

그림37. 한국 면세점 시장: 2021년 19.2조원, 2022년 21.9조원으로 회복 전망



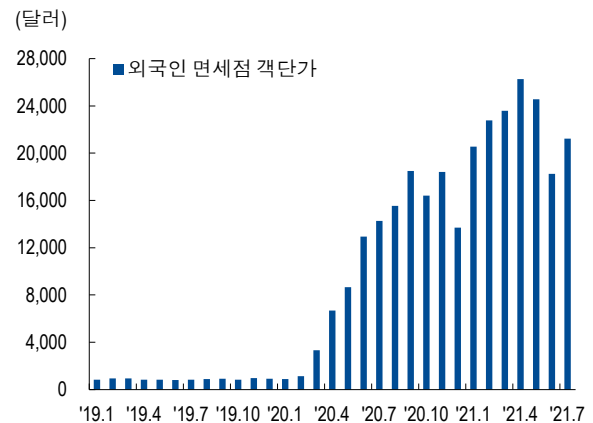
자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부 전망

그림38. 외국인 면세 매출액은 2019년의 88.5% 수준까지 회복



자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림39. 높은 외국인 면세점 객단가, 보따리상의 힘



자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

보따리상 중심의 비즈니스 모델은 약점이 명확함

코로나19 충격 직후 주식시장은 빠르게 상승 전환했지만 면세점 업종은 오랜 기간 시장에서 소외되어 있었다. 이에 따라 매출 반등이 시작된 4월부터 저가 매수 수요가 발생하기 시작했으며 시장에 관심 또한 높아졌다. 다만, 당사는 현재 주가 수준에서 면세점 업종이 추가적으로 상승하기 위해서는 여객 수요 정상화라는 모멘텀이 필요하다고 판단한다. 현재 한국 면세점 시장은 보따리상 의존도가 너무 높다는 점(매출의 90% 이상)에서 한계가 명확하기 때문이다.

물론, 여객 수요가 정상화되지 않은 상황에서 보따리상을 통해 산업이 유지되고 있다는 점 자체를 긍정적으로 해석하는 시각도 있다. 어느 정도 동의하는 부분이 있음에도 불구하고 당사가 이에 대해 낙관적으로만 해석하지 않는 이유는 보따리상을 중심의 비즈니스 모델이 가진 약점이 많기 때문이다.

1) 규제 리스크 2) 마케팅 경쟁

1) 먼저 규제 리스크에서 자유로울 수 없다. 중국 정부 차원에서의 보따리상 규제가 언제, 어떠한 형태로 단행될지는 그 누구도 예상할 수 없다. 이와 관련된 논란은 지난 몇 년간 지속되어 왔으며 주가에도 부정적 영향을 미쳤다.

2) 보따리상 유치를 위한 면세점 업체들의 마케팅 경쟁도 우려되는 부분이다. 지금은 모든 면세 업체들이 손익 관리를 위해 출혈 경쟁을 자제하는 분위기지만 시장점유율 확대를 위한 경쟁은 추후 심화될 가능성이 상당히 높다.

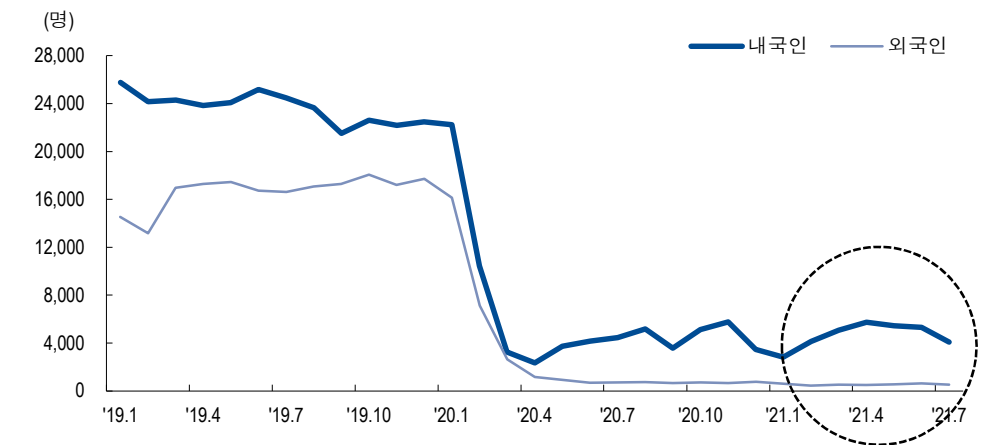
면세점 밸류에이션 재평가를 위해서는 여객 수요 회복 필요

이는 면세점 업종 밸류에이션 De-Rating 요인이다. 면세점이 '황금알을 낳는 거위'로 불리던 2014년 당시보다 오히려 매출과 영업이익 규모가 크에도 불구하고 개별 업체들의 기업가치가 당시 수준을 넘어서지 못하는 배경이 여기에 있다. 그렇기에 당사는 valuation de-rating 해소를 통한 기업가치 상승을 위해서는 보따리상에 대한 의존도가 반드시 낮아져야 한다고 판단한다. 아쉬운 점은 여전히 여객 수요 회복에 따른 면세점 이용객 증가 신호가 포착되고 있지 않다는 사실이다.

향후 전망 역시 불투명하다. IATA(국제항공운송협회)에서 지난 7월 진행된 글로벌 항공사 대상 비즈니스 survey 결과에 따르면 2019년 수준의 수요 회복 시점에 대한 응답 결과는 각각 '22년 15.0%', '23년 52.0%', '24년 21.0%', '24년 이후 12.0%'다. 항공사들은 내년 정상화 가능성도 높지 않다고 보고 있다.

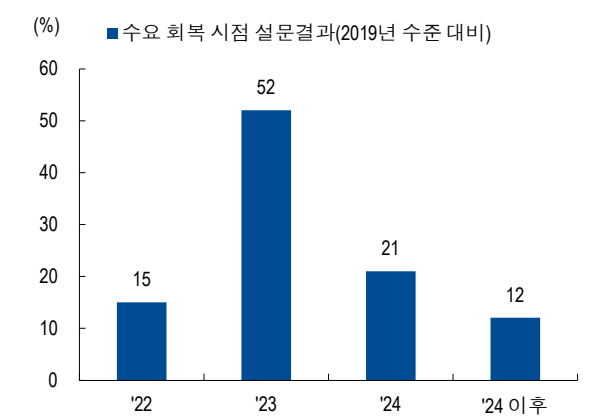
당사의 국제선 여객 수요 정상화 시점 전망 또한 크게 다르지 않다. 내년 하반기 무렵부터 본격적인 회복이 시작되어 2023년 정상화될 것으로 예상하고 있다. 즉, 내년에도 보따리상에 의존한 비즈니스 모델을 벗어나기는 쉽지 않을 것이다.

그림40. 인바운드/아웃바운드 면세 이용객 회복세는 여전히 더디다



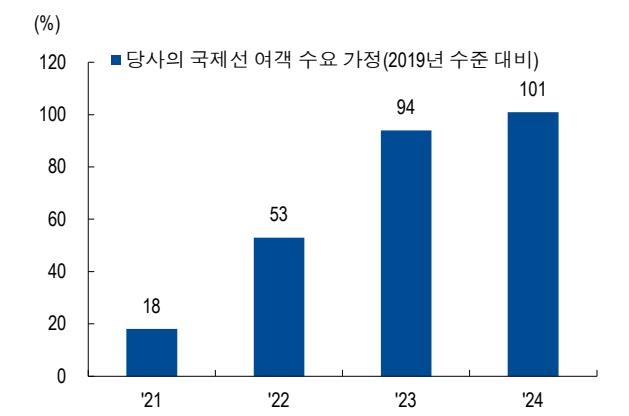
자료: 한국면세점협회, NH투자증권 리서치본부

그림41. 글로벌 항공사들의 여객 수요 회복 예상 시점



자료: IATA, NH투자증권 리서치본부 전망

그림42. 국제선 여객 수요 회복 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

**공항 면세점 임대료
인하 정책은 올해 말
종료 예정**

이와 더불어 2022년에는 일부 면세점 업체들의 추가적 비용 리스크가 발생할 수 있다. 지난해 9월부터 시행 중인 '코로나19 장기화에 따른 항공산업 추가 지원방안'이 종료될 예정이기 때문이다. 해당 지원책은 1)고정임대료를 여객감소를 연동할인으로 변경하며, 2)감면 혜택 중단 조건인 여객 실적 기준을 기존 19년 동월 대비 60% 이상 회복에서 80%로 완화('20.09~'21.12)하는 내용을 담고 있다. 올 한 해 주요 공항 면세점 사업자들의 손익 구조가 크게 개선될 수 있었던 배경이다.

**연장이 없다면
공항 면세점 사업자
손익 악화 불가피**

추가 연장안이 발표되지 않고 계획대로 올 연말에 지원이 종료되게 된다면 내년부터는 공항 면세점 사업자들이 대규모 비용 부담을 떠 안을 수 밖에 없는 구조다. 해당 이슈와 관련해 가장 피해가 클 것으로 보이는 업체는 '신세계디에프'다. 올해 분기 평균 200억원 수준의 영업 흑자를 기록 중이지만, 분기당 임대료 감면 효과가 800억원가량 반영되고 있는 만큼 재차 적자 전환할 가능성도 배제할 수 없다.

**호텔신라는 T1 면세점
사업 종료로 리스크가
크지 않음**

이러한 요인들을 고려해 면세점 업종에 대해 중립적인 의견을 제시한다. 다만, 호텔신라는 이미 인천공항 T1 면세점 사업을 종료하였으며 이에 따라 비용 증가 부담이 없기 때문에 중국 소비주 관련 분위기 개선 시 추천할 만 하다.

표5. 인천공항 임대료 감면 정책, 지원 기간은 2021년 말까지

(단위: 십억원)

| 업종 | 당초 | 변경 | 효과 |
|-------|-----------------------------|--|-----------------------------------|
| 감면 | 면세점, 은행, 교통, 기내식, 급유시설 등 | 여객감소를 연동 할인 *감면액 = 임대료 x 여객감소율 (‘19년 동월 대비) | 4,156억원 → 8,452억원 (추가 4,296억원) |
| 납부 유예 | ‘20.3~8월분 → ‘20.9~‘21.2월 납부 | ‘20.3~8월분 → ‘21.1~6월 납부 | 4,463억원 납부유예 |

* 운항중단공항은 기업규모에 관계없이 임대료 전액 면제 ⇒ 대/중견기업까지 확대(406억원)

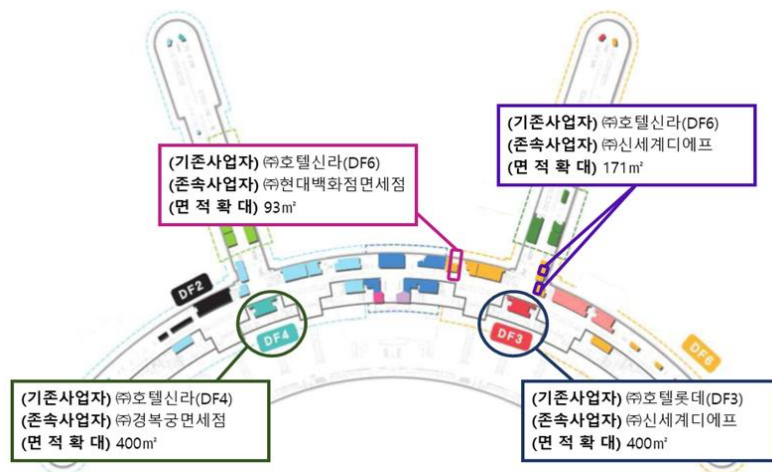
** 운항중단 기간 동안 상업시설 휴업에 대하여 임대차계약 일시 연장(6개월 이내)

☞ 공항이용 여객수가 '19년 동월 대비 80% 이하일 경우 적용('20.9월 ~ '21.12월까지)

☞ 인천공항의 경우 T1 4기 입찰공고(20.8.5)에 준해, 기존 면세점 기업들도 '21.12월까지('19년 동월 대비 80% 이하) 매출연동(품목별 영업요일) 적용

자료: 국토교통부, NH투자증권 리서치본부

그림43. 인천공항 T1 4기 운영 사업자 현황



자료: 인천공항공사, NH투자증권 리서치본부

6. 홈쇼핑(Neutral) - 성장은 주춤한데 비용은 늘어난다

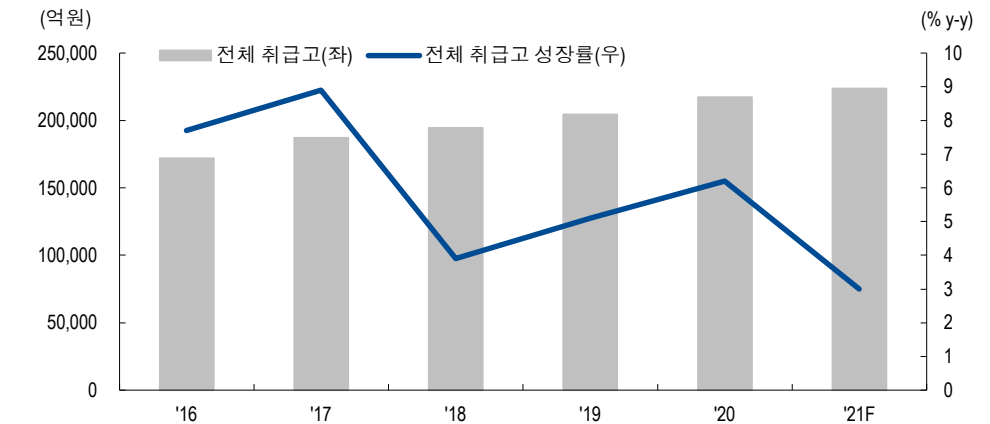
홈쇼핑 업체에 대해서 중립적인 의견을 제시한다.

- 1) 외형성장 불확실성이 여전히 해결되지 않은 반면,
- 2) 송출수수료 증가 부담이 늘고 있으며,
- 3) 라이브커머스 등 경쟁 채널들의 확대 역시 부담스럽기 때문이다.

방송 취급고 부진이 가장 우려되는 사항

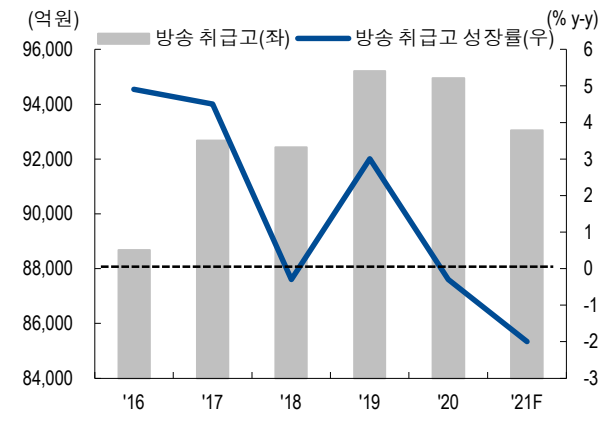
TV홈쇼핑 7개 법인의 전체 취급고(TV홈쇼핑 방송, 데이터홈쇼핑 방송, 인터넷몰, 모바일앱 모두 포함)는 2020년 21.7조원(+6.2% y-y), 2021년 22.4조원(+3.0% y-y) 규모로 전망되는 만큼 전체 취급고 자체는 안정적으로 성장하고 있다고 볼 수도 있다. 그러나 세부내역을 살펴보면 문제가 드러나는데 바로 홈쇼핑 산업의 본질이라고 볼 수 있는 방송 취급고 부진이다. 인터넷과 모바일 매출을 제외한 TV홈쇼핑사의 방송 취급고는 2020년 9.5조원으로 전년 대비 0.3% 감소했다. 지난해 코로나19 영향으로 홈쇼핑 업체에 유리한 영업 환경이 조성되었음에도 불구하고 산업이 성장하지 못했음은 우려되는 대목이다.

그림44. 홈쇼핑 산업의 가장 큰 고민거리는 성장성



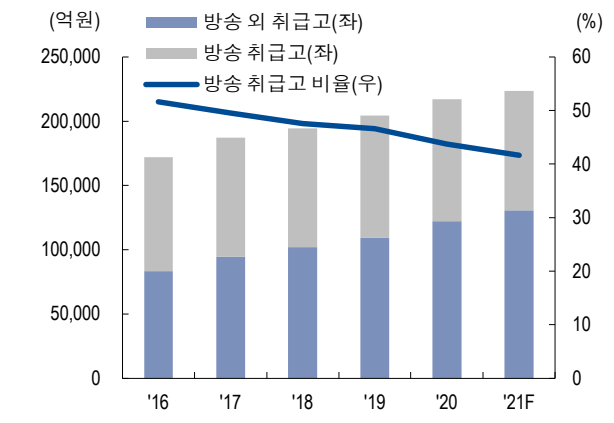
자료: 한국TV홈쇼핑협회, NH투자증권 리서치본부

그림45. 특히 방송 취급고 감소가 우려되는 부분



자료: 한국TV홈쇼핑협회, NH투자증권 리서치본부

그림46. 이미 전체 매출에서 방송 취급고 비중은 절반 이하



자료: 한국TV홈쇼핑협회, NH투자증권 리서치본부

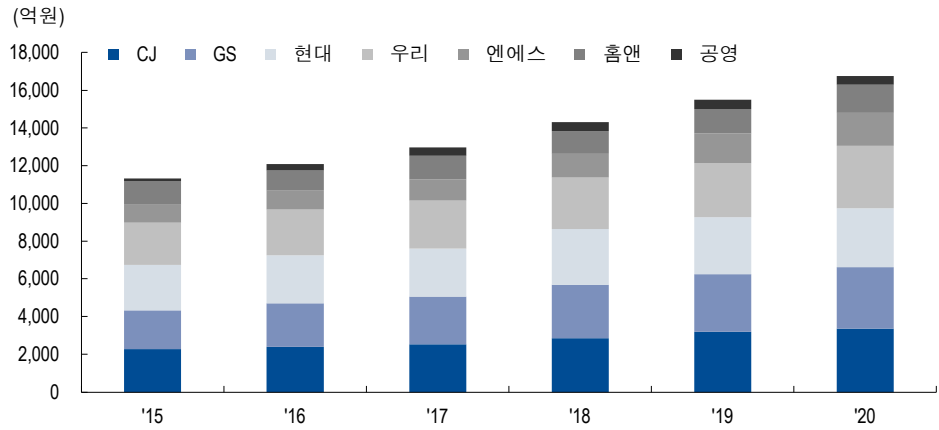
방송 취급고 감소에도 불구하고 송출수수료 부담은 증가

방송 취급고가 감소하고 있는 것과 동시에 송출수수료 부담이 늘어나고 있다는 점 또한 부정적이다. TV홈쇼핑 7개 법인이 2020년 한 해 동안 지출한 송출수수료는 총 1조6,750억원에 달한다. 5년 전이었던 2016년 연간 송출수수료가 1조1,309억원 규모였던 것과 비교하자면 무려 5,411억원이나 증가했으며, 해당 기간 송출수수료의 연평균 증가율은 +8.5%에 해당한다.

홈쇼핑 매출액 대비 송출수수료 비중은 53.1%까지 상승함

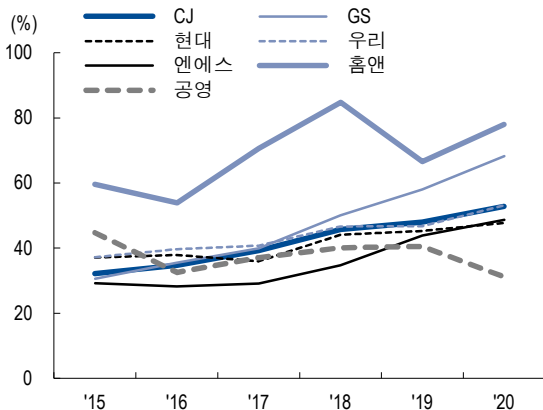
2020년 기준 전체 홈쇼핑 매출액에서 송출수수료가 차지하는 비중은 53.1%에 달한다. 과거 25% 수준에 불과했던 비중이 빠르게 상승하며 드디어 절반 이상을 차지하게 된 것이다. 이러한 구조 속에서 개별 업체들의 손익 개선을 기대하기란 어렵다. 송출수수료를 제외한 일반 판매비 축소 작업이 진행되고 있기는 하나 근본적인 원인이 해결되지 않는 이상 상황은 결코 긍정적이지 않다.

그림47. 방송 취급고 감소에도 불구하고 송출수수료 부담은 늘어나고 있음



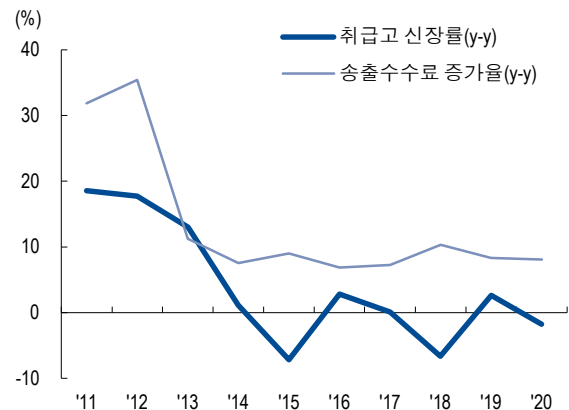
자료: 방송통신위원회, NH투자증권 리서치본부

그림48. 업체별 매출액 대비 송출수수료 비중 추이



자료: 방송통신위원회, NH투자증권 리서치본부

그림49. 송출수수료 증가율은 매년 높은 한자릿수 수준



자료: 방송통신위원회, NH투자증권 리서치본부

SO사업자들의 상황도 힘들기 때문에 원활한 협상이 어려운 구조

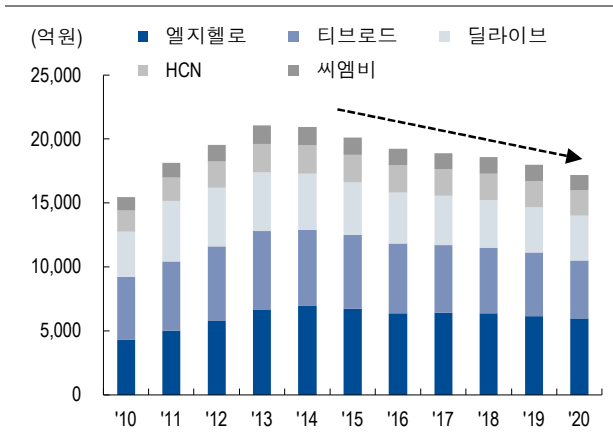
홈쇼핑 업체들은 매년 송출수수료 인상률을 최대한 방어(5% 미만 인상)하겠다는 목표를 내세운다. 하지만 협상 과정은 항상 원활하지 못했는데 협상의 대상이 되는 SO사업자들의 상황도 어렵기 때문이다. 매년 발간되는 '방송사업자 재산상황 공표집'을 통해 SO사업자들의 전체 매출액과 홈쇼핑 업체들로부터 수취하는 송출수수료 매출을 확인해 볼 필요가 있다. 과거 SO사업자들의 주요 매출원이었던 수신료 매출이 감소함에 따라 현재는 홈쇼핑 송출수수료가 매출액에서 차지하는 비중이 38.6%까지 확대되었다. 홈쇼핑 송출수수료마저 감소하게 된다면 SO사업자의 생존이 어려워지기 때문에 협상은 결코 쉽지 않다.

또 하나의 협상 대상인 IPTV사업자들과의 협상 또한 쉽지 않다. IPTV는 현재까지도 두 자릿수 매출 성장을 시현하고 있는데 이를 근거 삼아 +20%가 넘는 송출수수료 인상을 요구하고 있기 때문이다. 2019년에는 현대홈쇼핑과 LG유플러스 간 채널 사용료 분쟁이 심화되며 감독기관인 방송통신위원회에 '분쟁조정 신청서'를 제출(결과는 사업자 간 합의 권고, 현대홈쇼핑이 채널을 이동함)하기도 했다.

S급 채널 보다 A급 채널 인상률이 높음

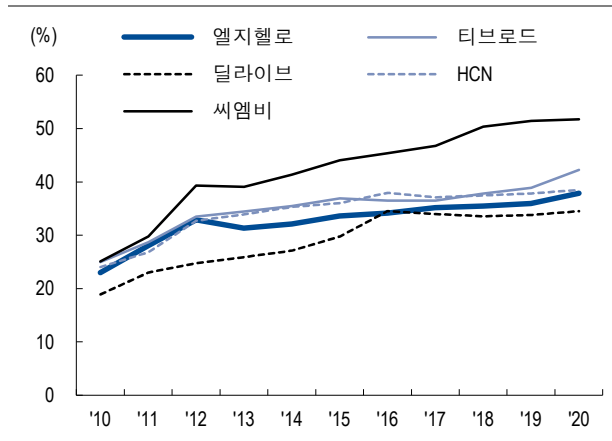
마지막으로 채널별 상황을 살펴보자면 기존에 인기가 많았던 S급 채널보다는 A급 채널의 인상률이 더욱 크게 나타나고 있다. 외형 확대를 위해 A급 채널로 진출하려는 T커머스 사업자들이 늘어남에 따라 발생한 현상이다. 아직까지도 A급 채널의 송출수수료 대비 매출 효율성이 잘 나오고 있기 때문에 당분간 A급 채널 확보를 위한 경쟁이 치열해질 가능성이 높아 보인다. 이렇게 될 경우 S급이 아닌 A급 채널을 중심으로 영업 하고 있는 중소 홈쇼핑 업체들의 송출수수료 부담이 상위 사업자 대비 커질 수 있다.

그림50. SO 사업자들의 매출 상황이 좋지 못함



자료: 방송통신위원회, NH투자증권 리서치본부

그림51. SO사업자들의 홈쇼핑 송출수수료 의존도 상승



자료: 방송통신위원회, NH투자증권 리서치본부

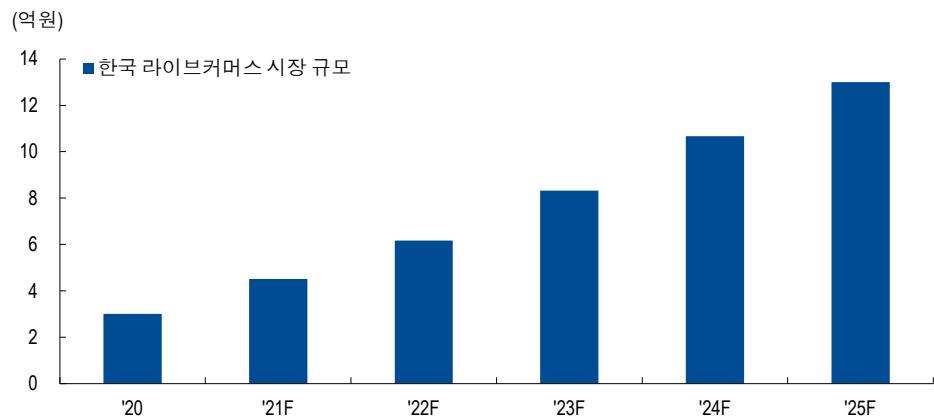
라이브커머스 시장
2020년 3조원
2023년 8조원
2025년 13조원

이와 더불어 라이브커머스 시장이 빠르게 성장하고 있다는 점도 부담스러운 요인이다. 한국 라이브커머스 산업은 아직 초기 단계이지만, NAVER와 카카오 등 대형 플랫폼 업체들을 필두로 수많은 시장 참여자들이 등장하며 빠르게 성장하고 있다. 그 결과 2020년 3조원 수준에 불과했던 시장 규모가 2023년 8조원, 2025년 13조원 규모까지 확대될 것으로 전망한다.

라이브커머스는 결국
홈쇼핑과 경쟁할 것

물론 홈쇼핑과 라이브커머스의 핵심 고객층에는 분명 차이가 있다. 2020년 홈쇼핑 구매고객 구성비율은 20대 3.6%, 30대 12.2%, 40대 25.3%, 50대 32.8%, 60대 20.1%, 70대 6.0%로 이루어져 있으며, 40~60대 중장년층 고객 비중이 78.2%에 달한다. 반면 라이브커머스의 핵심 고객층은 20~30대이기 때문에 라이브커머스 시장 확대가 홈쇼핑 산업에 미치는 단기적인 부정적 영향은 우려만큼 크지 않다. 그러나 구매력을 갖춘 젊은 신규 고객이 유입되지 않는다는 점은 중장기적 관점에서 업계 경쟁력을 평가하는데 있어 치명적인 약점으로 작용할 수밖에 없다.

그림52. 한국 라이브커머스 시장 규모 2025년 13조원으로 전망



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림53. 라이브커머스 시장 선점을 위해 수많은 참여자들이 뛰어들고 있음



자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

Ⅲ. 위드 코로나 시대, 온라인 DNA 이식 중

1. 코로나 19 충격 이후 회복에 집중한 유통산업

2021년 유통산업 핵심 키워드는 '기저'

2021년 유통산업의 가장 중요한 키워드는 '기저'였다. 현재까지도 코로나19 신규 확진자가 일 1,000명을 넘어서는 등 우려감은 여전하지만 1)극단적으로 낮은 전년 동기의 기저, 2)억제되어 있던 소비심리가 회복되며 소비가 한꺼번에 분출되는 보복 소비(revenge spending) 등이 동반되며 국내 소비시장, 그리고 유통업체들은 올 한 해 의미 있는 매출 개선 추세를 보여주고 있다.

소비자심리지수(CCSI) 100 상회

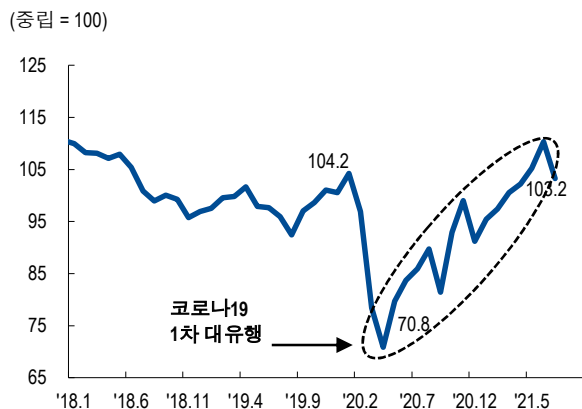
소비자들의 경제상황에 대한 심리를 종합적으로 나타내는 소비자심리지수(CCSI)는 코로나19 1차 대유행 시기였던 2020년 4월 저점(70.8)을 기록한 이후 지속 반등해 현재는 코로나19 발생 이전 수준을 회복했다. 구간마다 n차 확산에 따른 사회적 거리두기 단계 강화 영향으로 조정을 받는 모습(최근 조정은 사회적 거리두기 4단계 시행 여파)도 나타나기는 하지만 추세 자체가 꺾였다고 판단되지는 않는다.

소비지출전망CSI도 외출과 관련된 항목을 중심으로 반등 중

소비자심리지수를 구성하는 개별지수 중 유통 산업과 상관관계가 가장 높다고 판단하는 소비지출전망CSI 역시 의류비, 외식비 등 외부 활동과 관련이 높은 항목들을 중심으로 상승 중이다. 지난해 주거비, 의료비 등 가구의 고정비성 지출 항목들만 높게 유지되었던 것과는 확연하게 다른 움직임이다. 소비지출전망CSI는 현재와 비교한 6개월 후의 전망을 의미하기는 하나 미래에 대한 낙관적 심리는 현재 소비행태에도 영향을 미친다고 볼 수 있다.

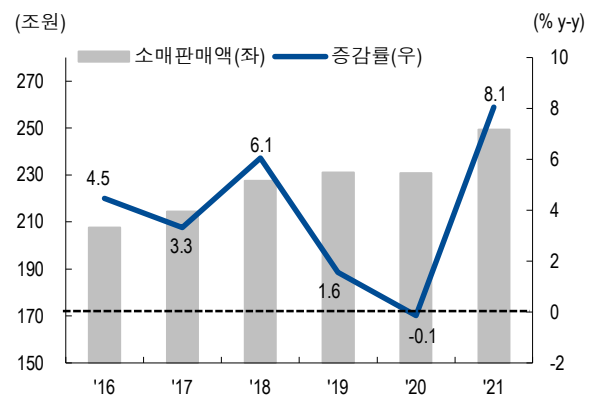
심리 개선이 실제 판매 회복으로 이어졌다는 사실도 지표로 확인 가능하다. 통계청에 따르면 2021년 상반기 국내 소매판매액은 249조원(+8.1% y-y, 승용차 및 연료소매점 제외 시 +7.3% y-y)을 기록하며 지난해 상반기의 마이너스 성장 충격에서 벗어났다. 물론, 기저가 워낙 극단적인 만큼 전년 동기와의 비교 자체에 큰 의미를 둘 수는 없으나 팬데믹 이전 상황과 비교했을 때도 좋은 수치임이 분명하다.

그림54. 소비자심리지수, 코로나19 이전 수준까지 회복



자료: 한국은행, NH투자증권 리서치본부

그림55. 상반기 소매판매액, 큰 폭으로 개선



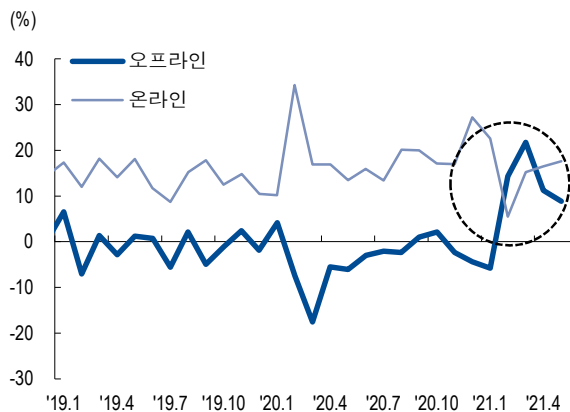
자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

대부분의 오프라인 유통 업체 상반기 매출 2019년 이상 수준으로 회복

이번 소비 시장 회복 사이클은 온라인이 아닌 오프라인을 중심으로 이루어졌다는 점에서 의미가 있다. 산업통상자원부가 매달 발표하는 '주요 유통업체 매출동향' 자료에 따르면 올해 상반기 국내 오프라인 유통산업 매출액은 전년 동기 대비 +8.6% 증가했다. 이는 지난해 상반기(-5.6% y-y) 대비 큰 폭으로 개선된 것뿐 아니라 최근 5년 기준으로도 역대 최고치에 해당한다. 낮은 기저 영향이 크겠지만 지난 2~3월에는 온라인 성장률을 상회하는 모습도 나타났다. 코로나19 이전에도 소매시장 온라인 침투율 확대 과정 속에서 성장성에 대한 고민이 깊었던 오프라인 유통 채널에게 있어 올해 상반기는 만큼 가뭄에 단비와도 같은 시간이었을 것이다.

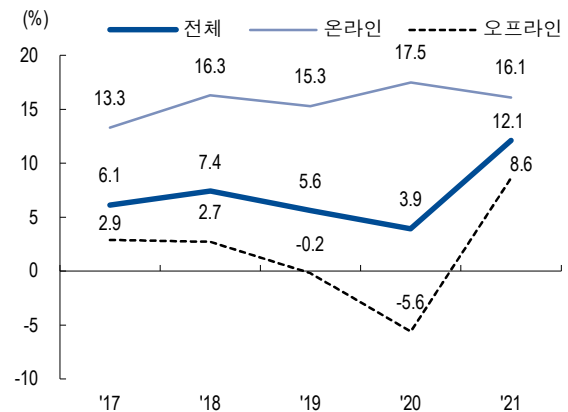
오프라인 유통 업체별 상반기 매출액을 살펴보면 대부분 코로나19 발생 이전 수준이었던 2019년 수준까지 회복되었다. 그중에서도 두각을 보인 것은 백화점이며 pent-up demand 효과까지 더해지며 매출이 급격히 증가했다. 외출 수요 회복에 따라 편의점 역시 기존점성장률 상승 전환에 성공했다. 면세점은 2019년 수준과 비교했을 때 유일하게 매출을 회복하지 못한 업체이지만 이 역시도 입출국이 자유롭지 못한 상황임을 고려할 때 선방했다고 평가할 수 있다.

그림56. 주요 오프라인 유통 업체들의 매출 반등세



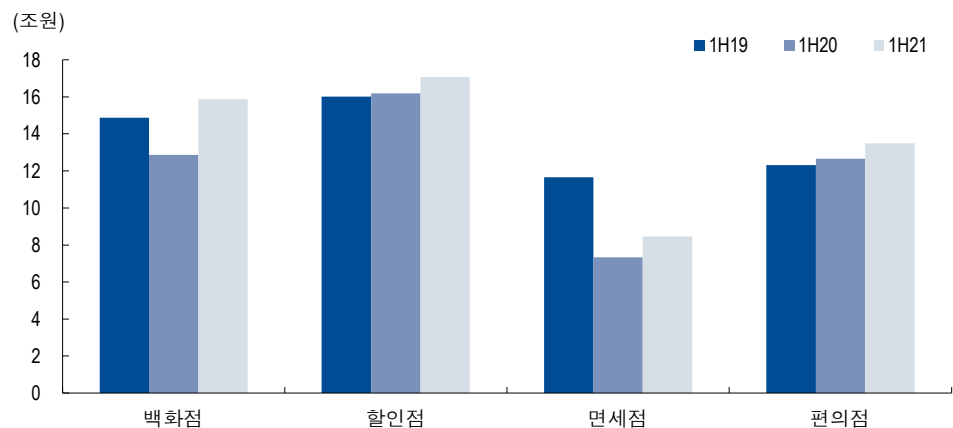
자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림57. 연도별 상반기 유통업체 온/오프라인 매출 증가율 추이



자료: 산업통상자원부, NH투자증권 리서치본부

그림58. 주요 오프라인 유통 업체 상반기 매출액은 2019년 이상 수준으로 회복됨



자료: 통계청, NH투자증권 리서치본부

**기저에 따른 매출
반등을 넘어
추가적인 모멘텀이
필요한 시점**

이처럼 주요 오프라인 매장의 매출 반등이 이루어지다 보니 관련 업체들의 주가 흐름 역시도 양호했다. 상반기 가장 높은 주가수익률을 기록한 백화점과 편의점을 필두로 대부분 KOSPI 상승률을 상회했다. 이에 미치지 못한 기업들도 개별적인 이슈(GS리테일: 합병 관련 불확실성, 롯데쇼핑: 일회성 손실 반영으로 실적 부진)에 기인한 것일 뿐 업황 자체의 문제는 없었다. 다만, 현 시점부터는 기저에 따른 매출 반등 그 자체가 추가적인 주가 모멘텀이 되기는 힘들 것으로 판단한다. 1)주요 유통 업체들의 매출은 이미 2019년 수준 이상으로 회복되었으며, 2)코로나19 충격에 따른 낮은 기저 효과도 점차 둔화되고 있기 때문이다.

