

IBKS Industry 유통

Retail Survival in Tough Times

Analyst 남성현
02) 6915-5672
rockrole@ibks.com



CONTENTS

1. 투자아이디어	4
소비 감소 시대	4
2. 소비시장에서 점검해야 할 몇가지	6
소비시장 환경은 다소 부정적으로 판단	6
1) 금리 인상 ↑ → 가처분소득 ↓	7
2) 인플레이션에 따른 소비여력 축소? 아직은 아니지만	9
3) 자산가치 하락에 따른 소비심리 둔화 가능성	12
4) 해외여행경비지출 금액 증가	14
3. 온라인 시장의 미묘한 기류	16
고 성장세를 구가하던 온라인 시장. 하지만 지금은	16
1) 온라인 시장의 성장 둔화는 피할 수 없는 흐름	17
2) 온라인 시장 재편 가능성	18
3) 온라인 시장 이점이 약점으로	20
4. 소비위축 시대... 소비의 쏠림 가능성	21
소비시장 위축에 따른 소비패턴의 변화	21
1) 고가 상품군으로 쏠리는 소비(명품의 지속적인 성장)	22
2) 고가채널 성장	24
3) 상품군에서도 목격되는 차별화 (가전)	25
4) 고가 소비일까? 아니, 상대적 가치 소비의 확산	26
5) 무형의 가치소비 확산 → 유통 업체별 차별화 지속 전망	26
5. 가치소비와 무관한 가맹 산업	28
가맹산업 성장은 구조적이라 판단	28
1) 수요측면 성장 요인	29
2) 공급측면 성장 요인	30
3) 편의점 및 외식프랜차이즈 성장세 지속	31
4) 가맹산업의 진정한 매력은 높은 ROE	32
6. 유통산업에 대한 투자의견 중립으로 산업분석 개시	33
Top Pick: 신세계, BGF리테일, CJ프레시웨이 제시	33
1) Top Pick 1. 신세계: 투자의견 매수, 목표주가 300,000원 제시	33
2) Top Pick 2. BGF리테일: 투자의견 매수, 목표주가 220,000원 제시	35
3) Top Pick 3. CJ프레시웨이: 투자의견 적극 매수, 목표주가 73,000원 제시	36

기업분석	39
신세계 (004170):	
유통업체 중 가장 돋보이는 실적 / 매수(신규) / 목표주가: 300,000원	40
BGF리테일 (282330):	
편의점 사업구조를 알면 BGF리테일이 보인다 / 매수(신규) / 목표주가: 220,000원	45
CJ프레시웨이 (051500):	
편더멘탈만 믿자 / 적극 매수(유지) / 목표주가: 73,000원	49
현대백화점 (069960):	
구조적 변화가 목격되는 시점 / 매수(신규) / 목표주가: 75,000원	52
GS리테일 (007070):	
길고 길었던 터널의 끝 / 매수(신규) / 목표주가: 33,000원	55
이마트 (139480):	
균형을 다시 잡아야 할 시점 / 매수(신규) / 목표주가: 98,000원	58
호텔신라 (008770):	
면세점 부진을 호텔이 매꾸는 중 / NR	61
롯데하이마트 (071840):	
전사적 변화가 필요한 시점 / 중립(신규) / 목표주가: 14,000원	64
신세계푸드 (031440):	
사업 포트폴리오 상대적으로 안정 / 매수(신규) / 목표주가: 58,000원	67

1. 투자아이디어

소비 감소 시대

2023년 소비경기 부정적
그러한 이유는 4가지

- 1) 금리인상,
- 2) 인플레이션,
- 3) 자산가치 하락,
- 4) 해외지출경비 증가

2023년 소비경기는 다소 부정적으로 전망한다. 당사에서 그렇게 판단하는 근거는 크게 4가지이다.

첫째, 금리 인상에 따른 가치분소득 감소이다. 2022년 8월 한국은행 기준금리는 2.5%이다. 2020년 코로나 19에 따른 경기둔화를 방어하기 위해 기준금리는 0.5%까지 하락하였지만, 글로벌 금리 인상과 과잉유동성에 따른 인플레이션 방어를 위해 점진적으로 금리를 인상하고 있다. 또한, 금리 인상 추세는 이어져 연말에 3.0%까지 상승할 것으로 전망되는 상황이다. **둘째, 인플레이션에 따른 소비여력 축소 가능성이다.** 주목해야 할 부분은 전방위적으로 인플레이션이 이루어지고 있다는 점이다. 전체적인 가격 인상은 소비를 위축시킬 수 밖에 없는 요인이다. 소득 상승에 따른 구매력 증가를 가격 인상이 상쇄시키기 때문이다. **셋째, 자산가치 하락에 따른 소비심리 악화이다.** 전방위적으로 상승하던 자산 가격은 금리 인상이 본격화되면서 급격하게 하락하기 시작하였다. 경기 상황과 금리 인상에 따른 유동성 환수가 맞물리면서 하락하고 있는 것으로 판단한다. 그동안 어느정도 소비시장을 받쳐줬던 자산가치가 하락함에 따라 소비심리는 둔화될 가능성도 염두 해야 할 부분이다. **넷째, 해외지출경비금액이 증가할 수 있는 부분이다.** 코로나 19에 따른 여파로 해외여행지출경비는 국내소비로 전환되었었다. 최근 이러한 기조가 완화됨에 따라 관련 지출 경비는 회복될 가능성이 높다. 결국, 국내로 이전되었던 소비규모가 축소될 수 있다는 의미이다.

온라인 시장 둔화도 예상

- 1) 높은 기저
- 2) 50%에 육박하는 침투율
- 3) 사업모델의 한계

온라인 시장 성장 둔화도 부정적인 부분이다. 온라인 시장 성장률 둔화 추세가 이어질 가능성은 높은 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 근거는 ① 온라인 시장이 코로나 19로 급격하게 성장한 기저가 존재하고, ② 주요 유통채널을 기준으로 보면 온라인 채널 성장률이 50%에 육박하고 있으며, ③ 투자 유치를 통한 영업활동을 지속하기가 어려워지고 있기 때문이다.

소비행태의 변화 예상.
극단적인 양극화 확산

소비시장 위축에 따라 소비행태는 더욱 더 극단적인 양극화 현상이 이루어질 것으로 판단하고 있다. 좀 더 정확하게 언급하자면 양극화가 아닌 단극화 소비가 더욱 뚜렷해질 것으로 예상한다. 즉, **전체 소비시장은 위축될 가능성이 높지만, 효용의 만족도를 충족시키기 위한 극단적 소비가 증가한다**는 의미이다. 이미 이러한 현상은 목격되고 있으며, 소득 수준의 격차가 이를 더욱 가속화시킬 가능성이 높다고 판단한다. 이에 고가 제품군이 더욱 성장할 가능성이 높고, 상품군도 브랜딩 혹은 하나의 가치를 중요시하는 소비가 주를 이룰 것으로 판단한다. 상대적으로 백화점 채널의 성장이 기대되는 이유이다.

가맹산업 성장세는 유지될
전망. 이유는

- 1) 자영업 시장 전환
- 2) 근거리 채널 수요
- 3) 공급수요 증가

소비시장 변화와 무관하게 가맹산업 성장세는 유지될 가능성이 높다. 이에 주목해야 할 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 ① 자영업 시장이 과거 개인 시장에서 가맹사업 형태로 전환되고 있고, ② 가족구성원 변화에 따라 다양한 근거리 채널의 수요가 확대되고 있으며, ③ 고령화 계층 비중 확대에 따라 공급수요 증가도 예상되기 때문이다. 또한, 산업적으로 보면 고정비 부담에 따라 내수업체들의 사업모델 전환도 기대할 수 있는 부분이다. 이에 따라 가맹점을 기본 사업모델로 하고 있는 편의점과 외식업 성장은 이어질 가능성이 높다.

유통산업 투자 의견
중립으로 산업분석 개시

유통산업에 대한 투자 의견 중립을 제시하고 산업분석을 개시한다. 유통업종내 최선호 주로는 신세계(매수, 목표주가 30만원), BGF리테일(매수, 목표주가 22만원), CJ프레시웨이(적극 매수, 목표주가 7.3만원) 제시한다.

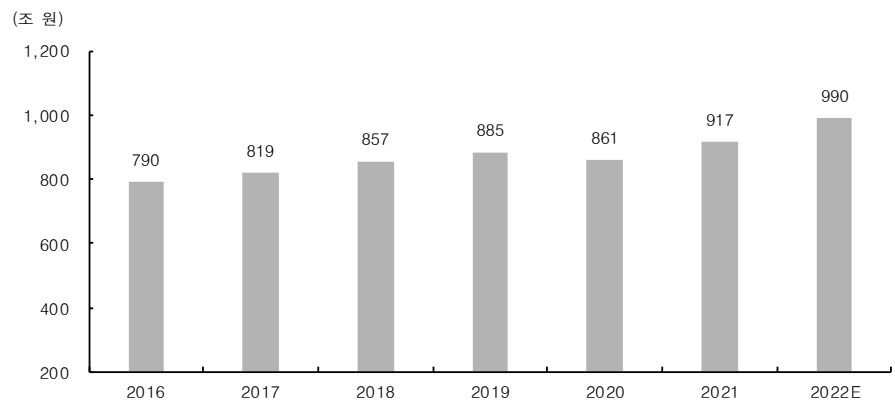
2. 소비시장에서 점검해야 할 몇가지

소비시장 환경은 다소 부정적으로 판단

부정적 소비 환경을
예상하는 이유 4가지

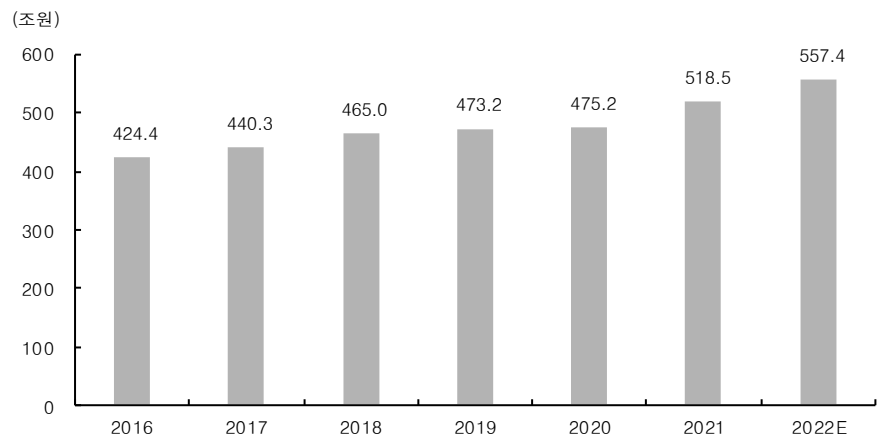
2022년 이후 소비시장 개선에 대한 기대감은 높았다. 그럴 수 밖에 없는게 ▶ 리오프닝에 따른 소비활동 개시, ▶ 방역조치에 따른 기저효과, ▶ 사회활동 및 경제활동 정상화를 기대하고 있었기 때문이다. 하지만, 소비시장에서 감지되는 매크로환경은 그렇게 우호적이지는 않으며, 오히려 소비여력 감소 가능성을 염두 해야 할 것이다. 당사에서 향후 부정적 소비 환경을 예상하는 이유는 크게 4가지로 판단하고 있다. 이는 1) 금리 인상에 따라 가처분소득 감소 가능성, 2) 인플레이션에 따른 실질 구매력 저하, 3) 자산가치 하락에 따른 영향과, 4) 늘려왔던 해외여행이 본격화 될 경우 국내 시장으로 전환되었던 소비지출 여력이 감소할 가능성이 높기 때문이다.

그림 1. 가계 국내소비지출 규모 추이



자료: 통계청, IBK투자증권 추정

그림 2. 소매유통시장 규모 추이 및 전망



자료: 통계청, IBK투자증권 추정

1) 금리 인상↑ → 가처분소득↓

금리 인상 시기로 진입

소비여력 감소를 우려하는 첫번째 이유는 금리가 인상되는 시점이라는 점이다. 2022년 9월 한국은행 기준금리는 3.0%이다. 2020년 코로나 19에 따른 경기둔화를 방어하기 위해 기준금리는 0.5%까지 하락하였지만, 글로벌 금리 인상과 과잉유동성에 따른 인플레이션 방어를 위해 점진적으로 금리를 인상하고 있다. 또한, 금리 인상 추세는 이어져 연말에 3.5%에 이를 것으로 전망되는 상황이다.

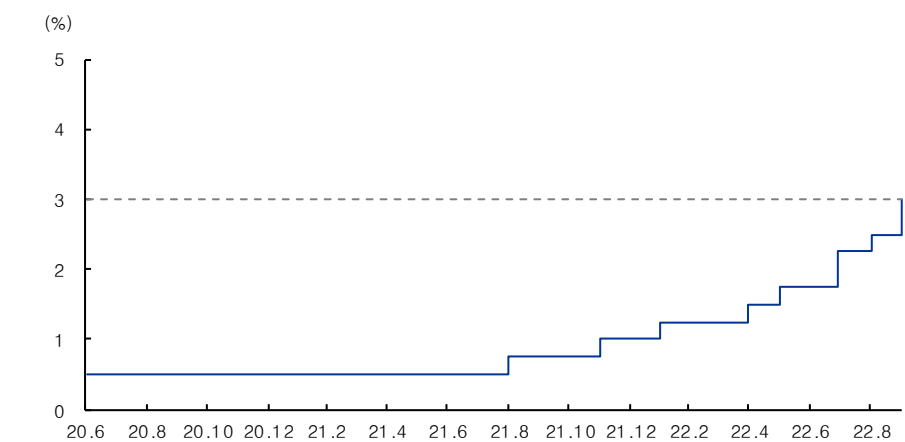
금리인상에 따라 가처분소득 감소

금리 인상에 따라 가처분소득은 감소할 것으로 예상된다. 2022년 1분기 기준 국내 가계신용 규모는 1,859.4조원에 달하고 있으며, 가계대출은 1,752조원으로 지난 4분기 대비 각각 -0.6조원, -1.5조원 감소하였다. 일부에서는 2002년 4분기 관련 통계 재편 이후 처음으로 가계부채가 감소하였다는 점에서 긍정적으로 해석할 수도 있다. 하지만, ▶ 주택매매거래량 감소와, ▶ 정부의 가계대출 관리 강화에 따른 영향이 작용하였다는 점에서 지속적으로 감소할 가능성은 제한적이라 판단한다.

2022년 연말 기준금리 3.5% 예상 소비지출여력 약 4.8% 감소 전망

가계대출을 기반으로 금리 인상에 따른 금융비용 증가를 단순히 계산해보자. 지난해 연말 기준금리는 약 1%, 현재 기준 3.0%까지 상승하였다는 점을 감안하면 약 35.1조원, 올해 연말 기준금리가 3.5%에 이를 것으로 가정하면 약 43.9조원을 넘어서는 금융비용 증가가 이루어질 것으로 전망한다. 즉, 동 수치에 해당하는 가처분소득이 감소한다는 의미이다. 2021년 가계 최종소비지출 금액은 약 917조원이었고, 소매유통시장 규모는 약 518조원이었다. 단순히 금융비용 증가에 따른 소비지출 변화를 고려하면 소비지출여력은 약 4.8%, 소매유통시장 규모는 약 8.5% 감소할 수 있다는 의미이다. 물론, 물가 상승 및 소득증가에 따른 영향으로 동 수치는 이보다는 낮을 수 있지만, 금융비용 증가에 따른 영향은 일부 작용할 것으로 보는 것이 합리적이라 판단한다.

그림 3. 기준금리 추이 및 전망



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 4. 기준금리 및 일반신용대출 금리 추이

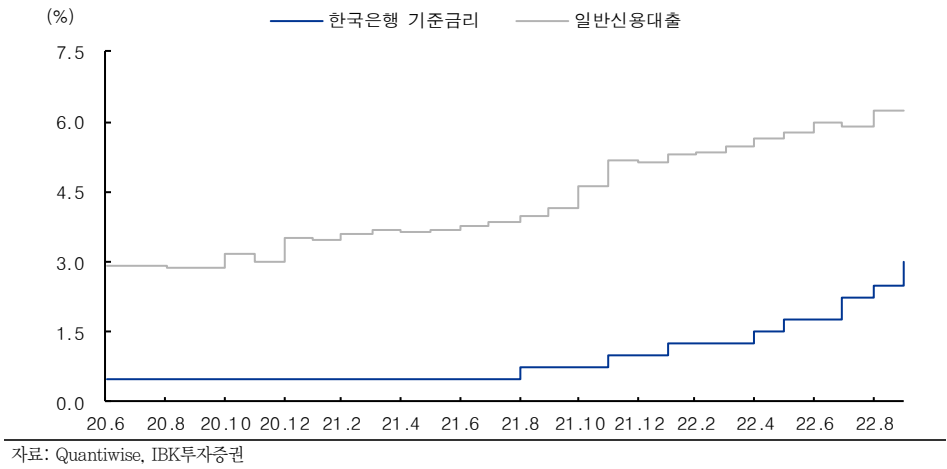


그림 5. 연간 가계신용 대출 추이

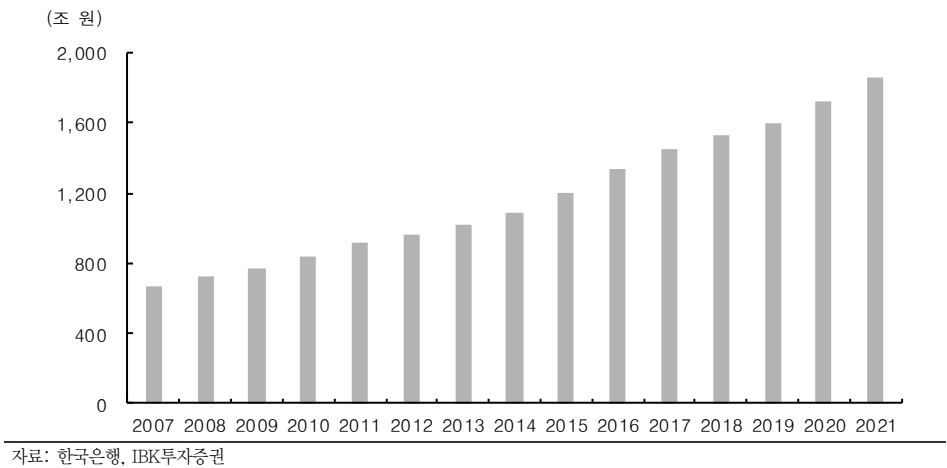
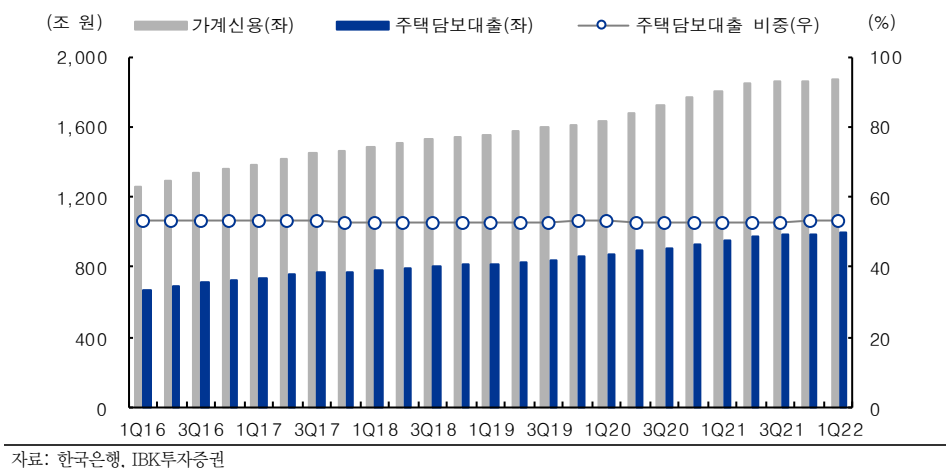


그림 6. 가계신용 중 주택담보대출 비중 추이



2) 인플레이션에 따른 소비여력 축소? 아직은 아니지만

인플레이션 효과의

전제조건은

- 1) 구매력 유지
- 2) 가격 인상 품목의 한정

일반적으로 인플레이션은 유통업체에게 유리하다고 볼 수 있다. 그러한 이유는 유통마진을 유지하는 가운데, 상품가격 인상 효과가 반영되기에 절대적인 수익성은 높아질 수 밖에 없기 때문이다. 즉, 공헌이익 증가로 절대적인 영업실적은 증가할 수 밖에 없는 것이다. 하지만, 이는 두가지 전제조건이 성립되어야 한다고 판단하는데, 이는 첫째, 가격 인상이 이루어짐에도 불구하고 구매력 저하가 나타나지 않아야 하고, 둘째, 가격 인상이 이루어지는 품목이 한정되어야 한다는 점이다.

구매력 유지=소득증가 및
신규 구매 계층 형성

우선, 첫번째 조건인 구매력 저하가 이루어지지 않기 위해서는 고용시장 개선 및 소득증가가 수반되어야 한다. 소득증가 및 신규 구매 계층이 형성되어야 증가한 가격 인상분을 수용할 수 있기 때문이다.

고용시장 개선 중

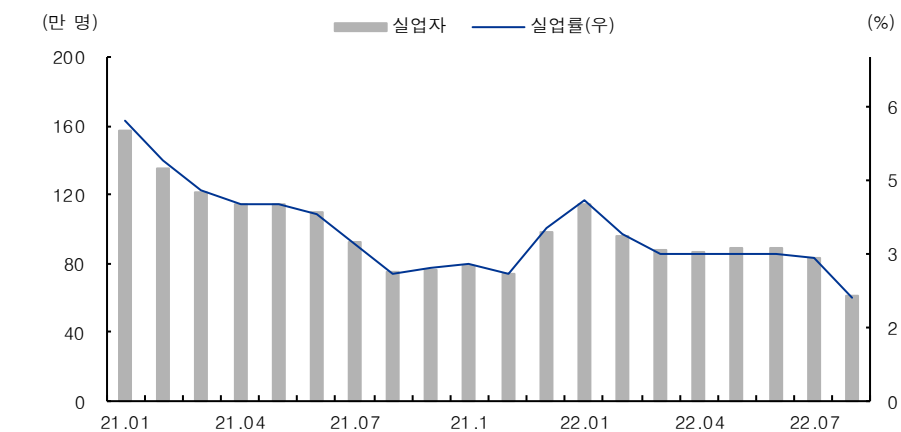
국내 고용시장은 어떨까? 다행스럽게도 최악의 국면을 지나 개선되고 있는 것으로 판단한다. 2022년 8월 기준 실업률은 2.1%로 과거 5개년 평균 대비 낮은 수준에 머물고 있고, 고용률도 62.8%로 가장 높은 수치를 기록하고 있다. 15세 이상 취업자수도 28,410천명으로 빠르게 상승하는 추세이다.