**위드 코로나 시대
변화를 시작하다**

위드 코로나 시대의 소비 시장을 오프라인이 아닌 온라인이 이끌 것이라는 사실은 너무나도 명확하다. 그렇다고 해서 오프라인을 기반으로 하는 유통 기업들에게 미래가 없다는 것은 결코 아니다. 본래 유통업체들은 보수적인 편으로 새로운 시도에도 적극적이지 않았지만, 코로나19를 계기로 생존을 위한 변화에 나서고 있기 때문이다. 온라인 사업 강화를 위해서 공격적인 인수합병 및 관련 투자확대를 진행함과 동시에 오프라인 사업에 있어서는 선택과 집중을 통한 효율화를 모색하고 있다. 이러한 변화들이 개별 업체 향후 실적 및 기업가치에 어떠한 영향을 미칠 것인지에 대해 고민이 필요한 시점이며 관련하여 투자 기회 또한 모색해 보아야 한다.

2. 온라인 DNA 이식, 누가 가장 앞서나가는가?

이마트가 가장 앞서나간다

코로나19 이후 유통 업체들 관련 이벤트를 정리하면 아래와 같다. 저마다의 전략에 기반해 여러 변화가 시도하고 있음을 알 수 있다. 그중에서 온라인 비즈니스 관련 내용을 중심으로 살펴보면 이마트, GS리테일, 롯데쇼핑이 가장 적극적이다.

벌써부터 성과에 대해서 논하는 것이 다소 이르게 느껴질 수 있으나, 현재까지는 이마트가 가장 앞서나가고 있다고 판단된다. 롯데쇼핑의 경우 아무래도 오프라인 구조조정에 초점이 더 맞춰질 수밖에 없었고, GS리테일은 GS홈쇼핑과의 합병이 이제 막 마무리된 만큼 앞으로 증명해야 할 부분이 더 많기 때문이다.

반면 이마트는 기존 SSG.COM 경쟁력 강화, 이베이코리아 및 W컨셉 인수 등을 통해 연결 총 거래액에서 온라인 비중을 58% 이상으로 끌어올리며('22F 당사 추정치 기준)하며 오프라인 할인점 업체라는 이미지를 탈피하고 있다. 당사가 유통업종 Top Pick으로 이마트를 제시하는 가장 핵심적인 배경이 여기에 있다.

표6. 2020~2021년 유통업체 관련 주요 이벤트 정리

| 기업 | 대상 | 시점 | 내용 |
|---------|------------------|---------|---|
| 이마트 | 에스케이와이번스 인수 | 2021.02 | 에스케이와이번스 지분 전량 취득 |
| | NAVER와의 지분 교환 | 2021.03 | 이마트 자사주 82.4만주(지분 2.96%)를 NAVER 주식 38.9만주(지분 0.24%)와 교환 |
| | W컨셉 인수 | 2021.04 | SSG.COM이 W컨셉 지분 전량 매입. 인수대금 2,000억원대 중후반 |
| | 이베이코리아 인수 | 2021.06 | 이베이코리아 인수 확정. 인수대금 3.4조원, 지분율 80.01%로 사업상 시너지 창출 |
| | 스타벅스코리아 지분 추가 취득 | 2021.07 | 스타벅스코리아 7만주 추가 취득. 지분율 67.5%로 연결 자회사 편입 |
| 신세계 | NAVER와의 지분 교환 | 2021.03 | 신세계 자회사 신세계인터내셔널 주식 48.9만주(지분 6.85%)를 네이버 주식 25.9만주(지분 0.16%)와 교환 |
| | 신세계면세점 강남점 철수 | 2021.07 | 신세계면세점 강남점은 3년만에 폐점 결정 |
| 롯데쇼핑 | 점포 구조조정 시행 | 2020.03 | 백화점, 할인점, H&B 등 오프라인 매장 200개 구조조정 진행 중 |
| | 중고나라 인수 | 2021.03 | 유진자산운용과 공동으로 중고나라 지분 93.9%(1,000억원) 인수 |
| | 한샘 인수 | 2021.09 | 한샘 인수를 위한 IMM PE에 2,995억원 출자 |
| 호텔신라 | 하이요우면세점과 협약 체결 | 2021.07 | 중국 하이난성 하이요우면세점과 면세점 운영 활성화를 위한 업무협약 체결 |
| 현대백화점 | 동대문 면세점 인수 | 2019.11 | 두터면세점 면세사업권을 618.6억원에 인수한 후 2020년 2월부터 영업 시작 |
| | SK바이오랜드 인수 | 2020.08 | 계열사 현대HCN을 통해 SKC가 보유한 SK바이오랜드 지분 27.9% 인수 |
| | 인천공항 면세점 진출 | 2020.08 | 인천공항 T1 DF7구역 영업 개시 |
| 쿠팡 | 나스닥 상장 | 2021.03 | 공모가 35달러, 공모금액 5.2조원으로 나스닥 상장 |
| | 해외진출 | 2021.06 | 일본 나가노부 지역 로켓배송 서비스 및 대만 타이베이에도 즉시배달 서비스 도입 |
| | 유상증자 | 2021.07 | 운영자금 확보 목적. 미국법인 쿠팡 대상 주주배정증자 실시 |
| GS리테일 | GS홈쇼핑 합병 법인 출범 | 2021.04 | GS리테일-GS홈쇼핑 합병 법인 출범 |
| | 메쉬코리아 지분 취득 | 2021.04 | 배달서비스 부를 운영하는 메쉬코리아 지분 19.53%를 확보해 2대 주주로 등극 |
| | 당근마켓 투자 참여 | 2021.08 | '시리즈D' 투자에 신규 투자자로 참여 |
| | 요기요 인수 | 2021.10 | 요기요 인수 확정. 인수금액 8,000억원 중 GS리테일 투자금액은 3,000억원 |
| 카페24 | NAVER와의 지분 교환 | 2021.08 | NAVER가 카페24 지분 14.99%(33.1만주) 취득하며 주요 주주 등극 |
| 딜리버리히어로 | 배달의민족 인수 | 2021.03 | 배달의민족 인수 확정. 인수대금은 4.5조원 |
| 11번가 | 아마존과 협약 체결 | 2021.08 | 8월 내로 아마존 글로벌 스토어 운영 예정 |
| 마켓컬리 | 상장 진행 중 | | |
| 인터파크 | 매각 진행 중 | | |
| 다나와 | 매각 진행 중 | | |

자료: 각사, NH투자증권 리서치본부

1) 신세계그룹 - 이마트, 이제는 온라인 회사로 평가해야 한다

오프라인도 잘하는 온라인 기업

이마트가 추구하는 방향성은 '온라인도 잘하는 오프라인 기업이 아닌 오프라인도 잘하는 온라인 기업으로 거듭나야 한다'는 정용진 부회장의 경영 철학에 잘 드러난다. 이러한 목표를 가지고 이미 지난 몇 년간 SSG.COM 육성에 공을 들였으나 원하는 만큼의 성공을 거두지는 못한 것이 사실이다. 이에 이마트는 온라인 비즈니스 강화를 위해 마지막으로 도전하는 중이다.

네이버, 이마트, 신세계의 지분 교환

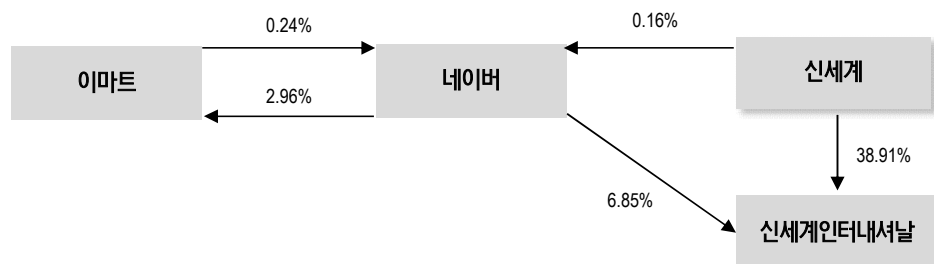
온라인 거래액 규모를 한번에 키우기 위해 신세계그룹은 NAVER와의 지분스와프, 이베이코리아 인수라는 결정을 내렸다. NAVER와의 지분스와프는 1)NAVER와 이마트가 자사주(각각 0.24%, 2.96%)를 활용하여 총 1,500억원 규모로 이루어졌으며, 2)NAVER(자사주 0.16%)와 신세계(보유 중인 신세계인터넷내셔널 지분 6.85%) 간에도 총 1,000억원의 거래가 성사되었다.

네이버와 함께 준비 중인 장보기 서비스는 4분기 출시 예정

3자 간 지분 스와프는 양사에게 윈윈 시너지를 가져다 줄 것으로 기대된다. 일단 가장 먼저 기대되는 부분은 압도적인 트래픽을 확보하고 있는 네이버쇼핑과 국내 1위 할인점인 이마트가 함께 장보기 서비스를 선보일 수 있다는 점이다. 이를 통해 네이버쇼핑은 약점으로 지적 받아온 신선식품 경쟁력을 끌어올릴 수 있게 되며, SSG.COM 역시 트래픽 확보를 노릴 수 있다. 현재 SSG.COM의 월간 주문 회원 수는 190만명 수준으로 업계 1위인 쿠팡(1,740만명) 대비 크게 뒤쳐져 있는데 네이버쇼핑과의 협력을 통해 의미 있는 격차 축소를 기대할 수 있을 것이다. 양사의 장보기 서비스는 다가올 4분기 시장에 첫 선을 보일 예정이다.

네이버플러스 멤버십과 신세계포인트 통합도 논의 중이다. 특히, 신세계백화점의 VIP 서비스와 연계해 프리미엄 배송, 온라인 1:1 퍼스널 쇼퍼 서비스 등 온라인 상에서 프리미엄 서비스를 제공하는 것도 가능해질 것으로 전망한다.

그림59. 네이버, 이마트, 신세계 사이에서 이루어진 지분 스와프



자료: 이마트, 네이버, 신세계, NH투자증권 리서치본부

이베이코리아 인수로 온라인 거래액(GMV) 기준 국내 3위가 됨

뿐만 아니라 이베이코리아(G마켓, 옥션) 인수에도 성공했다. 이마트와 eBay INC.는 이베이코리아 유한책임회사 지분 매매에 관한 주요 계약조건을 합의했다고 발표했는데 인수대상은 지분 80.01%이며, 100% 지분 기준 기업가치 4.3조원 수준이다. 당사는 이베이코리아의 2021년 예상 거래액 규모를 18조원 수준으로 추정하고 있는 만큼 SSG.COM('21E GMV 5.8조원)과 합칠 경우 거래액 규모 기준으로 단숨에 국내 3위 자리를 차지하게 된다. 물론 성공적인 M&A로 평가하기 위해서는 추후 어떠한 시너지 전략을 제시하는지가 중요하겠지만 적어도 온라인쇼핑 시장에서 확고한 위치를 확보했다는 측면에서 긍정적인 행보였다고 판단한다.

온라인 사업 강화를 위해 오프라인 자산 유동화 진행

이베이코리아 인수대금 및 향후 온라인 사업 확대를 위해 필요한 운영자금 확보 작업도 지켜보아야 할 변수다. 2Q21 기준 이마트의 연결 순차입금 규모가 4.1조원(리스부채 제외 시 3.1조원)에 달하는 만큼 신용등급 하락 리스크를 고려하지 않을 수 없기 때문이다. 이를 해결하기 위해 자산유동화를 진행할 가능성이 크다고 판단한다.

표7. 이마트 자본 조달 현황

| 일시 | 조달 방법 | 금액(십억원) | 매각/양도 대상 | 내용 |
|------------|----------|---------|--------------------|--|
| 2021-05-20 | 부지 양도 | 75.0 | 신세계프라퍼티 | 경기도 남양주시 별내동 990 토지 양도 / 부지 매각을 통한 자산효율화, 비유동자산 감소 및 현금성자산 증가 |
| 2021-06-01 | 토지 매각 | 682.0 | 현대건설 | 서울 강서구 가양동 449-19 토지 및 그 지상 건물 매각 / 재무건전성 및 투자재원 확보 |
| 2020-07-14 | 부지 양도 | 63.7 | 신세계 | 서울 중구 장충동 56-85 일대 부동산 양도 / 비영업용자산 매각을 통한 자산효율화, 비유동자산 감소 및 현금성자산 증가 |
| 2020-03-31 | 토지 매각 | 815.8 | 마곡씨피프에이프브이 | 서울 강서구 마곡동 727-769 업무용지 매각 / 재무건전성 및 투자재원 확보 |
| 2019-11-01 | 토지/건물 매각 | 952.5 | 마스턴투자운용 설정 신탁업자 | 이마트 13개점 토지 및 건물 매각 / 보유자산 유동화를 통한 재무건전성 및 투자재원 확보 |

자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

표8. 이마트 이베이코리아 인수 개요

| 인수자 | 대상 | 매각사 | 취득금액 | 취득 후 지분율 | 취득 예정 일자 | 취득 목적 |
|-----|--------|-----------|--------|----------|--------------|------------|
| 이마트 | 이베이코리아 | 에메랄드에스피브이 | 3.44조원 | 80.01% | 2021년 6월 30일 | 사업장 시너지 창출 |

자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

표9. 신세계그룹-NAVER 협업 내용

| 협업 | 내용 |
|------------------|---|
| 지역명물 챌린지 | 네이버 푸드윈도 먹거리 이마트 피코크가 밀키트 상품화 |
| 이마트몰 네이버쇼핑 입점 | NAVER 플랫폼·아이디어로 이마트 상품 온라인 구매 가능 |
| 리테일 테크 공동 구축 | 네이버 AI 기술 활용해 스타벅스, 스타필드 등에서 스마트 주문 확대 |
| 물류 시너지 확대 | 신세계 전용 물류센터 이용한 협력 및 물류 관련 공동 신규투자 |

자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림60. 이마트 장보기 전략



자료: 이마트, NAVER, NH투자증권 리서치본부

이마트 연결 전체 거래액에서 온라인 비중은 절반 이상

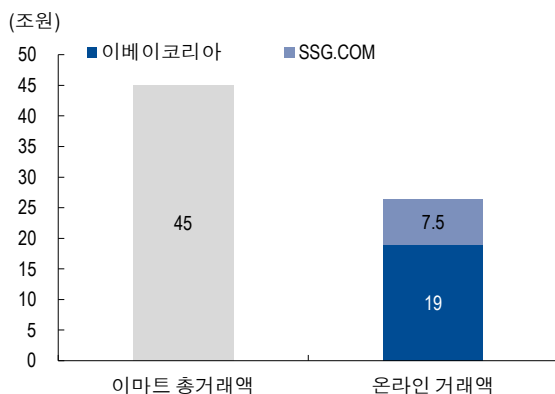
이베이코리아 인수까지 마무리되면 이마트의 기업 DNA는 확실히 바뀌게 된다. 이베이코리아를 포함한 2020년 이마트 연결 총 거래액은 39조원인데 그 중 온라인 거래액이 21.1조원(이베이코리아 17.2조원, SSG.COM 3.9조원)으로 온라인 비중이 54.1%에 달한다. 전체 매출액의 절반 이상이 오프라인이 아닌 온라인에서 발생했다는 뜻이며 2022년에는 온라인 비중이 58%까지 상승할 것이다. 온라인도 잘하는 오프라인 기업이 아닌 오프라인도 잘하는 온라인 기업으로 거듭나야 한다는 정용진 부회장의 이념이 드디어 현실화된 것이다.

오프라인 유통업체들에게 적용되는 PER 밸류에이션은 일반적으로 10배를 넘어가기 쉽지 않다. 온라인 소매 시장 성장의 반대급부로 오프라인 소매 시장이 위축된 탓이며 이마트 역시 마찬가지였다. 하지만 온라인 매출 비중이 절반 이상으로 확대된 만큼 이마트에 대한 가치 평가 역시 달라질 가능성이 높다. 대부분의 온라인쇼핑 업체들은 적자상태이다 보니 거래액을 기준으로 기업가치를 평가하는 경우가 많다. 참고로 쿠팡의 시가총액 61조원(9/12 종가 기준)은 2021년 예상 거래액 대비 2.0배 수준에 달한다. SSG.COM 거래액 증가에 따른 재평가가 기대되는 이유다.

스타벅스코리아 연결 편입 효과로 사상 최대 영업이익 기대

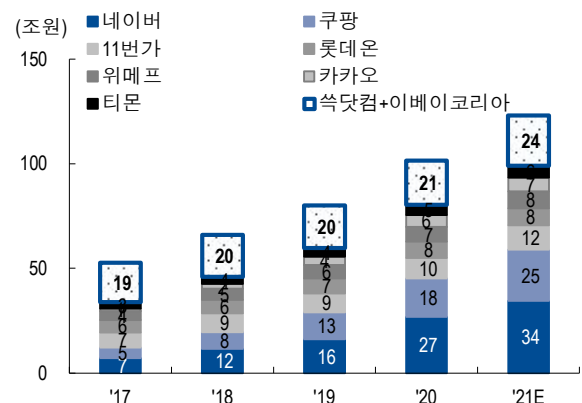
추가적으로 관심을 가져야 하는 사항은 스타벅스코리아 연결 편입이다. 이마트는 스타벅스코리아에 대한 지분 50%를 확보(지분법 회사로 인식)하고 있었는데, 지난 7월 추가로 17.5%를 인수하면서 연결 자회사로 편입시켰다. 오프라인 매장 실적 반등과 더불어 연간 2,000억원에 달하는 스타벅스코리아 영업이익이 이마트 연결 실적으로 반영되며 사상 최대 영업이익 달성이 가능한 구조가 형성되었다. SSG.COM 거래액 성장을 위해 추후 판촉 비용이 증가하는 경우에도 이마트가 어닝쇼크를 기록할 가능성이 낮아졌다는 점도 투자자 입장에서는 긍정적인 변화다.

그림61. 2022년 이마트 온라인 비중 58% 이상 전망



자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

그림62. 2021년 온라인 거래액 순위



자료: 각사, 언론보도, NH투자증권 리서치본부 전망

2) GS 그룹 - 합병 완료, 지금부터가 중요하다

GS리테일과 GS홈쇼핑 합병 완료

GS그룹의 대표적인 유통 계열사인 GS리테일과 GS홈쇼핑은 2021년 7월 1일자로 합병(준속 법인 GS리테일, 소멸 법인 GS홈쇼핑)을 마무리했다. 합병을 통해 오프라인(편의점, 슈퍼)과 온라인(홈쇼핑, e커머스)을 아우르는 종합 커머스 플랫폼으로 재탄생하게 되었다. 물론 합병과 관련하여 우려 및 부정적 시각이 있는 것도 사실이지만 온라인 역량 강화를 위한 기반을 마련했다는 점을 당사는 긍정적 평가한다.

합병 법인의 2025년 취급액 목표 25조원

합병 법인은 연평균 +10.0% 성장을 통한 2025년 취급액 25조원을 목표(현재 15.5조원)하며 각 사업부문별 목표치는 편의점(+2.5조원), 홈쇼핑(+1.7조원), 슈퍼마켓(+0.2조원), 디지털커머스(+4.5조원), 기타(+0.6조원)이다. CAPEX 계획은 향후 5년간 총 1조원 규모이며 그 중 디지털커머스(2,700억원) 및 인프라/테크(5,700억원)에 투입될 예정이다. 2025년까지의 취급액 성장 및 CAPEX 투자 목표에서 디지털커머스가 차지하는 비중이 크다는 점은 통해 GS그룹 유통사업의 방향성이 온라인에 맞춰져 있음을 확인할 수 있다. 이를 달성하기 위해 제시하고 있는 합병 법인의 세부 사업 전략은 다음과 같다.

- (1) **고객 통합**: 먼저 양 사의 통합 고객 1,510만명에 더해 비식별 고객의 식별화를 통한 차별화서비스를 목표로 한다. 주력 고객이 GS리테일은 20~40대, GS홈쇼핑은 40~50대인 만큼 전 연령층을 고객 기반 강화에 주력할 것으로 보인다.
- (2) **상품 통합**: GS 리테일은 일반식품, GS 홈쇼핑은 생활용품, 가전, 이미용 카테고리 강점을 보유하고 있다. 합병 이후 상품 공동 기획 및 PB 확대, Cross-Selling을 통한 양 사 상품 소싱/판매 통합을 통해 부족했던 부분을 보강하는 것을 목표로 한다.
- (3) **인프라 통합**: 현재 양 사는 총 12만평 규모의 물류센터(오프라인 31개, 디지털커머스 3개, 홈쇼핑 물류센터 2개 등)를 확보하고 있다. 추후 오프라인 점포의 배송거점화, 추가 6개 센터 신축 등을 통해 배송 경쟁력을 확보할 계획이다.

표10. 합병 GS리테일의 취급액 계획

| 구분 | 2020 | 2025(F) |
|--------|--------|---------|
| 편의점 | 8.9조원 | 11.4조원 |
| 홈쇼핑 | 3.2조원 | 4.9조원 |
| 슈퍼 | 1.4조원 | 1.6조원 |
| 디지털커머스 | 1.3조원 | 5.8조원 |
| 기타 | 0.7조원 | 1.3조원 |
| 합계 | 15.5조원 | 25.0조원 |

자료: GS리테일, NH투자증권 리서치본부

표11. 합병 GS리테일의 CAPEX 계획

| 부문 | 내용 | 금액 |
|------------|---|---------|
| 디지털 커머스 | 고객/Data 통합 및 CX 차별화 서비스 - SSO, 간편결제, 통합멤버십, CDP 등 전략 투자 / M&A - 식품 신사업 등 | 2,700억원 |
| Infra/Tech | DX/Tech 1) A.I.: 초개인화검색/추천고도화 2) Data: 통합고객DB/Cloud, SaaS 전환 3) IT: MSA/통합시스템/개발역량확보 물류 - 신규 물류센터/MFC/LMD | 5,700억원 |
| 신규사업 | 미래사업 투자(벤처/펀드 등) New-Biz(New Concept Store, O4O퀵커머스) | 1,800억원 |

자료: GS리테일, NH투자증권 리서치본부

퀵커머스 강화를 위해 요기요 지분 인수

M&A 관련 발빠른 모습도 보였다. 합병 법인 출범 한 달 만에 딜리버리히어로코리아(요기요) 지분 100% 인수 목적으로 설립된 SPC의 지분 30%를 3,000억원에 인수했다. GS리테일은 그간 오프라인 유통망을 거점으로 우리동네딜리버리(플랫폼)와 매쉬코리아(부릉)를 통해 퀵커머스를 구현했으나 쿠팡이나 B마켓(배달의 민족) 대비 인지도가 낮았던 만큼 요기요 인수를 통해 퀵커머스 시장에서 선도적인 지위를 확보하기 위함이었다고 보여진다.

M&A를 가능케하는 원동력은 GS홈쇼핑이 확보한 순현금

이처럼 적극적인 온라인 경쟁력 강화에 나설 수 있었던 배경으로는 안정화된 재무구조를 꼽을 수 있다. 합병 이전 GS리테일의 부채 비율은 157.7% 수준이었으며, 코로나19 여파로 오프라인 사업 실적이 악화되어 대규모 투자에 나서기 어려웠다. 하지만 6,000억원이 넘는 순현금을 확보하고 있으며 지난 3년 평균 1,044억원의 영업현금흐름을 기록한 GS홈쇼핑과의 합병으로 투자 여력을 확보한 것이다

합병 성과, 단기적인 실적보다는 방향성이 더욱 중요할 것

물론 앞으로 온라인 사업을 강화하는 과정이 쉽지는 않을 것이다. 대형 온라인 사업자들과 경쟁하기 위한 차별화된 전략 도입도 필요해 보이며 이 과정에서 전국에 15,000개나 확보하고 있는 편의점 점포에 대한 활용 방안도 중요해질 것이다. 대표적으로 주류 스마트오더 플랫폼인 와인25플러스(온라인에서 와인 주문 후 인근 편의점 점포에서 수령하는 방식) 등 오프라인 기반 없이는 불가능한 차별화 서비스를 얼마나 선보일 수 있을 지가 향후 성과를 가를 것으로 전망한다. 합병 성과를 단기적인 실적 측면에서 평가하기보다는 방향성을 살펴보아야 한다.

표12. GS리테일 요기요 인수 개요

| 인수자 | 대상 | 매각사 | 취득금액 | 취득 후 지분율 | 취득 예정 일자 | 취득 목적 |
|-------|-----|-----------------------|---------|----------|---------------|----------------------------|
| GS리테일 | 요기요 | 컴바인드딜리버리플랫폼 인베스트먼트 | 3,000억원 | 30% | 2021년 10월 31일 | 딜리버리히어로코리아 인수를 위한 재원 마련 |

자료: GS리테일, NH투자증권 리서치본부

그림63. 부릉, 요기요를 통한 퀵커머스 구현 시도



자료: 언론보도, NH투자증권 리서치본부

그림64. 특화서비스, 와인25



자료: GS리테일, NH투자증권 리서치본부

3) 롯데그룹 - 구조조정은 마무리 단계, 온라인 부문은 반전이 필요함

과거 경쟁력이었던
오프라인 매장들이
비효율적 자산으로

과거 유통 기업들이 외형 성장을 위해 가장 쉽게 선택할 수 있었던 방법은 오프라인 매장 확대였다. 재화의 가격이나 서비스 등을 실시간으로 비교 분석하는 것이 불가능했기 때문에 소비자들의 접근성이 최우선시되었으며, 당연히 유통 인구가 많이 보이는 지역에 상권이 발달할 수밖에 없었다. 주요 상권에 매장을 열기 위해서는 막대한 자금이 필요했기에 대기업 유통업체들의 경쟁력이 높았다. 그중에서도 점포 수 측면에서 가장 앞서 나갔던 기업이 바로 롯데쇼핑이다. 하지만 경제성장률이 둔화되고 온라인 쇼핑 시장이 본격 개화함에 따라 롯데쇼핑의 핵심 경쟁력이었던 수많은 오프라인 점포들이 지금은 비효율적인 투자자산으로 전락했다.

대규모 오프라인
구조조정 진행, 이제는
어느정도 마무리 단계

롯데쇼핑이 지난해 오프라인 매장 200개를 줄이는 구조조정 계획을 발표한 것도 이러한 맥락에서 이해할 수 있다. 실제로 백화점을 제외한 오프라인 매장 점포수는 지난 1년 반 사이 150개 가량 감소했다. 이러한 구조조정 효과는 실적에도 점차 반영되고 있는데, 1H21 롯데쇼핑의 연결 매출액은 전년동기 대비 4.2% 감소했으나 영업이익은 29.6% 증가하는 모습을 보였다. 폐점을 진행한 점포 대부분이 적자 상태였기 때문에 수익성은 오히려 개선된 것이다. 자회사인 롯데하이마트 역시 마찬가지로 적자점포를 폐점하거나 통합을 통해 대형점으로 전환시키는 과정을 거치며 2020년 창립 이래 처음으로 점포 수가 감소했으나, 영업이익은 오히려 큰 폭으로 개선되는 모습이 나타났다.

온라인 투자 성과는
아직까지 미지수

하지만 2015년 이후 5년 연속 매출액이 감소하며 소비 시장 내에서 점유율이 하락하고 있음은 중장기적인 기업가치 측면에서 우려되는 부분이다. 물론, 롯데쇼핑도 성장 동력이 온라인이라는 점을 명확하게 파악하고 있으며, 통합 온라인 플랫폼인 '롯데ON'을 선보이기도 했으나 아직까지 유의미한 성과가 확인되지는 않고 있다.

표13. 롯데쇼핑 폐점 현황

| 위치 | 사업부 | 2019 | 2020 | 1H21 | 점포 순증(폐점) 누계 |
|----|-----|------|------|------|--------------|
| 국내 | 백화점 | 53 | 52 | 58 | 5 |
| | 마트 | 125 | 113 | 112 | (13) |
| | 슈퍼 | 521 | 453 | 422 | (99) |
| | 롭스 | 128 | 101 | 88 | (40) |
| 해외 | 백화점 | 6 | 4 | 4 | (2) |
| | 할인점 | 64 | 63 | 63 | (1) |
| 합계 | | 897 | 786 | 747 | (150) |

자료: 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

롯데ON, 경쟁 플랫폼 대비 성장률이 뒤처짐

롯데ON 성과가 포함된 롯데쇼핑 e커머스 사업부문의 2021년 상반기 매출액은 전년 대비 29.2% 감소했으며 영업손실 규모도 확대되었다. 물론 매출액 감소 원인 중에는 종합몰에서 오픈마켓으로 전환한 것과 지난 5월부터 외형 확장을 위해 펼치고 있는 셀러 수수료 감면 정책 영향이 크다. 그러나 매출액이 아닌 취급고 기준 성장률도 +13% y-y 수준에 불과해 경쟁사 대비 뒤쳐져 있다는 점이 아쉽다.

M&A 시장에서도 다소 소극적인 모습

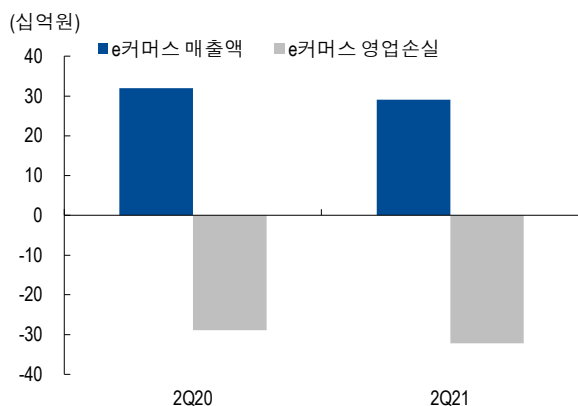
온라인 기업 M&A에도 다소 소극적인 모습이다. 티몬, 이베이코리아 등 대형 매물이 나올 때 마다 항상 유력한 인수 후보로 거론되곤 했지만 최종적으로 인수를 마무리 한 기업은 지난 3월 중고거래 플랫폼 '중고나라' 지분 매입이 유일하다. 물론 M&A를 통한 외형 확대 전략이 항상 정답인 것은 분명 아니지만, 오프라인 유통시장의 절대 강자였던 롯데그룹이 온라인 유통시장 내 TOP3에 속하지 못한다는 사실은 온라인 회사로의 변화 속도가 그만큼 느리다는 점을 방증한다. 최근 롯데쇼핑은 각 오프라인 사업부에 흩어져 있던 온라인 인력을 e커머스 사업부로 합쳐 운영하는 조직개편을 단행한 만큼 성과를 지켜볼 필요가 있다.

표14. 롯데온은 O4O 전략을 추진하고 있음

| 롯데쇼핑 온-오프라인 인프라 통합/연결 | |
|---|--|
| | |
| 초개인화 서비스 | O4O(Online for Offline) 서비스 |
| 고객을 위한 데이터 활용: 고객 한 사람을 위한 퍼스널 코디 <ul style="list-style-type: none"> - 롯데그룹 핵심 자산 활용: 3,900만 회원, 1만5천개 매장, 천만개 상품 - 온/오프라인 교차 구매 추천(7월), 고객 구매 주기에 맞춘 상품 추천(9월) - 검색 차별화: 동일 상품에 대해서 대표 상품 노출, 개인화 맞춤 검색(7월) 파트너사를 위한 데이터 활용: 판매 정보 제공 <ul style="list-style-type: none"> - 인기 상품 수요 예측(트렌드 상품), 시장 최저가 제안 - 판매 적정 재고관리, 프로모션 효율 분석/마케팅 기획 | 원하는 장소, 시간을 선택하는 '적시 배송' <ul style="list-style-type: none"> - 바로배송: 주문 후 2시간 내 배송 - 새벽배송: 아침 7시까지 문 앞에 - 선물배송: 정성을 담은 선물 포장 - 스마트픽: 원하는 시간과 장소를 고객이 직접 선택 그룹 자산 연계 '서비스 차별화' <ul style="list-style-type: none"> - 그룹 연계 상품/서비스 개발: 단독/PB 상품, 스마트 오더(보이스커머스) - 온라인 통합 회원제: 온/오프라인 혜택 제공, 고객 Lock-in 언택트 쇼핑 트렌드 대응 <ul style="list-style-type: none"> - VOD 쇼핑(ON TV) 매주 40개, Live Commerce('20.6월 오픈) |

자료: 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

그림65. 롯데쇼핑 e커머스 사업부문 성과 부진



자료: 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

그림66. 롯데ON이 제공 중인 서비스



자료: 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

4) 그 외 - 오히려 오프라인 경쟁력 차별화에 집중하는 기업들

본업에 더 집중하는

1) 현대백화점

2) BGF리테일

앞서 살펴본 바와 같이 많은 유통 업체들은 오프라인이 아닌 온라인 역량을 강화하기 위해 변화 중이다. 하지만 이러한 상황 속에서 오히려 오프라인 본업의 경쟁력을 강화하는 행보를 보이는 기업들도 있는데 현대백화점과 BGF리테일이 이에 해당한다. 이들이 영위 중인 백화점과 편의점, 면세점 사업은 상대적으로 온라인 영향을 덜 받는 특징을 보이기 때문에 가능한 선택이었다고 보여진다.

온라인과의 경쟁이

심하지 않은 채널

백화점과 면세점은 각각 VIP 고객을 중심으로 한 명품, 보따리상 매출이 핵심이다 보니 온라인과의 경쟁이 심하지 않으며 편의점 역시 매출 비중의 50% 이상을 차지하는 술과 담배가 온라인 배송이 불가능해 대체가 불가능하다. 그렇기에 온라인 매출 비중을 높이기 위해 무리한 M&A에 참여하는 것 대신 본업의 경쟁력을 한층 더 끌어올려 매출 및 수익성을 개선시키는 전략도 분명 의미 있다.

현대백화점은 백화점과 면세점 모두 외형 확대에 집중했다. 코로나19 이후 백화점 및 아울렛 출점 총 3점을 했으며, 면세점도 동대문 면세점 인수 및 인천공항 T1 사업자 선정에 따라 전체 사업장을 3개로 늘렸다. 2015년 판교점 이후 대규모 출점이 없었던 점을 감안하면 상당히 공격적인 행보였다고 판단된다. 오프라인 매장은 오픈 초기 비용 반영 등으로 당장 손익 기여는 크지 않으나 매출 목표치를 초과 달성하는 긍정적 흐름이 확인되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

BGF리테일은 점포 출점, 기존점성장률 측면에서 경쟁사들과 차별화되는 성과를 기록 중이다. 순수 편의점 업체라는 점을 다양성 측면에서 약점으로 바라보는 시각도 있으나, 당사는 한국 편의점 산업의 성장 잠재력이 여전히 남아있다고 판단하는 만큼 본업에 집중하는 BGF리테일의 행보를 결코 부정적으로 해석하지 않으며 결국 실적으로 증명하면 될 것이라 판단한다. 성장성, 그리고 수익성 양 측면에서의 경쟁우위가 지속된다면 BGF리테일의 기업가치도 지속적으로 상승할 것이다.

이처럼 온라인으로 대체가 쉽지 않은 영역에서 경쟁우위를 점하고 있는 업체들은 단순히 온라인 사업 비중이 낮다는 이유로 평가절하해서는 안 될 것이다.