가계소득도 증가

소득증가를 살펴보면 2022년 2분기 가계소득은 전년대비 +12.7% 증가하면서 통계 발표 이후 가장 높은 수치를 기록하면서 역시나 긍정적인 추세를 보이고 있다. 2022년 2분기 처분가능소득은 345만원으로 전년동기대비 -1.9% 감소하였다. 전체적으로 소득이 증가하고는 있으나 ▶처분가능소득 증가가 제한되고, ▶소비지출 금액이 확대되면서 가구당 월평균 흑자율은 오히려 감소하는 있는 추세이다. 소득수준 상승에도 불구하고 긍정적으로만 판단할 수 있는 부분은 아니라는 의미이다.

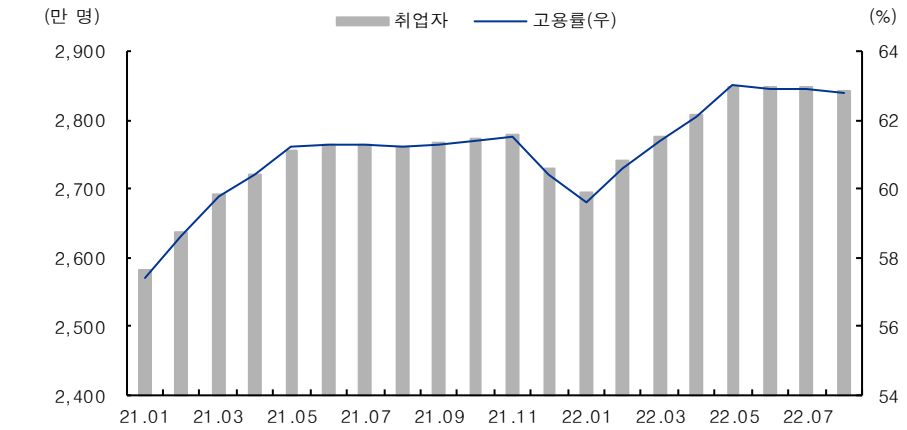
또한, 가계소득 증가가 코로나 19 완화에 따른 일시적인 현상인지, 아님 구조적으로 개선되는 추세 인지에는 대해서는 지켜봐야 할 필요성도 있다.

그림 7. 실업자 및 실업률 추이



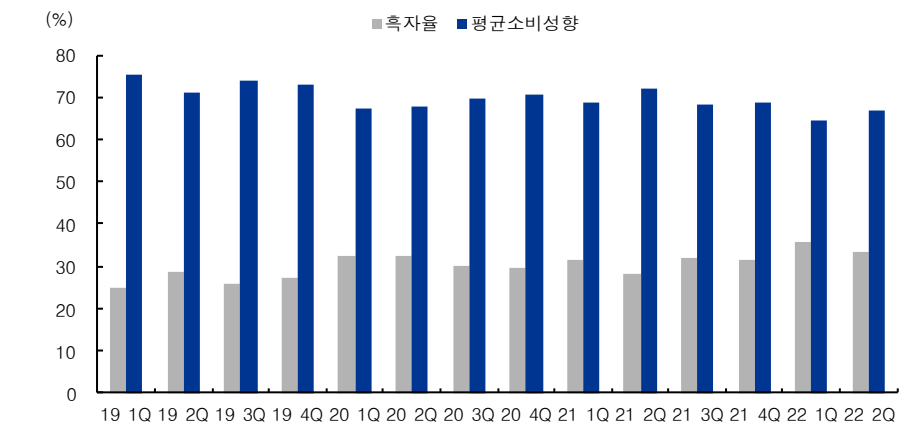
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 8. 취업자 및 고용률 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 9. 흑자율 및 평균소비성향



자료: 통계청, IBK투자증권

최근 가격 상승은
전방위적으로 진행

두번째, 가격 인상이 어디까지 이루어지느냐 여부이다. 인플레이션이 전방위적으로 발생할 경우 소비자들의 부담은 급격하게 증가할 수 밖에 없다. 이에 특정 몇가지 품목군의 한정되어 인상이 이루어지지 않는 한 소비활동이 온전하게 유지되기란 쉽지 않을 가능성이 높다. 2022년 8월 기준 국내 소비자물가 상승률은 +5.7% 상승하였다. 2019년에서 2021년 평균이 약 +1.1% 수준이고, 5월부터 8월까지 물가상승률 평균이 약 +5.9%라는 점에서 최근 물가 상승 속도는 빠르게 이루어지고 있는 것이다.

Core CPI 상승세 지속

특히, 주목해야 할 부분은 전방위적으로 인플레이션이 이루어지고 있다는 점이다. 총지수는 +5.7%, 농산물 및 석유류제외지수는 +4.4%, Core CPI는 +4.0%, 생활물가지수는 +6.8%, 신선식품지수는 +14.9%로 특정 품목군이 아니라 전방위적인 상승세가 나타나는 것이다. 전체적인 가격 인상은 소비를 위축시킬 수 밖에 없는 요인이다. 소득 상승에 따른 구매력 증가를 가격 인상이 상쇄시키기 때문이다. 특히, 전방위적인 인플레이션은 절대적인 생활비 금액을 향상시키기에 소비여력을 더욱 감소시킬 것으로 판단한다.

그림 10. 소비자물가지수 등락률 추이

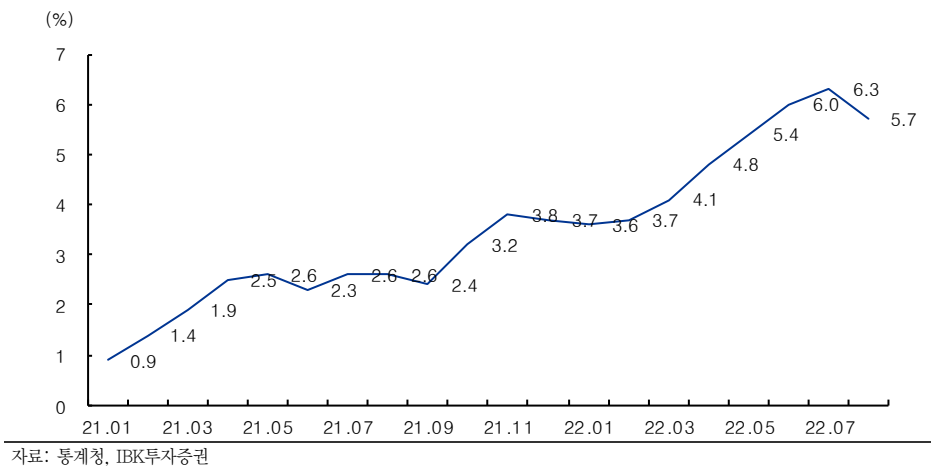


그림 11. Core CPI도 상승 중

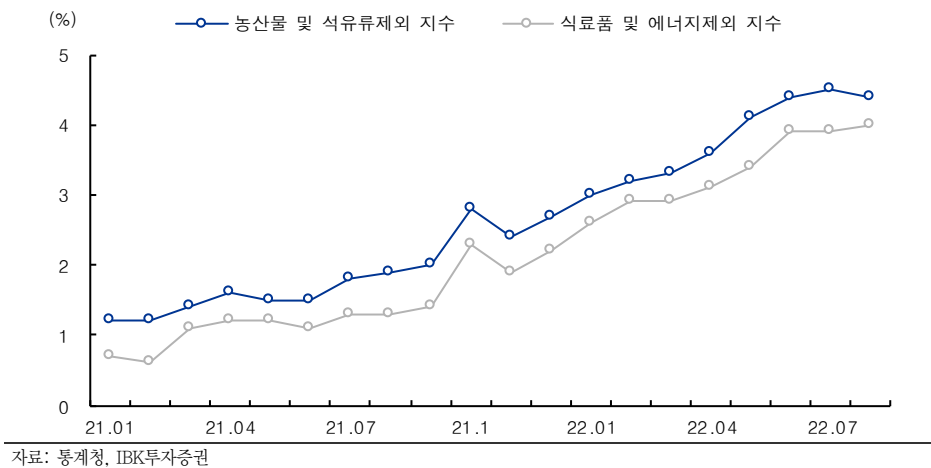
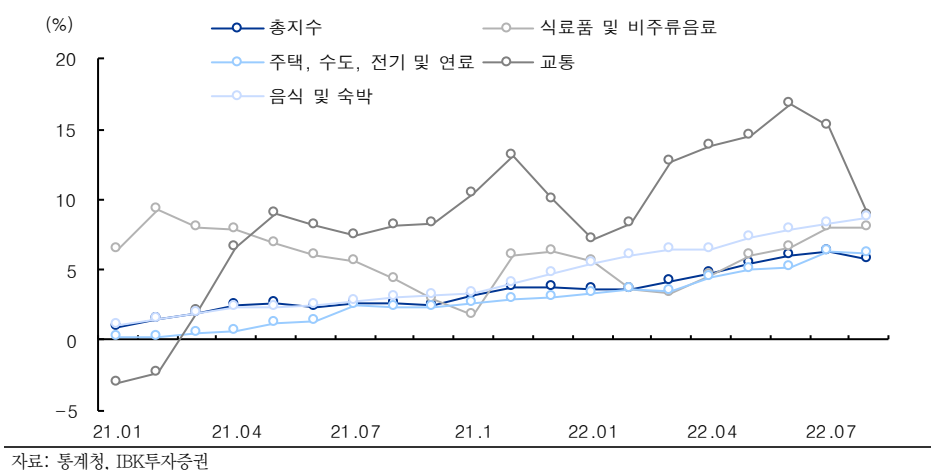


그림 12. 물가상승은 전방위적으로 나타나는 것으로 판단



3) 자산가치 하락에 따른 소비심리 둔화 가능성

자산가치 하락에 따라
소비심리 둔화 가능성

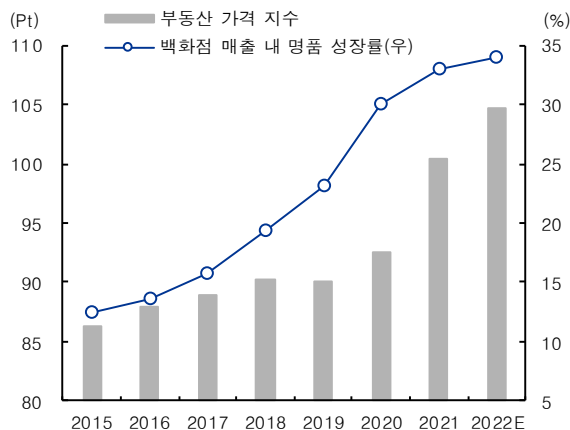
또 다른 우려 중의 하나는 자산가치 하락에 따른 소비심리 둔화 가능성이다. 국내 부동산 가격은 2014년 이후 상승세를 기록하면서 자산가치 상승이 이루어졌다. 여러가지 요인이 있겠지만, 저금리에 따른 유동성 확대가 주요 원인으로 판단한다. 이외에도 디지털화폐 및 주식시장도 상승하면서 자산가치는 전체적으로 상승하는 추세였다. 자산가치 상승은 소비를 상승시키는 요인으로 작용한다. 특히, 부동산 가격이 상승하는 시기와 맞물리면서 명품군 성장세는 더욱 뚜렷해졌다.