Appendix

| E-Commerce 용어 | 설명 |
|--------------------------------|--|
| C2C(Customer to Customer) | 소비자 대 소비자 간의 인터넷 비즈니스를 지칭하는 용어로 소비자가 상품을 구매하는 주체인 동시에 공급의 주체가 되기도 하는 소비자들을 직접 연결시켜주는 거래 형태 |
| B2C(Business to Customer) | 기업이 소비자를 상대로 인터넷 상점을 개설하여 소비자에게 상품을 판매하는 형태의 비즈니스 |
| D2C(Direct to Customer) | 유통상을 통하지 않고 소비자를 바로 자사몰로 유입시켜 소비자에게 직접 판매하는 이커머스 형태 |
| Resell Commerce(리셀커머스) | 구매한 제품을 되팔아 시세 차익을 얻는 재판매 거래의 형태 |
| Quick Commerce(퀵커머스) | 이커머스에 시간의 개념을 더한 것으로 고객에게 상품을 얼마나 빠르게 배송하느냐가 핵심 |
| Curation Commerce (큐레이션커머스) | 큐레이터가 작품 등을 수집, 전시, 기획하듯이 특정 분야 전문가 등이 직접 제품을 골라 할인한 가격에 파는 전자상거래 형태 |
| Live Commerce(라이브커머스) | 실시간 동영상 스트리밍으로 상품을 판매하는 온라인 채널로 '언택트' 경제가 부상하면서 활발하게 활용 |
| Open Market(오픈마켓) | 개인과 소규모 판매업체 등이 온라인에서 자유롭게 상품을 거래할 수 있는 인터넷 중개물 |
| Omni Channel(옴니채널) | 소비자가 온라인, 오프라인, 모바일 등 다양한 경로로 상품을 검색하고 구매할 수 있도록 하는 서비스 |
| 온라인 침투율 | 전체 소매판매 중 전자상거래를 통한 온라인 채널 거래액의 비중 |
| 웨이상 | 중국의 모바일 메신저인 웨이신(微信, 위챗)과 웨이보(微博)를 이용해 상품을 홍보하고 파는 방식의 사업 |
| 3PL(Third Party Logistics) | 제3자 물류로 물류 부문의 전부 혹은 일부를 물류전문업체에 아웃소싱하는 것 |
| P.P(Picking & Packing)센터 | 도심 전용 온라인 물류 복합센터 |
| SKU(stock keeping unit) | 재고관리 코드를 의미하며, 개별 상품에 대해 재고 관리 목적으로 추적이 용이하도록 하는 식별 관리 코드 |

이마트 (139480.KS)

온라인 DNA 장착, 재평가가 시작된다

이베이코리아 인수 완료 시 2022년 거래액에서 온라인 비중이 58%까지 확대될 것. SSG.COM 가치 상승에 따른 모회사 기업가치 재평가, 스타벅스 코리아 연결 자회사 편입 모두 긍정적이며 업종 Top Pick으로 제시

목표주가 260,000원, 투자의견 Buy 제시

이마트에 대해 목표주가 260,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 목표 주가는 SOTP(Sum of the parts) 밸류에이션을 통해 산출했으며 부문별 가치는 각각 할인점 5.3조원, 주요 자회사 지분가치 4.6조원, 비영업가치 0.7조원이며 순차입금 3.5조원(리스부채 제외)을 차감함. 현재 주가(9/10, 170,000원) 대비 상승여력은 53%이며 업종 Top Pick으로 제시함

온라인 DNA 장착, 재평가가 시작된다

기존 SSG.COM의 고성장과 더불어 M&A에도 적극적으로 나선 결과 2022년 이마트 연결 총 거래액에서 온라인이 차지하는 비중은 58%까지 확대될 것으로 추정됨. 오프라인 유통업체라는 인식이 지배적이나 온라인 쇼핑 회사로 성공적인 변화에 성공했음을 긍정적으로 평가하며 이에 따른 기업가치 재평가가 이루어질 것으로 기대함

당사는 SSG.COM과 이베이코리아의 합병 가능성을 높게 보고 있는데 이 경우 온라인 거래액은 2022년 26.5조원, 2023년 30조원까지 증가하게 됨. 온라인 쇼핑 업체들의 기업가치는 일반적으로 거래액을 기준으로 평가하는 것이 일반적인 만큼 SSG.COM의 가치는 빠르게 상승하는 모습을 보일 것. 참고로 쿠팡은 2021년 예상 거래액 대비 2.0배 수준에서 거래되고 있음

스타벅스 코리아 연결 편입 역시 긍정적. 지난 7월 스타벅스 코리아 지분 17.5%를 추가로 인수함에 따라 연간 2,000억원에 달하는 스타벅스 코리아 영업이익이 4Q21부터 이마트 연결 실적에 편입될 것으로 추정됨. 추후 SSG.COM 거래액 성장 목적의 판촉 비용이 증가하더라도 2022년 이마트 연결 영업이익은 6,823억원으로 사상 최대치 달성 가능할 것

이마트 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|---------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 순매출액 | 5,908 | 5,726 | 5,896 | 5,865 | 6,769 | 14.6 | 15.4 | 6,481 | 7,081 |
| 영업이익 | 151 | 85 | 123 | 8 | 177 | 17.1 | 2,234.3 | 179 | 167 |
| 영업이익률 | 2.6 | 1.5 | 2.1 | 0.1 | 2.6 | | | 2.8 | 2.4 |
| 세전이익 | 146 | -109 | 150 | 648 | 197 | 34.5 | -69.6 | 207 | 163 |
| (지배)순이익 | 113 | -116 | 91 | 476 | 110 | -3.0 | -77.0 | 146 | 106 |

주: IFRS 연결기준; 자료: 이마트, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 44페이지 참조

Buy (신규)

목표주가 260,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 170,000원

| | |
|--------------------|---------------------|
| 업종 | 유통 |
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 4,738.9십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 27.9백만주 |
| 52주 최고가('21/02/16) | 189,000원 |
| 최저가('20/09/22) | 140,500원 |
| 평균거래대금(60일) | 34,636백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 1.18% |
| 외국인지분율 | 35.4% |

| | |
|-----------|-------|
| 주요주주 | |
| 정용진 외 1 인 | 28.6% |
| 국민연금 | 9.6% |

| | | | |
|------------|-----|------|-------|
| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 (%) | 6.3 | -4.0 | 16.8 |
| 상대수익률 (%)p | 9.6 | -9.1 | -10.4 |

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 22,033 | 25,610 | 29,486 | 31,552 |
| 증감률 | 15.6 | 16.2 | 15.1 | 7.0 |
| 영업이익 | 237 | 475 | 682 | 791 |
| 증감률 | 57.4 | 100.1 | 43.8 | 15.9 |
| 영업이익률 | 1.1 | 1.9 | 2.3 | 2.5 |
| (지배)순이익 | 362 | 783 | 560 | 625 |
| EPS | 12,979 | 28,083 | 20,079 | 22,436 |
| 증감률 | 54.7 | 116.4 | -28.5 | 11.7 |
| PER | 11.7 | 6.1 | 8.5 | 7.6 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 6.1 | 6.8 | 6.2 | 5.3 |
| ROE | 4.0 | 8.3 | 5.6 | 5.9 |
| 부채비율 | 112.8 | 110.5 | 105.8 | 101.1 |
| 순차입금 | 1,779 | 4,491 | 4,138 | 3,554 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈

02)2229-6221, jooyun@nhqvc.com

Jr. Analyst 정지윤

02)768-7705, jiyoon@nhqvc.com

Summary

이마트는 2011년 5월 신세계의 대형마트 부문을 인적분할하여 설립되었으며, 종속기업으로 신세계조선호텔, 신세계푸드, 이마트에브리데이, 이마트24, 신세계프라퍼티 등이 있음. 2020년 연결기준 순매출액은 21조3,949억원(+18% y-y) 기록하였고, 사업 부문별 매출 비중은 유통업 88%, 식음료업 6%, 호텔업 1%, 기타 5%로 구성됨. 향후 온·오프라인 협업 강화, 참고형 온라인 장보기 확대 등을 통해 성장을 도모하고자 함

Share price Drivers/Earnings Momentum

- 국내 소비경기 턴어라운드
- 경쟁사의 경쟁력 약화
- 온라인 사업에서의 가시적인 성과

Downside Risk

- 국내 소비경기 부진
- 온라인 사업자들의 점유율 확대
- 오프라인 기존점 성장률 지속 하락

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| Walmart | 29.6 | 23.4 | 4.9 | 4.8 | 17.4 | 20.7 |
| Costco | 43.1 | 39.7 | 11.4 | 9.3 | 26.4 | 23.5 |
| Target | 21.0 | 19.0 | 6.3 | 8.2 | 33.3 | 43.0 |
| Dollar General | 18.3 | 22.0 | 7.0 | 8.1 | 39.7 | 37.0 |
| Carrefour | 11.2 | 9.9 | 1.2 | 1.1 | 10.5 | 11.1 |

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER | 15.2 | 11.7 | 6.1 | 8.5 | 7.6 |
| PBR | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PSR | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| ROE | 2.8 | 4.0 | 8.3 | 5.6 | 5.9 |
| ROIC | 0.4 | 1.5 | 3.0 | 4.6 | 5.3 |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 12,685 | 13,035 | 13,154 | 13,640 | 14,615 | 15,515 | 17,049 | 19,063 | 22,033 |
| 영업이익 | 735 | 735 | 583 | 504 | 569 | 585 | 463 | 151 | 237 |
| 영업이익률(%) | 5.8 | 5.6 | 4.4 | 3.7 | 3.9 | 3.8 | 2.7 | 0.8 | 1.1 |
| 세전이익 | 615 | 649 | 424 | 694 | 507 | 800 | 585 | 282 | 622 |
| 순이익 | 435 | 476 | 292 | 456 | 382 | 628 | 476 | 224 | 363 |
| 지배지분순이익 | 424 | 467 | 290 | 455 | 376 | 616 | 450 | 234 | 362 |
| EBITDA | 1,095 | 1,129 | 997 | 938 | 1,025 | 1,067 | 993 | 1,033 | 1,223 |
| CAPEX | 813 | 842 | 959 | 1,006 | 600 | 723 | 895 | 955 | 520 |
| Free Cash Flow | -118 | -40 | -258 | -272 | 135 | 175 | -125 | -139 | 866 |
| EPS(원) | 15,213 | 16,762 | 10,404 | 16,312 | 13,497 | 22,101 | 16,150 | 8,391 | 12,979 |
| BPS(원) | 216,082 | 235,616 | 247,807 | 250,613 | 276,088 | 295,657 | 293,169 | 315,997 | 325,504 |
| DPS(원) | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 1,750 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 순차입금 | 3,240 | 3,303 | 3,660 | 3,897 | 3,523 | 3,295 | 3,312 | 2,801 | 1,779 |
| ROE(%) | 7.4 | 7.4 | 4.3 | 6.5 | 5.1 | 7.7 | 5.5 | 2.8 | 4.0 |
| ROIC(%) | 8.6 | 7.9 | 5.7 | 2.1 | 5.4 | 6.0 | 2.6 | 0.4 | 1.5 |
| 배당성장(%) | 9.9 | 8.9 | 14.4 | 9.2 | 11.1 | 7.9 | 12.4 | 23.1 | 14.9 |
| 배당수익률(%) | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 1.1 | 1.6 | 1.3 |
| 순차입금 비율(%) | 52.9 | 49.3 | 51.9 | 53.8 | 43.4 | 37.6 | 37.4 | 27.4 | 17.0 |

자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 260,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시

투자 의견 Buy, 목표주가 260,000원 으로 커버리지 개시

이마트에 대해 목표주가 260,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션을 통해 산출했으며, 사업 부문별 가치는 각각 할인점(A) 5.3조원, 주요 자회사 가치(B) 4.6조원, 비영업가치(C) 0.7조원이며 리스부채를 제외한 2021년 예상 순차입금(D) 3.5조원을 차감했다. 현재 주가(9/10, 170,000원) 대비 상승여력은 53%이며 업종 Top Pick으로 제시한다.

동사에 대한 투자 아이디어는 다음과 같다.

투자 아이디어 (1) 거래액에서 온라인 비중 절반 이상

첫째, 온라인 회사로의 DNA 변화다. 기존 SSG.COM의 고성장과 더불어 W컨셉, 이베이코리아 인수 등 M&A에도 적극적으로 나선 결과 2022년 이마트 연결 총 거래액에서 온라인이 차지하는 비중은 58%까지 확대될 것으로 추정된다. 이마트는 국내 1위 할인점 업체이며, 이에 따라 오프라인 업체라는 인식이 지배적이나, 온라인 쇼핑 회사로 성공적인 체질 변화에 성공했음을 긍정적으로 평가하는 바이다.

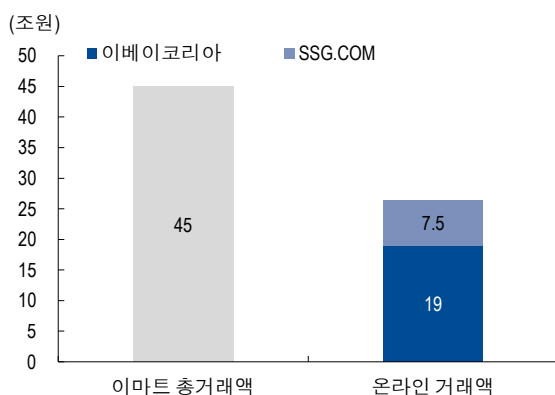
투자 아이디어 (2) SSG.COM 가치 상승

둘째, SSG.COM 가치 상승에 따른 모회사 기업가치 재평가다. 당사는 SSG.COM과 이베이코리아의 합병 가능성을 높게 보고 있으며 이 경우 SSG.COM의 거래액은 2022년 26조원, 2023년 30조원으로 추정된다. 온라인 쇼핑 업체들의 기업가치는 거래액을 기준으로 평가받는 만큼 SSG.COM의 기업가치는 크게 상승할 가능성이 높다. 참고로 쿠팡은 2021년 예상 거래액 대비 2.0배 수준에서 기업가치가 형성되어 있다.

투자 아이디어 (3) 스타벅스코리아 연결 반영으로 사상 최대 영업이익 달성

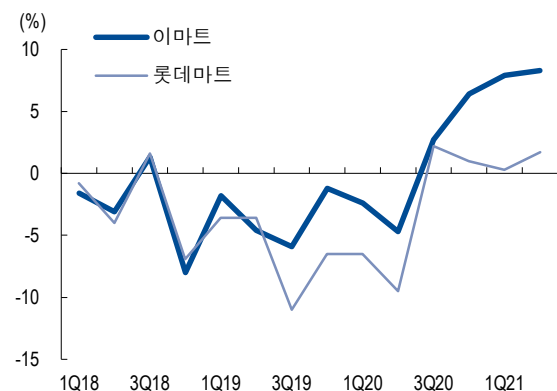
셋째, 스타벅스코리아 연결 편입이다. 이마트는 스타벅스코리아 지분 50%를 확보(지분법 인식)하고 있었는데, 지난 7월 추가로 17.5%를 인수하면서 연결 자회사로 편입시켰다. 이에 연간 2,000억원에 달하는 스타벅스코리아 실적이 4분기부터 이마트 연결 실적에 반영될 것으로 추정된다. SSG.COM 거래액 성장을 위해 추후 판촉 비용이 증가하더라도 영업이익의 사상 최대치 달성이 가능한 구조다.

그림1. 온라인 거래액이 절반 이상을 차지할 것



자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부 전망

그림2. 오프라인 성장률도 차별화되는 성과를 보이고 있음



자료: 이마트, 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

표1. 이마트 실적 전망 (IFRS 연결기준)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 22,033 | 25,610 | 29,486 | 31,552 |
| 영업이익 | 237 | 475 | 682 | 791 |
| 영업이익률 | 1.1 | 1.9 | 2.3 | 2.5 |
| EBITDA | 1,223 | 1,569 | 1,674 | 1,838 |
| (지배지분)순이익 | 362 | 783 | 560 | 625 |
| EPS | 12,979 | 28,083 | 20,079 | 22,436 |
| PER | 11.7 | 6.1 | 8.5 | 7.6 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 6.1 | 6.8 | 6.2 | 5.3 |
| ROE | 4.0 | 8.3 | 5.6 | 5.9 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 이마트 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항 목 | 기업가치(십억원) | 주당가치(원) | 비 고 |
|---------------------------------|--------------|----------------|--------------------------------|
| 할인점(+트레이더스) 가치 (A) | 5,352 | 192,610 | |
| EBITDA | 666 | 23,956 | 12M Fwd 추정치 기준, 별도 사업부문 EBITDA |
| Target EV/EBITDA Multiple | X 8.0 | X 8.0 | 할인점 업종 EV/EBITDA(3개연도 평균) |
| 주요 자회사 가치 (B) | 4,631 | 166,658 | 자회사별 지분을 및 지주사 할인율 30% 반영 |
| 비영업 가치 (C) | 721 | 25,944 | |
| 삼성생명 지분(5.88%) | 604 | 21,749 | 상장사, 현재 주가 기준, 할인율 30% |
| 네이버 지분(0.24%) | 117 | 4,195 | 상장사, 현재 주가 기준, 할인율 30% |
| 순차입금 (D) | 3,500 | 125,952 | 2021E 연결 기준(리스부채 제외) |
| 이마트 기업가치 (A)+(B)+(C)-(D) | 7,204 | 259,259 | 이마트 목표주가 260,000 원 제시 |
| 발행주식수(주) | 27,788,355 | 27,788,355 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 이마트 분기별 요약손익계산서 (IFRS 별도)

(단위: 십억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 총매출액 | 3,786.7 | 3,553.8 | 4,206.9 | 3,988.1 | 4,197.2 | 3,894.0 | 4,655.4 | 4,235.5 | 15,535.5 | 16,982.0 |
| 할인점 | 2,780.7 | 2,552.0 | 3,044.5 | 2,851.0 | 3,001.9 | 2,787.2 | 3,301.4 | 2,979.2 | 11,228.2 | 12,069.7 |
| 트레이더스 | 671.1 | 661.4 | 801.0 | 761.0 | 838.7 | 800.5 | 978.1 | 865.1 | 2,894.5 | 3,482.4 |
| 전문점/기타 | 334.9 | 340.4 | 361.4 | 376.1 | 356.6 | 306.3 | 375.9 | 391.1 | 1,412.8 | 1,429.9 |
| 순매출액 | 3,466.0 | 3,237.3 | 3,859.8 | 3,650.6 | 3,838.1 | 3,561.8 | 4,258.3 | 3,875.5 | 14,213.7 | 15,533.6 |
| 총매출액(y-y) | 2% | 3% | 8% | 11% | 11% | 10% | 11% | 6% | 6% | 9% |
| 할인점 | -2% | -1% | 3% | 7% | 8% | 9% | 8% | 4% | 2% | 7% |
| 트레이더스 | 22% | 19% | 28% | 8% | 25% | 21% | 22% | 14% | 19% | 20% |
| 전문점/기타 | 7% | 7% | 9% | 60% | 6% | -10% | 4% | 4% | 18% | 1% |
| 영업이익 | 85.4 | -15.0 | 140.1 | 84.4 | 113.0 | 5.8 | 162.5 | 104.8 | 294.9 | 386.0 |
| 할인점 | 84.6 | -24.2 | 114.0 | 66.8 | 91.2 | -19.6 | 132.1 | 77.5 | 241.2 | 281.1 |
| 트레이더스 | 17.5 | 15.4 | 29.5 | 22.0 | 24.0 | 26.6 | 33.3 | 29.4 | 84.4 | 113.3 |
| 전문점/기타 | -16.7 | -6.2 | -3.4 | -4.4 | -2.2 | -1.2 | -2.8 | -2.1 | -30.7 | -8.3 |
| 영업이익률(%) | 2% | 0% | 3% | 2% | 3% | 0% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| 할인점 | 3% | -1% | 4% | 2% | 3% | -1% | 4% | 3% | 2% | 2% |
| 트레이더스 | 3% | 2% | 4% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 전문점/기타 | -5% | -2% | -1% | -1% | -1% | 0% | -1% | -1% | -2% | -1% |

주: IFRS 별도기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 이마트 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 매출액 | 5,210.8 | 5,188.0 | 5,907.7 | 5,726.5 | 5,895.8 | 5,864.7 | 6,768.6 | 7,081.1 | 22,033.0 | 25,610.2 |
| 이마트(별도) | 3,466.0 | 3,237.3 | 3,859.8 | 3,650.6 | 3,838.1 | 3,561.8 | 4,258.3 | 3,875.5 | 14,213.7 | 15,533.6 |
| 신세계조선폰텔 | 33.8 | 31.2 | 39.3 | 44.4 | 51.7 | 71.7 | 42.1 | 47.5 | 148.7 | 213.0 |
| 슈퍼 | 338.5 | 313.0 | 334.3 | 309.4 | 315.0 | 322.2 | 337.6 | 315.6 | 1,295.2 | 1,290.4 |
| 이마트24 | 354.2 | 403.0 | 444.3 | 424.7 | 423.0 | 479.5 | 471.0 | 450.2 | 1,626.2 | 1,823.6 |
| SSG.COM | 306.9 | 311.8 | 336.8 | 338.5 | 337.1 | 349.5 | 437.8 | 440.1 | 1,294.0 | 1,564.5 |
| 스타벅스코리아 | | | | | | | | 513.6 | | 513.6 |
| 매출액(y-y) | 14% | 13% | 17% | 18% | 13% | 13% | 15% | 24% | 16% | 16% |
| 이마트(별도) | 4% | 5% | 10% | 13% | 11% | 10% | 10% | 6% | 8% | 9% |
| 신세계조선폰텔 | -25% | -37% | -25% | -28% | 53% | 130% | 7% | 7% | -29% | 43% |
| 슈퍼 | 14% | 1% | 4% | 2% | -7% | 3% | 1% | 2% | 5% | 0% |
| 이마트24 | 25% | 19% | 22% | 15% | 19% | 19% | 6% | 6% | 20% | 12% |
| SSG.COM | 74% | 50% | 49% | 45% | 10% | 12% | 30% | 30% | 53% | 21% |
| 스타벅스코리아 | | | | | | | | | | |
| 매출총이익 | 1,344.0 | 1,376.9 | 1,589.8 | 1,498.0 | 1,556.3 | 1,547.2 | 1,818.0 | 1,957.3 | 5,808.7 | 6,878.9 |
| 매출총이익률(%) | 26% | 27% | 27% | 26% | 26% | 26% | 27% | 28% | 26% | 27% |
| 영업이익 | 48.4 | -47.4 | 151.2 | 84.9 | 123.2 | 7.6 | 177.0 | 166.6 | 237.1 | 474.5 |
| 영업이익률(%) | 1% | -1% | 3% | 1% | 2% | 0% | 3% | 2% | 1% | 2% |

주1: IFRS 연결기준

주2: 스타벅스코리아 실적은 4Q21부터 연결 반영

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 22,033 | 25,610 | 29,486 | 31,552 |
| 증감률 (%) | 15.6 | 16.2 | 15.1 | 7.0 |
| 매출원가 | 16,224 | 18,731 | 21,270 | 22,731 |
| 매출총이익 | 5,809 | 6,879 | 8,216 | 8,821 |
| Gross 마진 (%) | 26.4 | 26.9 | 27.9 | 28.0 |
| 판매비와 일반관리비 | 5,572 | 6,404 | 7,534 | 8,031 |
| 영업이익 | 237 | 475 | 682 | 791 |
| 증감률 (%) | 57.4 | 100.1 | 43.8 | 15.9 |
| OP 마진 (%) | 1.1 | 1.9 | 2.3 | 2.5 |
| EBITDA | 1,223 | 1,569 | 1,674 | 1,838 |
| 영업외손익 | 385 | 683 | 66 | 46 |
| 금융수익(비용) | -94 | -72 | -74 | -79 |
| 기타영업외손익 | 407 | 682 | 147 | 130 |
| 중속, 관계기업관련손익 | 71 | 73 | -7 | -5 |
| 세전계속사업이익 | 622 | 1,158 | 749 | 836 |
| 법인세비용 | 259 | 359 | 177 | 198 |
| 계속사업이익 | 363 | 799 | 571 | 638 |
| 당기순이익 | 363 | 799 | 571 | 638 |
| 증감률 (%) | 62.0 | 120.3 | -28.5 | 11.7 |
| Net 마진 (%) | 1.6 | 3.1 | 1.9 | 2.0 |
| 지배주주지분 순이익 | 362 | 783 | 560 | 625 |
| 비지배주주지분 순이익 | 1 | 16 | 11 | 13 |
| 기타포괄이익 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 354 | 799 | 571 | 638 |

Valuation / Profitability / Stability

| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|-------------------|----------|----------|-----------|-----------|
| PER(배) | 11.7 | 6.1 | 8.5 | 7.6 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 |
| PCR(배) | 3.6 | 3.0 | 2.6 | 2.4 |
| PSR(배) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| EV/EBITDA(배) | 6.1 | 6.8 | 6.2 | 5.3 |
| EV/EBIT(배) | 31.3 | 22.5 | 15.1 | 12.3 |
| EPS(원) | 12,979 | 28,083 | 20,079 | 22,436 |
| BPS(원) | 325,504 | 351,593 | 369,479 | 389,522 |
| SPS(원) | 790,399 | 918,725 | 1,057,777 | 1,131,876 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 4.0 | 8.3 | 5.6 | 5.9 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 1.7 | 3.5 | 2.4 | 2.6 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 1.5 | 3.0 | 4.6 | 5.3 |
| 배당수익률(%) | 1.3 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 배당성향(%) | 14.9 | 7.1 | 10.9 | 10.7 |
| 총현금배당금(십억원) | 54 | 56 | 61 | 67 |
| 보통주 주당배당금(원) | 2,000 | 2,000 | 2,200 | 2,400 |
| 순부채(현금)자기자본(%) | 17.0 | 40.0 | 35.2 | 28.8 |
| 총부채/자기자본(%) | 112.8 | 110.5 | 105.8 | 101.1 |
| 이자발생부채 | 6,672 | 7,134 | 7,034 | 6,935 |
| 유동비율(%) | 67.9 | 69.9 | 74.9 | 82.3 |
| 총발행주식수(백만) | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가(원) | 151,500 | 170,000 | 170,000 | 170,000 |
| 시가총액(십억원) | 4,223 | 4,739 | 4,739 | 4,739 |

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 현금및현금성자산 | 1,113 | 1,857 | 2,138 | 2,649 |
| 매출채권 | 632 | 727 | 836 | 894 |
| 유동자산 | 4,063 | 4,894 | 5,277 | 5,841 |
| 유형자산 | 9,667 | 9,539 | 9,487 | 9,302 |
| 투자자산 | 2,875 | 3,220 | 3,432 | 3,661 |
| 비유동자산 | 18,277 | 18,764 | 18,908 | 18,939 |
| 자산총계 | 22,340 | 23,658 | 24,185 | 24,780 |
| 단기성부채 | 1,595 | 2,536 | 2,509 | 2,482 |
| 매입채무 | 1,343 | 1,384 | 1,425 | 1,468 |
| 유동부채 | 5,988 | 7,001 | 7,048 | 7,098 |
| 장기성부채 | 5,077 | 4,598 | 4,525 | 4,453 |
| 장기충당부채 | 265 | 275 | 285 | 297 |
| 비유동부채 | 5,856 | 5,417 | 5,387 | 5,361 |
| 부채총계 | 11,844 | 12,418 | 12,436 | 12,459 |
| 자본금 | 139 | 139 | 139 | 139 |
| 자본잉여금 | 4,237 | 4,237 | 4,237 | 4,237 |
| 이익잉여금 | 3,071 | 3,798 | 4,297 | 4,856 |
| 비지배주주지분 | 1,423 | 1,439 | 1,450 | 1,463 |
| 자본총계 | 10,497 | 11,240 | 11,750 | 12,321 |

CASH FLOW STATEMENT

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,386 | 1,173 | 1,559 | 1,735 |
| 당기순이익 | 363 | 799 | 571 | 638 |
| + 유/무형자산상각비 | 986 | 1,094 | 991 | 1,047 |
| + 중속, 관계기업관련손익 | -104 | -73 | 7 | 5 |
| + 외화환산손실(이익) | -63 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 1,179 | 1,588 | 1,798 | 1,936 |
| - 운전자본의증가(감소) | 206 | 3 | -11 | 44 |
| 투자활동 현금흐름 | -78 | -837 | -1,123 | -1,064 |
| + 유형자산 감소 | 933 | 650 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -520 | -950 | -923 | -848 |
| + 투자자산의매각(취득) | -204 | -271 | -219 | -235 |
| Free Cash Flow | 866 | 223 | 636 | 887 |
| Net Cash Flow | 1,308 | 336 | 436 | 671 |
| 재무활동 현금흐름 | -870 | 408 | -155 | -160 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -870 | 408 | -155 | -160 |
| 현금의증가 | 432 | 744 | 281 | 511 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 1,113 | 1,857 | 2,138 | 2,649 |
| 기말 순부채(순현금) | 1,779 | 4,491 | 4,138 | 3,554 |

현대백화점 (069960.KS)

신규 백화점, 면세점 모두 BEP 근접

2분기 더현대서울의 영업 호조와 면세점의 수입화장품 매출 증가로 기대치를 상회하는 실적 발표. 연내로 더현대서울과 면세점이 모두 월 BEP 달성하며 주가 모멘텀으로 작용할 것

목표주가 105,000원, 투자의견 Buy 제시

현대백화점에 대해 목표주가 105,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd 당기순이익 추정치에 Target PER Multiple 12.0배를 적용하여 산출. Target PER Multiple은 동일한 비즈니스 모델(백화점, 면세점)을 영위하고 있는 신세계가 면세점 사업을 처음 시작했던 2017~2018년 당시의 평균 PER을 차용. 현재 주가(9/10, 81,500원) 대비 상승여력은 29%

신규 백화점과 면세점 모두 예상보다 빠른 BEP 도달 전망

현대백화점은 지난해부터 공격적인 오프라인 투자를 진행했으며, 백화점 1개, 아울렛 2개, 면세점 2개가 신규로 영업을 개시함. 일반적으로 백화점의 경우 BEP 도달까지 1년 반 정도 소요되며, 면세점의 경우 흑자전환까지 2년가량이 필요. 그러나 코로나19 여파에도 동사의 신규 매장들은 가이던스를 초과 달성하는 성과를 보이며 흑자전환 시점을 앞당길 것으로 기대됨

특히, 서울 시내 최대 규모 백화점 더현대서울의 올해 매출은 오픈 당시 제시했던 가이던스 6,300억원을 크게 초과하는 8,000억원대를 기록할 것으로 추정됨. 이에 이례적인 1년 내 BEP 달성이 기대됨. 기존점성장률 호조와 신규점포 손익 개선이 동시에 이루어지고 있음을 긍정적으로 평가

면세점 실적 역시 코로나19 우려에도 불구하고 빠르게 개선되고 있음. 지난 2분기 면세점 일평균 매출액은 수입화장품 매출 증가 영향으로 70억원대까지 증가. 일평균 매출액이 85억원을 돌파할 경우 흑자전환이 가능한 구조이며 하반기 월 BEP, 2022년 연간 흑자 달성 가시성이 높다고 판단함

현대백화점 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 순매출액 | 662.3 | 644.6 | 683.2 | 863.8 | 790.5 | 19.3 | -8.5 | 786.9 | 890.8 |
| 영업이익 | 44.7 | 68.1 | 65.0 | 57.7 | 61.2 | 36.8 | 6.0 | 62.8 | 99.7 |
| 영업이익률 | 6.8 | 10.6 | 9.5 | 6.7 | 7.7 | | | 8.0 | 11.2 |
| 세전이익 | 54.6 | 38.5 | 77.4 | 66.3 | 70.6 | 29.3 | 6.6 | 74.0 | 88.9 |
| (지배)순이익 | 28.4 | 17.2 | 43.4 | 40.5 | 40.2 | 41.5 | -0.8 | 43.6 | 53.7 |

주: IFRS 연결기준; 자료: 현대백화점, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Comment | 2021. 9. 13

*ESG Index/Event는 51페이지 참조

Buy (신규)

목표주가 105,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 81,500원

업종 유통업

KOSPI / KOSDAQ 3,125.76 / 1,037.91

시가총액(보통주) 1,907.3십억원

발행주식수(보통주) 23.4백만주

52주 최고가('21/05/11) 96,700원

최저가('20/09/24) 53,300원

평균거래대금(60일) 9,430백만원

배당수익률(2021E) 1.23%

외국인지분율 19.4%

주요주주

정지선 외 3인 36.1%

국민연금공단 12.3%

주가상승률 3개월 6개월 12개월

절대수익률 (%) -8.9 -8.9 44.5

상대수익률 (%) -6.1 -13.8 10.8

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,273 | 3,228 | 3,588 | 3,785 |
| 증감률 | 3.4 | 42.0 | 11.1 | 5.5 |
| 영업이익 | 136 | 284 | 337 | 371 |
| 증감률 | -53.5 | 108.7 | 18.7 | 10.1 |
| 영업이익률 | 6.0 | 8.8 | 9.4 | 9.8 |
| (지배)순이익 | 70 | 178 | 209 | 229 |
| EPS | 3,005 | 7,596 | 8,925 | 9,799 |
| 증감률 | -63.8 | 152.8 | 17.5 | 9.8 |
| PER | 23.8 | 10.7 | 9.1 | 8.3 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 10.0 | 7.2 | 6.5 | 5.9 |
| ROE | 1.7 | 4.1 | 4.6 | 4.9 |
| 부채비율 | 73.0 | 75.0 | 69.6 | 65.9 |
| 순차입금 | 1,353 | 1,287 | 1,178 | 954 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈

02)2229-6221, jooyh@nhqv.com

Jr. Analyst 정지윤

02)768-7705, jiyoon@nhqv.com

Summary

현대백화점은 2002년 11월 1일 (주)현대그린푸드의 백화점 사업 부문이 분할되어 설립되었으며, 2002년 11월 25일 유가 증권시장에 상장됨. 2020년 순매출액 2조2,732억원(+3% y-y), 영업이익 1,359억원(-54% y-y) 기록. 사업 부문은 백화점과 면세점으로 구성. 2018년 10월에 시내면세점 특허를 취득하였으며, 향후 면세사업 확장 등을 통해 중장기 성장을 도모하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 한·중 양국 간의 관계 개선
- 코로나19 상황 개선
- 국내 럭셔리 시장의 성장
- 국내 면세사업자들의 협상력 증대

Downside Risk

- 한·중 양국 간의 관계 악화
- 코로나19 상황 악화
- 중국의 자국 면세점 육성 정책
- 국내 면세업 관련 사업자 및 제도의 변화

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| 롯데쇼핑 | 74.0 | 12.9 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 2.4 |
| 신세계 | 12.2 | 9.8 | 0.7 | 0.7 | 6.4 | 7.4 |
| 호텔신라 | 52.6 | 23.2 | 4.7 | 3.9 | 10.6 | 21.1 |

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER | 10.0 | 23.8 | 10.7 | 9.1 | 8.3 |
| PBR | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PSR | 0.9 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| ROE | 4.6 | 1.7 | 4.1 | 4.6 | 4.9 |
| ROIC | 4.2 | 1.3 | 3.2 | 3.7 | 4.1 |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,520 | 1,534 | 1,552 | 1,657 | 1,832 | 1,848 | 1,862 | 2,199 | 2,273 |
| 영업이익 | 426 | 393 | 364 | 363 | 383 | 394 | 357 | 292 | 136 |
| 영업이익률(%) | 28.0 | 25.6 | 23.4 | 21.9 | 20.9 | 21.3 | 19.2 | 13.3 | 6.0 |
| 세전이익 | 490 | 462 | 396 | 389 | 436 | 446 | 398 | 339 | 147 |
| 순이익 | 364 | 338 | 291 | 280 | 321 | 302 | 287 | 243 | 105 |
| 지배지분순이익 | 322 | 299 | 268 | 241 | 276 | 254 | 239 | 194 | 70 |
| EBITDA | 524 | 504 | 478 | 489 | 527 | 536 | 512 | 504 | 377 |
| CAPEX | 313 | 363 | 372 | 501 | 334 | 314 | 221 | 273 | 515 |
| Free Cash Flow | 119 | -17 | 27 | -100 | 109 | 123 | 214 | 104 | -255 |
| EPS(원) | 13,755 | 12,771 | 11,470 | 10,294 | 11,784 | 10,841 | 10,211 | 8,296 | 3,005 |
| BPS(원) | 117,456 | 129,092 | 138,633 | 147,415 | 157,840 | 169,016 | 176,584 | 181,263 | 182,312 |
| DPS(원) | 650 | 650 | 700 | 700 | 700 | 800 | 900 | 1,000 | 1,000 |
| 순차입금 | 258 | 277 | 310 | 480 | 405 | 429 | 104 | 329 | 1,353 |
| ROE(%) | 23.4 | 10.4 | 8.6 | 7.2 | 7.7 | 6.6 | 5.9 | 4.6 | 1.7 |
| ROIC(%) | 43.2 | 10.9 | 9.3 | 8.2 | 7.2 | 7.6 | 4.7 | 4.2 | 1.3 |
| 배당성향(%) | 4.7 | 5.0 | 6.0 | 6.6 | 5.8 | 7.1 | 8.5 | 11.5 | 31.4 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.4 |
| 순차입금 비율(%) | 8.0 | 7.8 | 8.2 | 11.9 | 9.4 | 9.3 | 2.2 | 6.6 | 26.9 |

자료: 현대백화점, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 105,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

**투자의견 Buy,
목표주가 105,000원
으로 커버리지 개시**

현대백화점에 대해 목표주가 105,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 12M Fwd 당기순이익 추정치에 Target PER Multiple 12.0배를 적용하여 산출하였다. Target PER Multiple은 동일한 비즈니스 모델(백화점, 면세점)을 영위하고 있는 신세계가 면세점 사업을 처음 개시하고 적자를 기록하던 2017~2018년 당시의 평균 PER을 차용했다. 현재 주가(9/10, 81,500원) 대비 상승여력은 29%다.

동사에 대한 투자 아이디어는 다음과 같다.

**투자 아이디어
신규 백화점, 면세점
실적 빠른 개선으로
BEP 도달 근접**

현대백화점은 지난해부터 공격적인 오프라인 투자를 진행했으며, 백화점 1개, 아울렛 2개, 면세점 2개가 신규로 영업을 개시했다. 일반적으로 백화점의 경우 BEP 도달까지 1년 반 정도 소요되며, 면세점의 경우 흑자전환까지 2년가량이 필요하다. 그러나 코로나19 여파에도 동사의 신규 매장들은 가이던스를 초과 달성하는 성과를 보이며 흑자전환 시점을 앞당길 것으로 기대된다는 점이 긍정적이다.

서울 시내 최대 규모 백화점 더현대서울의 올해 매출은 오픈 당시 제시했던 가이던스 6,300억원을 크게 초과하는 8,000억원대를 기록할 것으로 추정된다. 이에 이례적인 1년 내 BEP 달성이 기대되는 상황이다. 기존점성장률 호조와 신규점포 손익 개선이 동시에 이루어지고 있음을 긍정적으로 평가한다.

면세점 역시 코로나19 우려에도 불구하고 빠르게 개선되고 있다. 지난 2분기 면세점 일평균 매출액은 수입화장품 매출 증가 영향으로 70억원대까지 증가했다. 추가적인 외부 변수가 없는 한 일평균 매출액이 85억원을 돌파할 경우 흑자전환 가능한 구조이며, 하반기 월 BEP, 2022년 연간 흑자 달성 가시성이 높다고 판단한다.