자산가격 상승기
명품군 성장세 뚜렷

2015년 백화점 내 해외유명브랜드 비중은 12.5%에 불과하였지만, 2021년에는 33.0%까지 상승하였다. 반면, 의류/패션/잡화 합산 매출액 비중은 2015년 49.0%에서 2021년 27.9%까지 하락하였다. 백화점 채널에서 상품군 변화가 뚜렷하게 이루어지고 있는 것이다. 이러한 추세는 2022년에도 이어지고 있는 것으로 분석된다. 이에 반해, 2015~2019년까지 백화점 시장 규모는 크게 차이가 없었다. 즉, 채널 성장이 제한되는 상황에서 명품군 성장만 뚜렷하게 이루어진 것이다. 동시기 자산가치 상승도 빠르게 이루어졌다는 점을 감안할 때 자산가치 상승이 소비에 긍정적인 요인을 작용한 것으로 판단할 수 있는 부분이다.

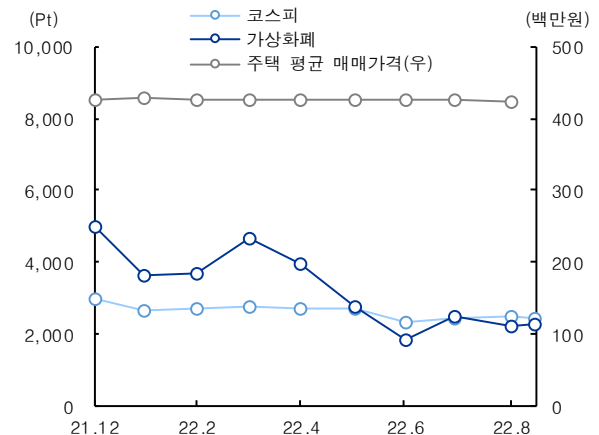
최근 들어 자산가치는 급격하게 하락하고 있다. 경기 상황과 금리 인상에 따른 유동성 환수가 맞물리면서 하락하고 있는 것으로 판단한다. 그동안 어느정도 소비시장을 받쳐줬던 자산가치가 하락함에 따라 소비심리는 둔화될 가능성도 염두 해야 할 것이다.

그림 13. 부동산 가격 Vs 백화점 명품 성장률 추이



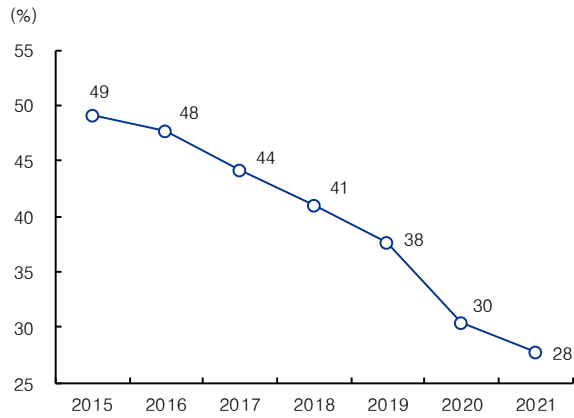
자료: 산업자원통상부, 한국부동산원, IBK투자증권

그림 14. 주요 자산가격은 하락 중(주식, 가상화폐, 부동산)



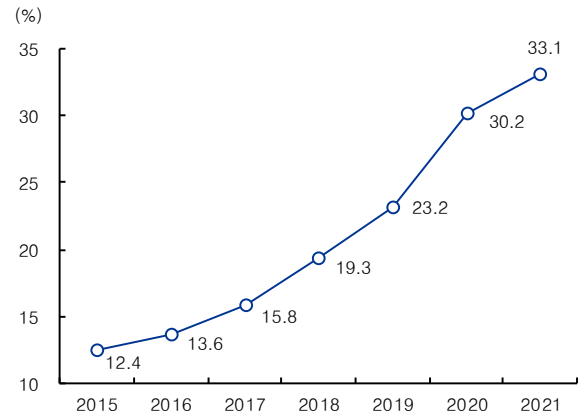
자료: Quantiwise, FnIndex, 한국부동산원, IBK투자증권

그림 15. 백화점내 의류/패션/잡화 매출액 비중 추이



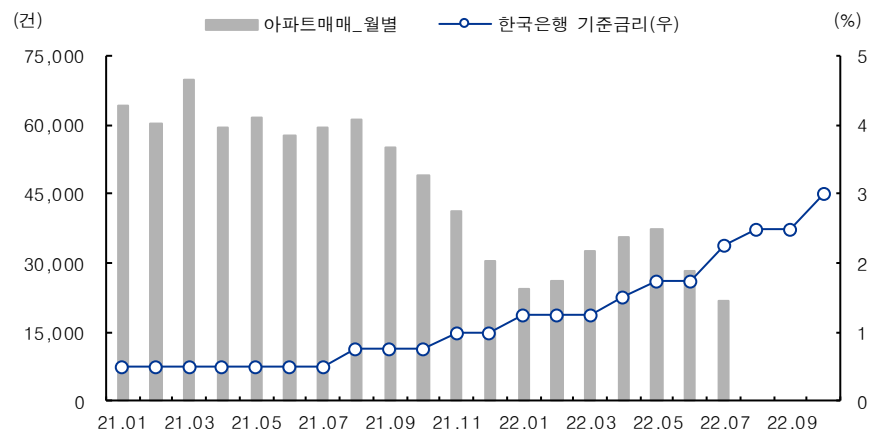
자료: 산업자원통상부, IBK투자증권

그림 16. 백화점 명품 매출액 비중 추이



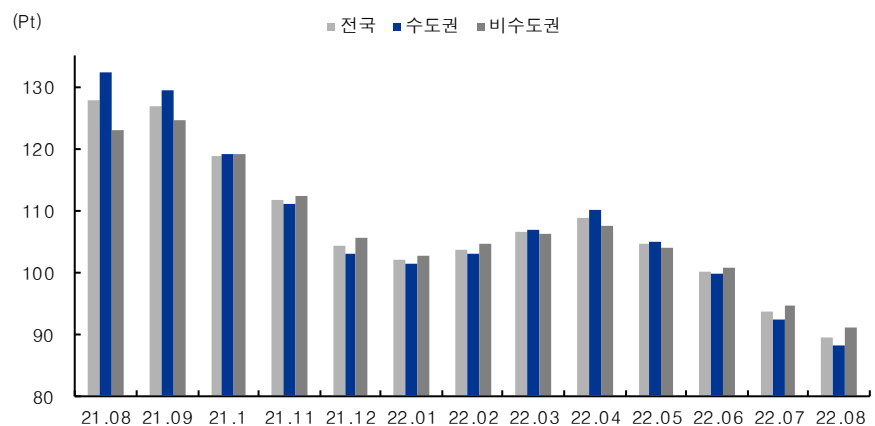
자료: 산업자원통상부, IBK투자증권

그림 17. 금리와 부동산 매매 거래량



자료: 국토교통부, Quantiwise, IBK투자증권

그림 18. 부동산심리지수 추이(전국/수도권/비수도권)



자료: 국토연구원, IBK투자증권

4) 해외여행경비지출 금액 증가

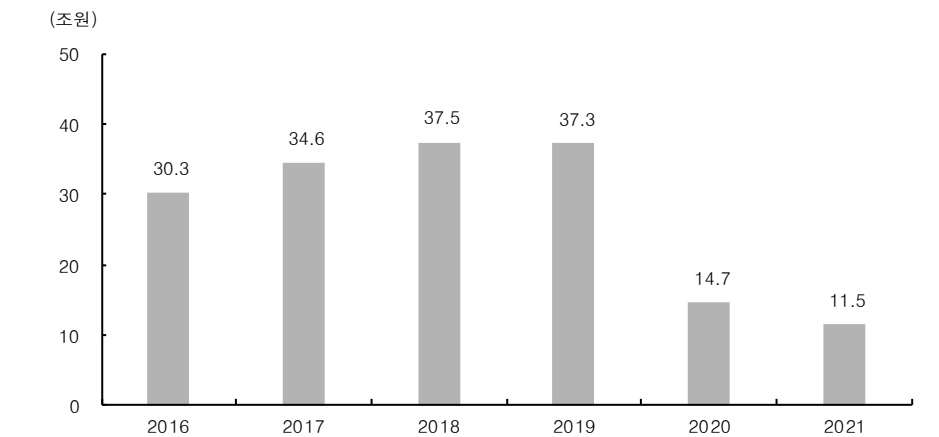
해외지출경비 확대

해외여행지출경비 확대도 국내 소비를 줄일 수 있는 요인으로 판단하고 있다. 2021년 기준 해외여행지출경비 금액은 약 11.5조원으로 가계 최종소비지출에서 차지하는 비중은 약 1.3%, 소매판매액 기준으로 보면 2.2% 수준에 달한다. 해외여행지출경비는 2019년 이후 코로나 19에 따른 해외여행객수 급감에 따라 지속적으로 하락하였다.

코로나에 따른 영향으로 해외경비 국내로 전환

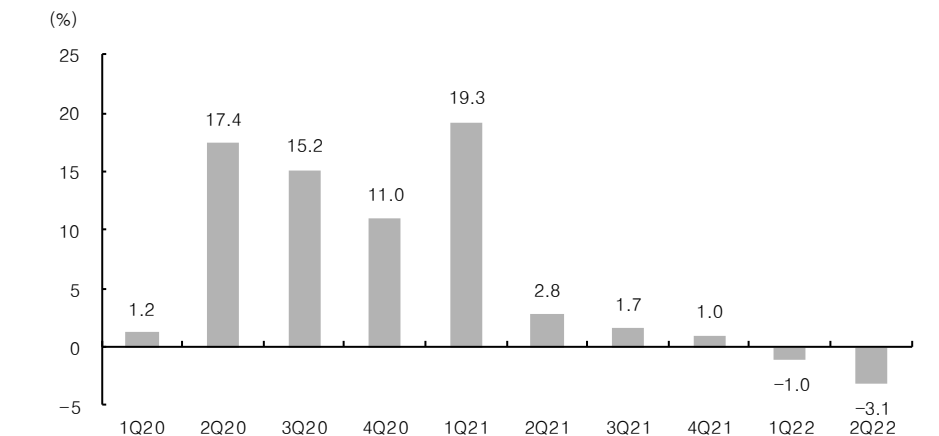
코로나 이전인 2019년 해외여행지출경비는 37.3조원, 가계 최종소비지출 비중은 4.1%, 소매판매 기준으로는 7.9%에 달하였다. 코로나 이전과 이후로 나누어서 보면 절대적으로 약 26조원, 관련 비중은 각각 2.9%p, 5.7%p 감소한 것이다. 이렇게 감소한 절대적 금액이 소비시장으로 전환되었다고 단정짓기는 어렵다. 하지만, ▶ 2020년과 2021년 경기 둔화에도 불구하고 내구재 상품군 성장이 차별적으로 이루어졌다는 점과 ▶ 국내 여행경비지출 금액으로 전환되지 않았다는 점을 고려하면 국내 소비시장으로 유입되었을 가능성은 높다고 볼 수 있다.

그림 19. 코로나 19에 따라 해외경비지출 하락



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 20. 2020~2021년 분기별 내구재 성장률 추이

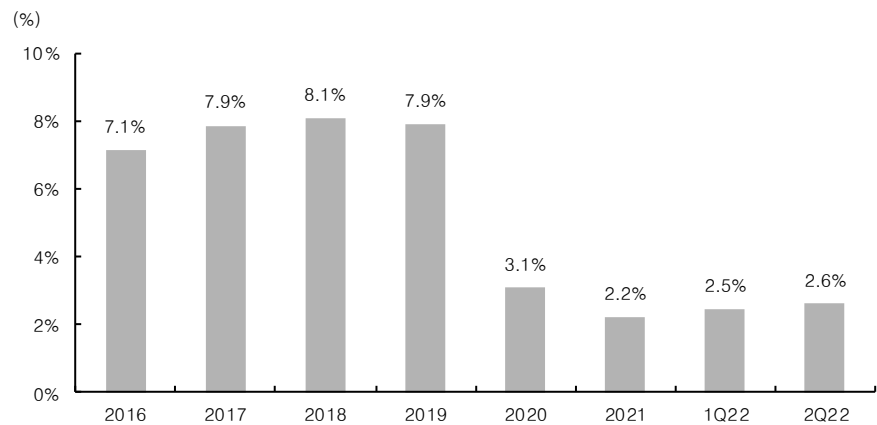


자료: 통계청, IBK투자증권

약 5.0% 감소 효과 가능

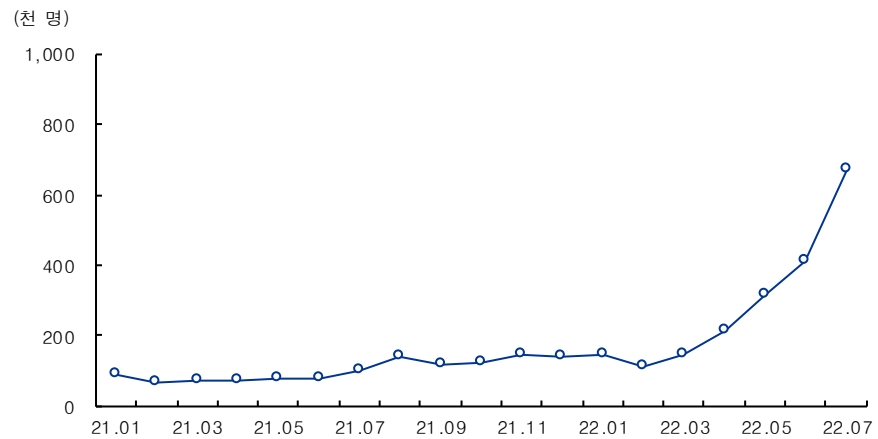
해외여행이 본격화되기 시작하면 감소하였던 해외여행지출경비는 증가할 가능성이 높다. 단순히 계산해보면 약 26조원이 증가할 것으로 보이며, 이는 국내 소매유통시장 규모로 볼 때 약 5.0%에 해당하는 수치이다. 결론적으로, 소비의 전환이 전체적으로 이루어진다고 보기는 어렵지만, 해외여행지출경비 증가는 소비시장 입장에서 볼 때 마이너스 요인으로 작용할 가능성이 높다는 판단이다.

그림 21. 소매판매액 대비 해외여행지출경비 비중



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 22. 해외여행객수는 점진적으로 회복 중



자료: 한국관광공사, IBK투자증권

3. 온라인 시장의 미묘한 기류

고 성장세를 구가하던 온라인 시장. 하지만 지금은...

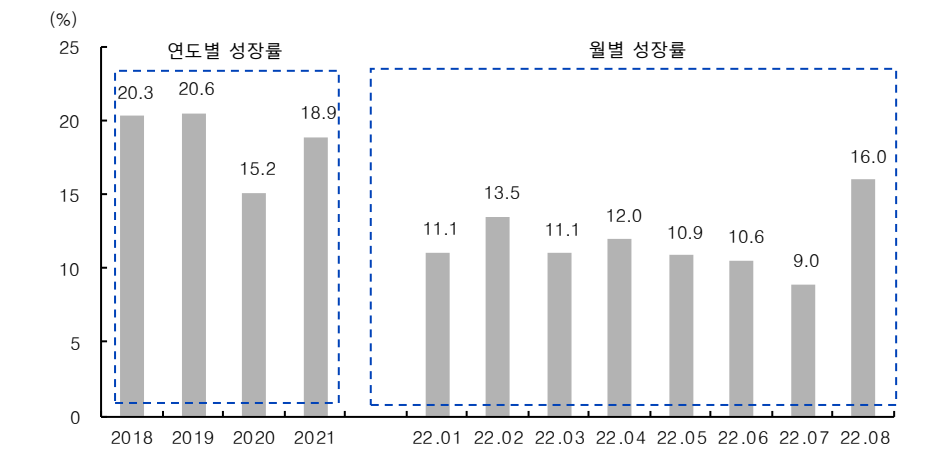
지금까지 온라인 시장은
유통 시장을 견인

지금까지 온라인 시장은 소매유통 시장 성장을 이끈 채널이었다. 물론, 오프라인 채널에서 온라인 채널로 전환되는 과정에서 발생한 현상이기도 하지만, 다양한 온라인 업체들이 출현하고 모바일을 통한 쇼핑 경험이 부각됨에 따라 차별적인 흐름이 나타난 것으로 판단한다. 여기에 기존 오프라인 업체들이 취급할 수 없는 다양한 상품군들까지 확대되면서 온라인을 통한 거래빈도수는 급격하게 증가하였다.

최근 온라인 시장
성장률은 부진

온라인 시장 성장률 둔화 가능성도 농후한 상황이다. 2022년 들어 온라인 시장 성장률은 다소 정체되는 흐름이 나타나고 있다. 7월 누적 온라인 시장 성장률은 전년동기 대비 +11.0% 성장한 116.7조원을 기록하고 있다. ▶이는 과거 평균 대비 낮아진 수치이고, ▶ 2020~2021년 평균 성장률이 17.0%라는 점과, ▶ 2022년 7월 성장률이 9.0%에 불과하다는 점을 고려할 때 성장세는 확실히 둔화되고 있는 것으로 판단한다.

그림 23. 온라인 시장 연간 및 2022년 월별 성장률 추이 비교



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

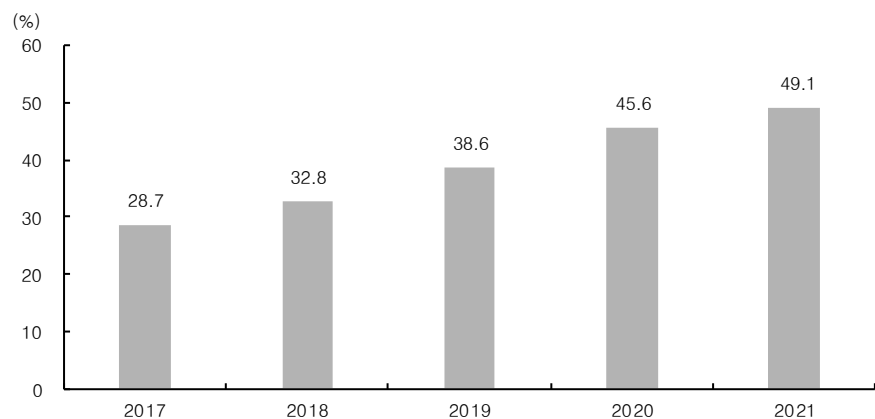
1) 온라인 시장의 성장 둔화는 피할 수 없는 흐름

온라인 시장 성장을 둔화
이어질 전망

당사에서는 온라인 시장 성장률 둔화 추세가 이어질 가능성은 높은 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 근거는 ① 온라인 시장이 코로나 19로 급격하게 성장한 기저가 존재하고, ② 주요 유통채널을 기준으로 보면 온라인 채널 성장률이 50%에 육박하고 있으며, ③ 투자 유치를 통한 영업활동을 지속하기가 어려워지고 있기 때문이다.

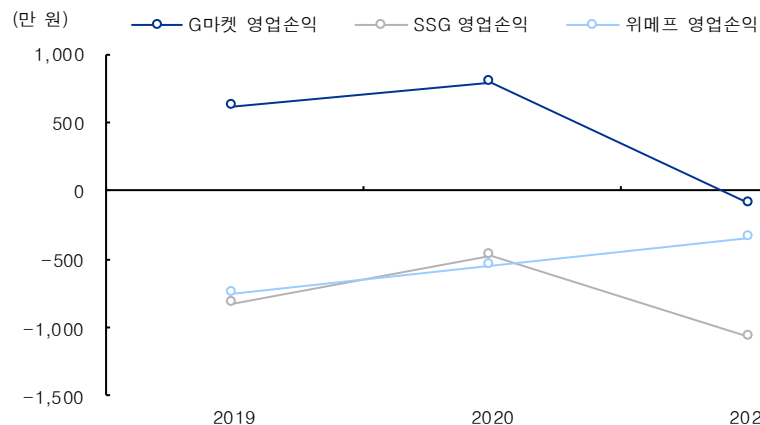
온라인 시장의 성장을 둔화는 어찌 보면 당연한 현상으로 해석할 수 있다. 앞서 언급했듯이 이미 시장 점유율이 50%에 육박하고 있고, 코로나 특수이 사라지고 있기 때문이다. 장기적으로 성장 추세가 이어지는 부분은 부정하지 않지만, 성장률 둔화가 될 수 있다는 점도 인지해야 할 부분이다. 다만, 문제는 ▶ 대부분의 업체들이 영업적자가 지속되고 있고, ▶ 금리 인상 여파로 자본조달이 어려워지고 있으며, ▶ 부가가치 창출을 통한 사업 지속이 가능한 업체가 제한적이라는 점이다. 즉, 온라인 시장 성장률이 둔화되는 시점에서는 현재와는 다른 상황으로 전개될 가능성을 염두해야 한다는 이야기이다.

그림 24. 온라인 침투율은 약 50%에 육박



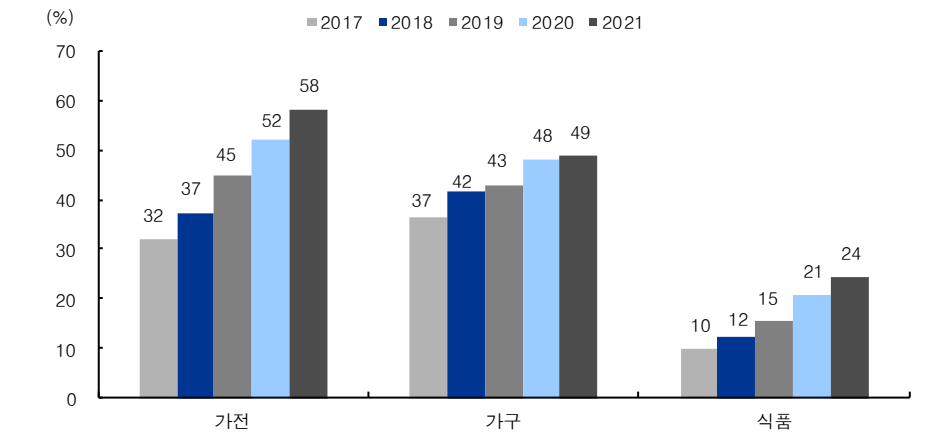
자료: 통계청, IBK투자증권
주: 승용차, 의약품, 차량/연료 제외

그림 25. 주요 온라인 업체 영업실적 추이



자료: 한국평가데이터, IBK투자증권

그림 26. 상품군별 온라인 침투율



자료: 통계청, IBK투자증권

2) 온라인 시장 재편 가능성

온라인 시장 재편 가능성

우선, 가장 먼저 예상되는 변화 중 하나는 시장 재편 가능성이다. 시장 재편 과정에서 생존할 수 있는 업체는 ▶ 인프라 투자 마무리에 따라 수익성 개선이 가능하고, ▶ 현금창출능력 혹은 자본조달을 지속할 수 있거나, ▶ 독보적인 시장지배력을 보유하고 있어 지속적인 성장이 가능한 업체로 한정될 것으로 분석한다.