표1. 현대백화점 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 2,273 | 3,228 | 3,588 | 3,785 |
| 영업이익 | 136 | 284 | 337 | 371 |
| 영업이익률 | 6.0 | 8.8 | 9.4 | 9.8 |
| EBITDA | 377 | 555 | 602 | 633 |
| (지배지분)순이익 | 70 | 178 | 209 | 229 |
| EPS | 3,005 | 7,596 | 8,925 | 9,799 |
| PER | 23.8 | 10.7 | 9.1 | 8.3 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 10.0 | 7.2 | 6.5 | 5.9 |
| ROE | 1.7 | 4.1 | 4.6 | 4.9 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 현대백화점 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항 목 | 기업가치 (십억원) | 주당가치 (원) | 비 고 |
|---------------------|------------|------------|----------------------------------|
| 영업가치 | 2,473 | 105,670 | |
| 당기순이익 | 206 | 8,806 | 12M Fwd 추정치 |
| Target PER Multiple | X 12.0 | X 12.0 | 신세계 면세점 오픈 당시('17~'18) Valuation |
| 현대백화점 가치 | 2,473 | 105,670 | 현대백화점 목표주가 105,000원 |
| 발행주식수(주) | 23,402,441 | 23,402,441 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 현대백화점 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

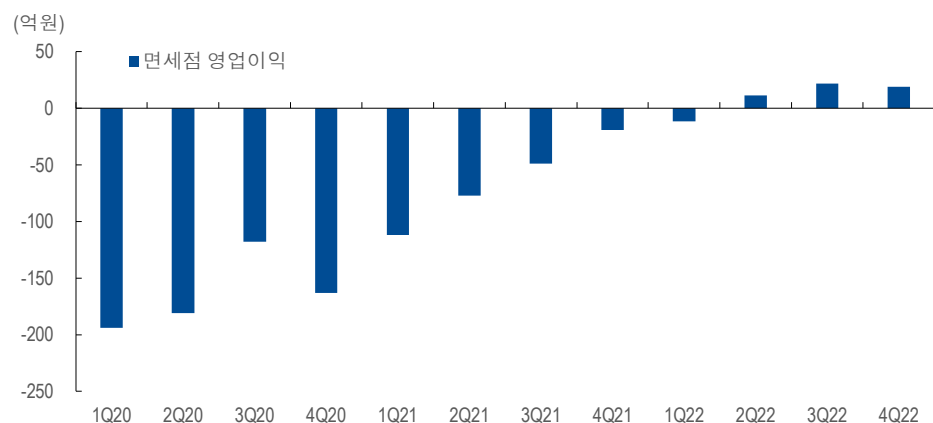
(단위: 십억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 총매출액 | 1,383.7 | 1,555.2 | 1,802.4 | 2,091.7 | 2,033.8 | 2,307.6 | 2,174.2 | 2,615.7 | 6,833.0 | 9,131.3 |
| 백화점 | 1,200.6 | 1,307.8 | 1,298.9 | 1,579.9 | 1,540.9 | 1,651.6 | 1,509.9 | 1,898.1 | 5,387.2 | 6,600.5 |
| 면세점 | 183.1 | 247.4 | 503.5 | 511.8 | 492.9 | 656.0 | 664.3 | 717.6 | 1,445.8 | 2,530.8 |
| 증감률(y-y) | -13% | -2% | 16% | 15% | 47% | 48% | 21% | 25% | 4% | 34% |
| 백화점 | -16% | -6% | -3% | 0% | 28% | 26% | 16% | 20% | -6% | 23% |
| 면세점 | 17% | 28% | 139% | 121% | 169% | 165% | 32% | 40% | 82% | 75% |
| 매출총이익 | 319.1 | 353.6 | 393.5 | 362.0 | 424.4 | 549.0 | 519.6 | 589.7 | 1,428.2 | 2,082.7 |
| 매출총이익률(%) | 23% | 23% | 22% | 17% | 21% | 24% | 24% | 23% | 21% | 23% |
| 판매비 | 304.2 | 345.5 | 348.8 | 293.8 | 359.4 | 491.3 | 458.4 | 490.1 | 1,292.3 | 1,799.2 |
| 판매비율(%) | 22% | 22% | 19% | 14% | 18% | 21% | 21% | 19% | 19% | 20% |
| 영업이익 | 14.9 | 8.1 | 44.7 | 68.1 | 65.0 | 57.7 | 61.2 | 99.7 | 135.8 | 283.5 |
| 백화점 | 34.2 | 26.2 | 56.4 | 81.8 | 76.0 | 65.3 | 66.1 | 101.6 | 198.6 | 308.9 |
| 면세점 | -19.4 | -18.1 | -11.8 | -16.3 | -11.2 | -7.7 | -4.9 | -1.9 | -65.6 | -25.7 |
| 증감률(y-y) | -80% | -84% | -27% | -36% | 336% | 612% | 37% | 46% | -54% | 109% |
| 백화점 | -65% | -63% | -27% | -32% | 122% | 149% | 17% | 24% | -46% | 56% |
| 면세점 | 적축 | 적축 | 적축 | 적축 | 적축 | 적축 | 적축 | 적축 | 적축 | 적축 |

주: IFRS 연결기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 면세점 사업 부문, 2022 흑자전환 및 2022년 연간 흑자달성 전망



자료: 현대백화점, NH투자증권 리서치본부

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 매출액 | 2,273 | 3,228 | 3,588 | 3,785 |
| 증감률 (%) | 3.4 | 42.0 | 11.1 | 5.5 |
| 매출원가 | 845 | 1,146 | 1,223 | 1,302 |
| 매출총이익 | 1,428 | 2,083 | 2,365 | 2,483 |
| Gross 마진 (%) | 62.8 | 64.5 | 65.9 | 65.6 |
| 판매비와 일반관리비 | 1,292 | 1,799 | 2,028 | 2,113 |
| 영업이익 | 136 | 284 | 337 | 371 |
| 증감률 (%) | -53.5 | 108.7 | 18.7 | 10.1 |
| OP 마진 (%) | 6.0 | 8.8 | 9.4 | 9.8 |
| EBITDA | 377 | 555 | 602 | 633 |
| 영업외손익 | 11 | 20 | 20 | 21 |
| 금융수익(비용) | -15 | -33 | -32 | -32 |
| 기타영업외손익 | 5 | 29 | 29 | 29 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 21 | 24 | 23 | 23 |
| 세전계속사업이익 | 147 | 303 | 356 | 391 |
| 법인세비용 | 42 | 86 | 102 | 111 |
| 계속사업이익 | 105 | 217 | 255 | 280 |
| 당기순이익 | 105 | 217 | 255 | 280 |
| 증감률 (%) | -56.8 | 106.3 | 17.5 | 9.8 |
| Net 마진 (%) | 4.6 | 6.7 | 7.1 | 7.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 70 | 178 | 209 | 229 |
| 비지배주주지분 순이익 | 35 | 39 | 46 | 50 |
| 기타포괄이익 | -7 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 98 | 217 | 255 | 280 |

| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| PER(배) | 23.8 | 10.7 | 9.1 | 8.3 |
| PBR(배) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| PCR(배) | 3.9 | 3.2 | 3.0 | 2.8 |
| PSR(배) | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 |
| EV/EBITDA(배) | 10.0 | 7.2 | 6.5 | 5.9 |
| EV/EBIT(배) | 27.9 | 14.1 | 11.7 | 10.2 |
| EPS(원) | 3,005 | 7,596 | 8,925 | 9,799 |
| BPS(원) | 182,312 | 188,974 | 196,965 | 205,830 |
| SPS(원) | 97,133 | 137,947 | 153,327 | 161,742 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 1.7 | 4.1 | 4.6 | 4.9 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 1.3 | 2.4 | 2.8 | 3.0 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 1.3 | 3.2 | 3.7 | 4.1 |
| 배당수익률(%) | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 1.2 |
| 배당성장(%) | 31.4 | 12.3 | 10.5 | 9.5 |
| 총현금배당금(십억원) | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 보통주 주당배당금(원) | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | 26.9 | 24.6 | 21.6 | 16.7 |
| 총부채/자기자본(%) | 73.0 | 75.0 | 69.6 | 65.9 |
| 이자발생부채 | 1,973 | 2,160 | 1,981 | 1,890 |
| 유동비율(%) | 87.2 | 91.6 | 97.0 | 106.4 |
| 총발행주식수(백만) | 23 | 23 | 23 | 23 |
| 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가(원) | 71,400 | 81,500 | 81,500 | 81,500 |
| 시가총액(십억원) | 1,671 | 1,907 | 1,907 | 1,907 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 현금및현금성자산 | 35 | 74 | 129 | 260 |
| 매출채권 | 545 | 578 | 612 | 649 |
| 유동자산 | 1,986 | 2,106 | 2,244 | 2,463 |
| 유형자산 | 5,300 | 5,243 | 5,196 | 5,181 |
| 투자자산 | 716 | 740 | 765 | 790 |
| 비유동자산 | 6,721 | 7,041 | 7,015 | 7,025 |
| 자산총계 | 8,707 | 9,147 | 9,260 | 9,488 |
| 단기성부채 | 905 | 881 | 847 | 799 |
| 매입채무 | 53 | 54 | 56 | 58 |
| 유동부채 | 2,276 | 2,299 | 2,313 | 2,314 |
| 장기성부채 | 1,068 | 1,279 | 1,134 | 1,091 |
| 장기충당부채 | 28 | 29 | 30 | 31 |
| 비유동부채 | 1,399 | 1,620 | 1,487 | 1,456 |
| 부채총계 | 3,675 | 3,919 | 3,800 | 3,770 |
| 자본금 | 117 | 117 | 117 | 117 |
| 자본잉여금 | 612 | 612 | 612 | 612 |
| 이익잉여금 | 3,695 | 3,851 | 4,038 | 4,245 |
| 비지배주주지분 | 766 | 805 | 851 | 901 |
| 자본총계 | 5,032 | 5,227 | 5,460 | 5,718 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 259 | 467 | 496 | 517 |
| 당기순이익 | 105 | 217 | 255 | 280 |
| + 유/무형자산상각비 | 242 | 272 | 265 | 263 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | -21 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | -3 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 432 | 599 | 645 | 677 |
| - 운전자본의증가(감소) | -82 | -22 | -24 | -25 |
| 투자활동 현금흐름 | -1,085 | -592 | -241 | -273 |
| + 유형자산 감소 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -515 | -195 | -200 | -230 |
| + 투자자산의매각(취득) | -35 | -24 | -25 | -26 |
| Free Cash Flow | -255 | 272 | 296 | 287 |
| Net Cash Flow | -825 | -125 | 256 | 244 |
| 재무활동현금흐름 | 806 | 165 | -201 | -113 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | 806 | 165 | -201 | -113 |
| 현금의증가 | -19 | 40 | 55 | 131 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 35 | 74 | 129 | 260 |
| 기말 순부채(순현금) | 1,353 | 1,287 | 1,178 | 954 |

BGF리테일 (282330.KS)

관광지에 사람이 늘어나기 시작했다

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 57페이지 참조

국내 관광 수요 회복에 따라 특수 입지 점포 매출 반등 중. 신규 출점 속도 및 수익성 개선 속도도 경쟁사 대비 가장 빠름

투자의견 Buy, 목표주가 245,000원 제시

BGF리테일에 대해 목표주가 245,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd 당기순이익 추정치에 Target PER Multiple 24.2배 (GS리테일 편의점 부문 Target PER Multiple 22배 대비 10% 할증)를 적용하여 산출. 출점속도 및 수익성 모든 측면에서 경쟁우위에 있음을 반영. 현재 주가(9/10, 181,000원) 대비 상승여력은 35%

높은 출점 수요에 더해지는 기존점 매출 반등

동사의 올해 점포 순증 가이드는 1,000개 수준. 한국 편의점 시장 포화 논란이 몇 년째 이어지고 있지만 동사 신규 출점 수요는 여전히 강하며 타 브랜드 전환수요까지 더해져 확고한 1위 자리를 유지하고 있음. 출점에 따른 매출 증가 효과는 6% 수준으로 추정되며, 기존점성장률이 +2~3% 수준만 유지되어도 높은 한 자릿수 이상의 외형 성장이 가능한 구조.

기존점 성장을 이끄는 것은 국내 여행수요 회복에 따른 특수 입지 점포(관광지, 대학가 등) 매출 반등. 사회적 거리두기 4단계 시행에도 불구하고 특수 입지 점포 매출은 여전히 높게 유지되고 있는 것으로 파악됨. 특히, 동사는 경쟁사 대비 특수 입지 점포 비중이 높기 때문에 수혜가 기대됨

담배보다 일반 상품 성장률이 높아진 점도 긍정적 변화임. 담배는 매출의 40%를 차지하지만 제세공과금 비중이 높아 실질적으로 이익 기여도는 크지 않음. 따라서 일반 상품 성장률이 더 중요한 요소이며 일반 상품 비중 상승에 따른 매출총이익률 개선이 기대됨

Buy (신규)

목표주가 245,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 181,000원

| | |
|--------------------|---------------------|
| 업종 | 유통 |
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 3,128.4십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 17.3백만주 |
| 52주 최고가('21/06/07) | 192,000원 |
| 최저가('20/09/22) | 116,000원 |
| 평균거래대금(60일) | 5,561백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 1.44% |
| 외국인지분율 | 33.0% |

| | |
|-------------|-------|
| 주요주주 | |
| 비지엠프 외 23 인 | 55.3% |
| 국민연금공단 | 7.1% |

| | | | |
|-----------|------|-----|------|
| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 (%) | -3.5 | 5.8 | 52.1 |
| 상대수익률 (%) | -0.4 | 0.2 | 16.6 |

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 6,181 | 6,771 | 7,266 | 7,790 |
| 증감률 | 4.0 | 9.5 | 7.3 | 7.2 |
| 영업이익 | 162 | 203 | 239 | 276 |
| 증감률 | -17.5 | 25.4 | 17.7 | 15.5 |
| 영업이익률 | 2.6 | 3.0 | 3.3 | 3.5 |
| (지배)순이익 | 123 | 153 | 185 | 211 |
| EPS | 7,100 | 8,866 | 10,699 | 12,231 |
| 증감률 | -18.9 | 24.9 | 20.7 | 14.3 |
| PER | 19.1 | 20.4 | 16.9 | 14.8 |
| PBR | 3.4 | 3.9 | 3.3 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 3.4 | 4.3 | 3.8 | 3.4 |
| ROE | 18.6 | 20.4 | 21.2 | 20.7 |
| 부채비율 | 240.3 | 220.8 | 193.3 | 169.5 |
| 순차입금 | -584 | -689 | -810 | -954 |

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈
02)2229-6221, jooyh@nhq.com

Jr. Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoon@nhq.com

BGF리테일 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 매출액 | 1,683 | 1,556 | 1,501 | 1,700 | 1,856 | 10.3 | 9.2 | 1,827 | 1,713 |
| 영업이익 | 64 | 36 | 22 | 59 | 75 | 18.0 | 27.9 | 74 | 48 |
| 영업이익률 | 3.8 | 2.3 | 1.4 | 3.4 | 4.0 | | | 4.1 | 2.8 |
| 세전이익 | 67 | 34 | 21 | 61 | 85 | 25.5 | 39.8 | 76 | 35 |
| (지배)순이익 | 51 | 26 | 16 | 47 | 65 | 25.5 | 38.1 | 58 | 26 |

주: IFRS 연결기준; 자료: BGF리테일, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

BGF리테일은 BGF그룹에 속한 계열회사로 2017년 11월 인적분할을 통해 설립된 신설법인으로 편의점 사업을 영위하고 있음. 동사 편의점 CU의 점포 수는 2020년 말 기준 14,923점이었음. 2020년 매출액 6조1,813억원(+4% y-y), 영업이익 1,622억원(-18% y-y) 기록. 향후 편의점 사업의 지속 확대, 몽골, 말레이시아 등 해외 진출, 신사업 투자 등을 통해 중장기 성장성을 확보해 나가고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 소비경기 턴어라운드
- 편의점 간편식 시장의 확대
- 1인 가구화, 고령화 진행

Downside Risk

- 국내 소비경기 침체 심화
- 배달 시장의 골목상권 침투
- 가맹사업법 등 정부 규제 강화

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| Seven & I | 19.9 | 20.1 | 1.3 | 1.7 | 6.8 | 8.5 |
| Lawson | 57.3 | 31.8 | 1.9 | 2.1 | 3.2 | 6.6 |
| CP All | 51.3 | 32.5 | 1.9 | 2.1 | 3.2 | 6.6 |
| GS 리테일 | 18.3 | 14.0 | 1.4 | 1.3 | 6.9 | 9.3 |

자료: FactSet, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER | 19.4 | 19.1 | 20.4 | 16.9 | 14.8 |
| PBR | 4.7 | 3.4 | 3.9 | 3.3 | 2.8 |
| PSR | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| ROE | 26.5 | 18.6 | 20.4 | 21.2 | 20.7 |
| ROIC | 43.8 | 17.8 | 20.4 | 24.7 | 29.2 |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|------|------|------|------|------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 939 | 5,776 | 5,946 | 6,181 |
| 영업이익 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 27 | 190 | 197 | 162 |
| 영업이익률(%) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 2.8 | 3.3 | 3.3 | 2.6 |
| 세전이익 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 35 | 203 | 201 | 163 |
| 순이익 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 28 | 154 | 151 | 123 |
| 지배지분순이익 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 28 | 154 | 151 | 123 |
| EBITDA | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 45 | 312 | 526 | 515 |
| CAPEX | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 24 | 181 | 167 | 173 |
| Free Cash Flow | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | -49 | 165 | 366 | 334 |
| EPS(원) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 9,688 | 8,921 | 8,758 | 7,100 |
| BPS(원) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 22,486 | 30,182 | 36,022 | 40,317 |
| DPS(원) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 1,000 | 2,680 | 2,700 | 2,400 |
| 순차입금 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | -376 | -495 | -548 | -584 |
| ROE(%) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 7.2 | 33.9 | 26.5 | 18.6 |
| ROIC(%) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 240.0 | 43.8 | 17.8 |
| 배당성향(%) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 61.7 | 30.0 | 30.8 | 33.8 |
| 배당수익률(%) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | 0.5 | 1.3 | 1.6 | 1.8 |
| 순차입금 비율(%) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | -96.8 | -94.9 | -88.1 | -83.8 |

자료: BGF리테일, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 245,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

**투자의견 Buy,
목표주가 245,000원
으로 커버리지 개시**

BGF리테일에 대해 목표주가 245,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 12M Fwd 당기순이익 추정치에 Target PER Multiple 24.2배를 적용하여 산출하였다. Target PER은 GS리테일 편의점 부문 타겟 PER Multiple(한국, 일본, 홍콩 편의점 업체 6개사 평균 22.0배) 대비 10% 할증한 수치이며, 출점 속도 및 수익성 모든 측면에서 경쟁우위에 있음을 반영했다. 현재 주가(9/10, 181,000원) 대비 상승여력은 35%다.

동사에 대한 투자 아이디어는 다음과 같다.

**투자 아이디어 (1)
출점, 기존점성장률
모두 국내 1위**

첫째, 한국 편의점 업체 중 점포 순증 속도와 동일점 신장률이 가장 높다. 동사의 올해 점포 순증 가이드는 1,000개 수준이다. 한국 편의점 시장 포화 논란이 몇 년째 이어지고 있지만 동사 신규 출점 수요는 여전히 강하며 타브랜드 전환수요까지 더해져 확고한 1위 자리를 유지하고 있다는 점이 긍정적이다. 출점에 따른 매출 증가 효과는 6% 수준으로 추정되며, 기존점 성장률이 +2~3% 수준만 유지되어 높은 한 자릿수 이상의 외형 성장이 가능한 구조인 만큼 업종 내 돋보이는 성과가 기대된다.

동일점 신장을 이끄는 것은 국내 여행수요 회복에 따른 특수 입지 점포(관광지, 대학가 등) 매출 반등이다. 사회적 거리두기 4단계 시행에도 불구하고 특수 입지 점포 매출은 여전히 높게 유지되고 있는 것으로 파악된다. 특히, 동사는 경쟁사 대비 특수 입지 점포 비중이 높기 때문에 수혜가 기대되는 상황이다.

**투자 아이디어 (2)
매출총이익률 개선**

둘째, 일반 상품 비중 증가에 따른 마진을 개선이다. 담배는 매출 비중이 40%에 달하지만 제세공과금 비중이 높기 때문에 영업이익에 기여하는 비중은 10% 남짓에 불과하다. 편의점 업체 수익성 추정에 있어 일반 상품 성장률이 중요한 이유다. 긍정적인 부분은 3월 이후 담배보다 일반 상품 성장률이 높아졌다는 점이다. 이에 따라 지난해 대비 매출총이익률 개선 흐름은 지속될 것으로 추정한다.

표1. BGF리테일 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 6,181 | 6,771 | 7,266 | 7,790 |
| 영업이익 | 162 | 203 | 239 | 276 |
| 영업이익률 | 2.6 | 3.0 | 3.3 | 3.5 |
| EBITDA | 515 | 567 | 606 | 647 |
| (지배지분)순이익 | 123 | 153 | 185 | 211 |
| EPS | 7,100 | 8,866 | 10,699 | 12,231 |
| PER | 19.1 | 20.4 | 16.9 | 14.8 |
| PBR | 3.4 | 3.9 | 3.3 | 2.8 |
| EV/EBITDA | 3.4 | 4.3 | 3.8 | 3.4 |
| ROE | 18.6 | 20.4 | 21.2 | 20.7 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. BGF리테일 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항 목 | 기업가치 (십억원) | 주당가치 (원) | 비 고 |
|---------------------|------------|------------|---|
| 영업가치 | 4,244 | 245,528 | |
| 당기순이익 | 175 | 10,146 | 12M Fwd 추정치 |
| Target PER Multiple | X 24.2 | X 24.2 | GS리테일 편의점부문 Target PER Multiple 대비 10% 할증 |
| BGF리테일 가치 | 4,244 | 245,528 | BGF리테일 목표주가 245,000원 제시 |
| 발행주식수(주) | 17,283,906 | 17,283,906 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. BGF리테일 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

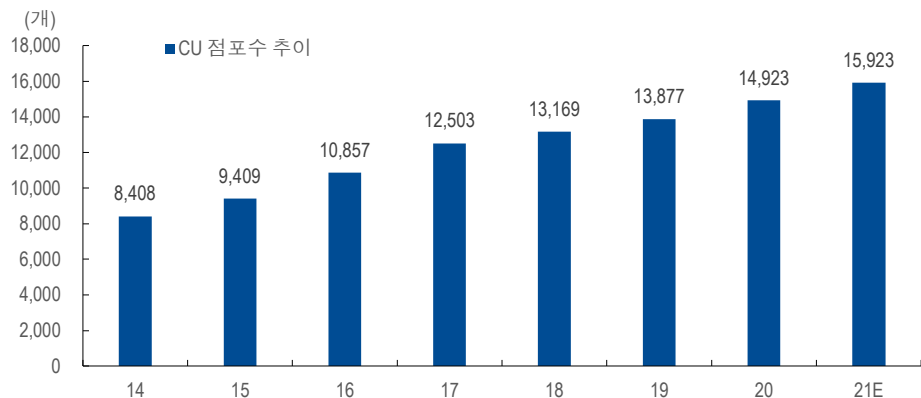
(단위: 십억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,393.1 | 1,549.1 | 1,682.8 | 1,556.3 | 1,501.2 | 1,700.5 | 1,856.5 | 1,713.3 | 6,181.3 | 6,771.5 |
| 증감률(y-y) | 3% | 2% | 6% | 4% | 8% | 10% | 10% | 10% | 4% | 10% |
| 매출총이익 | 233.9 | 263.6 | 292.8 | 261.5 | 251.6 | 300.5 | 328.6 | 291.3 | 1,051.8 | 1,172.0 |
| 매출총이익률(%) | 16.8% | 17.0% | 17.4% | 16.8% | 16.8% | 17.7% | 17.7% | 17.0% | 17.0% | 17.3% |
| 판매비 | 215.4 | 219.1 | 229.1 | 226.0 | 230.0 | 241.8 | 253.5 | 243.2 | 889.6 | 968.6 |
| 영업이익 | 18.5 | 44.5 | 63.7 | 35.5 | 21.6 | 58.7 | 75.0 | 48.1 | 162.2 | 203.4 |
| 증감률(y-y) | -30% | -27% | -2% | -20% | 17% | 32% | 18% | 35% | -17% | 25% |
| 영업이익률(%) | 1% | 3% | 4% | 2% | 1% | 3% | 4% | 3% | 3% | 3% |

주: IFRS 연결기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 연간 1,000개 수준의 점포 순증 지속하며 점포 수 1위 지위를 공고히 함



자료: BGF리테일, NH투자증권 리서치본부

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 매출액 | 6,181 | 6,771 | 7,266 | 7,790 |
| 증감률 (%) | 4.0 | 9.5 | 7.3 | 7.2 |
| 매출원가 | 5,130 | 5,599 | 6,005 | 6,434 |
| 매출총이익 | 1,052 | 1,172 | 1,261 | 1,356 |
| Gross 마진 (%) | 17.0 | 17.3 | 17.4 | 17.4 |
| 판매비와 일반관리비 | 890 | 969 | 1,022 | 1,080 |
| 영업이익 | 162 | 203 | 239 | 276 |
| 증감률 (%) | -17.5 | 25.4 | 17.7 | 15.5 |
| OP 마진 (%) | 2.6 | 3.0 | 3.3 | 3.5 |
| EBITDA | 515 | 567 | 606 | 647 |
| 영업외손익 | 1 | -2 | 3 | 1 |
| 금융수익(비용) | -2 | -8 | -6 | -7 |
| 기타영업외손익 | 3 | 6 | 9 | 8 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 163 | 201 | 242 | 277 |
| 법인세비용 | 40 | 48 | 57 | 66 |
| 계속사업이익 | 123 | 153 | 185 | 211 |
| 당기순이익 | 123 | 153 | 185 | 211 |
| 증감률 (%) | -18.9 | 24.9 | 20.7 | 14.3 |
| Net 마진 (%) | 2.0 | 2.3 | 2.5 | 2.7 |
| 지배주주지분 순이익 | 123 | 153 | 185 | 211 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 121 | 153 | 185 | 211 |

| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| PER(배) | 19.1 | 20.4 | 16.9 | 14.8 |
| PBR(배) | 3.4 | 3.9 | 3.3 | 2.8 |
| PCR(배) | 4.5 | 5.4 | 5.0 | 4.7 |
| PSR(배) | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA(배) | 3.4 | 4.3 | 3.8 | 3.4 |
| EV/EBIT(배) | 10.8 | 12.0 | 9.7 | 7.9 |
| EPS(원) | 7,100 | 8,866 | 10,699 | 12,231 |
| BPS(원) | 40,317 | 46,584 | 54,484 | 63,716 |
| SPS(원) | 357,632 | 391,778 | 420,392 | 450,708 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 18.6 | 20.4 | 21.2 | 20.7 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 5.4 | 6.2 | 6.9 | 7.4 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 17.8 | 20.4 | 24.7 | 29.2 |
| 배당수익률(%) | 1.8 | 1.4 | 1.5 | 1.7 |
| 배당성장(%) | 33.8 | 29.3 | 26.2 | 24.5 |
| 총현금배당금(십억원) | 41 | 45 | 48 | 52 |
| 보통주 주당배당금(원) | 2,400 | 2,600 | 2,800 | 3,000 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | -83.8 | -85.5 | -86.0 | -86.7 |
| 총부채/자기자본(%) | 240.3 | 220.8 | 193.3 | 169.5 |
| 이자발생부채 | 889 | 944 | 935 | 927 |
| 유동비율(%) | 82.6 | 91.1 | 100.4 | 110.9 |
| 총발행주식수(백만) | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 액면가(원) | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 주가(원) | 135,500 | 181,000 | 181,000 | 181,000 |
| 시가총액(십억원) | 2,342 | 3,128 | 3,128 | 3,128 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 현금및현금성자산 | 24 | 116 | 226 | 358 |
| 매출채권 | 54 | 56 | 59 | 61 |
| 유동자산 | 829 | 949 | 1,088 | 1,253 |
| 유형자산 | 591 | 594 | 609 | 626 |
| 투자자산 | 243 | 260 | 278 | 298 |
| 비유동자산 | 1,542 | 1,634 | 1,674 | 1,715 |
| 자산총계 | 2,371 | 2,583 | 2,762 | 2,968 |
| 단기성부채 | 239 | 230 | 222 | 213 |
| 매입채무 | 570 | 610 | 652 | 698 |
| 유동부채 | 1,003 | 1,042 | 1,084 | 1,130 |
| 장기성부채 | 650 | 714 | 714 | 713 |
| 장기충당부채 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 비유동부채 | 671 | 736 | 736 | 736 |
| 부채총계 | 1,674 | 1,778 | 1,820 | 1,867 |
| 자본금 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 자본잉여금 | 322 | 322 | 322 | 322 |
| 이익잉여금 | 336 | 444 | 581 | 740 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 697 | 805 | 942 | 1,101 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 507 | 549 | 584 | 616 |
| 당기순이익 | 123 | 153 | 185 | 211 |
| + 유/무형자산상각비 | 353 | 363 | 366 | 370 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 526 | 581 | 622 | 661 |
| - 운전자본의증가(감소) | 28 | 29 | 30 | 31 |
| 투자활동 현금흐름 | -266 | -287 | -239 | -244 |
| + 유형자산 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -173 | -175 | -188 | -192 |
| + 투자자산의매각(취득) | -3 | -17 | -18 | -19 |
| Free Cash Flow | 334 | 374 | 395 | 424 |
| Net Cash Flow | 241 | 262 | 345 | 372 |
| 재무활동현금흐름 | -245 | 14 | -54 | -57 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -245 | 14 | -54 | -57 |
| 현금의증가 | -4 | 92 | 109 | 132 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 24 | 116 | 226 | 358 |
| 기말 순부채(순현금) | -584 | -689 | -810 | -954 |

호텔신라 (008770.KS)

면세점을 고른다면 최고의 선택

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 63페이지 참조

고마진 중소형 리셀러 매출 비중 상승 및 인천공항 영업 종료로 수익성 큰 폭 개선. 국내 여행수요 회복으로 호텔&레저 부문도 턴어라운드

투자의견 Buy, 목표주가 115,000원 제시

호텔신라에 대해 목표주가 115,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 목표주가는 면세점 업황 정상화 시점으로 예상하는 2023년 당기순이익(연할인율 5% 적용)에 Target PER Multiple 24.0배(코로나19 발생 이전인 2018년~2019년 평균 수치)를 적용하여 산출. 현재 주가(9/10, 88,300원) 대비 상승여력은 30%이며 면세점 업체 중에서 리스크가 가장 적다고 판단

경쟁사 대비 빠른 수익성 개선 & 리스크도 적다

2021년 TR부문 매출액은 코로나19 발생 이전인 2019년의 64% 수준. 그럼에도 불구하고 TR부문 영업이익률은 2019년(5.1%)을 넘어선 6.0% 수준까지 상승. 1)고마진 중소형 리셀러 매출 비중 상승, 2)적자 사업장이었던 인천공항 T1 사업장 영업 종료 효과도 동시에 나타났기 때문

수익성 구조가 개선된 만큼 면세점 매출 반등에 따른 영업레버리지 효과가 기대되는 상황. 호텔&레저 부문 또한 국내 여행 수요 증가에 따라 분기 150억원에 달하던 영업 손실도 BEP 수준까지 회복

당사가 2022년 면세점 산업 전망 관련 가장 우려하고 있는 부분은 2021년 말로 예정된 공항 면세점 임대료 지원 정책 종료. 지원 연장 발표가 없다면 공항 면세점 사업자들의 수익성은 크게 악화될 수 있음. 다만, 호텔신라는 이미 기존에 운영하던 인천공항 T1 DF3, DF4 구역 계약이 만료된 만큼 이에 대한 리스크가 없다는 점을 긍정적으로 평가함

하이난성 하이요우면세점(HTDF)과의 전략적 업무협약(MOU) 체결도 기대감을 높이는 요소. 구체적인 사업 추진 방안이 발표되지는 않았으나 리스크 요인으로 여겨졌던 하이난 면세점과의 협력이라는 점에서 의미 있음

호텔신라 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 매출액 | 880 | 842 | 727 | 953 | 1,017 | 15.7 | 6.7 | 1,004 | 1,061 |
| 영업이익 | -20 | -35 | 27 | 46 | 50 | 흑전 | 8.4 | 51 | 55 |
| 영업이익률 | -2.3 | -4.2 | 3.7 | 4.9 | 4.9 | | | 5.1 | 5.2 |
| 세전이익 | -37 | -150 | 1 | 19 | 39 | 흑전 | 102.6 | 36 | 66 |
| (지배)순이익 | -28 | -114 | -2 | 12 | 30 | 흑전 | 152.0 | 26 | 55 |

주: IFRS 연결기준; 자료: 호텔신라, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (신규)

목표주가 115,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 88,300원

| | |
|--------------------|---------------------|
| 업종 | 유통 |
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 3,465.6십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 39.2백만주 |
| 52주 최고가('21/05/31) | 101,500원 |
| 최저가('20/09/10) | 72,200원 |
| 평균거래대금(60일) | 33,159백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 0.23% |
| 외국인지분율 | 17.5% |

| | |
|--------------|-------|
| 주요주주 | |
| 삼성생명보험 외 5 인 | 17.3% |
| 국민연금공단 | 11.2% |

| | | | |
|------------|-------|-----|------|
| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 (%) | -11.2 | 5.6 | 22.3 |
| 상대수익률 (%)p | -8.4 | 0.0 | -6.2 |

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,188 | 3,759 | 4,761 | 5,416 |
| 증감률 | -44.2 | 17.9 | 26.6 | 13.8 |
| 영업이익 | -185 | 178 | 251 | 316 |
| 증감률 | 적전 | 흑전 | 40.8 | 26.1 |
| 영업이익률 | -5.8 | 4.7 | 5.3 | 5.8 |
| (지배지분)순이익 | -283 | 96 | 154 | 209 |
| EPS | -7,226 | 2,451 | 3,928 | 5,306 |
| 증감률 | 적전 | 흑전 | 60.2 | 35.1 |
| PER | N/A | 36.0 | 22.5 | 16.6 |
| PBR | 5.3 | 5.0 | 4.1 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 99.4 | 10.7 | 8.8 | 7.5 |
| ROE | -36.7 | 14.4 | 19.7 | 21.7 |
| 부채비율 | 363.8 | 303.2 | 245.4 | 191.3 |
| 순차입금 | 550 | 494 | 406 | 259 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈

02)2229-6221, jooyh@nhqvc.com

Jr. Analyst 정지윤

02)768-7705, jiyoon@nhqvc.com

Summary

호텔신라는 1973년 5월에 설립되어 면세업 및 호텔&레저업을 영위하고 있음. 국내외에 총 11개의 면세점을 보유하고 있으며, 서울호텔, 제주호텔을 비롯 신라스테이, 중국 진지레이크 호텔, 거제삼성호텔을 임차 및 위탁운영하고 있음. 2020년 매출액은 3조1,881억원(-44% y-y)으로 부문별 매출 비중은 면세점 88%, 호텔&레저 12%. 향후 해외사업 확장, 한옥호텔 신축 등을 통해 중장기 성장을 도모하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 한·중 양국 간의 관계 개선
- 코로나19 상황 개선
- 중국 내 온라인 시장의 성장
- 국내 면세사업자들의 협상력 증대

Downside Risk

- 한·중 양국 간의 관계 악화
- 코로나 상황 악화
- 중국의 자국 면세점 육성 정책
- 국내 면세업 관련 사업자 및 제도의 변화

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| Dufry AG | N/A | 30.2 | 10.4 | 8.8 | -147.2 | -182.6 |
| Lagardere SCA | N/A | 23.1 | 3.6 | 3.2 | -7.1 | 13.7 |
| 신세계 | 12.2 | 9.8 | 0.7 | 0.7 | 6.4 | 7.4 |
| 현대백화점 | 10.1 | 7.9 | 0.4 | 0.4 | 2.5 | 4.4 |

자료: FactSet, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|
| PER | 21.0 | N/A | 36.0 | 22.5 | 16.6 |
| PBR | 4.0 | 5.3 | 5.0 | 4.1 | 3.3 |
| PSR | 0.6 | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| ROE | 20.2 | -36.7 | 14.4 | 19.7 | 21.7 |
| ROIC | 16.7 | -14.5 | 8.8 | 14.0 | 17.8 |

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 2,220 | 2,297 | 2,909 | 3,252 | 3,715 | 3,515 | 4,714 | 5,717 | 3,188 |
| 영업이익 | 129 | 87 | 139 | 77 | 79 | 73 | 209 | 296 | -185 |
| 영업이익률(%) | 5.8 | 3.8 | 4.8 | 2.4 | 2.1 | 2.1 | 4.4 | 5.2 | -5.8 |
| 세전이익 | 133 | 16 | 114 | 44 | 52 | 45 | 147 | 226 | -361 |
| 순이익 | 101 | 11 | 73 | 18 | 28 | 25 | 110 | 169 | -283 |
| 지배지분순이익 | 101 | 11 | 73 | 18 | 28 | 25 | 110 | 170 | -283 |
| EBITDA | 174 | 138 | 203 | 151 | 153 | 145 | 284 | 515 | 39 |
| CAPEX | 44 | 218 | 130 | 111 | 67 | 65 | 78 | 66 | 48 |
| Free Cash Flow | 101 | -66 | -8 | 11 | 54 | 142 | 76 | 338 | -99 |
| EPS(원) | 2,567 | 272 | 1,865 | 463 | 702 | 637 | 2,803 | 4,317 | -7,226 |
| BPS(원) | 17,230 | 16,964 | 18,249 | 18,599 | 16,539 | 16,687 | 19,110 | 22,979 | 15,588 |
| DPS(원) | 300 | 150 | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 | 350 | 200 |
| 순차입금 | 195 | 362 | 411 | 532 | 404 | 392 | 358 | 238 | 550 |
| ROE(%) | 15.6 | 1.6 | 10.4 | 2.5 | 4.0 | 3.8 | 15.4 | 20.2 | -36.7 |
| ROIC(%) | 13.7 | 7.2 | 9.6 | 3.0 | 4.5 | 4.4 | 17.4 | 16.7 | -14.5 |
| 배당성장(%) | 11.5 | 53.6 | 18.4 | 73.1 | 46.7 | 51.4 | 11.8 | 7.7 | -2.6 |
| 배당수익률(%) | 0.7 | 0.2 | 0.4 | 0.5 | 0.7 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.2 |
| 순차입금 비율(%) | 28.2 | 53.4 | 56.3 | 71.5 | 61.1 | 58.7 | 46.7 | 25.9 | 88.2 |

자료: 호텔신라, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 115,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

**투자의견 Buy,
목표주가 115,000원
으로 커버리지 개시**

호텔신라에 대해 목표주가 115,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 코로나19 영향에서 벗어나 면세점 업황이 정상화될 것으로 예상되는 2023년 당기순이익(연 할인율 5% 적용)에 Target PER Multiple 24.0배를 적용하여 산출하였다. Target PER Multiple은 코로나19 발생 이전이었던 2018~2019년 당시의 평균 수치를 사용했다. 현재 주가(9/10, 88,300원) 대비 상승여력은 30%다.

동사에 대한 투자 아이디어는 다음과 같다.

**투자 아이디어 (1)
면세점 부문의
2019년을 상회하는
높은 수익성 개선**

첫째, 경쟁업체 대비 수익성 회복 속도가 빠르다는 점이다. 2021년 TR부문 매출액은 코로나19 발생 이전인 2019년의 64% 수준에 불과하다. 그럼에도 불구하고 TR 부문 영업이익률은 2019년(5.1%)을 넘어선 6.0% 수준까지 상승했다. 규모의 경제가 중요한 면세업에서 이러한 변화가 가능했던 이유는 1) 고마진 중소형 리셀러 매출 비중 상승, 2) 적자 사업장이었던 인천공항 T1 사업장 영업 종료 효과가 동시에 나타났기 때문이다. 수익성 구조가 개선된 만큼 면세점 매출 반등에 따른 영업레버리지 효과를 기대해볼 수 있다는 판단이다. 호텔&레저 부문 또한 국내 여행 수요 증가에 따라 분기 150억원에 달하던 영업 손실이 BEP 수준까지 회복된 만큼 연결 실적에 미치는 부정적 영향은 크지 않다.

**투자 아이디어 (2)
인천공항 영업 종료**

둘째, 당사가 2022년 면세점 산업 전망 관련 가장 우려하고 있는 부분인 공항 면세점 임대료 지원 정책 종료에 따른 비용 증가 리스크에서 동사가 자유롭다는 점이다. 지원 정책이 연장 없이 올해 말에 종료될 경우 2022년 공항 면세점 사업자들의 수익성은 크게 악화될 수 있다. 다만, 호텔신라는 이미 기존에 운영하던 인천공항 T1 DF3, DF4 구역 계약이 만료된 만큼 우려할 부분이 없다.

표1. 호텔신라 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 3,188 | 3,759 | 4,761 | 5,416 |
| 영업이익 | -185 | 178 | 251 | 316 |
| 영업이익률 | -5.8 | 4.7 | 5.3 | 5.8 |
| EBITDA | 39 | 375 | 446 | 509 |
| (지배지분)순이익 | -283 | 96 | 154 | 209 |
| EPS | -7,226 | 2,451 | 3,928 | 5,306 |
| PER | N/A | 36.0 | 22.5 | 16.6 |
| PBR | 5.3 | 5.0 | 4.1 | 3.3 |
| EV/EBITDA | 99.4 | 10.7 | 8.8 | 7.5 |
| ROE | -36.7 | 14.4 | 19.7 | 21.7 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 호텔신라 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원, 주)

| 항 목 | 기업가치(십억원) | 주당가치(원) | 비 고 |
|------------|------------|------------|--|
| 영업가치 | 4,503 | 114,739 | |
| 당기순이익 | 188 | 5,632 | 코로나19 정상화 되는 2023F 전망치 기준, 연 할인을 5% 적용 |
| Target PER | X 24.0 | X 24.0 | 코로나19 발생 이전인 2018~2019년 평균 PER |
| 호텔신라가치 | 4,503 | 114,739 | 호텔신라 목표주가 115,000원 제시 |
| 발행주식수(주) | 39,248,121 | 39,248,121 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 호텔신라 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

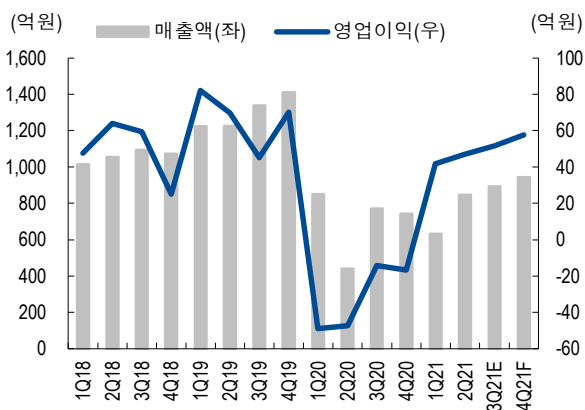
(단위: 십억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 943.7 | 522.9 | 879.5 | 841.9 | 727.1 | 953.4 | 1,017.3 | 1,061.4 | 3,188.0 | 3,759.2 |
| 면세점 | 849.2 | 439.2 | 771.0 | 742.3 | 632.4 | 846.5 | 891.0 | 944.5 | 2,801.7 | 3,314.4 |
| 호텔&레저 | 94.5 | 83.7 | 108.5 | 99.6 | 94.7 | 106.9 | 126.3 | 116.9 | 386.3 | 444.8 |
| 매출액(y-y) | -30% | -61% | -40% | -45% | -23% | 82% | 16% | 26% | -44% | 18% |
| 면세점 | -31% | -64% | -42% | -47% | -26% | 93% | 16% | 27% | -46% | 18% |
| 호텔&레저 | -20% | -35% | -21% | -25% | 0% | 28% | 16% | 17% | -25% | 15% |
| 영업이익 | -66.8 | -63.4 | -19.8 | -35.2 | 26.6 | 46.4 | 50.3 | 54.9 | -185.2 | 178.2 |
| 영업이익(y-y) | 적전 | 적전 | 적전 | 적전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 흑전 | 적전 | 흑전 |
| 영업이익률(%) | -7% | -12% | -2% | -4% | 4% | 5% | 5% | 5% | -6% | 5% |

주: IFRS 연결기준

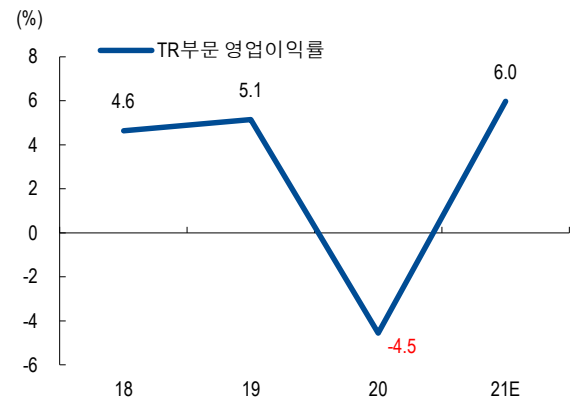
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. TR 부문, 매출보다는 이익 회복을 보아야 함



자료: 호텔신라, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림2. TR 부문 영업이익률, 코로나19 이전보다 상승



자료: 호텔신라, NH 투자증권 리서치본부 전망

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 매출액 | 3,188 | 3,759 | 4,761 | 5,416 |
| 증감률 (%) | -44.2 | 17.9 | 26.6 | 13.8 |
| 매출원가 | 2,093 | 2,187 | 2,749 | 3,218 |
| 매출총이익 | 1,095 | 1,572 | 2,012 | 2,198 |
| Gross 마진 (%) | 34.4 | 41.8 | 42.3 | 40.6 |
| 판매비와 일반관리비 | 1,281 | 1,394 | 1,761 | 1,882 |
| 영업이익 | -185 | 178 | 250.6 | 316 |
| 증감률 (%) | 적전 | 흑전 | 40.8 | 26.1 |
| OP 마진 (%) | -5.8 | 4.7 | 5.3 | 5.8 |
| EBITDA | 39 | 375 | 446 | 509 |
| 영업외손익 | -175 | -52 | -48 | -43 |
| 금융수익(비용) | -36 | -34 | -32 | -28 |
| 기타영업외손익 | -139 | -17 | -17 | -15 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | -361 | 126 | 202 | 273 |
| 법인세비용 | -77 | 30 | 48 | 65 |
| 계속사업이익 | -283 | 96 | 154 | 209 |
| 당기순이익 | -283 | 96 | 154 | 209 |
| 증감률 (%) | 적전 | 흑전 | 60.2 | 35.0 |
| Net 마진 (%) | -8.9 | 2.6 | 3.2 | 3.8 |
| 지배주주지분 순이익 | -283 | 96 | 154 | 209 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -282 | 96 | 154 | 209 |

| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| PER(배) | N/A | 36.0 | 22.5 | 16.6 |
| PBR(배) | 5.3 | 5.0 | 4.1 | 3.3 |
| PCR(배) | 60.9 | 9.7 | 8.1 | 7.0 |
| PSR(배) | 1.0 | 0.9 | 0.7 | 0.6 |
| EV/EBITDA(배) | 99.4 | 10.7 | 8.8 | 7.5 |
| EV/EBIT(배) | N/A | 22.6 | 15.7 | 12.0 |
| EPS(원) | -7,226 | 2,451 | 3,928 | 5,306 |
| BPS(원) | 15,588 | 17,808 | 21,476 | 26,497 |
| SPS(원) | 81,228 | 95,780 | 121,305 | 137,996 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | -36.7 | 14.4 | 19.7 | 21.7 |
| 총자산이익률(ROA, %) | -8.8 | 3.3 | 5.3 | 6.9 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | -14.5 | 8.8 | 14.0 | 17.8 |
| 배당수익률(%) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| 배당성장(%) | -2.6 | 7.7 | 4.8 | 3.6 |
| 총현금배당금(십억원) | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 보통주 주당배당금(원) | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | 88.2 | 69.3 | 47.2 | 24.5 |
| 총부채/자기자본(%) | 363.8 | 303.2 | 245.4 | 191.3 |
| 이자발생부채 | 1,627 | 1,508 | 1,436 | 1,327 |
| 유동비율(%) | 150.1 | 147.1 | 152.3 | 161.0 |
| 총발행주식수(백만) | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가(원) | 82,300 | 88,300 | 88,300 | 88,300 |
| 시가총액(십억원) | 3,290 | 3,535 | 3,535 | 3,535 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 현금및현금성자산 | 240 | 237 | 298 | 382 |
| 매출채권 | 29 | 29 | 30 | 31 |
| 유동자산 | 1,164 | 1,179 | 1,268 | 1,381 |
| 유형자산 | 625 | 621 | 621 | 618 |
| 투자자산 | 325 | 333 | 343 | 354 |
| 비유동자산 | 1,730 | 1,694 | 1,701 | 1,707 |
| 자산총계 | 2,894 | 2,874 | 2,969 | 3,088 |
| 단기성부채 | 162 | 165 | 168 | 162 |
| 매입채무 | 138 | 159 | 182 | 210 |
| 유동부채 | 775 | 802 | 832 | 858 |
| 장기성부채 | 1,466 | 1,343 | 1,268 | 1,165 |
| 장기충당부채 | 6 | 3 | 2 | 1 |
| 비유동부채 | 1,495 | 1,359 | 1,277 | 1,170 |
| 부채총계 | 2,270 | 2,161 | 2,109 | 2,028 |
| 자본금 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 자본잉여금 | 197 | 197 | 197 | 197 |
| 이익잉여금 | 342 | 431 | 577 | 778 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 624 | 713 | 859 | 1,060 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 영업활동 현금흐름 | -52 | 332 | 388 | 445 |
| 당기순이익 | -283 | 96 | 154 | 209 |
| + 유/무형자산상각비 | 224 | 197 | 196 | 193 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | 4 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 53 | 358 | 430 | 494 |
| - 운전자본의증가(감소) | -63 | -5 | -4 | 3 |
| 투자활동 현금흐름 | -260 | -44 | -87 | -84 |
| + 유형자산 감소 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -48 | -50 | -55 | -50 |
| + 투자자산의매각(취득) | -74 | -9 | -10 | -10 |
| Free Cash Flow | -99 | 282 | 333 | 395 |
| Net Cash Flow | -312 | 288 | 302 | 361 |
| 재무활동현금흐름 | 48 | -171 | -121 | -157 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | 48 | -171 | -121 | -157 |
| 현금의증가 | -268 | -3 | 61 | 84 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 240 | 237 | 298 | 382 |
| 기말 순부채(순현금) | 550 | 494 | 406 | 259 |

GS리테일 (007070.KS)

단기 실적보다는 합병 시너지에 주목하자

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 69페이지 참조

7월 1일부로 GS리테일과 GS홈쇼핑의 합병 법인 출범. 단기 실적 모멘텀은 크지 않으나 디지털커머스 역량 강화를 위한 투자가 본격화되고 있음을 긍정적으로 평가함. 낙폭 확대에 따른 저가 매수 추천

투자 의견 Buy, 목표주가 47,000원 제시

GS리테일에 대해 목표주가 47,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시. 지난 7월 1일부로 GS홈쇼핑과의 합병 작업을 마무리했으며 오프라인과 온라인을 아우르는 종합 유통회사로 재탄생하였음. 목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류이션을 통해 산정하였으며 합병법인 가치는 편의점 가치 3.9조원, 홈쇼핑 및 기타 가치 1.0조원을 합산해 4.9조원으로 평가함. 현재 주가(9/10, 34,150원) 대비 상승여력은 38%

단기 실적보다는 합병 시너지에 주목하자

3분기 연결 기준 매출액과 영업이익은 각각 2조7,800억원, 1,141억원으로 추정함. 합병 이전 양사의 전년 동기(3Q20) 영업이익 단순 합산 수치 대비 2.7%가량 감소하는 수준이나, 합병 이후 처음 발표되는 실적인 만큼 과거와 직접적으로 비교하기에 다소 무리. 편의점 업황은 회복되고 있으나 호텔 부문 부진 지속, 높은 기저 부담에 따른 홈쇼핑 부문 역성장 때문

다만 단기 실적에 너무 큰 의미를 부여할 필요는 없다고 판단함. 동사 영업력에 문제가 생긴 것이 아닌 만큼 사회적 거리두기 단계 완화만 이루어지면 편의점 및 호텔 실적은 단숨에 회복될 수 있는 구조이기 때문. 2022년 영업이익은 4,222억원(+57.5% y-y)까지 증가할 것으로 예상함

단기 실적보다 중요한 것은 합병 시너지임. 합병을 통해 GS리테일은 홈쇼핑 사업에서 창출되는 연간 1,000억원 규모의 영업현금흐름을 기반으로 디지털 사업에 재투자할 수 있는 체력을 확보함. 합병 이후 요기요 지분 30%를 인수하며 쿡커머스 경쟁력을 강화할 수 있었던 배경도 여기에 있음. 디지털 부문 비중 확대에 따른 기업가치 재평가 가능성이 높다고 판단함

GS리테일 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 매출액 | 2,349 | 2,161 | 2,100 | 2,286 | 2,780 | 18.4 | 21.6 | 2,616 | 2,632 |
| 영업이익 | 79 | 26 | 38 | 42 | 114 | 44.5 | 169.8 | 98 | 74 |
| 영업이익률 | 3.4 | 1.2 | 1.8 | 1.9 | 4.1 | | | 3.7 | 2.8 |
| 세전이익 | 84 | 4 | 51 | 27 | 115 | 36.1 | 331.0 | 101 | 56 |
| (지배)순이익 | 68 | 7 | 36 | 11 | 108 | 59.2 | 838.0 | 69 | 45 |

주: IFRS 연결 기준; 자료: GS리테일, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (신규)

목표주가 47,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 34,150원

| | |
|--------------------|---------------------|
| 업종 | 유통업 |
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 3,576.1십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 104.7백만주 |
| 52주 최고가('21/05/31) | 39,250원 |
| 최저가('21/08/19) | 31,900원 |
| 평균거래대금(60일) | 13,725백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 2.64% |
| 외국인지분율 | 10.3% |

주요주주

GS 외 1인 57.9%

| | | | |
|-----------|------|-------|-------|
| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 (%) | -8.9 | -6.8 | 5.1 |
| 상대수익률 (%) | -6.1 | -11.8 | -19.4 |

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 8,862 | 9,798 | 11,008 | 11,551 |
| 증감률 | -1.6 | 10.6 | 12.3 | 4.9 |
| 영업이익 | 253 | 268 | 422 | 480 |
| 증감률 | 5.7 | 6.2 | 57.5 | 13.7 |
| 영업이익률 | 2.8 | 2.7 | 3.8 | 4.2 |
| (지배)순이익 | 168 | 207 | 353 | 415 |
| EPS | 2,187 | 2,275 | 3,374 | 3,967 |
| 증감률 | 26.5 | 4.0 | 48.3 | 17.5 |
| PER | 15.7 | 15.0 | 10.1 | 8.6 |
| PBR | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 4.2 | 4.1 | 3.5 | 3.3 |
| ROE | 7.5 | 7.4 | 10.5 | 11.5 |
| 부채비율 | 169.1 | 129.5 | 121.2 | 112.4 |
| 순차입금 | 859 | 277 | 290 | 257 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈

02)2229-6221, jooyun@nhqvc.com

Jr. Analyst 정지윤

02)768-7705, jiyoon@nhqvc.com

Summary

GS리테일은 전력 및 통신용 전선과 케이블 판매를 목적으로 1971년 설립되었으며, 2005년 3월 현재의 사명인 주식회사 GS리테일로 상호를 변경하였음. 주요 사업은 소매유통업으로 편의점 GS25, 슈퍼마켓 GS수퍼, 헬스 앤 뷰티 스토어를 운영하고 있음. 향후 편의점 사업의 지속 확대, 신사업 투자 등을 통해 중장기 성장성을 확보해 나가고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 소비경기 턴어라운드
- 편의점 간편식 시장의 확대
- 1인 가구화, 고령화 진행

Downside Risk

- 국내 소비경기 침체 심화
- 온라인 식품서비스와의 경쟁
- 가맹사업법 등 정부 규제 강화

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| Seven & I | 19.9 | 20.1 | 1.3 | 1.7 | 6.8 | 8.5 |
| Lawson | 57.3 | 31.8 | 1.9 | 2.1 | 3.2 | 6.6 |
| CP All | 51.3 | 32.5 | 1.9 | 2.1 | 3.2 | 6.6 |
| BGF 리테일 | 20.1 | 17.0 | 3.9 | 3.3 | 20.8 | 20.3 |

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER | 22.7 | 15.7 | 15.0 | 10.1 | 8.6 |
| PBR | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| PSR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| ROE | 6.2 | 7.5 | 7.4 | 10.5 | 11.5 |
| ROIC | 4.2 | 3.6 | 3.9 | 6.0 | 6.7 |

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 4,378 | 4,709 | 4,962 | 6,273 | 7,402 | 8,267 | 8,692 | 9,007 | 8,862 |
| 영업이익 | 140 | 155 | 143 | 226 | 218 | 166 | 180 | 239 | 253 |
| 영업이익률(%) | 3.2 | 3.3 | 2.9 | 3.6 | 2.9 | 2.0 | 2.1 | 2.7 | 2.8 |
| 세전이익 | 162 | 159 | 149 | 221 | 365 | 189 | 180 | 200 | 201 |
| 순이익 | 123 | 119 | 111 | 166 | 274 | 115 | 132 | 144 | 155 |
| 지배지분순이익 | 123 | 119 | 111 | 164 | 274 | 118 | 121 | 133 | 168 |
| EBITDA | 293 | 327 | 324 | 425 | 452 | 437 | 481 | 898 | 921 |
| CAPEX | 193 | 146 | 187 | 255 | 311 | 381 | 288 | 247 | 302 |
| Free Cash Flow | 29 | 148 | 181 | 189 | 124 | 61 | 37 | 558 | 504 |
| EPS(원) | 1,603 | 1,546 | 1,445 | 2,133 | 3,562 | 1,535 | 1,566 | 1,729 | 2,187 |
| BPS(원) | 19,798 | 20,969 | 21,838 | 23,281 | 25,842 | 26,369 | 27,116 | 28,443 | 29,928 |
| DPS(원) | 400 | 450 | 600 | 850 | 1,100 | 600 | 650 | 750 | 900 |
| 순차입금 | 275 | 173 | 67 | 1,043 | 516 | 817 | 925 | 789 | 859 |
| ROE(%) | 8.4 | 7.6 | 6.8 | 9.5 | 14.5 | 5.9 | 5.9 | 6.2 | 7.5 |
| ROIC(%) | 9.2 | 8.8 | 8.0 | 23.2 | 5.0 | 4.5 | 4.2 | 4.2 | 3.6 |
| 배당성장(%) | 24.9 | 29.1 | 41.5 | 39.9 | 30.9 | 39.1 | 41.5 | 43.4 | 41.1 |
| 배당수익률(%) | 1.3 | 1.6 | 2.3 | 1.6 | 2.3 | 1.5 | 1.6 | 1.9 | 2.6 |
| 순차입금 비율(%) | 18.0 | 10.7 | 4.0 | 48.3 | 21.9 | 34.1 | 37.6 | 30.7 | 32.2 |

자료: GS리테일, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 47,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

투자의견 Buy,
목표주가 47,000원
으로 커버리지 개시

GS리테일에 대해 목표주가 47,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산정하였으며 합병법인 가치는 편의점 가치(A) 3.9조원, 홈쇼핑 및 기타 가치(B) 1.0조원을 합산해 4.9조원으로 평가한다. 현재 주가(9/10, 34,150원) 대비 상승여력은 38%다.

단기실적보다는
방향성을 보아야함

합병법인의 단기 실적 모멘텀은 크지 않다. 주요 사업부문들이 코로나19 영향에서 아직까지 자유롭지 못한 탓이다. 하지만 단기 실적에 너무 큰 의미를 부여할 필요는 없다. 영업력에 문제가 생긴 것이 아닌 만큼 사회적 거리두기 단계 완화만 이루어지면 편의점 및 호텔 실적은 단숨에 회복될 수 있는 구조이기 때문이다. 2022년 영업이익은 4,222억원(+57.5% y-y)까지 상승할 것으로 예상하고 있다.

단기실적보다 중요한 것은 합병 시너지다. 합병을 통해 GS리테일은 홈쇼핑 사업에서 창출되는 연간 1,000억원 규모의 영업현금흐름을 기반으로 디지털 사업에 재투자할 수 있는 체력을 확보했다. 합병 이후 요기요 지분 30%를 인수하며 쿠팡커머스 경쟁력을 강화할 수 있었던 배경도 여기에 있다. 디지털 부문 비중 확대에 따른 기업가치 재평가 가능성이 높다고 판단해 매수 의견을 제시한다.

표1. GS리테일 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 매출액 | 8,862 | 9,798 | 11,008 | 11,551 |
| 영업이익 | 253 | 268 | 422 | 480 |
| 영업이익률 | 2.8 | 2.7 | 3.8 | 4.2 |
| EBITDA | 921 | 1,031 | 1,183 | 1,240 |
| (지배지분)순이익 | 168 | 207 | 353 | 415 |
| EPS | 2,187 | 2,275 | 3,374 | 3,967 |
| PER | 15.7 | 15.0 | 10.1 | 8.6 |
| PBR | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 4.2 | 4.1 | 3.5 | 3.3 |
| ROE | 7.5 | 15.0 | 10.1 | 8.6 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. GS리테일 SOTP 밸류에이션

| 항 목 | 기업가치(십억원) | 주당가치(원) | 비 고 |
|----------------------|--------------|---------------|------------------------------|
| 편의점 (A) | 3,906 | 37,305 | |
| 당기순이익 | 178 | 1,696 | 12M Fwd 추정치 |
| Target PER Multiple | 22 | 22 | 한국, 일본, 홍콩 편의점 6개사 평균 |
| 홈쇼핑 및 기타 (B) | 983 | 9,387 | |
| 당기순이익 | 109 | 1,043 | 12M Fwd 추정치 |
| Target PER Multiple | 9 | 9 | 홈쇼핑 업종 평균 PER |
| GS리테일 가치(A+B) | 4,889 | 46,691 | GS리테일 목표주가 47,000원 제시 |
| 발행주식수(주) | 104,717,922 | 104,717,922 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. GS리테일 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원)

| 구분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 매출액 | 2,093.3 | 2,210.7 | 2,348.8 | 2,160.9 | 2,100.1 | 2,285.6 | 2,780.0 | 2,632.5 | 8,813.7 | 9,798.2 |
| 편의점 | 1,659.5 | 1,763.4 | 1,863.1 | 1,745.1 | 1,685.4 | 1,835.1 | 2,042.9 | 1,956.4 | 7,031.0 | 7,519.8 |
| 홈쇼핑 | | | | | | | 288.1 | 320.0 | | 608.1 |
| 슈퍼 | 345.1 | 314.6 | 329.4 | 284.7 | 298.5 | 297.4 | 311.4 | 268.3 | 1,273.8 | 1,175.6 |
| 호텔 | 45.3 | 36.0 | 40.5 | 44.2 | 45.2 | 52.6 | 57.1 | 62.8 | 166.0 | 217.7 |
| 기타 | 82.1 | 97.2 | 100.3 | 104.8 | 108.5 | 119.6 | 121.3 | 123.7 | 384.4 | 473.2 |
| 증감률(y-y) | 1% | -4% | -1% | -4% | 0% | 3% | 18% | 22% | -2% | 11% |
| 편의점 | 1% | -2% | 1% | -1% | 2% | 4% | 10% | 12% | 0% | 7% |
| 홈쇼핑 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 슈퍼 | -8% | -18% | -15% | -13% | -14% | -5% | -5% | -6% | -14% | -8% |
| 호텔 | -33% | -53% | -46% | -49% | 0% | 46% | 41% | 42% | -46% | 31% |
| 기타 | 0% | 10% | 7% | 0% | 32% | 23% | 21% | 18% | 4% | 23% |
| 영업이익 | 40.2 | 59.2 | 79.0 | 25.7 | 38.9 | 42.3 | 114.1 | 72.9 | 204.0 | 268.1 |
| 편의점 | 40.6 | 70.2 | 81.0 | 37.4 | 41.8 | 66.3 | 80.1 | 39.0 | 229.2 | 227.2 |
| 홈쇼핑 | | | | | | | 34.0 | 45.3 | | 79.3 |
| 슈퍼 | 16.4 | 9.2 | 15.4 | -9.4 | 11.1 | 3.1 | 14.9 | -5.4 | 31.6 | 23.8 |
| 호텔 | -0.7 | -11.8 | -1.8 | -3.4 | 0.1 | -7.5 | 2.3 | 8.8 | -17.7 | 3.7 |
| 기타 | 32.5 | -8.4 | -15.6 | 1.1 | -15.5 | -19.1 | -17.2 | -14.8 | 9.5 | -66.6 |
| 증감률(y-y) | 88% | -23% | -13% | -48% | -3% | -29% | 44% | 184% | -15% | 31% |
| 편의점 | 51% | -19% | -10% | -29% | 3% | -6% | -1% | 4% | -11% | -1% |
| 홈쇼핑 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 슈퍼 | 흑전 | 흑전 | 542% | 적지 | -32% | -66% | -3% | 적지 | 흑전 | -25% |
| 호텔 | 적전 | 적전 | 적전 | 적전 | 흑전 | 적지 | 흑전 | 흑전 | 적전 | 흑전 |
| 기타 | 흑전 | 적지 | 적지 | 흑전 | 적전 | 적지 | 적지 | 적전 | 흑전 | 적전 |

주1: IFRS 연결 기준

주2: 3Q21부터 GS홈쇼핑 연결 반영

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 합병 GS리테일 2025년 취급액 목표

| 구분 | 2020 | 2025(F) |
|--------|--------|---------|
| 편의점 | 8.9조원 | 11.4조원 |
| 홈쇼핑 | 3.2조원 | 4.9조원 |
| 슈퍼 | 1.4조원 | 1.6조원 |
| 디지털커머스 | 1.3조원 | 5.8조원 |
| 기타 | 0.7조원 | 1.3조원 |
| 합계 | 15.5조원 | 25.0조원 |

자료: GS 리테일, NH 투자증권 리서치본부

표5. 합병 GS리테일 CAPEX 계획(2025년까지)

| 부문 | 내용 | 금액 |
|------------|---|---------|
| 디지털 커머스 | 고객/Data 통합 및 CX 차별화 서비스 - SSO, 간편결제, 통합멤버십, CDP 등 전략 투자 / M&A - 식품 신사업 등 | 2,700억원 |
| Infra/Tech | DX/Tech 1) A.I.: 초개인화검색/추천고도화 2) Data: 통합고객DB/Cloud, SaaS 전환 3) IT: MSA/통합시스템/개발역량확보 물류 - 신규 물류센터/MFC/LMD | 5,700억원 |
| 신규사업 | 미래사업 투자(벤처/펀드 등) New-Biz(New Concept Store, O4O퀵커머스) | 1,800억원 |

자료: GS 리테일, NH 투자증권 리서치본부

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 매출액 | 8,862 | 9,798 | 11,008 | 11,551 |
| 증감률 (%) | -1.6 | 10.6 | 12.3 | 4.9 |
| 매출원가 | 7,031 | 7,520 | 8,135 | 8,546 |
| 매출총이익 | 1,831 | 2,278 | 2,873 | 3,005 |
| Gross 마진 (%) | 20.7 | 23.3 | 26.1 | 26.0 |
| 판매비와 일반관리비 | 1,579 | 2,010 | 2,450 | 2,525 |
| 영업이익 | 253 | 268 | 422 | 480 |
| 증감률 (%) | 5.7 | 6.2 | 57.5 | 13.7 |
| OP 마진 (%) | 2.8 | 2.7 | 3.8 | 4.2 |
| EBITDA | 921 | 1,031 | 1,183 | 1,240 |
| 영업외손익 | -52 | -12 | 16 | 35 |
| 금융수익(비용) | -17 | 9 | 43 | 62 |
| 기타영업외손익 | -28 | -9 | -13 | -11 |
| 종속, 관계기업관련손익 | -7 | -12 | -14 | -16 |
| 세전계속사업이익 | 201 | 257 | 438 | 515 |
| 법인세비용 | 46 | 67 | 114 | 134 |
| 계속사업이익 | 155 | 190 | 324 | 381 |
| 당기순이익 | 155 | 190 | 324 | 381 |
| 증감률 (%) | 7.6 | 22.9 | 70.7 | 17.5 |
| Net 마진 (%) | 1.7 | 1.9 | 2.9 | 3.3 |
| 지배주주지분 순이익 | 168 | 207 | 353 | 415 |
| 비지배주주지분 순이익 | -14 | -17 | -29 | -34 |
| 기타포괄이익 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 163 | 190 | 324 | 381 |

| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| PER(배) | 15.7 | 15.0 | 10.1 | 8.6 |
| PBR(배) | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| PCR(배) | 2.7 | 3.0 | 3.1 | 2.9 |
| PSR(배) | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA(배) | 4.2 | 4.1 | 3.5 | 3.3 |
| EV/EBIT(배) | 15.3 | 15.7 | 9.9 | 8.6 |
| EPS(원) | 2,187 | 2,275 | 3,374 | 3,967 |
| BPS(원) | 29,928 | 31,067 | 33,242 | 35,908 |
| SPS(원) | 115,095 | 107,705 | 105,117 | 110,309 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 7.5 | 7.4 | 10.5 | 11.5 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 2.2 | 2.5 | 3.9 | 4.5 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 3.6 | 3.9 | 6.0 | 6.7 |
| 배당수익률(%) | 2.6 | 2.6 | 3.5 | 3.8 |
| 배당성장(%) | 41.1 | 45.5 | 35.6 | 32.8 |
| 총현금배당금(십억원) | 69 | 94 | 126 | 136 |
| 보통주 주당배당금(원) | 900 | 900 | 1,200 | 1,300 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | 32.2 | 7.7 | 7.6 | 6.4 |
| 총부채/자기자본(%) | 169.1 | 129.5 | 121.2 | 112.4 |
| 이자발생부채 | 2,954 | 3,079 | 3,025 | 2,972 |
| 유동비율(%) | 54.9 | 92.7 | 92.9 | 95.8 |
| 총발행주식수(백만) | 77 | 105 | 105 | 105 |
| 액면가(원) | 1,000 | 1,000 | 1,000 | 1,000 |
| 주가(원) | 34,450 | 34,150 | 34,150 | 34,150 |
| 시가총액(십억원) | 2,653 | 3,576 | 3,576 | 3,576 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 현금및현금성자산 | 37 | 588 | 535 | 528 |
| 매출채권 | 177 | 193 | 195 | 197 |
| 유동자산 | 923 | 1,581 | 1,561 | 1,589 |
| 유형자산 | 2,299 | 2,442 | 2,581 | 2,720 |
| 투자자산 | 322 | 455 | 475 | 497 |
| 비유동자산 | 6,254 | 6,679 | 6,837 | 6,997 |
| 자산총계 | 7,178 | 8,260 | 8,398 | 8,586 |
| 단기성부채 | 738 | 725 | 696 | 669 |
| 매입채무 | 377 | 396 | 388 | 381 |
| 유동부채 | 1,682 | 1,705 | 1,680 | 1,659 |
| 장기성부채 | 2,217 | 2,355 | 2,329 | 2,303 |
| 장기충당부채 | 16 | 16 | 16 | 16 |
| 비유동부채 | 2,828 | 2,956 | 2,921 | 2,885 |
| 부채총계 | 4,511 | 4,661 | 4,601 | 4,544 |
| 자본금 | 77 | 105 | 105 | 105 |
| 자본잉여금 | 156 | 264 | 264 | 264 |
| 이익잉여금 | 2,083 | 2,196 | 2,424 | 2,703 |
| 비지배주주지분 | 363 | 346 | 316 | 282 |
| 자본총계 | 2,667 | 3,599 | 3,797 | 4,042 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 806 | 852 | 1,021 | 1,101 |
| 당기순이익 | 155 | 190 | 324 | 381 |
| + 유/무형자산상각비 | 669 | 763 | 761 | 760 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | 7 | 12 | 14 | 16 |
| + 외화환산손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 974 | 1,022 | 1,170 | 1,229 |
| - 운전자본의증가(감소) | -40 | -100 | -64 | -43 |
| 투자활동 현금흐름 | -391 | -342 | -526 | -529 |
| + 유형자산 감소 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -302 | -254 | -248 | -248 |
| + 투자자산의매각(취득) | -76 | -145 | -35 | -38 |
| Free Cash Flow | 504 | 598 | 773 | 853 |
| Net Cash Flow | 415 | 511 | 495 | 572 |
| 재무활동현금흐름 | -436 | -209 | -548 | -579 |
| 자기자본 증가 | 1 | 136 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -437 | -345 | -548 | -579 |
| 현금의증가 | -21 | 551 | -53 | -7 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 37 | 588 | 535 | 528 |
| 기말 순부채(순현금) | 859 | 277 | 290 | 257 |

신세계 (004170.KS)

사상 최대 영업이익 전망

상반기 백화점 부문 실적 코로나19 이전을 상회하는 성과를 기록함. 면세점은 공항 면세점 임대료 지원 효과 및 강남점 영업 종료에 따른 수익성 개선이 나타나고 있음을 긍정적으로 평가함

투자 의견 Buy, 목표주가 350,000원 제시

신세계에 대해 목표주가 350,000원, 투자 의견 Buy로 커버리지 개시. 목표 주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션으로 산정했으며 백화점 가치 1.6조원(백화점 및 센트럴시티 당기순이익 추정치, Target PER Multiple 10배), 면세점 가치 1.1조원(2023년 당기순이익 추정치, 연 할인율 5%, Target PER Multiple 15배), 지분가치 6,860억원(지분을 및 지주회사 할인을 30%)으로 추정함. 현재 주가(9/10, 275,500원) 대비 상승여력은 27%

사상 최대 영업이익 전망

2021년 신세계의 연결기준 영업이익은 4,862억원(+449.5% y-y)으로 추정하며 이는 코로나19 이전을 넘어서는 사상 최대 영업이익에 해당

이러한 성과가 가능할 것으로 추정하는 첫 번째 근거는 백화점 실적 개선임. 명품 카테고리 중심의 영업환경은 프리미엄 백화점 브랜드 이미지를 구축한 동시에 유리하게 작용하고 있으며, 이는 백화점 3사 중 가장 높은 기존점성장률을 이어갈 수 있게 해주는 원동력

두 번째 근거는 면세점 손익 개선 추세임. 공항 면세점 임대료 지원 정책 효과 및 강남점 영업 종료(월 20억원 가량 적자 개선) 효과로 수익성 개선세가 지속되고 있음. 면세점 부문의 2021년 영업이익은 883억원으로 추정하는데 이는 일회성 요인 제외 시 역대 최고 성과에 해당함

리스크 요인은 공항 면세점 임대료 지원 정책 종료. 연장 없이 연말에 종료될 경우 내년도 이익 추정치 하향이 불가피(현재 추정치에는 미반영)

신세계 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 순매출액 | 1,214 | 1,344 | 1,320 | 1,395 | 1,380 | 13.6 | -1.1 | 1,433 | 1,524 |
| 영업이익 | 25 | 103 | 124 | 96 | 113 | 350.4 | 17.7 | 103 | 153 |
| 영업이익률 | 2.1 | 7.7 | 9.4 | 6.9 | 8.2 | | | 10.0 | 10.0 |
| 세전이익 | -6 | 15 | 121 | 40 | 77 | 흑전 | 90.5 | 76 | 93 |
| (지배)순이익 | -6 | 12 | 70 | 4 | 56 | 흑전 | 1,260.1 | 46 | 79 |

주: IFRS 연결기준; 자료: 신세계, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 75페이지 참조

Buy (신규)

| | |
|--------------------|---------------------|
| 목표주가 | 350,000원 (신규) |
| 현재가 (21/09/10) | 275,500원 |
| 업종 | 유통업 |
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 2,712.3십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 9.8백만주 |
| 52주 최고가('21/05/11) | 322,000원 |
| 최저가('20/09/24) | 202,500원 |
| 평균거래대금(60일) | 22,683백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 0.73% |
| 외국인지분율 | 28.1% |

| | |
|-----------|-------|
| 주요주주 | |
| 정유경 외 2 인 | 28.6% |
| 국민연금공단 | 12.2% |

| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|------------|------|-------|------|
| 절대수익률 (%) | -9.7 | -6.6 | 33.7 |
| 상대수익률 (%)p | -6.8 | -11.6 | 2.5 |

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 4,769 | 5,619 | 6,117 | 6,624 |
| 증감률 | -25.4 | 17.8 | 8.9 | 8.3 |
| 영업이익 | 88 | 486 | 555 | 617 |
| 증감률 | -81.1 | 449.5 | 14.2 | 11.0 |
| 영업이익률 | 1.9 | 8.7 | 9.1 | 9.3 |
| (지배)순이익 | -103 | 209 | 263 | 305 |
| EPS | -10,512 | 21,222 | 26,716 | 31,026 |
| 증감률 | 적전 | 흑전 | 25.9 | 16.1 |
| PER | N/A | 13.0 | 10.3 | 8.9 |
| PBR | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 6.4 | 6.2 | 6.0 |
| ROE | -2.8 | 5.9 | 7.0 | 7.6 |
| 부채비율 | 152.5 | 141.7 | 130.9 | 120.8 |
| 순차입금 | 2,782 | 2,739 | 2,706 | 2,625 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈

02)2229-6221, jooyh@nhqv.com

Jr. Analyst 정지윤

02)768-7705, jiyoon@nhqv.com

Summary

신세계는 1955년 동화백화점으로 설립되었으며, 1985년 유가증권시장에 상장되어 매매 개시. 사업 영역은 백화점, 면세점, 도소매업, 부동산 및 호텔업 등으로 세분화됨. 2020년 연결기준 순매출액 4조7,660억원(-25% y-y), 영업이익 884억원(-81% y-y) 기록. 향후 온라인 사업 확장, 면세사업 확장 등을 통해 중장기 성장을 도모하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 한·중 양국 간의 관계 개선
- 중·일 양국 간의 관계 변화
- 국내 럭셔리 시장의 성장
- 국내 면세사업자들의 협상력 증대

Downside Risk

- 한·중 양국 간의 관계 악화
- 중·일 양국 간의 관계 개선
- 중국의 전자상거래법 단속 강화
- 국내 면세업 관련 사업자 및 제도의 변화

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| 롯데쇼핑 | 74.0 | 12.9 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 2.4 |
| 현대백화점 | 10.1 | 7.9 | 0.4 | 0.4 | 2.5 | 4.4 |
| 호텔신라 | 52.6 | 23.2 | 4.7 | 3.9 | 10.6 | 21.1 |

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER | 5.4 | N/A | 13.0 | 10.3 | 8.9 |
| PBR | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| PSR | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| ROE | 14.2 | -2.8 | 5.9 | 7.0 | 7.6 |
| ROIC | 5.9 | -0.2 | 4.5 | 5.1 | 5.6 |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 2,296 | 2,442 | 2,492 | 2,564 | 2,947 | 3,871 | 5,186 | 6,394 | 4,769 |
| 영업이익 | 250 | 306 | 273 | 262 | 251 | 346 | 397 | 468 | 88 |
| 영업이익률(%) | 10.9 | 12.5 | 11.0 | 10.2 | 8.5 | 8.9 | 7.7 | 7.3 | 1.9 |
| 세전이익 | 271 | 267 | 250 | 583 | 415 | 291 | 355 | 798 | -118 |
| 순이익 | 194 | 195 | 186 | 433 | 323 | 214 | 285 | 593 | -69 |
| 지배지분순이익 | 162 | 158 | 157 | 402 | 227 | 182 | 239 | 526 | -103 |
| EBITDA | 398 | 480 | 442 | 438 | 460 | 615 | 699 | 1,136 | 745 |
| CAPEX | 486 | 394 | 416 | 620 | 793 | 396 | 389 | 321 | 477 |
| Free Cash Flow | -300 | -120 | -38 | -341 | -433 | -6 | -57 | 469 | 76 |
| EPS(원) | 16,415 | 16,010 | 15,908 | 40,843 | 23,071 | 18,513 | 24,274 | 53,472 | -10,512 |
| BPS(원) | 224,187 | 244,816 | 265,687 | 307,084 | 328,499 | 347,557 | 352,367 | 398,826 | 349,650 |
| DPS(원) | 1,000 | 1,000 | 1,150 | 1,250 | 1,250 | 1,250 | 2,000 | 2,000 | 1,500 |
| 순차입금 | 1,982 | 2,353 | 2,347 | 1,852 | 2,310 | 2,170 | 2,772 | 2,418 | 2,782 |
| ROE(%) | 7.7 | 6.8 | 6.2 | 14.3 | 7.3 | 5.5 | 6.9 | 14.2 | -2.8 |
| ROIC(%) | 18.2 | 5.8 | 5.1 | 2.6 | 9.4 | 4.0 | 4.3 | 5.9 | -0.2 |
| 배당성장(%) | 6.1 | 6.2 | 7.2 | 3.1 | 5.4 | 6.7 | 8.2 | 3.7 | -14.3 |
| 배당수익률(%) | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.5 | 0.7 | 0.4 | 0.8 | 0.7 | 0.6 |
| 순차입금 비율(%) | 63.9 | 70.4 | 65.8 | 45.6 | 49.2 | 44.1 | 55.4 | 43.8 | 55.0 |

자료: 신세계, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 350,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

투자의견 Buy,
목표주가 350,000원
으로 커버리지 개시

신세계에 대해 목표주가 350,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션으로 산정했다. 백화점 가치는 1.6조 원으로 추정했는데 별도 백화점 부문과 센트럴시티(신세계 강남점 임차료 수취) 부문 합산 당기순이익 추정치에 백화점 업종 Target PER Multiple 10배를 적용했다. 면세점 가치는 1.1조원으로 추정했으며 면세점 업종 정상화가 예상되는 2023년 당기순이익 추정치(연 할인을 5% 적용) 기준 면세 업종 PER 밴드 하단인 15배를 적용했다. 하단을 적용한 이유는 공항 면세점 임대료 감면 정책 종료에 따른 비용 증가 리스크를 고려했기 때문이다. 추가로 신세계인터내셔널(3,800억원), 삼성생명(2,280억원), NAVER(780억원) 등 보유 지분 가치(각 지분을 및 지주회사 할인을 30% 적용) 반영했다. 현재 주가(9/10, 275,500원) 대비 상승여력은 27%다.