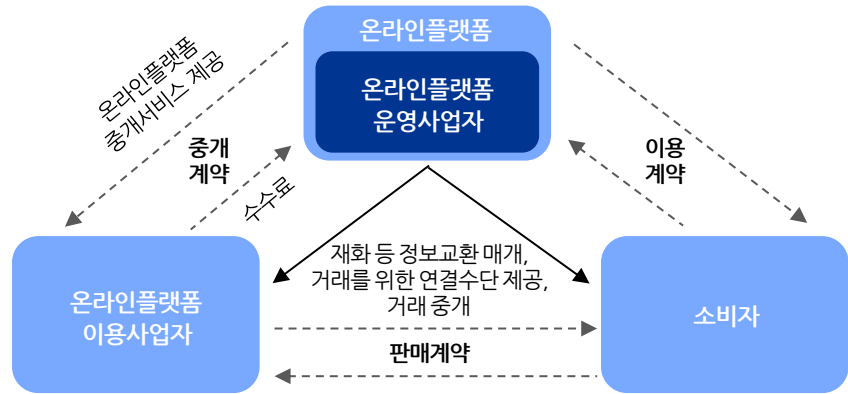
온라인 업체들이 난립했던 이유 2가지 1) 수월한 자본조달, 2) 성장 잠재력

온라인 업체들이 난립했던 이유는 크게 2가지이다. ▶ 저금리에 따라 자본조달이 수월하였고, ▶ 성장 잠재력이 높았기 때문이다. 하지만, 현재 환경은 이와는 반대로 전개되고 있다. 금리 상승기에 접어들면서 조달 시장이 급격하게 위축되고 있고, 성장 여력 축소에 따라 업체들의 성장 가능성이 낮아지고 있다.

적자 구조 단기간 탈피 어려울 전망 → 사업적 연속적 보장 어려움

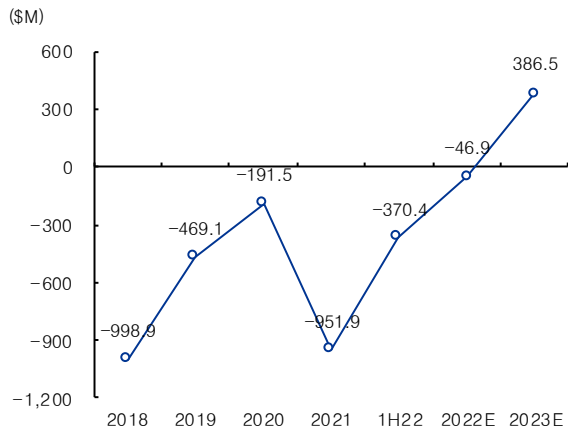
대부분의 온라인 업체들은 적자를 기록하고 있다. 여러가지 이유가 있겠지만, 가장 큰 원인은 크게 2가지로 압축되는데, ① 경제체제가 심화되는 상황에서 마진 확보가 쉽지 않고, ② 인프라 투자가 이루어지지 않는 한 부가가치 창출이 어렵기 때문이다. 온라인은 기본적으로 상품을 중개하고 이에 따른 수수료를 받는 구조이다. 그러다 보니, 규모의 경제를 구축하기란 쉽지 않은 것이 현실이다. 또한, 물류 등 제반 시설 구축에 따른 투자가 막대하게 발생하다 보니 투자를 진행하는 과정에서 수익성을 확보하기란 쉽지 않다. 이러한 사업 구조 하에서 조달금리 상승은 사업의 영위성을 저해하는 요인으로 작용할 것으로 전망한다. 즉, 적자 구조를 단기간에 탈피하기 어려운 업체들의 경우 사업적 연속성을 보장하기는 쉽지 않다는 판단이다. 결국, 이는 시장 재편을 가속화시키는 요인으로 작용할 가능성이 높다.

그림 27. 온라인 사업구조 그림



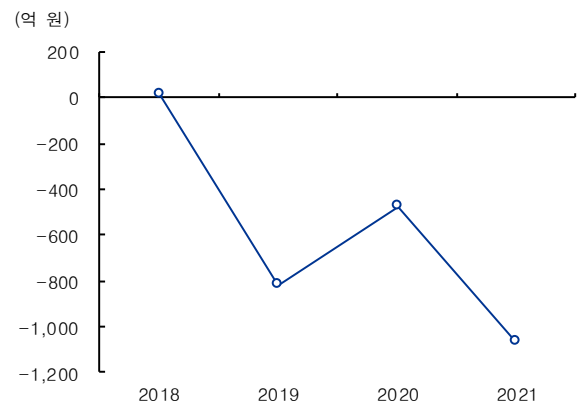
자료: IBK투자증권

그림 28. 쿠팡 EBITDA는 개선 중



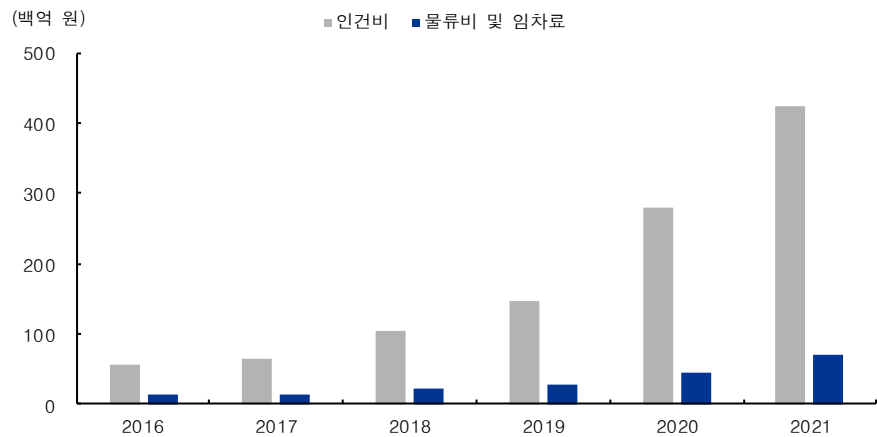
자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 29. SSG.COM 영업실적은 여전히 부진



자료: 이마트, IBK투자증권

그림 30. 쿠팡 인건비 및 물류비용 증가세 추이



자료: 전자공시시스템, IBK투자증권

3) 온라인 시장 이점이 약점으로...

온라인 시장 구조적 환경
변화 가능성. 점유율
보다는 수익성 개선에
집중

온라인 시장 재편은 구조적 환경을 변화시킬 가능성이 높다. 그렇게 생각하는 이유는 그동안 공격적으로 집행했던 투자가 제한될 것으로 보이고, 점유율 보다는 수익성 위주의 판매 전략을 수행할 가능성이 높기 때문이다.

사실 온라인 사업구조는 정확하게 보면 중개 사업자 입장에서 마진이 높기는 어렵다. 온라인업체들의 경우 대부분 상품을 중개하고 특정 수수료를 받는 구조이다. 기본적으로 다수의 판매자들을 구매자와 연결해주는 역할에 국한되기 때문에 규모의 경제를 실현하기가 어렵다. 여기에 판매자들 대부분은 중소형 사업자이다. 규모의 경제를 구축하기 어려운 것이다. 이에 소비자 유인(가격경쟁력) 위해 프로모션 및 판촉행사를 지원하는 방법을 택하였다. 절대적으로 상품마진율이 낮을 수 밖에 없는 것이다. 일부 업체들의 경우 이러한 부분을 보완하기 위해 상품 매입 비율을 높이는 작업을 진행 중이다.

오프라인과 온라인의 차이 중 하나는 상품을 구매하고 전달하는 과정이 동일 공간에서 이루어지지 않는다는 점이다. 온라인 쇼핑은 온라인 공간에서 상품구매가 이루어지면, 소비자가 원하는 장소에 상품을 공급해야 거래가 종결되는 구조이다. 즉, 라스트마일이 필요한 것이다. 너무나 당연한 논리이지만 이러한 과정에서 비용적 발생은 수반될 수 밖에 없고, 새벽배송, 즉시배송, 신선식품 배송 등 다양한 서비스 제공이 이루어지면서 관련 비용은 더욱 높아질 수 밖에 없다.

수익성 전략에 따라
가격경쟁력은 약화될 전망

온라인 시장이 수익성 전략으로 전환될 경우 가장 큰 이점이었던 가격경쟁력은 약화될 것으로 판단한다. 그러한 이유는 ① 소비자 유인(가격경쟁력) 위해 쓰여졌던 프로모션 및 판촉행사가 줄어들 가능성이 높고, ② 라스트마일에 따른 비용적 부담을 판매가에 전가할 수밖에 없기 때문이다. 즉, 소비자 편익 시장에서 공급자 수익 시장으로 재편되는 것으로 판단되는 부분이다. 온라인이 편의성과 가격 경쟁력을 바탕으로 성장하였다는 점을 감안할 때 가격경쟁력 약화는 온라인 시장 성장률을 저해할 가능성이 높다는 의견이다.

그림 31. 새벽배송 이미지



자료: 언론보도, IBK투자증권

그림 32. 즉시배송 이미지



자료: 언론보도, IBK투자증권

4. 소비위축 시대... 소비의 쏠림 가능성

소비시장 위축에 따른 소비패턴의 변화

소비시장 위축은 피할 수 없을 전망

2022년 하반기부터 소비시장은 위축될 가능성이 높은 것으로 판단한다. 1) 금리인상에 따른 가처분소득 감소 가능성, 2) 인플레이션으로 인한 실질 구매력 저하, 3) 자산가치 하락, 4) 늘려왔던 해외여행이 본격화 될 경우 국내 시장으로 전환되었던 소비지출 여력이 감소할 가능성이 높기 때문이다. 또한, 온라인 시장 가격경쟁력이 약화되기 시작하면 그동안 가격적 이점과 편의성을 통해 이루어졌던 소비 활동도 위축될 가능성이 높다.

소비심리 위축은 양극화 현상을 더욱 가속화시킬 것

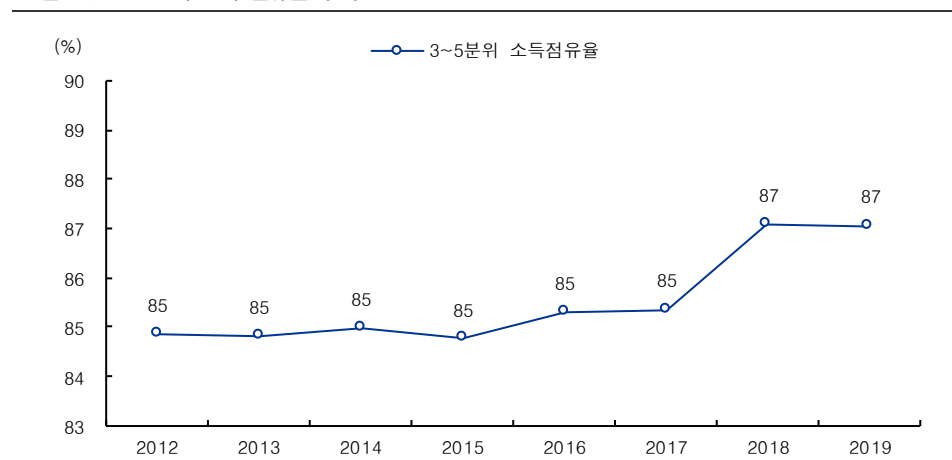
당사에서는 이러한 소비시장 위축에 따라 소비행태는 더욱 더 극단적인 양극화 현상이 이루어질 것으로 판단하고 있다. 좀 더 정확하게 언급하자면 양극화가 아닌 단극화 소비가 더욱 뚜렷해질 것으로 예상된다. 즉, 전체 소비시장은 위축될 가능성이 높지만, 효용의 만족도를 충족시키기 위한 극단적 소비가 증가한다는 의미이다. 이미 이러한 현상은 목격되고 있으며, 소득 수준의 격차가 이를 더욱 가속화시킬 가능성이 높다.