표1. 신세계 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 4,769 | 5,619 | 6,117 | 6,624 |
| 영업이익 | 88 | 486 | 555 | 617 |
| 영업이익률 | 1.9 | 8.7 | 9.1 | 9.3 |
| EBITDA | 745 | 1,118 | 1,148 | 1,173 |
| (지배지분)순이익 | -103 | 209 | 263 | 305 |
| EPS | -10,512 | 21,222 | 26,716 | 31,026 |
| PER | N/A | 13.0 | 10.3 | 8.9 |
| PBR | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| EV/EBITDA | 9.1 | 6.4 | 6.2 | 6.0 |
| ROE | -2.8 | 5.9 | 7.0 | 7.6 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 신세계 SOTP 밸류에이션

| 항 목 | 기업가치(십억원) | 주당가치(원) | 비 고 |
|---------------------------|--------------|----------------|---------------------------------------|
| 백화점 가치(+센트럴시티) (A) | 1,629 | 165,473 | |
| 당기순이익 | 163 | 16,547 | 12M Fwd 백화점, 센트럴시티 부문 추정치, 실효세율 25.7% |
| Target PER Multiple | X10.0 | X10.0 | 백화점 업종 Target PER Multiple 10배 적용 |
| 면세점 가치 (B) | 1,127 | 114,494 | |
| 당기순이익 | 75 | 7,633 | 2023년 추정치, 실효세율 25.7%, 연 할인을 5% 적용 |
| Target PER Multiple | X15.0 | X 15.0 | 면세점 업종 PER 밴드 하단(15배) 적용 |
| 지분가치(C) | 686 | 69,681 | |
| 신세계인터내셔널 | 380 | 38,617 | 현재 주가 기준, 지분율 38.9%, 지주회사 할인을 30% |
| 삼성생명 | 228 | 23,150 | 현재 주가 기준, 지분율 2.2%, 지주회사 할인을 30% |
| NAVER | 78 | 7,914 | 현재 주가 기준, 지분율 0.2%, 지주회사 할인을 30% |
| 총기업가치 (A)+(B)+(C) | 3,442 | 349,648 | 신세계 목표주가 350,000원 제시 |
| 발행주식수(주) | 9,845,181 | 9,845,181 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 신세계 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 순매출액 | 1,196.9 | 1,014.4 | 1,214.4 | 1,340.4 | 1,320.0 | 1,395.3 | 1,379.8 | 1,524.4 | 4,769.0 | 5,619.4 |
| 신세계(별도) | 331.1 | 353.9 | 363.8 | 411.1 | 399.6 | 399.7 | 396.9 | 452.2 | 1,459.9 | 1,648.4 |
| 신세계인터내셔널 | 323.4 | 287.1 | 333.8 | 455.8 | 341.9 | 340.7 | 367.6 | 420.6 | 1,400.1 | 1,470.8 |
| 센트럴시티 | 55.6 | 52.8 | 58.1 | 62.3 | 59.7 | 65.5 | 65.1 | 71.6 | 228.8 | 261.9 |
| 신세계디에프 | 488.9 | 310.7 | 437.2 | 383.5 | 478.9 | 560.5 | 510.0 | 535.5 | 1,620.3 | 2,084.9 |
| 순매출액(y-y) | -21% | -33% | -24% | -24% | 10% | 38% | 14% | 14% | -25% | 18% |
| 신세계 | -12% | -4% | -6% | -4% | 21% | 13% | 9% | 10% | -6% | 13% |
| 신세계인터내셔널 | -12% | -5% | -7% | 15% | 6% | 19% | 10% | -8% | -2% | 5% |
| 센트럴시티 | -16% | -22% | -18% | -8% | 7% | 24% | 12% | 15% | -16% | 14% |
| 신세계디에프 | -30% | -60% | -44% | -56% | -2% | 80% | 17% | 40% | -48% | 29% |
| 매출총이익 | 613.7 | 538.9 | 587.4 | 663.6 | 724.1 | 773.8 | 743.8 | 853.4 | 2,400.0 | 3,095.0 |
| 매출총이익률(%) | 51% | 53% | 48% | 50% | 55% | 55% | 54% | 56% | 50% | 55% |
| 판매비 | 610.4 | 587.5 | 562.2 | 560.5 | 600.5 | 677.6 | 630.5 | 700.3 | 2,320.6 | 2,608.8 |
| 판매비율(%) | 51% | 58% | 46% | 42% | 45% | 49% | 46% | 46% | 49% | 46% |
| 영업이익 | 3.3 | -48.6 | 25.2 | 103.1 | 123.6 | 96.2 | 113.3 | 153.1 | 88.0 | 486.2 |
| 영업이익률(%) | 0% | -5% | 2% | 8% | 9% | 7% | 8% | 10% | 2% | 9% |
| 신세계(별도) | 22.6 | 14.3 | 28.1 | 61.7 | 61.2 | 47.4 | 48.6 | 74.0 | 126.7 | 231.1 |
| 신세계인터내셔널 | 12.0 | -2.6 | 5.0 | 17.4 | 21.3 | 19.1 | 21.2 | 29.4 | 31.8 | 91.0 |
| 센트럴시티 | 11.7 | -2.5 | 7.4 | 17.5 | 15.8 | 4.1 | 15.6 | 18.6 | 34.1 | 54.1 |
| 신세계디에프 | -32.4 | -37.0 | -20.5 | 2.6 | 23.1 | 19.2 | 21.9 | 24.1 | -87.3 | 88.3 |

주: IFRS 연결기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표4. 인천공항 임대료 감면 정책, 지원은 2021년 말까지

(단위: 십억원)

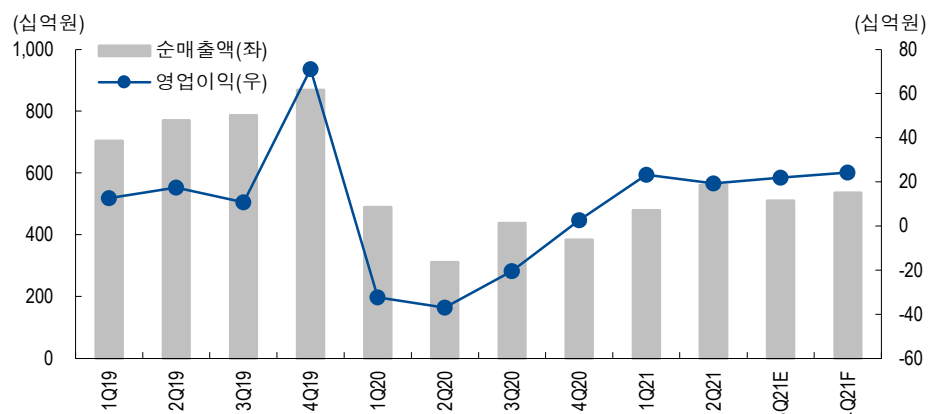
| 업종 | 당초 | 변경 | 효과 |
|-------|--------------------------|---------------------------------|---|
| 감면 | 면세점, 은행, 교통, 기내식, 급유시설 등 | 고정임대료 비교징수 등 | 여객감소를 연동 할인 *감면액 = 임대료 x 여객감소율 (‘19년 동월 대비) |
| 납부 유예 | | ‘20.3 ~ 8월분 → ‘20.9 ~ ‘21.2월 납부 | 4,156억원 → 8,452억원 (추가 4,296억원) |
| | | ‘20.3 ~ 8월분 → ‘21.1 ~ 6월 납부 | 4,463억원 납부유예 |

☞ 공항이용 여객수가 '19년 동월 대비 80% 이하일 경우 적용('20.9월 ~ '21.12월까지)

☞ 인천공항의 경우 T1 4기 입찰공고(20.8.5)에 준해, 기존 면세점 기업들도 '21.12월까지('19년 동월 대비 80% 이하) 매출연동(품목별 영업요율) 적용

자료: 국토교통부, NH투자증권 리서치본부

그림1. 공항 면세점 임대료 감면 및 강남점 영업 종료 효과로 수익성 개선



자료: 신세계, NH투자증권 리서치본부

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 매출액 | 4,769 | 5,619 | 6,117 | 6,624 |
| 증감률 (%) | -25.4 | 17.8 | 8.9 | 8.3 |
| 매출원가 | 2,369 | 2,524 | 2,754 | 3,006 |
| 매출총이익 | 2,400 | 3,095 | 3,363 | 3,618 |
| Gross 마진 (%) | 50.3 | 55.1 | 55.0 | 54.6 |
| 판매비와 일반관리비 | 2,312 | 2,609 | 2,808 | 3,001 |
| 영업이익 | 88 | 486 | 555 | 617 |
| 증감률 (%) | -81.1 | 449.5 | 14.2 | 11.0 |
| OP 마진 (%) | 1.9 | 8.7 | 9.1 | 9.3 |
| EBITDA | 745 | 1,118 | 1,148 | 1,173 |
| 영업외손익 | -207 | -155 | -153 | -149 |
| 금융수익(비용) | -85 | -123 | -122 | -120 |
| 기타영업외손익 | -120 | -32 | -31 | -29 |
| 종속, 관계기업관련손익 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | -118 | 331 | 402 | 467 |
| 법인세비용 | -49 | 85 | 103 | 120 |
| 계속사업이익 | -69 | 246 | 299 | 347 |
| 당기순이익 | -69 | 246 | 299 | 347 |
| 증감률 (%) | 적전 | 흑전 | 21.6 | 16.1 |
| Net 마진 (%) | -1.4 | 4.4 | 4.9 | 5.2 |
| 지배주주지분 순이익 | -103 | 209 | 263 | 305 |
| 비지배주주지분 순이익 | 34 | 37 | 36 | 42 |
| 기타포괄이익 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -60 | 246 | 299 | 347 |

| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| PER(배) | N/A | 13.0 | 10.3 | 8.9 |
| PBR(배) | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| PCR(배) | 3.9 | 2.5 | 2.5 | 2.4 |
| PSR(배) | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA(배) | 9.1 | 6.4 | 6.2 | 6.0 |
| EV/EBIT(배) | 76.3 | 14.6 | 12.8 | 11.5 |
| EPS(원) | -10,512 | 21,222 | 26,716 | 31,026 |
| BPS(원) | 349,650 | 368,874 | 393,392 | 422,020 |
| SPS(원) | 484,428 | 570,776 | 621,306 | 672,774 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | -2.8 | 5.9 | 7.0 | 7.6 |
| 총자산이익률(ROA, %) | -0.5 | 1.9 | 2.3 | 2.7 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | -0.2 | 4.5 | 5.1 | 5.6 |
| 배당수익률(%) | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.9 |
| 배당성장(%) | -14.3 | 9.4 | 8.2 | 7.7 |
| 총현금배당금(십억원) | 15 | 20 | 22 | 24 |
| 보통주 주당배당금(원) | 1,500 | 2,000 | 2,200 | 2,400 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | 55.0 | 51.8 | 48.7 | 44.6 |
| 총부채/ 자기자본(%) | 152.5 | 141.7 | 130.9 | 120.8 |
| 이자발생부채 | 4,991 | 4,787 | 4,580 | 4,418 |
| 유동비율(%) | 46.1 | 53.0 | 58.6 | 66.1 |
| 총발행주식수(백만) | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가(원) | 239,500 | 275,500 | 275,500 | 275,500 |
| 시가총액(십억원) | 2,358 | 2,712 | 2,712 | 2,712 |

| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 현금및현금성자산 | 389 | 424 | 416 | 467 |
| 매출채권 | 217 | 256 | 281 | 310 |
| 유동자산 | 1,664 | 1,926 | 2,068 | 2,282 |
| 유형자산 | 6,604 | 6,480 | 6,375 | 6,274 |
| 투자자산 | 1,635 | 1,674 | 1,714 | 1,756 |
| 비유동자산 | 11,105 | 10,846 | 10,774 | 10,709 |
| 자산총계 | 12,769 | 12,772 | 12,842 | 12,991 |
| 단기성부채 | 1,889 | 1,885 | 1,742 | 1,643 |
| 매입채무 | 72 | 85 | 90 | 96 |
| 유동부채 | 3,609 | 3,634 | 3,528 | 3,451 |
| 장기성부채 | 3,102 | 2,902 | 2,838 | 2,775 |
| 장기충당부채 | 42 | 31 | 23 | 17 |
| 비유동부채 | 4,103 | 3,856 | 3,753 | 3,656 |
| 부채총계 | 7,712 | 7,489 | 7,281 | 7,107 |
| 자본금 | 49 | 49 | 49 | 49 |
| 자본잉여금 | 348 | 348 | 348 | 348 |
| 이익잉여금 | 2,788 | 2,977 | 3,219 | 3,501 |
| 비지배주주지분 | 1,615 | 1,652 | 1,688 | 1,729 |
| 자본총계 | 5,057 | 5,283 | 5,561 | 5,884 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 552 | 625 | 738 | 725 |
| 당기순이익 | -69 | 246 | 299 | 347 |
| + 유/무형자산상각비 | 656 | 631 | 592 | 557 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | -55 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 612 | 1,067 | 1,098 | 1,125 |
| - 운전자본의증가(감소) | 98 | -252 | -154 | -178 |
| 투자활동 현금흐름 | -389 | -371 | -519 | -491 |
| + 유형자산 감소 | 59 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -477 | -500 | -480 | -450 |
| + 투자자산의매각(취득) | -26 | -39 | -40 | -42 |
| Free Cash Flow | 76 | 125 | 258 | 275 |
| Net Cash Flow | 163 | 254 | 218 | 234 |
| 재무활동현금흐름 | 48 | -219 | -226 | -184 |
| 자기자본 증가 | -50 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | 98 | -219 | -226 | -184 |
| 현금의증가 | 211 | 35 | -8 | 50 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 389 | 424 | 416 | 467 |
| 기말 순부채(순현금) | 2,782 | 2,739 | 2,706 | 2,625 |

롯데하이마트 (071840.KS)

부담스럽지 않은 주가 수준

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 82페이지 참조

전년도의 높은 기저 부담이 있는 것은 사실. 다만, 비용 절감 효과로 수익성 방어에 성공하고 있으며 최근 주가 조정에 따른 Valuation 매력이 존재한다는 점에서 매수 추천

투자의견 Buy, 목표주가 42,000원 제시

롯데하이마트에 대해 목표주가 42,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 목표주가는 12M Fwd 당기순이익 추정치에 Target PER Multiple 11배(영업권손상차손 반영한 과거 3개연도 평균)를 적용하여 산출. 중장기적 성장성에 대한 고민, 전년도의 높은 기저 부담이 있는 것은 분명하나 '21년 당사 추정치 기준 PER 9.0배 수준에 불과해 Valuation 매력이 있다고 판단함. 현재 주가(9/10, 30,700원) 대비 상승여력은 37%

온라인 채널을 통한 구조적 개선에 주목

동사 평가에 있어 분기 실적에 너무 큰 의미를 둘 필요는 없음. 계절가전의 경우 날씨 영향에 따라 수요 발생 시점이 크게 차이나기 때문. 예를 들어 최근 발표된 2분기 성과(전년 대비 매출액 -11%, 영업이익 -52%)는 부진했는데, 이는 비우호적인 날씨로 인해 고마진 카테고리에 해당하는 에어컨 매출이 전년 대비 30% 가량 감소했기 때문임. 반대로 3분기에는 무더위로 인해 에어컨 판매가 증가함에 따라 의미 있는 실적 반등(영업이익 696억원, +24% y-y)이 가능할 것으로 추정되는 상황

분기 실적보다는 회사의 구조적 개선에 주목해야 하는데, 오프라인 부진 점포 구조조정에 따라 인건비 등 고정비 부담이 크게 완화. 오프라인 매장 점포 수 감소에도 불구하고 온라인 비중 상승 효과에 힘입어 전체 매출액 규모도 안정적으로 유지되고 있음을 긍정적으로 평가

2분기 어닝쇼크는 주가에 이미 충분히 반영되었다고 생각되며 저점 매수가 가능한 시점으로 판단함

Buy (신규)

목표주가 42,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 30,700원

| | |
|--------------------|---------------------|
| 업종 | 유통 |
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 724.8십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 23.6백만주 |
| 52주 최고가('21/01/22) | 43,400원 |
| 최저가('20/09/24) | 27,950원 |
| 평균거래대금(60일) | 2,976백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 3.91% |
| 외국인지분율 | 8.9% |

| | |
|-------------|-------|
| 주요주주 | |
| 롯데쇼핑 외 11 인 | 65.4% |
| 국민연금공단 | 6.6% |

| | | | |
|------------|-------|-------|-------|
| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 (%) | -22.8 | -18.8 | 3.0 |
| 상대수익률 (%)p | -20.3 | -23.1 | -21.0 |

| | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
| 매출액 | 4,052 | 4,050 | 4,188 | 4,332 |
| 증감률 | 0.6 | 0.0 | 3.4 | 3.4 |
| 영업이익 | 161 | 148 | 169 | 190 |
| 증감률 | 46.6 | -8.4 | 14.2 | 12.6 |
| 영업이익률 | 4.0 | 3.6 | 4.0 | 4.4 |
| (지배지분)순이익 | 29 | 81 | 97 | 115 |
| EPS | 1,217 | 3,427 | 4,129 | 4,856 |
| 증감률 | 흑전 | 181.7 | 20.5 | 17.6 |
| PER | 25.6 | 9.0 | 7.4 | 6.3 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 3.3 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |
| ROE | 1.5 | 4.1 | 4.8 | 5.5 |
| 부채비율 | 73.9 | 70.8 | 66.9 | 64.4 |
| 순차입금 | 274 | 255 | 225 | 178 |

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈
02)2229-6221, jooyun@nhqvc.com

Jr. Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoon@nhqvc.com

롯데하이마트 3분기 실적 Preview (K-IFRS 별도)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|-------|-------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 매출액 | 1,047 | 963 | 956 | 988 | 1,112 | 6.2 | 12.5 | 1,108 | 994 |
| 영업이익 | 56 | 16 | 26 | 33 | 66 | 18.0 | 99.5 | 66 | 23 |
| 영업이익률 | 5.3 | 1.7 | 2.7 | 3.3 | 5.9 | | | 6.0 | 2.3 |
| 세전이익 | 54 | -60 | 21 | 32 | 64 | 18.5 | 98.5 | 60 | -10 |
| 당기순이익 | 41 | -67 | 16 | 25 | 55 | 34.1 | 121.3 | 45 | -14 |

주: IFRS 별도기준; 자료: 롯데하이마트, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

롯데하이마트는 1987년 6월 설립되어 2012년 10월 롯데그룹의 유통 자회사로 편입되었으며, 가전제품 전문 유통업을 영위. 2020년 별도기준 매출액 4조517억원(+1% y-y), 영업이익 1,611억원(+4% y-y)을 기록하였으며, 상품군별 매출 비중은 A/V가전 11%, 백색가전 47%, 정보통신 19%, 소형가전 23%로 구성. 2020년 말 기준 448개의 점포를 운영하고 있음. 향후 온라인 사업 확대, PB상품 개발, 상품의 프리미엄화 등을 통해 중장기 성장을 도모하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 소비경기 턴어라운드
- 온라인 경쟁력 상승으로 인한 시장 점유율 상승
- 국내 부동산 경기의 턴어라운드
- 신규 가전제품의 보급

Downside Risk

- 국내 소비경기 부진으로 인한 가전 교체 주기 연장
- 온라인 가전 판매 증가로 인한 시장 점유율 하락
- 국내 부동산 경기의 침체
- 가전 사이클의 노후화

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| Best Buy | 15.9 | 11.3 | 6.1 | 6.7 | 44.6 | 59.1 |
| Yamada Denki | 9.5 | 8.4 | 0.8 | 0.6 | 8.0 | 7.0 |
| Suning.com | N/A | 192.1 | 0.7 | 0.7 | -5.6 | 0.4 |
| 이마트 | 6.6 | 10.8 | 0.5 | 0.5 | 7.8 | 4.5 |

자료: FactSet, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER | N/A | 25.6 | 9.0 | 7.4 | 6.3 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| PSR | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| ROE | -5.0 | 1.5 | 4.1 | 4.8 | 5.5 |
| ROIC | 5.3 | 3.0 | 4.7 | 5.4 | 6.0 |

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 3,212 | 3,519 | 3,754 | 3,896 | 3,939 | 4,099 | 4,113 | 4,026 | 4,052 |
| 영업이익 | 162 | 185 | 144 | 160 | 175 | 207 | 186 | 110 | 161 |
| 영업이익률(%) | 5.0 | 5.3 | 3.8 | 4.1 | 4.4 | 5.1 | 4.5 | 2.7 | 4.0 |
| 세전이익 | 93 | 167 | 124 | 143 | 163 | 199 | 127 | -84 | 65 |
| 순이익 | 71 | 129 | 96 | 107 | 121 | 148 | 85 | -100 | 29 |
| 지배지분순이익 | 71 | 129 | 96 | 107 | 121 | 148 | 85 | -100 | 29 |
| EBITDA | 206 | 231 | 197 | 213 | 227 | 257 | 234 | 245 | 305 |
| CAPEX | 50 | 64 | 61 | 31 | 40 | 29 | 49 | 67 | 61 |
| Free Cash Flow | 10 | 93 | 135 | 89 | 197 | 222 | 22 | 64 | 309 |
| EPS(원) | 3,023 | 5,469 | 4,085 | 4,515 | 5,144 | 6,288 | 3,620 | -4,232 | 1,217 |
| BPS(원) | 62,547 | 67,564 | 71,381 | 75,519 | 80,298 | 85,810 | 87,338 | 81,410 | 81,582 |
| DPS(원) | 250 | 250 | 330 | 430 | 500 | 1,850 | 1,700 | 1,000 | 1,200 |
| 순차입금 | 790 | 732 | 626 | 622 | 476 | 300 | 329 | 440 | 274 |
| ROE(%) | 4.9 | 8.4 | 5.9 | 6.1 | 6.6 | 7.6 | 4.2 | -5.0 | 1.5 |
| ROIC(%) | 5.6 | 6.3 | 4.9 | 5.3 | 5.7 | 6.9 | 5.8 | 5.3 | 3.0 |
| 배당성향(%) | 8.3 | 4.6 | 8.1 | 9.5 | 9.7 | 29.4 | 47.0 | -23.6 | 98.6 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 1.2 | 2.7 | 3.6 | 3.2 | 3.9 |
| 순차입금 비율(%) | 53.5 | 45.9 | 37.1 | 34.9 | 25.1 | 14.8 | 16.0 | 22.9 | 14.2 |

자료: 롯데하이마트, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 42,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

**투자의견 Buy,
목표주가 42,000원
으로 커버리지 개시**

롯데하이마트에 대해 목표주가 42,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 12M Fwd 당기순이익 추정치에 Target PER Multiple 11배(영업권손상 차손 반영한 과거 3개연도 평균)를 적용하여 산출했다. 코로나19 영향으로 2020년 국내 가전 시장이 호황을 기록한 만큼 전년도의 높은 기저 부담이 있는 것은 분명하나 2021년 당사 추정치 기준 PER 9.0배 수준에 불과해 Valuation 매력력이 있다고 판단한다. 현재 주가(9/10, 30,700원) 대비 상승여력은 37%이다.

표1. 롯데하이마트 실적 전망 (IFRS 별도)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 4,052 | 4,050 | 4,188 | 4,332 |
| 영업이익 | 161 | 148 | 169 | 190 |
| 영업이익률 | 4.0 | 3.6 | 4.0 | 4.4 |
| EBITDA | 305 | 292 | 309 | 328 |
| (지배지분)순이익 | 29 | 81 | 97 | 115 |
| EPS | 1,217 | 3,427 | 4,129 | 4,856 |
| PER | 25.6 | 9.0 | 7.4 | 6.3 |
| PBR | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 3.3 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |
| ROE | 1.5 | 4.1 | 4.8 | 5.5 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 롯데하이마트 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항 목 | 기업가치 (십억원) | 주당가치 (원) | 비 고 |
|---------------------|------------|------------|------------------------|
| 영업가치 | 996 | 42,206 | |
| 당기순이익 | 91 | 3,837 | 12M Fwd 추정치 |
| Target PER Multiple | X 11.0 | X 11.0 | 영업권손상 반영한 과거 3년 평균 |
| 롯데하이마트 가치 | 996 | 42,206 | 롯데하이마트 목표주가 42,000원 제시 |
| 발행주식수(주) | 23,607,712 | 23,607,712 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 롯데하이마트 분기별 요약손익계산서 (IFRS 별도)

(단위: 십억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-----------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|---------|---------|
| 매출액 | 925.3 | 1,115.7 | 1,047.3 | 963.4 | 955.9 | 988.1 | 1,111.8 | 994.0 | 4,051.7 | 4,049.8 |
| 증감률(y-y) | -11% | 4% | 6% | 3% | 3% | -11% | 6% | 3% | 1% | 0% |
| 매출원가 | 701.9 | 824.0 | 780.9 | 738.4 | 732.6 | 741.2 | 820.5 | 763.4 | 3,045.2 | 3,057.7 |
| 매출원가율(%) | 76% | 74% | 75% | 77% | 77% | 75% | 74% | 77% | 75% | 76% |
| 매출총이익 | 223.4 | 291.7 | 266.4 | 225.0 | 223.3 | 246.9 | 291.3 | 230.6 | 1,006.5 | 992.1 |
| 매출총이익률(%) | 24% | 26% | 25% | 23% | 23% | 25% | 26% | 23% | 25% | 24% |
| 판매비 | 203.8 | 222.4 | 210.5 | 208.6 | 197.5 | 213.8 | 225.3 | 207.9 | 845.3 | 844.5 |
| 판매비율(%) | 22% | 20% | 20% | 22% | 21% | 22% | 20% | 21% | 21% | 21% |
| 영업이익 | 19.6 | 69.3 | 55.9 | 16.4 | 25.8 | 33.1 | 66.0 | 22.7 | 161.2 | 147.6 |
| 증감률(y-y) | -19% | 51% | 67% | 160% | 32% | -52% | 18% | 39% | 47% | -8% |

주: IFRS 별도기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 4,052 | 4,050 | 4,188 | 4,332 |
| 증감률 (%) | 4,050 | 0.0 | 3.4 | 3.4 |
| 매출원가 | 3,045 | 3,058 | 3,156 | 3,264 |
| 매출총이익 | 1,006 | 992 | 1,032 | 1,068 |
| Gross 마진 (%) | 24.8 | 24.5 | 24.6 | 24.6 |
| 판매비와 일반관리비 | 845 | 845 | 864 | 878 |
| 영업이익 | 161 | 148 | 169 | 190 |
| 증감률 (%) | 46.6 | -8.4 | 14.2 | 12.6 |
| OP 마진 (%) | 4.0 | 3.6 | 4.0 | 4.4 |
| EBITDA | 305 | 292 | 309 | 328 |
| 영업외손익 | -96 | -42 | -41 | -40 |
| 금융수익(비용) | -17 | -13 | -12 | -11 |
| 기타영업외손익 | -79 | -29 | -29 | -29 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 세전계속사업이익 | 65 | 106 | 128 | 150 |
| 법인세비용 | 36 | 25 | 30 | 36 |
| 계속사업이익 | 29 | 81 | 97 | 115 |
| 당기순이익 | 29 | 81 | 97 | 115 |
| 증감률 (%) | 흑전 | 181.7 | 20.5 | 17.6 |
| Net 마진 (%) | 0.7 | 2.0 | 2.3 | 2.6 |
| 지배주주지분 순이익 | 29 | 81 | 97 | 115 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 28 | 81 | 97 | 115 |

Valuation / Profitability / Stability

| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| PER(배) | 25.6 | 9.0 | 7.4 | 6.3 |
| PBR(배) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 |
| PCR(배) | 2.3 | 2.8 | 2.6 | 2.4 |
| PSR(배) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| EV/EBITDA(배) | 3.3 | 3.4 | 3.1 | 2.8 |
| EV/EBIT(배) | 6.3 | 6.6 | 5.6 | 4.8 |
| EPS(원) | 1,217 | 3,427 | 4,129 | 4,856 |
| BPS(원) | 81,582 | 83,832 | 86,688 | 90,172 |
| SPS(원) | 171,627 | 171,548 | 177,405 | 183,500 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 1.5 | 4.1 | 4.8 | 5.5 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 0.9 | 2.4 | 2.9 | 3.3 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 3.0 | 4.7 | 5.4 | 6.0 |
| 배당수익률(%) | 3.9 | 3.9 | 4.2 | 4.6 |
| 배당성장(%) | 98.6 | 34.3 | 30.9 | 28.3 |
| 총현금배당금(십억원) | 28 | 28 | 30 | 32 |
| 보통주 주당배당금(원) | 1,200 | 1,200 | 1,300 | 1,400 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | 14.2 | 12.9 | 11.0 | 8.4 |
| 총부채/자기자본(%) | 73.9 | 70.8 | 66.9 | 64.4 |
| 이자발생부채 | 980 | 955 | 919 | 920 |
| 유동비율(%) | 116.9 | 119.2 | 121.0 | 126.6 |
| 총발행주식수(백만) | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가(원) | 31,150 | 30,700 | 30,700 | 30,700 |
| 시가총액(십억원) | 735 | 725 | 725 | 725 |

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 현금및현금성자산 | 236 | 255 | 248 | 294 |
| 매출채권 | 75 | 75 | 76 | 76 |
| 유동자산 | 989 | 1,012 | 1,010 | 1,060 |
| 유형자산 | 458 | 493 | 528 | 561 |
| 투자자산 | 146 | 147 | 148 | 149 |
| 비유동자산 | 2,360 | 2,368 | 2,405 | 2,440 |
| 자산총계 | 3,349 | 3,380 | 3,415 | 3,500 |
| 단기성부채 | 418 | 419 | 402 | 402 |
| 매입채무 | 202 | 203 | 204 | 205 |
| 유동부채 | 846 | 849 | 834 | 838 |
| 장기성부채 | 561 | 536 | 518 | 518 |
| 장기충당부채 | 15 | 15 | 15 | 16 |
| 비유동부채 | 577 | 552 | 534 | 534 |
| 부채총계 | 1,423 | 1,401 | 1,368 | 1,372 |
| 자본금 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 자본잉여금 | 1,056 | 1,056 | 1,056 | 1,056 |
| 이익잉여금 | 752 | 806 | 873 | 955 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,926 | 1,979 | 2,047 | 2,129 |

CASH FLOW STATEMENT

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 370 | 238 | 247 | 260 |
| 당기순이익 | 29 | 81 | 97 | 115 |
| + 유/무형자산상각비 | 144 | 145 | 141 | 138 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 317 | 263 | 280 | 299 |
| - 운전자본의증가(감소) | 69 | 0 | -3 | -3 |
| 투자활동 현금흐름 | -206 | -23 | -48 | -42 |
| + 유형자산 감소 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -61 | -50 | -45 | -40 |
| + 투자자산의매각(취득) | 0 | -1 | -1 | -1 |
| Free Cash Flow | 309 | 188 | 202 | 220 |
| Net Cash Flow | 164 | 215 | 199 | 217 |
| 재무활동현금흐름 | 23 | -76 | -86 | -52 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | 23 | -76 | -86 | -52 |
| 현금의증가 | 187 | 19 | -7 | 46 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 236 | 255 | 248 | 294 |
| 기말 순부채(순현금) | 274 | 255 | 225 | 178 |

현대홈쇼핑 (057050.KS)

더 이상 빠지기 힘든 주가 레벨

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 86페이지 참조

전년도의 높은 실적 베이스 및 현대L&C 원가율 상승에 따른 실적 모델
턴 둔화는 다소 어렵게 느껴지는 것이 사실. 다만, 현재 주가는 2021E
PER 6.6배 수준으로 절대적 저평가 영역인 만큼 매수 추천

투자의견 Buy, 목표주가 93,000원 제시

현대홈쇼핑에 대해 목표주가 93,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시. 목
표주가는 12M Fwd 당기순이익 추정치에 Target PER Multiple 9배를 적
용하여 산출. Target PER Multiple은 3개연도 PER 평균이며 비즈니스 모
델이 달라진 부분이 없기 때문에 과거 수치를 차용. 홈쇼핑 사업의 상대적
매력이 떨어지고 있음은 분명하나 2021E PER 6.6배의 절대적 저평가 영
역에 있는 만큼 매수 추천. 현재 주가(9/10, 74,000원) 대비 상승여력은
26%

자회사 성과에 달려 있는 동사의 미래

홈쇼핑 부문은 중장기적 성장성에 대한 우려가 상존. 코로나19 영향으로
홈쇼핑 취급고가 단기간에 크게 증가했음에도 불구하고 주가가 동반 상승
하지 못한 이유도 산업 성장성에 대한 근본적인 우려 때문

따라서 동사 주가 방향성에 있어 홈쇼핑 부문의 단기 성과가 아닌 자회사
들의 성과가 중요하다고 판단함. 동사가 사업영역 다각화를 위해 건자재(현
대L&C), 렌탈(현대렌탈케어) 사업을 확대해 나가고 있음. 건자재 부문은
연간 영업이익 규모가 300억~400억원을 기록할 정도로 안정화되어 있으
나, 렌탈 부문 성과는 아직까지 BEP 달성에 성공하지 못한 상황

2Q21 기준 현대렌탈케어의 누적 계정 수 및 영업손실은 각각 39.6만개,
13억원 규모임. 당사는 누적 계정 수 43만개 수준 도달 시 분기 흑자 전환
이 가능할 것으로 추정하며 예상 시점은 3Q22임. 현대렌탈케어까지 흑자
전환에 성공할 경우 동사 기업가치에 대한 평가는 달라질 수 있을 것으로
기대함

Buy (신규)

목표주가 93,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 74,000원

| 업종 | 유통 |
|--------------------|---------------------|
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 888.0십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 12.0백만주 |
| 52주 최고가('21/05/18) | 94,500원 |
| 최저가('20/09/25) | 67,900원 |
| 평균거래대금(60일) | 1,724백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 2.97% |
| 외국인지분율 | 30.4% |

| 주요주주 | |
|--------------|-------|
| 현대그린푸드 외 1 인 | 40.8% |
| 국민연금공단 | 9.9% |

| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|------------|-------|-------|-------|
| 절대수익률 (%) | -16.9 | -5.1 | 8.7 |
| 상대수익률 (%)p | -14.2 | -10.2 | -16.7 |

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 2,299 | 2,252 | 2,366 | 2,410 |
| 증감률 | 4.2 | -2.0 | 5.1 | 1.9 |
| 영업이익 | 155 | 147 | 154 | 159 |
| 증감률 | 19.5 | -5.0 | 4.5 | 3.5 |
| 영업이익률 | 6.7 | 6.5 | 6.5 | 6.6 |
| (지배지분)순이익 | 113 | 134 | 151 | 163 |
| EPS | 9,393 | 11,166 | 12,605 | 13,579 |
| 증감률 | 31.1 | 18.9 | 12.9 | 7.7 |
| PER | 8.7 | 6.6 | 5.9 | 5.4 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 4.2 | 3.6 | 3.0 | 2.4 |
| ROE | 6.4 | 7.2 | 7.7 | 7.8 |
| 부채비율 | 49.6 | 47.3 | 44.5 | 41.9 |
| 순차입금 | -4 | -108 | -226 | -346 |

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈
02)2229-6221, jooyh@nhq.com

Jr. Analyst 정지윤
02)768-7705, jiyoon@nhq.com

현대홈쇼핑 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 매출액 | 574.9 | 616.8 | 579.0 | 489.7 | 578.9 | 0.7 | 18.2 | 593.4 | 604.5 |
| 영업이익 | 38.6 | 44.3 | 41.1 | 32.3 | 32.0 | -17.2 | -0.9 | 36.2 | 41.8 |
| 영업이익률 | 6.7 | 7.2 | 7.1 | 6.6 | 5.5 | | | 6.1 | 6.9 |
| 세전이익 | 47.0 | 17.5 | 59.2 | 41.0 | 35.5 | -24.6 | -13.5 | 44.4 | 39.9 |
| (지배)순이익 | 38.7 | 0.6 | 48.4 | 30.8 | 28.2 | -27.0 | -8.2 | 33.6 | 26.5 |

주: IFRS 연결기준; 자료: 현대홈쇼핑, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

현대홈쇼핑은 2001년 5월 설립되었으며, 방송채널 사용 사업과 홈쇼핑 프로그램 제작, 공급 및 도소매업을 주요 사업으로 영위함. 2020년 취급고는 4조428억원(+3% y-y)이며, 사업 부문별 비중은 TV쇼핑 56%, PC쇼핑 12%, 모바일쇼핑 31%, 기타 1%로 구성됨. 향후 렌탈, 전자재, 인테리어 등의 신사업 진출을 통해 중장기적 성장을 도모하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 소비경기 턴어라운드
- 배당 성향 상향 등 주주 환원율 상승
- 렌탈케어, 엘앤씨 등 연결 자회사들의 가시적인 성과
- 언택트로의 라이프스타일 변화의 수혜

Downside Risk

- 국내 소비경기 부진
- 온라인 경쟁 심화로 인한 점유율 하락
- TV플랫폼의 영향력 하락 및 SO송출수수료 인상
- 연결 자회사의 사업성과에 대한 불확실성

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| Qurate Retail | 5.2 | 4.9 | 1.0 | 0.8 | 19.4 | 16.9 |
| 엔에스쇼핑 | N/A | 206.2 | 1.5 | 1.6 | 0.7 | 2.0 |

자료: FactSet, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER | 11.2 | 8.7 | 6.6 | 5.9 | 5.4 |
| PBR | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| PSR | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| ROE | 5.0 | 6.4 | 7.2 | 7.7 | 7.8 |
| ROIC | 11.4 | 12.0 | 11.6 | 12.8 | 13.7 |

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 760 | 800 | 868 | 896 | 969 | 1,043 | 1,018 | 2,207 | 2,299 |
| 영업이익 | 153 | 145 | 145 | 105 | 111 | 125 | 112 | 130 | 155 |
| 영업이익률(%) | 20.1 | 18.1 | 16.7 | 11.7 | 11.5 | 12.0 | 11.0 | 5.9 | 6.7 |
| 세전이익 | 150 | 244 | 190 | 146 | 174 | 162 | 186 | 128 | 161 |
| 순이익 | 104 | 195 | 148 | 111 | 129 | 122 | 167 | 86 | 113 |
| 지배지분순이익 | 104 | 195 | 148 | 111 | 129 | 122 | 167 | 86 | 113 |
| EBITDA | 162 | 151 | 153 | 114 | 125 | 145 | 141 | 207 | 231 |
| CAPEX | 6 | 8 | 6 | 13 | 9 | 10 | 14 | 30 | 24 |
| Free Cash Flow | 108 | 81 | 94 | 72 | 84 | 18 | -12 | 2 | 207 |
| EPS(원) | 8,664 | 16,290 | 12,321 | 9,259 | 10,788 | 10,205 | 13,881 | 7,162 | 9,393 |
| BPS(원) | 81,224 | 96,266 | 105,462 | 113,071 | 121,276 | 128,703 | 140,375 | 144,315 | 149,799 |
| DPS(원) | 1,100 | 1,100 | 1,300 | 1,500 | 1,500 | 1,700 | 1,900 | 2,000 | 2,200 |
| 순차입금 | -549 | -643 | -730 | -794 | -798 | -448 | -215 | -18 | -4 |
| ROE(%) | 11.3 | 18.4 | 11.7 | 8.5 | 9.2 | 8.2 | 10.3 | 5.0 | 6.4 |
| ROIC(%) | -79.9 | -88.7 | N/A | -75.5 | -76.1 | 225.5 | 12.3 | 11.4 | 12.0 |
| 배당성향(%) | 12.7 | 6.8 | 10.4 | 16.0 | 13.7 | 16.2 | 13.3 | 27.2 | 22.3 |
| 배당수익률(%) | 0.9 | 0.6 | 0.9 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.9 | 2.5 | 2.7 |
| 순차입금 비율(%) | -56.3 | -55.7 | -57.7 | -58.5 | -54.8 | -29.0 | -12.8 | -1.0 | -0.2 |

자료: 현대홈쇼핑, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 93,000원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

투자의견 Buy,
목표주가 93,000원
으로 커버리지 개시

현대홈쇼핑에 대해 목표주가 93,000원, 투자의견 Buy로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 12M Fwd 당기순이익 추정치에 Target PER Multiple 9.0배를 적용하여 산출하였다. Target PER Multiple은 3개연도 PER 평균이며 비즈니스 모델이 달라진 부분이 없기 때문에 과거 수치를 차용했다. 홈쇼핑 사업의 상대적 매력력이 떨어지고 있음은 분명하나, 현재 주가는 2021E PER 6.6배의 절대적 저평가 영역에 있는 만큼 매수 관점에서 접근해 볼 만하다. 현재 주가(9/10, 74,000원) 대비 상승여력은 26%다.