상위소득 증가가 전체를 견인

이를 이해하기 위해서는 소득의 구조를 이해할 필요가 있다. 실제로 2019년까지 소득 분위별 지표를 살펴보면 상위소득 계층의 소득 비중은 지속적으로 증가하였다. 분위별 소득 점유율을 보면 2012년 3~5분위 점유율은 84.8%에 불과하였지만, 2019년 동 점유율은 87.1%까지 상승하였다. 상위소득 계층의 소득이 전체 소득을 이끌었던 것으로 분석되는 이유이다. 이는 소득의 양극화가 뚜렷해진 것으로 해석할 수 있는 것이다. 이러한 소득 양극화는 소비의 양극화를 더욱 확대시킬 것으로 예상된다.

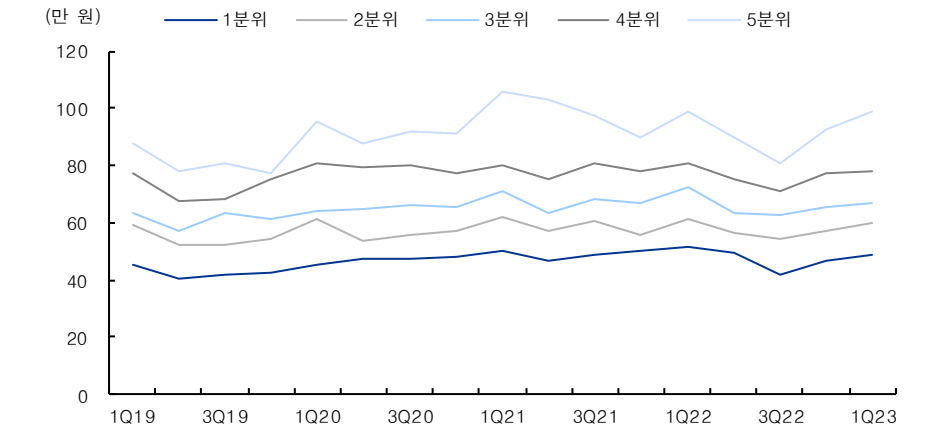
소비의 양극화는 이미 일상생활에서 진행되고 있다. 고가의 제품군 성장세는 매우 빠르게 성장 중인 반면, 필수소비재 제품군의 경우 저가 상품군이 더욱 성장하는 특징을 보여주고 있다.

그림 33. 3~5분위 소득 점유율 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 34. 소득 5분위별 소비지출 구성비(식품+주거)



자료: 통계청, IBK투자증권

1) 고가 상품군으로 쏠리는 소비(명품의 지속적인 성장)...

양극화 소비=고가 소비
확산

양극화 소비가 지속될 경우 고가의 상품군을 소비하는 성향은 더욱 강해질 것으로 전망한다. 즉, 소비지출이 감소함에도 불구하고 일부 상품군 혹은 유통채널의 성장성은 더욱 부각될 가능성이 높은 것이다. 이는 우선 명품 성장성에서 확인할 수 있다. 유로 모니터에 따르면 2021년 기준 국내 명품 시장은 전년대비 +10.1% 성장한 141억 6,570만 달러를 기록하였다. 지난해 높은 기저와 코로나 19에 따른 영향을 고려할 경우 이례적인 성장세가 이어지고 있는 것이다.

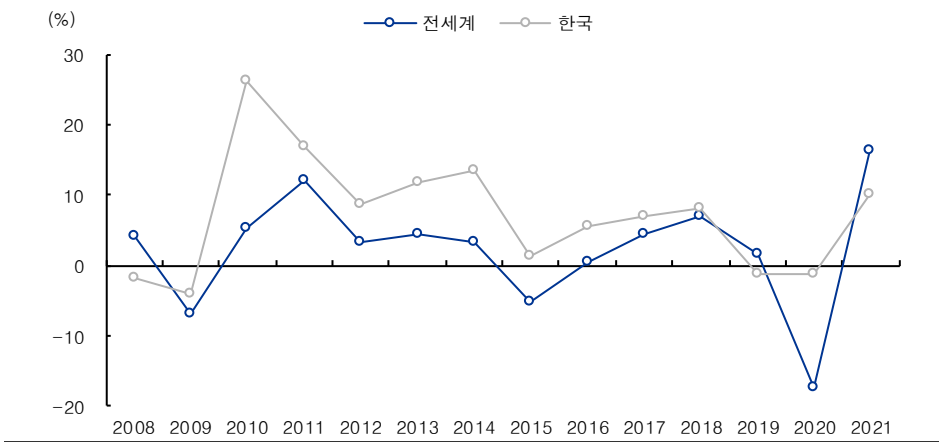
명품의 주요 채널 백화점
성장세 돋보임

명품의 주요 채널인 백화점에서도 이를 확인할 수 있는데, 2021년 백화점내 명품 비중은 33.0%까지 상승하였다. 2015년 명품 비중이 약 12.5%에 불과하였고, 동시기 백화점산업 규모가 약 29.0조원에서 약 33.7조원으로 약 +16.1% 상승하였다는 점을 감안할 때 차별적으로 성장하고 있다는 판단이다. 동시기 명품을 제외할 경우 백화점 산업 규모는 약 25.4조원에서 약 22.6조원으로 오히려 감소하였다고 보는 것이 합리적이다. 실질적으로 명품이 성장을 주도한 것이다. 여기에 병행 및 수입대행 온라인 명품 업체들이 성장하였다는 점을 고려하면, 관련 시장 규모는 더욱 높아진 것으로 추정한다.

명품 시장 성장 =
자산가격 상승 + 소득
양극화

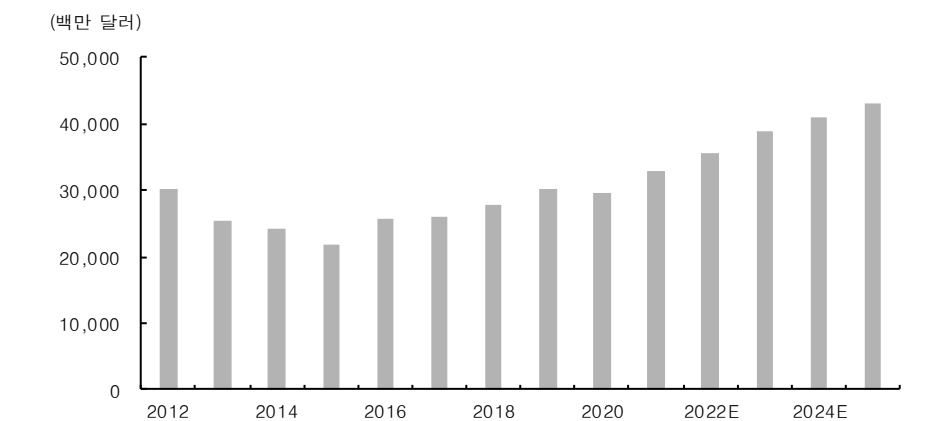
앞서 언급했듯이 명품 시장의 성장을 이끈 것은 자산가격 상승과 연관성이 크다고 볼 수 있다. 다만, ① 최근 금리 인상에 따른 자산가격 하락에도 불구하고 명품 성장세가 유지되고 있고, ② 일본의 명품 시장이 저성장에도 불구하고 지속적으로 소비시장을 아웃퍼폼 했다는 점을 고려하면 소득 양극화에 따른 소비 패턴의 변화가 구조적으로 이끌고 있다고 판단할 수 있다.

그림 35. 국내 명품 시장 성장세는 차별적



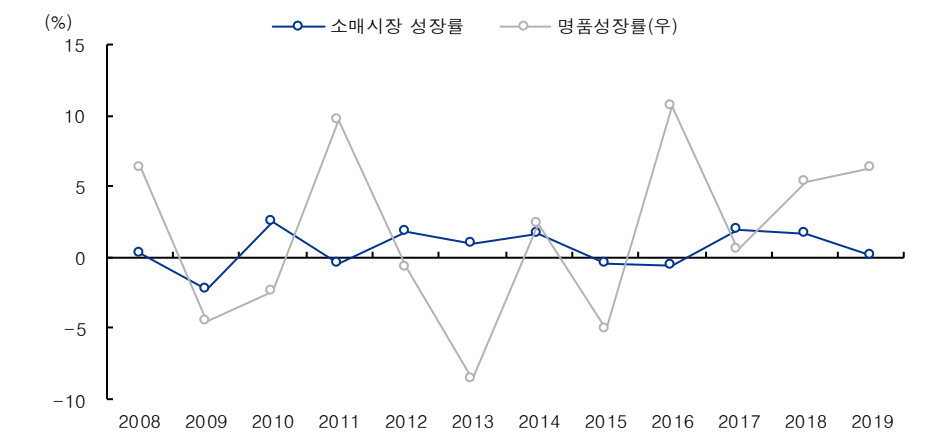
자료: Euromonitor, IBK투자증권

그림 36. 일본의 경우에도 명품 성장 추세는 견조



자료: Euromonitor, IBK투자증권

그림 37. 일본 명품 성장률은 소매시장을 상회



자료: Bloomberg, Euromonitor, IBK투자증권

주: 연화기준

2) 고가채널 성장

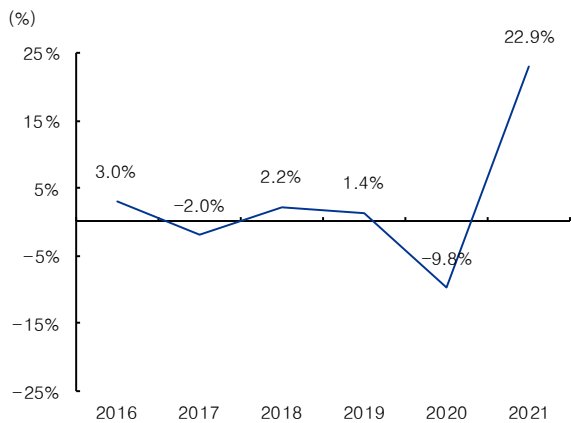
백화점 채널 성장세 차별화

명품 이외에도 백화점 채널 성장률은 차별적으로 이루어지고 있다. 사실 2019년까지 백화점 산업 성장률은 정체되었다. 조금 더 정확하게 보면 명품을 제외할 경우 실질적으로 역 성장하였다고 보는 것이 합리적이다. 2021년 백화점 산업 규모는 약 33.7조원으로 2020년대비 +22.9%, 2019년에 비해서도 약 10% 이상 성장한 수치이다. 이러한 추이는 2022년에도 지속되고 있다. 2022년 상반기 백화점 산업 성장률은 전년동기간 대비 +16.5% 성장한 18.9조원을 기록하였다. 명품의 성장이 백화점을 이끌고 있는 것은 맞으나, ▶ 최근 들어 명품 이외 제품군 성장이 나타나고 있고, ▶ 고가 의류 제품군 성장도 동시에 이루어지고 있다는 점에서 차별적으로 판단하는 것이 합리적이다.