표1. 현대홈쇼핑 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 2,299 | 2,252 | 2,366 | 2,410 |
| 영업이익 | 155 | 147 | 154 | 159 |
| 영업이익률 | 6.7 | 6.5 | 6.5 | 6.6 |
| EBITDA | 231 | 218 | 224 | 225 |
| (지배지분)순이익 | 113 | 134 | 151 | 163 |
| EPS | 9,393 | 11,166 | 12,605 | 13,579 |
| PER | 8.7 | 6.6 | 5.9 | 5.4 |
| PBR | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA | 4.2 | 3.6 | 3.0 | 2.4 |
| ROE | 6.4 | 7.2 | 7.7 | 7.8 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 현대홈쇼핑 상대가치 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항 목 | 기업가치 (십억원) | 주당가치 (원) | 비 고 |
|---------------------|------------|------------|-----------------------|
| 영업가치 | 1,114 | 92,845 | |
| 12M Fwd 당기순이익 | 124 | 10,316 | 12M Fwd 추정치 |
| Target PER Multiple | X 9.0 | X 9.0 | 홈쇼핑 업종 평균 수치 |
| 현대홈쇼핑 가치 | 1,114 | 92,845 | 현대홈쇼핑 목표주가 93,000원 제시 |
| 발행주식수(주) | 12,000,000 | 12,000,000 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 현대홈쇼핑 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

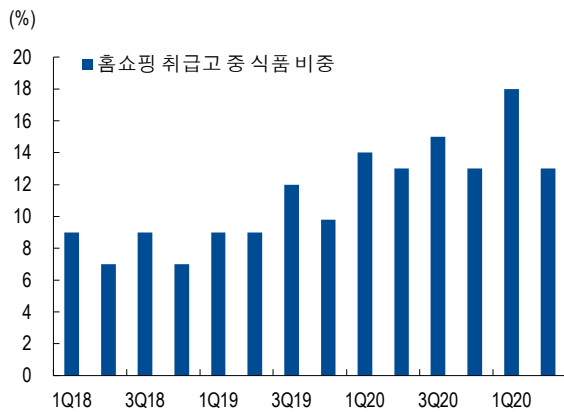
(단위: 십억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 취급고 | 1,289.2 | 1,320.1 | 1,278.1 | 1,369.2 | 1,271.2 | 1,303.6 | 1,254.2 | 1,361.1 | 5,256.6 | 5,190.1 |
| TV | 26.6 | 28.9 | 28.2 | 26.7 | 26.2 | 27.1 | 36.7 | 34.7 | 110.4 | 124.7 |
| 인터넷 | 6.5 | 5.7 | 3.2 | 1.1 | -0.2 | -0.6 | 3.0 | 3.0 | 16.5 | 5.2 |
| 모바일 | 1,008.0 | 1,020.2 | 963.9 | 1,050.6 | 1,004.8 | 1,038.4 | 967.2 | 1,079.0 | 4,042.7 | 4,089.4 |
| 기타 | 548.1 | 562.7 | 558.1 | 582.3 | 559.1 | 597.7 | 563.7 | 599.8 | 2,251.2 | 2,320.3 |
| 렌탈케어 | 106.8 | 110.2 | 138.9 | 148.4 | 148.6 | 147.2 | 184.7 | 197.4 | 504.3 | 677.9 |
| 현대L&C | 439.3 | 436.9 | 386.5 | 441.9 | 424.8 | 418.3 | 382.6 | 450.7 | 1,704.6 | 1,676.5 |
| 취급고(y-y) | 3% | 3% | 5% | 2% | -1% | -1% | -2% | -1% | 3% | -1% |
| TV | 65% | 57% | 32% | 11% | -2% | -6% | 30% | 30% | 38% | 13% |
| 인터넷 | -23% | -29% | -57% | -87% | -102% | -111% | -7% | 178% | -49% | -68% |
| 모바일 | 3% | 5% | 5% | 1% | 0% | 2% | 0% | 3% | 3% | 1% |
| 기타 | 6% | 4% | 11% | 2% | 2% | 6% | 1% | 3% | 6% | 3% |
| 렌탈케어 | 44% | 26% | 62% | 57% | 39% | 34% | 33% | 33% | 48% | 34% |
| 현대L&C | -1% | 5% | -4% | 0% | -3% | -4% | -1% | 2% | 0% | -2% |
| 영업이익 | 28.9 | 43.1 | 38.6 | 44.3 | 41.1 | 32.2 | 32.0 | 41.8 | 154.9 | 147.2 |
| 영업이익률(%) | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 홈쇼핑 | 33.7 | 435.0 | 348.0 | 437.0 | 392.0 | 306.0 | 350.9 | 436.5 | 1,253.7 | 1,485.5 |
| 렌탈케어 | -2.1 | -5.7 | -6.0 | -3.1 | -1.9 | -2.4 | -3.1 | -1.7 | -16.9 | -9.2 |
| 현대L&C | 3.3 | 11.5 | 14.9 | 8.2 | 7.0 | 7.3 | 12.8 | 9.4 | 37.9 | 36.5 |

주: IFRS 연결기준

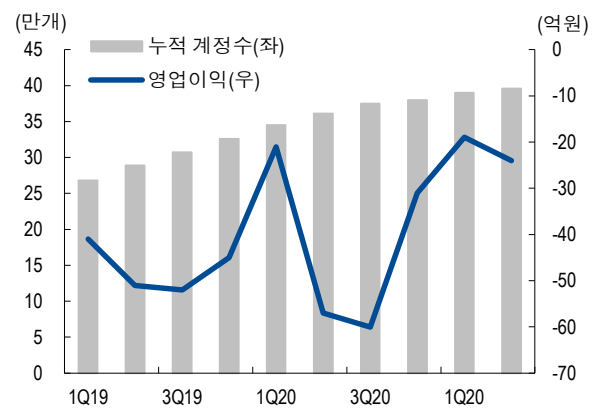
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 코로나19 이후 홈쇼핑 식품 비중 증가 추세 지속



자료: 현대홈쇼핑, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림2. 향후 기업가치는 렌탈케어 성과에 달려있음



자료: 현대홈쇼핑, NH 투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 2,299 | 2,252 | 2,366 | 2,410 |
| 증감률 (%) | 4.2 | -2.0 | 5.1 | 1.9 |
| 매출원가 | 1,287 | 1,235 | 1,305 | 1,298 |
| 매출총이익 | 1,012 | 1,017 | 1,061 | 1,112 |
| Gross 마진 (%) | 44.0 | 45.2 | 44.9 | 46.1 |
| 판매비와 일반관리비 | 857 | 870 | 907 | 953 |
| 영업이익 | 155 | 147 | 154 | 159 |
| 증감률 (%) | 19.5 | -5.0 | 4.5 | 3.5 |
| OP 마진 (%) | 6.7 | 6.5 | 6.5 | 6.6 |
| EBITDA | 231 | 218 | 224 | 225 |
| 영업외손익 | 6 | 28 | 44 | 54 |
| 금융수익(비용) | 6 | 3 | 6 | 9 |
| 기타영업외손익 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 17 | 25 | 38 | 45 |
| 세전계속사업이익 | 161 | 176 | 198 | 214 |
| 법인세비용 | 48 | 42 | 47 | 51 |
| 계속사업이익 | 113 | 134 | 151 | 163 |
| 당기순이익 | 113 | 134 | 151 | 163 |
| 증감률 (%) | 31.1 | 18.9 | 12.9 | 7.7 |
| Net 마진 (%) | 4.9 | 5.9 | 6.4 | 6.8 |
| 지배주주지분 순이익 | 113 | 134 | 151 | 163 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄이익 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 114 | 134 | 151 | 163 |

Valuation / Profitability / Stability

| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| PER(배) | 8.7 | 6.6 | 5.9 | 5.4 |
| PBR(배) | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.4 |
| PCR(배) | 3.8 | 3.7 | 3.5 | 3.4 |
| PSR(배) | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| EV/EBITDA(배) | 4.2 | 3.6 | 3.0 | 2.4 |
| EV/EBIT(배) | 6.3 | 5.3 | 4.3 | 3.4 |
| EPS(원) | 9,393 | 11,166 | 12,605 | 13,579 |
| BPS(원) | 149,799 | 158,866 | 169,372 | 180,852 |
| SPS(원) | 191,556 | 187,668 | 197,147 | 200,831 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 6.4 | 7.2 | 7.7 | 7.8 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 4.3 | 4.9 | 5.3 | 5.4 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 12.0 | 11.6 | 12.8 | 13.7 |
| 배당수익률(%) | 2.7 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 배당성장(%) | 22.3 | 18.8 | 16.7 | 15.5 |
| 총현금배당금(십억원) | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 보통주 주당배당금(원) | 2,200 | 2,200 | 2,200 | 2,200 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | -0.2 | -5.7 | -11.1 | -15.9 |
| 총부채/자기자본(%) | 49.6 | 47.3 | 44.5 | 41.9 |
| 이자발생부채 | 350 | 339 | 320 | 301 |
| 유동비율(%) | 149.0 | 164.0 | 181.3 | 198.7 |
| 총발행주식수(백만) | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가(원) | 81,500 | 74,000 | 74,000 | 74,000 |
| 시가총액(십억원) | 978 | 888 | 888 | 888 |

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 현금및현금성자산 | 135 | 222 | 313 | 407 |
| 매출채권 | 213 | 222 | 231 | 241 |
| 유동자산 | 1,102 | 1,229 | 1,363 | 1,500 |
| 유형자산 | 375 | 334 | 294 | 260 |
| 투자자산 | 931 | 970 | 1,010 | 1,052 |
| 비유동자산 | 1,586 | 1,580 | 1,575 | 1,580 |
| 자산총계 | 2,689 | 2,809 | 2,938 | 3,080 |
| 단기성부채 | 290 | 281 | 263 | 246 |
| 매입채무 | 206 | 215 | 224 | 233 |
| 유동부채 | 740 | 749 | 751 | 755 |
| 장기성부채 | 60 | 58 | 56 | 55 |
| 장기충당부채 | 75 | 79 | 80 | 82 |
| 비유동부채 | 151 | 153 | 154 | 155 |
| 부채총계 | 891 | 902 | 905 | 909 |
| 자본금 | 60 | 60 | 60 | 60 |
| 자본잉여금 | 253 | 253 | 253 | 253 |
| 이익잉여금 | 1,557 | 1,666 | 1,792 | 1,930 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,798 | 1,906 | 2,032 | 2,170 |

CASH FLOW STATEMENT

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 232 | 176 | 189 | 192 |
| 당기순이익 | 113 | 134 | 151 | 163 |
| + 유/무형자산상각비 | 76 | 71 | 71 | 65 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | -17 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | 3 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 254 | 237 | 257 | 264 |
| - 운전자본의증가(감소) | 20 | -10 | -12 | -13 |
| 투자활동 현금흐름 | -174 | -53 | -53 | -55 |
| + 유형자산 감소 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -24 | -25 | -26 | -28 |
| + 투자자산의매각(취득) | -17 | -39 | -40 | -42 |
| Free Cash Flow | 207 | 151 | 163 | 164 |
| Net Cash Flow | 58 | 123 | 135 | 137 |
| 재무활동현금흐름 | 38 | -36 | -44 | -44 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | 38 | -36 | -44 | -44 |
| 현금의증가 | 95 | 87 | 91 | 94 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 135 | 222 | 313 | 407 |
| 기말 순부채(순현금) | -4 | -108 | -226 | -346 |

롯데쇼핑 (023530.KS)

실적으로 증명해야 할 때

대규모 구조조정은 어느 정도 마무리 단계에 돌입함. 다만, 비용 절감에 따른 손익 개선 효과가 기대 대비 강하지 않은 상황. 기업가치 상승을 위해서는 반전의 계기가 필요

투자 의견 Hold, 목표주가 120,000원 제시

롯데쇼핑에 대해 목표주가 120,000원, 투자 의견 Hold로 커버리지 개시. 목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션을 통해 산정. 각 사업 부문별 가치는 국내 백화점 6.7조원, 국내 할인점 1.6조원, 홈쇼핑 1.978억원, 롯데하이마트 3,474억원, 해외사업 6,600억원이며, 리스부채를 제외한 연결 순차입금 6.1조원을 차감하였음

오프라인 구조조정은 마무리 단계에 돌입했으나 기대감 대비 실적 개선이 빠르지 못하다는 점이 아쉬우며 이에 따라 보수적 의견을 제시. 다만 현재 기업가치는 2021E PBR 0.31배로 절대적 저평가 상태인 만큼 실적 정상화가 본격화될 경우 추후 긍정적으로 볼 만한 부분은 남아 있다는 판단

실적으로 증명해야 할 때

롯데쇼핑은 2년에 걸쳐 손익 개선 작업을 진행하고 있으며, 부진 점포 구조조정 및 사용권자산 손상차손 인식 등을 통해 판관비를 크게 절감. 구조조정으로 인해 1H21 롯데쇼핑의 연결 매출액은 전년동기 대비 4.2% 감소했으나 영업이익은 29.6% 증가하는 모습

다만, 일회성 비용이 거듭 발생함에 따라 수익성 회복은 여전히 시장 기대치 수준에는 미치지 못했으며, 당기순손실이 지속되고 있다는 점은 아쉽게 느껴짐. 일회성 변수가 없다면 충분히 연간 5,000억원 이상의 영업이익과 당기순이익 흑자 전환이 가능한 체력으로 추정하나, 실제 실적 발표를 통해 이를 증명해내야만 기업가치 상승이 가능할 것으로 판단함

온라인 영업에서도 경쟁 플랫폼 대비 성장률이 뒤처지고 있는 상황이나, 최근 조직개편을 단행한 만큼 해당 성과에 대해 지켜볼 필요가 있음

롯데쇼핑 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 매출액 | 4,106 | 3,956 | 3,880 | 3,903 | 4,181 | 1.8 | 7.1 | 4,137 | 4,031 |
| 영업이익 | 111 | 182 | 62 | 8 | 149 | 34.0 | 1,864.7 | 150 | 197 |
| 영업이익률 | 2.7 | 4.6 | 1.6 | 0.2 | 3.6 | | | 3.6 | 4.9 |
| 세전이익 | 82 | -469 | 7 | -21 | 9 | -89.4 | 흑전 | 560 | 58 |
| (지배)순이익 | -22 | -453 | -41 | -62 | 20 | 흑전 | 흑전 | 441 | 101 |

주: IFRS 연결기준; 자료: 롯데쇼핑, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 92페이지 참조

Hold (신규)

목표주가 120,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 107,500원

| | |
|--------------------|---------------------|
| 업종 | 유통 |
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 3,041.0십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 28.3백만주 |
| 52주 최고가('21/03/09) | 131,500원 |
| 최저가('20/09/25) | 76,300원 |
| 평균거래대금(60일) | 8,821백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 3.53% |
| 외국인지분율 | 10.4% |

| | |
|------------|-------|
| 주요주주 | |
| 롯데지주 외 41인 | 61.9% |
| 국민연금공단 | 5.1% |

| | | | |
|------------|-------|-------|------|
| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
| 절대수익률 (%) | -11.5 | -14.7 | 37.3 |
| 상대수익률 (%p) | -8.7 | -19.3 | 5.3 |

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 16,184 | 15,994 | 16,320 | 16,636 |
| 증감률 | -8.2 | -1.2 | 2.0 | 1.9 |
| 영업이익 | 346 | 415 | 559 | 670 |
| 증감률 | -19.1 | 19.9 | 34.8 | 19.9 |
| 영업이익률 | 2.1 | 2.6 | 3.4 | 4.0 |
| (지배)순이익 | -786 | 18 | 123 | 137 |
| EPS | -27,783 | 627 | 4,364 | 4,856 |
| 증감률 | 적지 | 흑전 | 596.6 | 11.3 |
| PER | N/A | 171.6 | 24.6 | 22.1 |
| PBR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 6.4 | 6.3 | 5.8 | 5.4 |
| ROE | -7.7 | 0.2 | 1.3 | 1.4 |
| 부채비율 | 196.1 | 196.0 | 195.2 | 192.9 |
| 순차입금 | 6,124 | 5,714 | 5,328 | 4,928 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈

02)2229-6221, jooyh@nhqv.com

Jr. Analyst 정지윤

02)768-7705, jiyoon@nhqv.com

Summary

롯데쇼핑은 1970년 7월 백화점 경영을 목적으로 설립되었으며, 2020년 말 기준 국내 백화점 31개점, 아울렛 21개점, 대형마트 113개점, 슈퍼마켓 453개점을 운영하고 있음. 2021년부터 H&B스토어(롭스)는 마트 사업부와 통합 운영됨. 2020년 순매출액은 16조762억원(-9% y-y)이며, 사업 부문별 매출 비중은 백화점 17%, 대형마트 38%, 슈퍼마켓 10%, 전자제품전문점 25%, 기타 10%로 구성됨. 향후 복합쇼핑몰, 프리미엄아울렛, 온라인 채널(롯데ON) 확대, 옴니채널 서비스 강화 등 온오프라인 영역에서 신성장 동력을 발굴하여 저성장 기조를 극복하고자 노력 중

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 소비경기 턴어라운드
- 한-중-일 삼국 간의 정치적 관계 개선
- 롯데 통합 온라인몰의 가시적 성과
- 국내 백화점과 대형마트의 추가 유통화 혹은 구조조정

Downside Risk

- 온라인 소비 확대로 오프라인 업체 시장 점유율 하락
- 한-중-일 삼국 간의 정치적 관계 악화
- 대표적인 온라인 유통업체인 쿠팡의 추가 자금 조달
- 온라인 시장 내 경쟁 심화

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| Kohl's Corp | N/A | 8.7 | 1.3 | 1.5 | -3.1 | 17.3 |
| Nordstrom Inc. | N/A | 18.9 | 18.3 | 10.0 | -107.5 | 52.7 |
| Marui Group | 191.6 | 22.7 | 1.5 | 1.6 | 0.8 | 7.1 |
| Isetan Mitsukoshi | N/A | 148.8 | 0.6 | 0.6 | -7.8 | 0.4 |
| J Front Retailing | N/A | 113.5 | 0.5 | 0.5 | -8.2 | 1.8 |

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER | N/A | N/A | 171.6 | 24.6 | 22.1 |
| PBR | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PSR | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| ROE | -8.0 | -7.7 | 0.2 | 1.3 | 1.4 |
| ROIC | 0.0 | 1.1 | 0.7 | 2.2 | 2.7 |

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 25,044 | 28,212 | 28,100 | 29,128 | 24,114 | 17,926 | 17,821 | 17,622 | 16,184 |
| 영업이익 | 1,467 | 1,485 | 1,188 | 854 | 763 | 801 | 597 | 428 | 346 |
| 영업이익률(%) | 5.9 | 5.3 | 4.2 | 2.9 | 3.2 | 4.5 | 3.4 | 2.4 | 2.1 |
| 세전이익 | 1,631 | 1,318 | 1,078 | -80 | 320 | 254 | -94 | -1,157 | -771 |
| 순이익 | 1,158 | 881 | 616 | -346 | 247 | -21 | -465 | -840 | -687 |
| 지배지분순이익 | 1,080 | 788 | 527 | -383 | 168 | -136 | -545 | -910 | -786 |
| EBITDA | 2,192 | 2,306 | 2,088 | 1,840 | 1,736 | 1,706 | 1,357 | 1,947 | 1,621 |
| CAPEX | 1779 | 1834 | 1863 | 1095 | 1207 | 884 | 597 | 551 | 811 |
| Free Cash Flow | -875 | -503 | -233 | -454 | 300 | 685 | -424 | 1,086 | 679 |
| EPS(원) | 37,195 | 25,048 | 16,724 | -12,164 | 5,341 | -4,437 | -19,327 | -32,153 | -27,783 |
| BPS(원) | 512,281 | 515,186 | 531,131 | 515,941 | 517,754 | 450,130 | 413,783 | 376,333 | 346,484 |
| DPS(원) | 1,500 | 1,500 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 5,200 | 5,200 | 3,800 | 2,800 |
| 순차입금 | 3,320 | 3,071 | 2,239 | 2,697 | 2,271 | 3,808 | 4,925 | 6,011 | 6,124 |
| ROE(%) | 7.5 | 5.1 | 3.2 | -2.3 | 1.0 | -0.9 | -4.5 | -8.1 | -7.7 |
| ROIC(%) | 7.6 | 4.8 | 4.2 | 21.4 | 1.6 | -1.4 | 11.2 | 0.0 | 1.1 |
| 배당성장(%) | 4.0 | 5.6 | 11.2 | -15.4 | 35.1 | -107.1 | -27.0 | -11.8 | -10.1 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.4 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 2.6 | 2.5 | 2.8 | 2.7 |
| 순차입금 비율(%) | 21.1 | 18.1 | 12.8 | 15.8 | 13.2 | 28.5 | 39.6 | 50.5 | 55.2 |

자료: 롯데쇼핑, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

기대 대비 아쉬운 턴어라운드 효과

목표주가 120,000원,
투자의견 Hold

롯데쇼핑에 대해 목표주가 120,000원, 투자의견 Hold로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 SOTP 밸류에이션을 통해 산정했다. 각 사업 부문별 가치는 국내 백화점(A) 6.7조원, 국내 할인점(B) 1.6조원, 홈쇼핑(C) 1,978억원, 롯데하이마트(D) 3,474억원, 해외사업(E) 6,600억원이며 리스부채를 제외한 연결 순차입금 6.1조원을 차감했다. 기대감 대비 실적 개선이 빠르지 못하다는 점이 아쉬우며 이에 따라 보수적 의견을 제시한다. 다만, 현재 기업가치는 2021E PBR 0.31배로 절대적 저평가 상태인 만큼 업황 정상화가 본격화될 경우 추후 긍정적으로 볼 부분은 남아 있다는 판단이다.

표1. 롯데쇼핑 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|---------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 16,184 | 15,994 | 16,320 | 16,636 |
| 영업이익 | 346 | 415 | 559 | 670 |
| 영업이익률 | 2.1 | 2.6 | 3.4 | 4.0 |
| EBITDA | 1,621 | 1,606 | 1,680 | 1,737 |
| (지배지분)순이익 | -786 | 18 | 123 | 137 |
| EPS | -27,783 | 627 | 4,364 | 4,856 |
| PER | N/A | 171.6 | 24.6 | 22.1 |
| PBR | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 6.4 | 6.3 | 5.8 | 5.4 |
| ROE | -7.7 | 0.2 | 1.3 | 1.4 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 롯데쇼핑 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항 목 | 기업가치(십억원) | 주당가치(원) | 비 고 |
|--|--------------|----------------|------------------------------|
| 국내 백화점 가치 (A) | 6,737 | 238,155 | |
| EBITDA | 1,036 | 36,639 | 12M Fwd 기준 |
| Target EV/EBITDA Multiple | X 6.5 | X 6.5 | 국내 백화점 12M Fwd EV/EBITDA 평균 |
| 국내 할인점 가치 (B) | 1,581 | 55,870 | |
| EBITDA | 263 | 9,312 | 12M Fwd 기준 |
| Target EV/EBITDA Multiple | X 6.0 | X 6.0 | 국내 할인점 12M Fwd EV/EBITDA 평균 |
| 홈쇼핑 가치 (C) | 198 | 6,993 | |
| EBITDA | 187 | 6,597 | 12M Fwd 기준 |
| Target EV/EBITDA Multiple | X 2.0 | X 2.0 | 국내 홈쇼핑 12M Fwd EV/EBITDA 평균 |
| 지분율 | 53.0% | 53.0% | 지분율 53.0% |
| 하이마트 가치 (D) | 347 | 12,280 | |
| 하이마트 시가총액 | 760 | 26,866 | 상장사, 현재 주가 기준 |
| 지분율 | 65.3% | 65.30% | 지분율 65.3% |
| 할인율 | 30.0% | 30.0% | 지주회사 할인율 30% 적용 |
| 해외사업 가치 (E) | 660 | 23,331 | |
| 장부가 | 1,320 | 46,662 | 장부가 기준 |
| 할인율 | 50.0% | 50.0% | 자산손상 가능성 감안 40% 할인 |
| 순차입금 (F) | 6,100 | 215,633 | 2021E 연결 기준(리스부채 제외) |
| 롯데쇼핑 기업가치 (A)+(B)+(C)+(D)+(E)-(F) | 3,423 | 120,996 | 롯데쇼핑 목표주가 120,000원 제시 |
| 발행 주식수(주) | 28,288,755 | 28,288,755 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 롯데쇼핑 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결)

(단위: 십억원)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 순매출액 | 4,076.7 | 4,045.9 | 4,105.9 | 3,955.9 | 3,880.0 | 3,902.5 | 4,180.6 | 4,030.7 | 16,184.4 | 15,994.0 |
| 백화점 | 606.0 | 666.0 | 619.0 | 764.0 | 676.0 | 721.0 | 668.8 | 824.7 | 2,655.0 | 2,890.5 |
| 국내 | 591.0 | 652.0 | 603.0 | 746.0 | 661.0 | 707.0 | 650.9 | 804.5 | 2,592.0 | 2,823.5 |
| 해외 | 15.0 | 14.0 | 16.0 | 18.0 | 15.0 | 14.0 | 17.9 | 20.2 | 63.0 | 67.1 |
| 할인점 | 1,602.0 | 1,465.0 | 1,590.0 | 1,382.0 | 1,476.0 | 1,424.0 | 1,553.9 | 1,392.7 | 6,039.0 | 5,846.6 |
| 국내 | 1,227.0 | 1,104.0 | 1,279.0 | 1,102.0 | 1,167.0 | 1,094.0 | 1,219.6 | 1,059.3 | 4,712.0 | 4,539.9 |
| 해외 | 375.0 | 361.0 | 311.0 | 280.0 | 309.0 | 330.0 | 334.2 | 333.5 | 1,327.0 | 1,306.7 |
| 하이마트 | 925.3 | 1,115.7 | 1,047.3 | 963.4 | 955.9 | 988.1 | 1,120.8 | 994.0 | 4,051.7 | 4,058.9 |
| 기타 | 943.0 | 799.0 | 850.0 | 740.0 | 773.0 | 770.0 | 837.1 | 819.3 | 3,332.0 | 3,199.4 |
| 순매출액(y-y) | -8% | -9% | -7% | -8% | -5% | -4% | 2% | 2% | -9% | -1% |
| 백화점 | -22% | -13% | -15% | -12% | 12% | 8% | 8% | 8% | -15% | 9% |
| 국내 | -21% | -12% | -15% | -12% | 12% | 8% | 8% | 8% | -15% | 9% |
| 해외 | -40% | -33% | -16% | -22% | 0% | 0% | 12% | 12% | -28% | 6% |
| 할인점 | 1% | -8% | -4% | -6% | -8% | -3% | -2% | 1% | -5% | -3% |
| 국내 | -1% | -6% | 0% | -5% | -5% | -1% | -5% | -4% | -3% | -4% |
| 해외 | 8% | -13% | -18% | -11% | -18% | -9% | 7% | 19% | -9% | -2% |
| 하이마트 | -11% | 4% | 6% | 3% | 3% | -11% | 7% | 3% | 1% | 0% |
| 기타 | -10% | -22% | -17% | -29% | -18% | -4% | -2% | 11% | -20% | -4% |
| 영업이익 | 52.1 | 1.4 | 111.0 | 182.0 | 62.0 | 8.0 | 148.8 | 197.1 | 346.5 | 415.5 |
| 백화점 | 28.0 | 44.0 | 78.0 | 177.0 | 103.0 | 62.0 | 97.4 | 196.0 | 329.0 | 458.4 |
| 국내 | 39.0 | 40.0 | 74.0 | 177.0 | 99.0 | 57.0 | 92.9 | 194.9 | 330.0 | 443.8 |
| 해외 | -10.0 | 4.0 | 4.0 | 1.0 | 4.0 | 5.0 | 4.5 | 1.1 | -1.0 | 14.6 |
| 할인점 | 22.0 | -57.0 | 32.0 | 21.0 | 1.0 | -26.0 | 27.5 | 16.4 | 18.0 | 18.8 |
| 국내 | 10.0 | -64.0 | 27.0 | 24.0 | -6.0 | -28.0 | 22.1 | 19.9 | -3.0 | 8.0 |
| 해외 | 12.0 | 7.0 | 5.0 | -3.0 | 7.0 | 2.0 | 5.4 | -3.5 | 21.0 | 10.9 |
| 하이마트 | 19.6 | 69.3 | 55.9 | 16.4 | 25.8 | 33.1 | 69.6 | 20.7 | 161.2 | 149.2 |
| 기타 | -17.0 | -55.0 | -54.1 | -34.0 | -69.0 | -61.0 | -45.7 | -35.0 | -160.1 | -210.9 |
| 영업이익률(%) | 1% | 0% | 3% | 5% | 2% | 0% | 4% | 5% | 2% | 3% |
| 백화점 | 5% | 7% | 13% | 23% | 15% | 9% | 15% | 24% | 12% | 16% |
| 국내 | 7% | 6% | 12% | 24% | 15% | 8% | 14% | 24% | 13% | 16% |
| 해외 | -67% | 29% | 25% | 6% | 27% | 36% | 25% | 6% | -2% | 22% |
| 할인점 | 1% | -4% | 2% | 2% | 0% | -2% | 2% | 1% | 0% | 0% |
| 국내 | 1% | -6% | 2% | 2% | -1% | -3% | 2% | 2% | 0% | 0% |
| 해외 | 3% | 2% | 2% | -1% | 2% | 1% | 2% | -1% | 2% | 1% |
| 하이마트 | 2% | 6% | 5% | 2% | 3% | 3% | 6% | 2% | 4% | 4% |
| 기타 | -2% | -7% | -6% | -5% | -9% | -8% | -5% | -4% | -5% | -7% |

주: IFRS 연결기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 매출액 | 16,184 | 15,994 | 16,320 | 16,636 |
| 증감률 (%) | -8.2 | -1.2 | 2.0 | 1.9 |
| 매출원가 | 9,644 | 9,397 | 9,523 | 9,671 |
| 매출총이익 | 6,541 | 6,597 | 6,797 | 6,964 |
| Gross 마진 (%) | 40.4 | 41.2 | 41.6 | 41.9 |
| 판매비와 일반관리비 | 6,195 | 6,182 | 6,238 | 6,294 |
| 영업이익 | 346 | 415 | 559 | 670 |
| 증감률 (%) | -19.1 | 19.9 | 34.8 | 19.9 |
| OP 마진 (%) | 2.1 | 2.6 | 3.4 | 4.0 |
| EBITDA | 1,621 | 1,606 | 1,680 | 1,737 |
| 영업외손익 | -1,117 | -363 | -363 | -343 |
| 금융수익(비용) | -382 | -373 | -363 | -353 |
| 기타영업외손익 | -749 | 0 | -10 | 0 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 13 | 10 | 10 | 10 |
| 세전계속사업이익 | -771 | 52 | 196 | 327 |
| 법인세비용 | -61 | 36 | 59 | 98 |
| 계속사업이익 | -710 | 15 | 137 | 229 |
| 당기순이익 | -687 | 15 | 137 | 229 |
| 증감률 (%) | 적지 | 흑전 | 786.1 | 66.9 |
| Net 마진 (%) | -4.2 | 0.1 | 0.8 | 1.4 |
| 지배주주지분 순이익 | -786 | 18 | 123 | 137 |
| 비지배주주지분 순이익 | 99 | -2 | 14 | 92 |
| 기타포괄이익 | 147 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -540 | 15 | 137 | 229 |

Valuation / Profitability / Stability

| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| PER(배) | N/A | 171.6 | 24.6 | 22.1 |
| PBR(배) | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| PCR(배) | 1.7 | 1.9 | 1.8 | 1.7 |
| PSR(배) | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| EV/EBITDA(배) | 6.4 | 6.3 | 5.8 | 5.4 |
| EV/EBIT(배) | 29.8 | 24.2 | 17.3 | 14.0 |
| EPS(원) | -27,783 | 627 | 4,364 | 4,856 |
| BPS(원) | 346,484 | 343,312 | 343,480 | 343,839 |
| SPS(원) | 572,114 | 565,382 | 576,905 | 588,062 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | -7.7 | 0.2 | 1.3 | 1.4 |
| 총자산이익률(ROA, %) | -2.1 | 0.0 | 0.4 | 0.7 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 1.1 | 0.7 | 2.2 | 2.7 |
| 배당수익률(%) | 2.7 | 3.5 | 3.9 | 4.2 |
| 배당성장(%) | -10.1 | 606.2 | 96.2 | 92.6 |
| 총현금배당금(십억원) | 79 | 107 | 119 | 127 |
| 보통주 주당배당금(원) | 2,800 | 3,800 | 4,200 | 4,500 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | 55.2 | 52.0 | 48.4 | 44.3 |
| 총부채/자기자본(%) | 196.1 | 196.0 | 195.2 | 192.9 |
| 이자발생부채 | 16,513 | 16,317 | 16,245 | 16,174 |
| 유동비율(%) | 71.6 | 76.1 | 80.3 | 84.6 |
| 총발행주식수(백만) | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 액면가(원) | 5,000 | 5,000 | 5,000 | 5,000 |
| 주가(원) | 102,500 | 107,500 | 107,500 | 107,500 |
| 시가총액(십억원) | 2,900 | 3,041 | 3,041 | 3,041 |

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|----------|----------|----------|----------|----------|
| 현금및현금성자산 | 1,913 | 2,215 | 2,492 | 2,782 |
| 매출채권 | 404 | 409 | 413 | 417 |
| 유동자산 | 6,291 | 6,663 | 7,012 | 7,376 |
| 유형자산 | 14,373 | 14,000 | 13,706 | 13,475 |
| 투자자산 | 2,559 | 2,544 | 2,531 | 2,519 |
| 비유동자산 | 26,539 | 25,892 | 25,504 | 25,184 |
| 자산총계 | 32,829 | 32,556 | 32,516 | 32,560 |
| 단기성부채 | 4,600 | 4,564 | 4,528 | 4,493 |
| 매입채무 | 681 | 695 | 709 | 723 |
| 유동부채 | 8,780 | 8,758 | 8,736 | 8,715 |
| 장기성부채 | 11,913 | 11,753 | 11,717 | 11,681 |
| 장기충당부채 | 176 | 176 | 176 | 176 |
| 비유동부채 | 12,961 | 12,801 | 12,765 | 12,729 |
| 부채총계 | 21,741 | 21,559 | 21,501 | 21,443 |
| 자본금 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 자본잉여금 | 3,574 | 3,574 | 3,574 | 3,574 |
| 이익잉여금 | 9,177 | 9,087 | 9,092 | 9,102 |
| 비지배주주지분 | 1,287 | 1,285 | 1,299 | 1,390 |
| 자본총계 | 11,089 | 10,997 | 11,015 | 11,117 |

CASH FLOW STATEMENT

| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
|------------------|----------|----------|----------|----------|
| 영업활동 현금흐름 | 1,490 | 1,552 | 1,611 | 1,641 |
| 당기순이익 | -687 | 15 | 137 | 229 |
| + 유/무형자산상각비 | 1,275 | 1,191 | 1,121 | 1,066 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| + 외화환산손실(이익) | -59 | 0 | 0 | 0 |
| Gross Cash Flow | 1,748 | 1,631 | 1,696 | 1,762 |
| - 운전자본의증가(감소) | -138 | -43 | -26 | -23 |
| 투자활동 현금흐름 | -598 | -476 | -658 | -666 |
| + 유형자산 감소 | 322 | 0 | 0 | 0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -811 | -800 | -810 | -820 |
| + 투자자산의매각(취득) | -64 | 14 | 13 | 12 |
| Free Cash Flow | 679 | 752 | 801 | 821 |
| Net Cash Flow | 892 | 1,077 | 953 | 975 |
| 재무활동현금흐름 | -543 | -775 | -677 | -684 |
| 자기자본 증가 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채증감 | -543 | -775 | -677 | -684 |
| 현금의증가 | 327 | 301 | 277 | 290 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 1,913 | 2,215 | 2,492 | 2,782 |
| 기말 순부채(순현금) | 6,124 | 5,714 | 5,328 | 4,928 |

엔에스쇼핑 (138250.KS)

본업 이외의 변수가 더 커진 상황

Company Comment | 2021. 9. 13

※ESG Index/Event는 98페이지 참조

동사 기업가치 산정에 있어 본업인 홈쇼핑 부문보다 양재 부지 가치가 미치는 영향이 더 커진 상황. 홈쇼핑 본업은 어느정도 안정화를 찾고 있으나 자회사 하림산업 HMR 공장 가동에 따른 초기 적자 반영으로 부진

투자의견 Hold, 목표주가 17,000원으로 제시

엔에스쇼핑에 대해 목표주가 17,000원, 투자의견 Hold로 커버리지 개시. 목표주가는 SOTP(Sum of the Parts) 밸류에이션으로 산정. 홈쇼핑 부문 가치는 2,428억원으로 추정하며 12M Fwd EBITDA 추정치에 홈쇼핑 업종 평균 EV/EBITDA 3.0배를 적용. 투자자산 가치는 당사 양재부지 공시지가 추정치 7,523억원

보수적 시각을 제시하는 이유는 현재 동사 기업가치가 본업인 홈쇼핑 부문보다 양재 부지에 더 크게 영향 받고 있기 때문. 물론, 개발이 본격화될 경우 해당 투자자산에 대한 가치가 재평가될 가능성이 있으나 아직까지 공식적으로 개발시기 및 구조에 대해 결정된 부분은 없음. 시가총액보다 양재 부지 공시지가가 더 높은 상황으로 유통업 관점에서 평가하기에는 다소 무리가 있다고 판단

영업 성과는 다소 아쉬움

2분기 연결기준 매출액과 영업손실은 각각 1,424억원(+ 4% y-y), 105억원(적자확대 y-y)으로 다소 부진했음. 홈쇼핑 부문은 취급급 성장 및 송출수수료 부담 완화로 증익에 성공한 점은 긍정적이나, 자회사 하림산업의 HMR 공장 가동에 따른 초기 적자(분기 50억원 수준) 반영 및 보유세 증가 영향으로 연결 실적 악화가 불가피했음. 자회사 손익 안정화에 따른 동사의 연결 실적 정상화에는 다소 시간이 필요해 보임

Hold (신규)

목표주가 17,000원 (신규)

현재가 (21/09/10) 17,200원

| | |
|--------------------|---------------------|
| 업종 | 유통 |
| KOSPI / KOSDAQ | 3,125.76 / 1,037.91 |
| 시가총액(보통주) | 579.6십억원 |
| 발행주식수(보통주) | 33.7백만주 |
| 52주 최고가('21/09/03) | 18,350원 |
| 최저가('21/03/08) | 10,450원 |
| 평균거래대금(60일) | 2,893백만원 |
| 배당수익률(2021E) | 0.87% |
| 외국인지분율 | 11.5% |

주요주주
하림지주 외 12 인 61.6%

| 주가상승률 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|------------|------|------|-------|
| 절대수익률 (%) | 20.7 | 64.6 | 6.8 |
| 상대수익률 (%)p | 24.5 | 55.8 | -18.1 |

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 539.1 | 561.8 | 598.1 | 630.0 |
| 증감률 | 8.3 | 4.2 | 6.5 | 5.3 |
| 영업이익 | 29.4 | 6.5 | 13.9 | 22.3 |
| 증감률 | 2.2 | -77.8 | 112.9 | 60.7 |
| 영업이익률 | 5.4 | 1.2 | 2.3 | 3.5 |
| (지배)순이익 | 6.5 | -1.0 | 4.5 | 10.7 |
| EPS | 192 | -28.7 | 133.3 | 316.7 |
| 증감률 | 흑전 | 적전 | 흑전 | 137.7 |
| PER | 63.2 | N/A | 129.1 | 54.3 |
| PBR | 1.0 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 17.7 | 39.5 | 31.2 | 24.7 |
| ROE | 1.5 | -0.2 | 1.1 | 2.6 |
| 부채비율 | 174.5 | 172.5 | 168.9 | 163.1 |
| 순차입금 | 423.5 | 423.3 | 415.6 | 400.4 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

엔에스쇼핑 3분기 실적 Preview (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

| | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | | | | 4Q21F |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|
| | | | | | 예상치 | y-y | q-q | 컨센서스 | |
| 매출액 | 122.1 | 136.3 | 140.1 | 142.4 | 131.8 | 7.9 | -7.5 | N/A | 147.4 |
| 영업이익 | 10.4 | 6.1 | 5.2 | -10.5 | 7.9 | -24.2 | 흑전 | 6.0 | 4.0 |
| 영업이익률 | 8.5 | 4.5 | 3.7 | -7.4 | 6.0 | | | N/A | 2.7 |
| 세전이익 | 6.8 | 3.7 | 1.2 | -13.9 | 7.9 | 17.2 | 흑전 | N/A | 3.5 |
| (지배)순이익 | 3.4 | 0.4 | -1.6 | -17.9 | 8.0 | 133.4 | 흑전 | 3.2 | 10.6 |

주: IFRS 연결기준; 자료: 엔에스쇼핑, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 주영훈

02)2229-6221, jooyun@nhq.com

Jr. Analyst 정지윤

02)768-7705, jiyoon@nhq.com

Summary

엔에스쇼핑은 2001년 6월 한국농수산방식으로 설립된 하림그룹 계열사로 홈쇼핑, 부동산 개발, 외식 사업 등을 영위하고 있음. 2020년 홈쇼핑 취급고는 1조5,155억원(+12% y-y)이며, 부문별 비중은 TV쇼핑 58%, PC쇼핑 6%, 모바일쇼핑 26%, 카탈로그쇼핑 10%임. 향후 양재동 부동산 개발, 외식 및 HMR 사업 확대 등을 통해 중장기 성장을 도모하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 소비경기 턴어라운드
- 양재동 부동산 개발
- 외식산업, HMR 등 기타 신사업의 가시적 성과
- T-commerce의 활성화

Downside Risk

- 국내 소비경기 침체 심화
- 급격한 SO송출수수료 인상
- TV플랫폼의 영향력 하락
- 라이브커머스 경쟁 심화

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company | PER | | PBR | | ROE | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| Qurate Retail | 5.2 | 4.9 | 1.0 | 0.8 | 19.4 | 16.9 |
| 현대홈쇼핑 | 6.0 | 5.6 | 0.5 | 0.4 | 8.0 | 8.2 |

자료: FactSet, FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|-------|------|-------|-------|-------|
| PER | N/A | 63.2 | N/A | 129.1 | 54.3 |
| PBR | 0.7 | 1.0 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| PSR | 0.6 | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| ROE | -1.8 | 1.5 | -0.2 | 1.1 | 2.6 |
| ROIC | -35.0 | 4.1 | 3.0 | 5.1 | 8.5 |

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | N/A | 352 | 393 | 406 | 441 | 477 | 474 | 498 | 539 |
| 영업이익 | N/A | 69 | 92 | 90 | 79 | 80 | 61 | 29 | 29 |
| 영업이익률(%) | N/A | 19.7 | 23.3 | 22.1 | 17.9 | 16.8 | 12.9 | 5.8 | 5.4 |
| 세전이익 | N/A | 73 | 94 | 93 | 73 | 81 | 52 | 6 | 21 |
| 순이익 | N/A | 54 | 71 | 68 | 50 | 55 | 35 | -8 | 6 |
| 지배지분순이익 | N/A | 54 | 71 | 68 | 50 | 55 | 35 | -8 | 6 |
| EBITDA | N/A | 79 | 101 | 100 | 92 | 93 | 75 | 45 | 47 |
| CAPEX | N/A | 22 | 23 | 22 | 488 | 16 | 31 | 95 | 148 |
| Free Cash Flow | N/A | 62 | 97 | 21 | -423 | 45 | -1 | -101 | -86 |
| EPS(원) | N/A | 1,614 | 2,106 | 2,008 | 1,493 | 1,638 | 1,026 | -226 | 192 |
| BPS(원) | N/A | 6,721 | 8,002 | 9,905 | 11,235 | 12,372 | 13,093 | 12,609 | 12,397 |
| DPS(원) | N/A | 1,398 | 100 | 0 | 200 | 200 | 150 | 150 | 150 |
| 순차입금 | N/A | -160 | -230 | -226 | 205 | 159 | 171 | 315 | 423 |
| ROE(%) | N/A | 24.0 | 28.6 | 22.4 | 14.1 | 13.9 | 8.1 | -1.8 | 1.5 |
| ROIC(%) | N/A | N/A | 256.3 | 117.6 | 15.9 | 16.5 | 43.6 | -35.0 | 4.1 |
| 배당성장(%) | N/A | 86.6 | 4.7 | 0.0 | 13.4 | 12.0 | 14.4 | -65.0 | 76.9 |
| 배당수익률(%) | N/A | N/A | N/A | 0.0 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.6 | 1.2 |
| 순차입금 비율(%) | N/A | -70.8 | -85.4 | -67.7 | 54.2 | 38.1 | 38.8 | 73.9 | 101.0 |

자료: 엔에스쇼핑, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event

본 ESG 분석부분은 유료 리서치 서비스 계약을 통해 제공될 예정으로 전체 내용이 공개되지 않음을 알려드립니다.
당사 고객은 홈페이지(www.nhqv.com)에서 본 조사분석자료의 전체 내용을 열람하실 수 있습니다.

목표주가 17,000원, 투자의견 Hold로 커버리지 개시

**투자의견 Hold,
목표주가 17,000원
으로 커버리지 개시**

엔에스쇼핑에 대해 목표주가 17,000원, 투자의견 Hold로 커버리지를 개시한다.

목표주가는 SOTP 밸류에이션으로 산정하였다. 홈쇼핑 부문 가치는 2,428억원으로 추정하며 12M Fwd EBITDA 추정치에 홈쇼핑 업종 평균 EV/EBITDA 3.0배를 적용했다. 투자자산 가치는 양재 부지 공시지가에 대한 당사 추정치 7,523억원이다.

동사에 대한 투자의견 Hold를 제시하는 이유는 현재 동사 기업가치가 본업인 홈쇼핑 부문보다 양재 부지 개발 여부에 더 크게 영향을 받고 있기 때문이다. 동사의 주가는 지난 8월 17일 감사원이 서울시가 양재 도시첨단물류단지 사업 인허가를 부당하게 지연시켰다며 기관주의 처분을 내림에 따라 기대감이 반영되며 급등한 바 있다. 물론, 개발이 본격화될 경우 해당 투자자산 가치가 재평가될 가능성이 있으나 아직까지 공식적으로 개발시기 및 구조에 대해 결정된 부분이 없는 만큼 보수적 관점을 제시한다.

표1. 엔에스쇼핑 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

| | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 539.1 | 561.8 | 598.1 | 630.0 |
| 영업이익 | 29.4 | 6.5 | 13.9 | 22.3 |
| 영업이익률 | 5.4 | 1.2 | 2.3 | 3.5 |
| EBITDA | 47.1 | 25.5 | 31.9 | 39.8 |
| (지배지분)순이익 | 6.5 | -1.0 | 4.5 | 10.7 |
| EPS | 192 | -29 | 133 | 317 |
| PER | 63.2 | N/A | 129.1 | 54.3 |
| PBR | 1.0 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 17.7 | 39.5 | 31.2 | 24.7 |
| ROE | 1.5 | -0.2 | 1.1 | 2.6 |

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 엔에스쇼핑 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, 배, 원)

| 항 목 | 기업가치 (십억원) | 주당가치 (원) | 비 고 |
|---------------------------|------------|------------|---------------------|
| 홈쇼핑 가치 (A) | 243 | 7,339 | |
| EBITDA | 81 | 2,446 | 12M Fwd 추정치 |
| Target EV/EBITDA Multiple | 3.0 | 3.0 | 홈쇼핑 산업 평균 EV/EBITDA |
| 투자자산 가치 (B) | 752 | 22,742 | |
| 순차입금 (C) | 423 | 12,795 | 2021E 연결 기준 |
| 엔에스쇼핑 가치 (A+B-C) | 572 | 17,287 | 엔에스쇼핑 목표주가 17,000원 |
| 발행주식수(주) | 33,080,610 | 33,080,610 | |

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 엔에스쇼핑 분기별 요약손익계산서 (IFRS 개별)

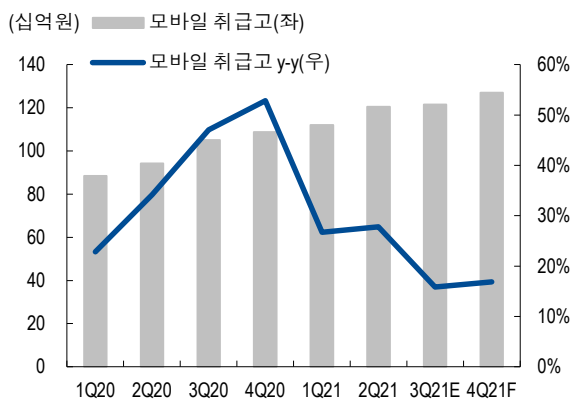
(단위: 십억원, %, %y-y)

| 구 분 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 1Q21 | 2Q21 | 3Q21E | 4Q21F | 2020 | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 취급고 | 369.7 | 369.1 | 380.2 | 396.5 | 392.8 | 397.3 | 402.0 | 424.5 | 1,515.5 | 1,616.6 |
| TV | 224.3 | 216.0 | 211.2 | 227.6 | 223.6 | 217.6 | 215.4 | 234.4 | 879.1 | 891.1 |
| 카탈로그 | 36.6 | 37.8 | 40.0 | 39.0 | 38.1 | 38.5 | 41.6 | 40.6 | 153.4 | 158.8 |
| 인터넷 | 19.7 | 20.4 | 23.4 | 20.4 | 18.4 | 20.0 | 22.7 | 21.6 | 83.9 | 82.7 |
| 모바일 | 88.4 | 94.3 | 105.0 | 108.8 | 112.0 | 120.5 | 121.6 | 127.1 | 396.5 | 481.2 |
| 기타 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 2.6 | 2.9 |
| 취급고(y-y) | 9% | 9% | 12% | 5% | 6% | 8% | 6% | 7% | 9% | 7% |
| TV | 5% | 1% | 3% | 8% | 0% | 1% | 2% | 3% | 4% | 1% |
| 카탈로그 | 17% | 20% | 19% | 10% | 4% | 2% | 4% | 4% | 16% | 3% |
| 인터넷 | -12% | -11% | -17% | 7% | -7% | -2% | -3% | 6% | -9% | -1% |
| 모바일 | 23% | 34% | 47% | 53% | 27% | 28% | 16% | 17% | 39% | 21% |
| 기타 | 0% | 20% | 20% | 133% | 0% | 17% | 15% | 20% | 30% | 13% |
| 영업이익 | 18.0 | 16.2 | 15.0 | 15.0 | 14.1 | 17.6 | 16.6 | 14.2 | 64.2 | 62.5 |
| 영업이익률(%) | 5% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 3% | 4% | 4% |

주: IFRS 개별기준

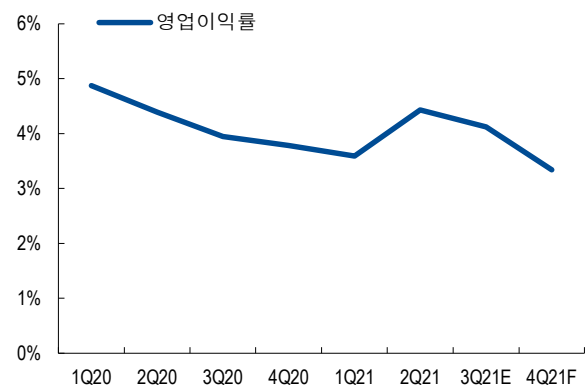
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 모바일 취급고 중심으로 성장 중



자료: 엔에스쇼핑, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림2. 엔에스쇼핑 영업이익률 추이 및 전망



자료: 엔에스쇼핑, NH 투자증권 리서치본부 전망

그림3. 홈쇼핑 본업보다 기업가치에 더 큰 영향을 미치고 있는 양재 부지



자료: 엔에스쇼핑, NH투자증권 리서치본부

| STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME | | | | |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 매출액 | 539.1 | 561.8 | 598.1 | 630.0 |
| 증감률 (%) | 8.3 | 4.2 | 6.5 | 5.3 |
| 매출원가 | 93.0 | 119.5 | 127.8 | 129.1 |
| 매출총이익 | 446.1 | 442.3 | 470.3 | 500.9 |
| Gross 마진 (%) | 82.8 | 78.7 | 78.6 | 79.5 |
| 판매비와 일반관리비 | 416.8 | 435.8 | 456.4 | 478.6 |
| 영업이익 | 29.4 | 6.5 | 13.9 | 22.3 |
| 증감률 (%) | 2.2 | -77.8 | 112.9 | 60.7 |
| OP 마진 (%) | 5.4 | 1.2 | 2.3 | 3.5 |
| EBITDA | 47.1 | 25.5 | 31.9 | 39.8 |
| 영업외손익 | -8.4 | -7.8 | -7.5 | -7.2 |
| 금융수익(비용) | -8.3 | -8.8 | -8.5 | -8.2 |
| 기타영업외손익 | -0.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 종속, 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 20.9 | -1.3 | 6.4 | 15.2 |
| 법인세비용 | 14.5 | -0.3 | 1.9 | 4.6 |
| 계속사업이익 | 6.4 | -1.0 | 4.5 | 10.6 |
| 당기순이익 | 6.4 | -1.0 | 4.5 | 10.6 |
| 증감률 (%) | 흑전 | 적전 | 흑전 | 137.7 |
| Net 마진 (%) | 1.2 | -0.2 | 0.7 | 1.7 |
| 지배주주지분 순이익 | 6.5 | -1.0 | 4.5 | 10.7 |
| 비지배주주지분 순이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타포괄이익 | -8.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 총포괄이익 | -2.2 | -1.0 | 4.5 | 10.6 |

| Valuation / Profitability / Stability | | | | |
|---------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| PER(배) | 63.2 | N/A | 129.1 | 54.3 |
| PBR(배) | 1.0 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| PCR(배) | 8.1 | 21.9 | 17.6 | 14.2 |
| PSR(배) | 0.8 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA(배) | 17.7 | 39.5 | 31.2 | 24.7 |
| EV/EBIT(배) | 28.4 | 153.9 | 71.7 | 43.9 |
| EPS(원) | 192 | -29 | 133 | 317 |
| BPS(원) | 12,397 | 12,221 | 12,207 | 12,376 |
| SPS(원) | 16,000 | 16,672 | 17,750 | 18,698 |
| 자기자본이익률(ROE, %) | 1.5 | -0.2 | 1.1 | 2.6 |
| 총자산이익률(ROA, %) | 0.6 | -0.1 | 0.4 | 1.0 |
| 투자자본이익률 (ROIC, %) | 4.1 | 3.0 | 5.1 | 8.5 |
| 배당수익률(%) | 1.2 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 배당성장(%) | 76.9 | -512.8 | 110.5 | 46.5 |
| 총현금배당금(십억원) | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 보통주 주당배당금(원) | 150 | 150 | 150 | 150 |
| 순부채(현금)/자기자본(%) | 101.0 | 102.4 | 100.7 | 95.7 |
| 총부채/자기자본(%) | 174.5 | 172.5 | 168.9 | 163.1 |
| 이자발생부채 | 576 | 545 | 515 | 485 |
| 유동비율(%) | 49.3 | 42.7 | 37.7 | 34.5 |
| 총발행주식수(백만) | 34 | 34 | 34 | 34 |
| 액면가(원) | 500 | 500 | 500 | 500 |
| 주가(원) | 12,100 | 17,200 | 17,200 | 17,200 |
| 시가총액(십억원) | 408 | 580 | 580 | 580 |

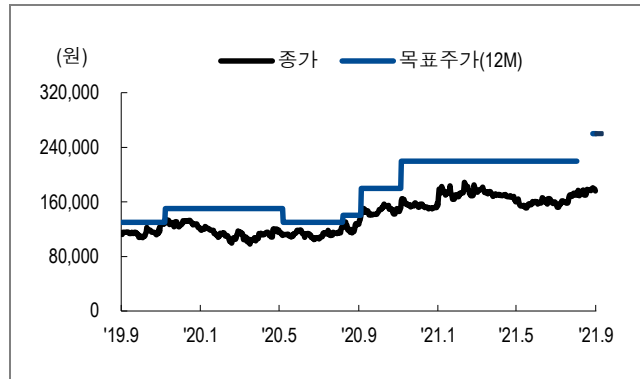
| STATEMENT OF FINANCIAL POSITION | | | | |
|---------------------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 현금및현금성자산 | 130.0 | 100.1 | 77.4 | 62.3 |
| 매출채권 | 16.3 | 17.6 | 19.1 | 20.7 |
| 유동자산 | 210.0 | 181.3 | 160.2 | 146.8 |
| 유형자산 | 390.8 | 402.6 | 410.7 | 417.4 |
| 투자자산 | 9.4 | 10.2 | 11.1 | 12.0 |
| 비유동자산 | 941.2 | 945.4 | 950.2 | 954.6 |
| 자산총계 | 1,151.2 | 1,126.6 | 1,110.4 | 1,101.4 |
| 단기성부채 | 271.2 | 257.4 | 243.6 | 229.8 |
| 매입채무 | 2.8 | 3.1 | 3.3 | 3.6 |
| 유동부채 | 425.5 | 424.4 | 424.4 | 425.5 |
| 장기성부채 | 305.1 | 287.4 | 271.5 | 255.6 |
| 장기충당부채 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 비유동부채 | 306.4 | 288.8 | 273.1 | 257.3 |
| 부채총계 | 731.9 | 713.2 | 697.5 | 682.8 |
| 자본금 | 16.8 | 16.8 | 16.8 | 16.8 |
| 자본잉여금 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 이익잉여금 | 425.9 | 420.0 | 419.5 | 425.2 |
| 비지배주주지분 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.5 |
| 자본총계 | 419.3 | 413.4 | 412.9 | 418.6 |

| CASH FLOW STATEMENT | | | | |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| (십억원) | 2020/12A | 2021/12E | 2022/12F | 2023/12F |
| 영업활동 현금흐름 | 62.2 | 29.7 | 35.2 | 41.7 |
| 당기순이익 | 6.4 | -1.0 | 4.5 | 10.6 |
| + 유/무형자산상각비 | 17.7 | 18.9 | 18.1 | 17.5 |
| + 종속, 관계기업관련손익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| + 외화환산손실(이익) | -5.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Gross Cash Flow | 50.2 | 26.5 | 32.9 | 40.8 |
| - 운전자본의증가(감소) | 34.7 | 11.8 | 12.6 | 13.6 |
| 투자활동 현금흐름 | -170.1 | -23.2 | -23.2 | -22.2 |
| + 유형자산 감소 | 8.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| - 유형자산 증가(CAPEX) | -148.5 | -25.0 | -22.0 | -21.0 |
| + 투자자산의매각(취득) | 1.5 | -0.8 | -0.8 | -0.9 |
| Free Cash Flow | -86.3 | 4.7 | 13.2 | 20.7 |
| Net Cash Flow | -108.0 | 6.5 | 12.0 | 19.5 |
| 재무활동현금흐름 | 179.1 | -36.5 | -34.7 | -34.6 |
| 자기자본 증가 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 부채증감 | 179.1 | -36.5 | -34.7 | -34.6 |
| 현금의증가 | 71.1 | -30.0 | -22.6 | -15.2 |
| 기말현금 및 현금성자산 | 130.0 | 100.1 | 77.4 | 62.3 |
| 기말 순부채(순현금) | 423.5 | 423.3 | 415.6 | 400.4 |

투자이전 및 목표주가 변경내역

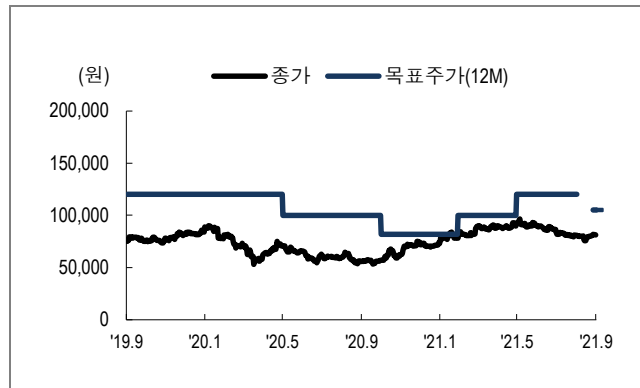
| 제시일자 | 투자이전 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|---------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Buy | 260,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | | |
| 2020.11.12 | Buy | 220,000원(12개월) | -25.0% | -14.1% |
| 2020.09.11 | Buy | 180,000원(12개월) | -17.9% | -12.8% |
| 2020.08.14 | Hold | 140,000원(12개월) | -11.5% | - |
| 2020.05.14 | Hold | 130,000원(12개월) | -13.4% | - |
| 2019.11.15 | Hold | 150,000원(12개월) | -22.3% | - |
| 2019.08.09 | Hold | 130,000원(12개월) | -11.3% | - |

이마트 (139480.KS)



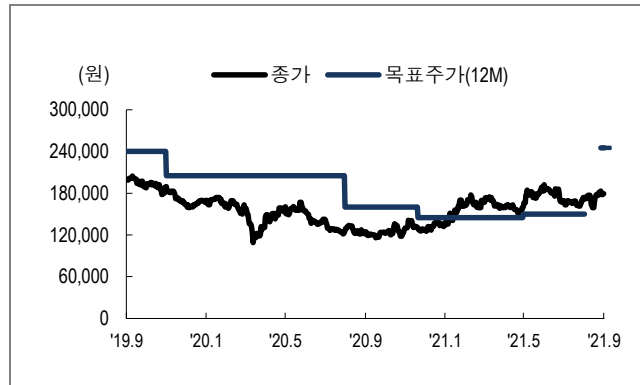
| 제시일자 | 투자이전 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|---------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Buy | 105,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2021.05.07 | Buy | 120,000원(12개월) | -27.7% | -19.4% |
| 2021.02.05 | Buy | 100,000원(12개월) | -13.0% | -7.2% |
| 2020.10.08 | Buy | 82,000원(12개월) | -13.4% | 2.4% |
| 2020.05.08 | Buy | 100,000원(12개월) | -39.7% | -29.2% |
| 2019.05.10 | Buy | 120,000원(12개월) | -35.9% | -20.9% |

현대백화점 (069960.KS)



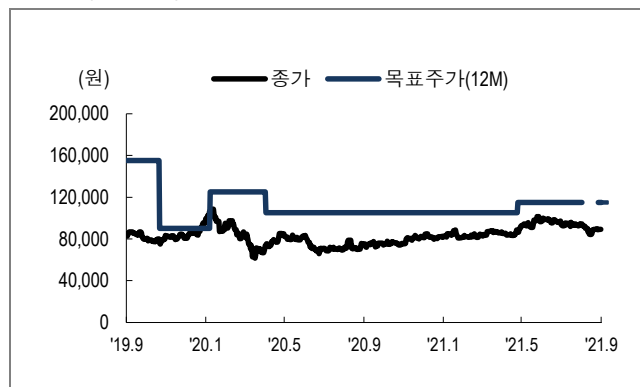
| 제시일자 | 투자이전 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|---------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Buy | 245,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2021.05.07 | Hold | 150,000원(12개월) | 16.9% | - |
| 2020.11.27 | Hold | 145,000원(12개월) | 5.7% | - |
| 2020.08.07 | Buy | 160,000원(12개월) | -21.2% | -11.9% |
| 2020.05.08 | Buy | 205,000원(12개월) | -30.9% | -18.5% |
| 2019.11.08 | Hold | 205,000원(12개월) | -23.0% | - |
| 2019.04.16 | Hold | 240,000원(12개월) | -16.4% | - |

BGF리테일 (282330.KS)



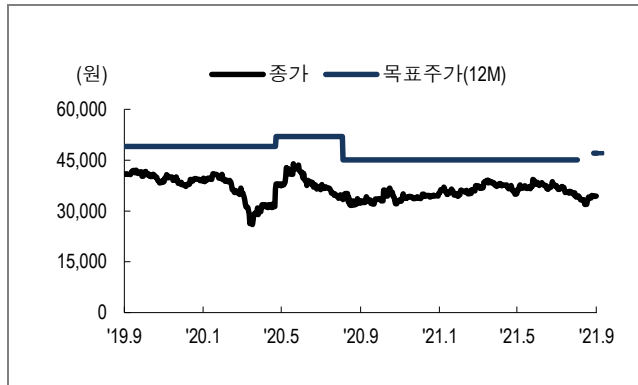
| 제시일자 | 투자이전 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|---------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Buy | 115,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2021.05.03 | Buy | 115,000원(12개월) | -17.1% | -11.7% |
| 2021.04.08 | | 1년 경과 | -19.2% | -15.6% |
| 2020.04.09 | Buy | 105,000원(12개월) | -25.3% | -15.7% |
| 2020.01.16 | Buy | 125,000원(12개월) | -32.7% | -13.2% |
| 2019.10.28 | Hold | 90,000원(12개월) | -5.4% | - |
| 2019.04.26 | Buy | 155,000원(12개월) | -43.4% | -25.8% |

호텔신라 (008770.KS)



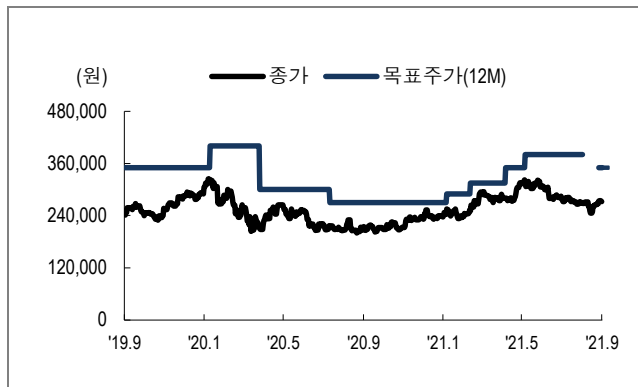
| 제시일자 | 투자의견 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|--------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Buy | 47,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2021.08.09 | | 1년 경과 | - | - |
| 2020.08.10 | Buy | 45,000원(12개월) | -21.0% | -12.8% |
| 2020.04.28 | Buy | 52,000원(12개월) | -26.4% | -15.7% |
| 2020.04.15 | | 1년 경과 | -34.6% | -25.5% |
| 2019.04.16 | Buy | 49,000원(12개월) | -22.9% | -14.3% |

GS리테일 (007070.KS)



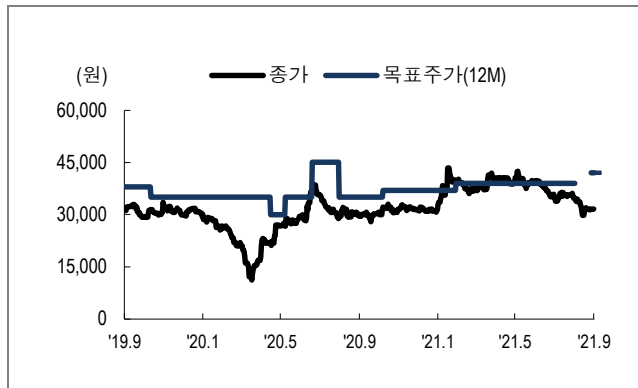
| 제시일자 | 투자의견 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|---------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Buy | 350,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2021.05.13 | Buy | 380,000원(12개월) | -23.7% | -15.4% |
| 2021.04.12 | Buy | 350,000원(12개월) | -16.5% | -8.0% |
| 2021.02.18 | Buy | 315,000원(12개월) | -11.1% | -6.3% |
| 2021.01.13 | Buy | 290,000원(12개월) | -15.8% | -12.1% |
| 2020.07.20 | Buy | 270,000원(12개월) | -18.4% | -6.3% |
| 2020.04.02 | Buy | 300,000원(12개월) | -21.8% | -11.7% |
| 2020.01.16 | Buy | 400,000원(12개월) | -35.0% | -19.9% |
| 2019.08.09 | Buy | 350,000원(12개월) | -25.8% | -7.4% |

신세계 (004170.KS)



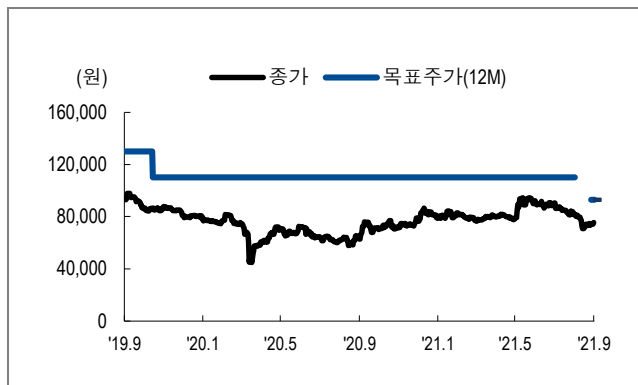
| 제시일자 | 투자의견 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|--------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Buy | 42,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2021.02.05 | Hold | 39,000원(12개월) | -2.0% | - |
| 2020.11.09 | Hold | 37,000원(12개월) | -8.6% | - |
| 2020.10.15 | Buy | 37,000원(12개월) | -14.8% | -10.8% |
| 2020.08.06 | Buy | 35,000원(12개월) | -13.7% | -8.3% |
| 2020.06.26 | Buy | 45,000원(12개월) | -26.2% | -14.4% |
| 2020.05.15 | Buy | 35,000원(12개월) | -14.9% | 4.7% |
| 2020.04.22 | Buy | 30,000원(12개월) | -15.4% | -8.2% |
| 2019.10.18 | Hold | 35,000원(12개월) | -25.7% | - |

롯데하이마트 (071840.KS)



| 제시일자 | 투자의견 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|--------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Buy | 93,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2020.10.22 | | 1년 경과 | -25.7% | -14.1% |
| 2019.10.23 | Buy | 110,000원(12개월) | -35.2% | -20.3% |
| 2019.02.12 | Buy | 130,000원(12개월) | -23.9% | -9.6% |

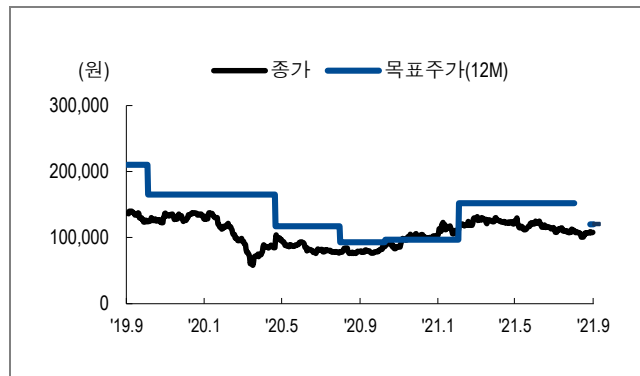
현대홈쇼핑 (057050.KS)



투자이전 및 목표주가 변경내역

| 제시일자 | 투자이전 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|---------------------------------|---------|--------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Hold | 120,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2021.02.09 | Buy | 152,000원(12개월) | -21.2% | -13.5% |
| 2020.10.19 | Hold | 97,000원(12개월) | 5.0% | - |
| 2020.08.07 | Hold | 93,000원(12개월) | -14.2% | - |
| 2020.04.28 | Buy | 117,000원(12개월) | -27.5% | -11.1% |
| 2019.10.14 | Buy | 165,000원(12개월) | -31.3% | -16.7% |
| 2019.05.09 | Buy | 210,000원(12개월) | -30.8% | -20.2% |

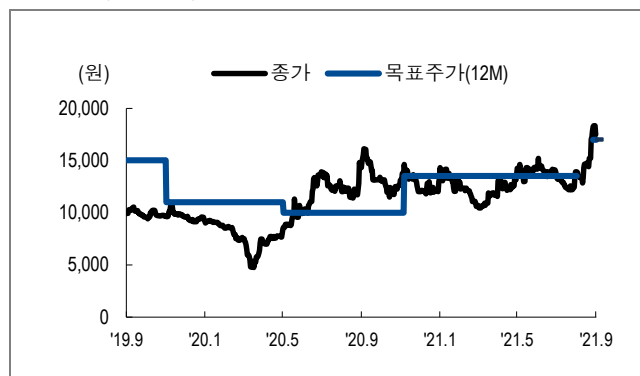
롯데쇼핑 (023530.KS)



투자이전 및 목표주가 변경내역

| 제시일자 | 투자이전 | 목표가 | 과달율 (%) | |
|------------|------|--------------------------------|---------|-------|
| | | | 평균 | 최저/최고 |
| 2021.09.13 | Hold | 17,000원(12개월) 담당 Analyst 변경 | - | - |
| 2020.11.13 | Hold | 13,500원(12개월) | -5.1% | - |
| 2020.05.08 | Hold | 10,000원(12개월) | 22.5% | - |
| 2019.11.11 | Hold | 11,000원(12개월) | -24.6% | - |
| 2019.05.12 | Hold | 15,000원(12개월) | -27.8% | - |

엔에스쇼핑 (138250.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만
- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이전 분포는 다음과 같습니다. (2021년 9월 10일기준)
 - 투자이전 분포

| Buy | Hold | Sell |
|-------|-------|------|
| 79.6% | 19.9% | 0.5% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이전은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이전 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '동 자료상 언급된 기업들의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 '이마트'와 '호텐신라'를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.