명품 이외 제품군 성장세도 뚜렷

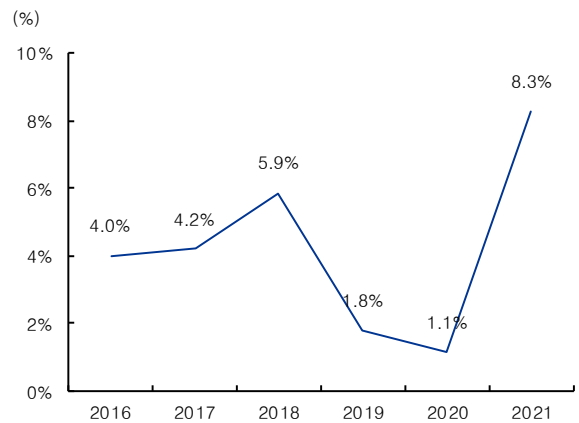
2022년에는 사회적거리두기 완화에 따른 집객력 회복이 긍정적으로 작용하는 것은 맞다. 다만, 2021년 기저가 높았다는 점과 명품 이외 제품군 성장세도 두드러졌다는 점에서 이례적인 성장률로 해석되는 부분이다. 반면, 대형마트 및 기타 채널의 성장률은 부진한 흐름이 이어지고 있다. 백화점을 제외한 소매판매액은 2021년 +8.3% 성장하는데 그쳤으며, 2022년 상반기도 동기간 +6.9% 성장하였다. 백화점 성장률과 비교해 보면 저조한 수치로 분석한다.

그림 38. 백화점 산업 성장률 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 39. 백화점 제외 소매판매액 성장률 추이



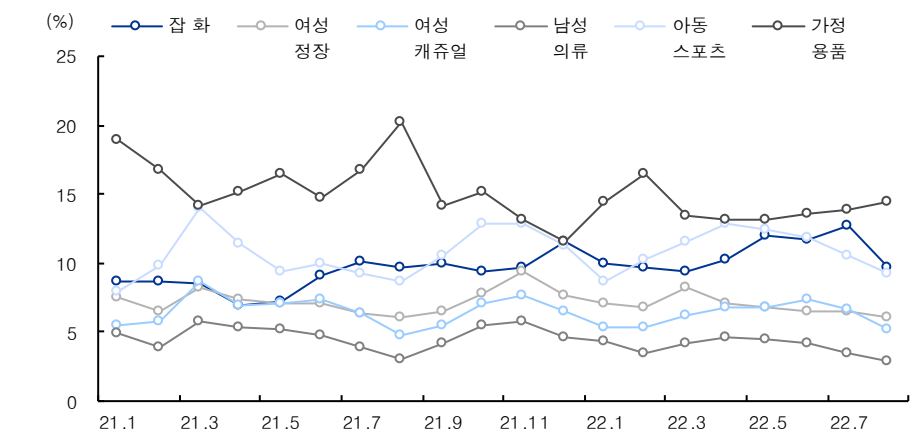
자료: 통계청, IBK투자증권

3) 상품군에서도 목격되는 차별화(가전)

가전 상품군에서도 동일한 흐름

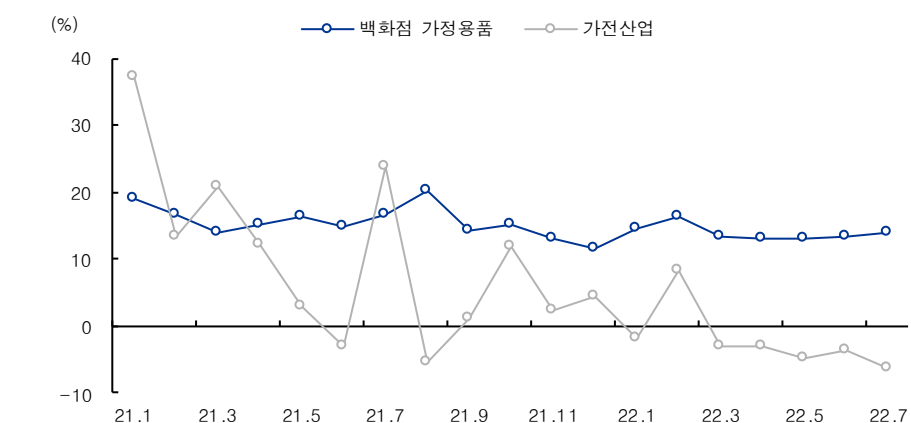
가전 상품군을 놓고 봐도 유사한 흐름이 이어지고 있다. 2022년 상반기까지 가전 산업 시장규모는 약 25조원으로 전년동기기간대비 -0.8% 역 성장하였다. 특히, 오프라인만 놓고 보면 전체 시장 규모는 -5.8% 감소한 반면, 백화점 가전의 경우 정확한 데이터를 집계할 수 없지만, 관련 상품군이 포함된 Category의 경우 3월을 제외하고 3~10% 수준에서 성장하면서 산업과는 다른 양상을 보이고 있다. 특히, 가전 시장의 경우 온라인 침투율이 50%를 상회하고 있다는 점과 전체 산업성장률이 부진하다는 점을 고려할 때 이례적인 부분으로 해석되는 부분이다.

그림 40. 명품 이외 백화점 상품군 성장률(2021년부터 월별)



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 41. 가전산업 성장률 Vs 백화점 가정용품 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

4) 고가 소비일까? 아니, 상대적 가치 소비의 확산

경험적 가치를 중시하는 문화

이러한 소비패턴이 고착화되는 이유는 무엇일까? 경기와 무관하게 고가 제품이 판매되는 이유는 무슨 이유일까? 단순히 보면 고가 제품군 소비가 주를 이루고 있다고 해석할 수 있다. 하지만, 이는 가치를 중시하는 소비의 확산으로 보고 있다.

소비자들은 과거 제품 소유를 중요한 소비 활동으로 인식하였다. 하지만, 최근에는 주변의 시선 혹은 비추어지는 이미지, 경험적 가치를 더욱 중요시하는 것으로 판단한다. 실제 소비를 보더라도 상품 보다는 서비스 비중이 증가하고 있으며, 최근 이러한 추세는 상품군에까지 적용되고 있는 것으로 판단한다. 서비스 산업의 발전도 영향을 미치겠지만, 과거와 달리 소비에 대한 인식 변화가 이루어진 결과물로 해석된다는 의미이다.

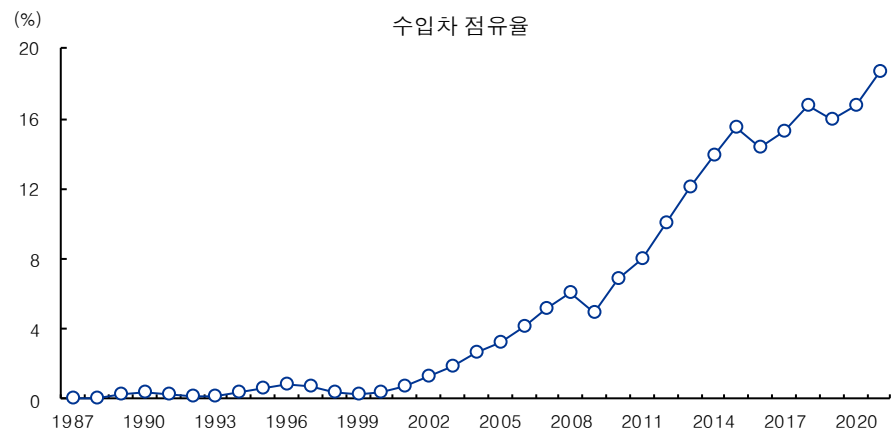
5) 무형의 가치소비 확산 → 유통 업체별 차별화 지속 전망

무형의 가치소비 확산

당사에서 정의 내리는 가치 소비란 본인이 수용할 수 있는 범주 내에서 효용의 만족도를 높이는 소비를 의미한다. 즉, 과거와는 달리 소비에 대한 만족의 기준이 달라졌다는 것이다. 이러한 부분은 이미 일상 생활에서도 접할 수 있는데, ▶ 외제차 보급률, ▶ 고가의 식품 소비, ▶ 여행경비 지출 금액의 증가와, ▶ 고가 스포츠를 즐기는 계층이 확산되는 것이 그러하다.

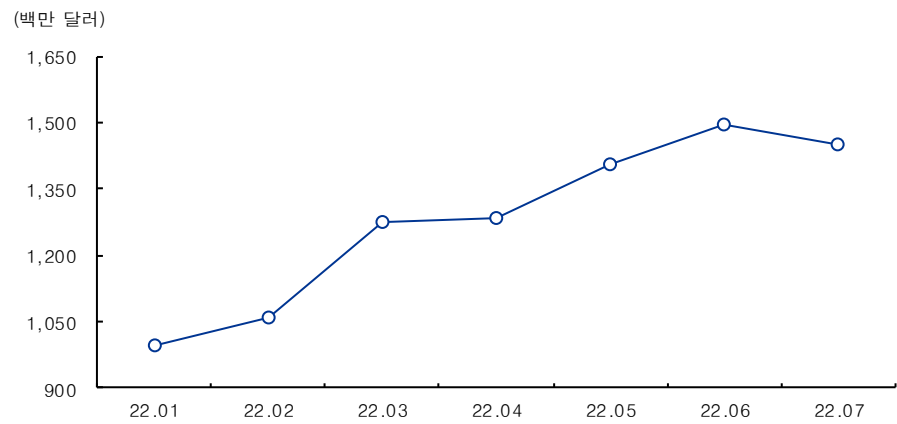
결론적으로, 가치 소비를(무형의 가치를 소비하는 행위) 중시하는 추세에 따라 유통업체간의 성장성은 차별화될 가능성이 높다. 상품군에서도 이러한 양상은 나타날 것으로 예상한다.

그림 42. 국내 수입차 점유율 추이



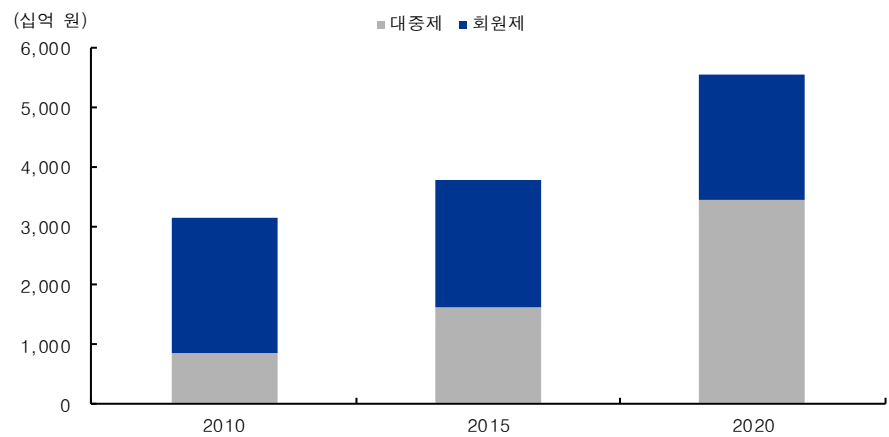
자료: 한국수입자동차협회, IBK투자증권

그림 43. 해외여행지출경비 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 44. 골프장 시장규모 추이



자료: 언론보도, IBK투자증권

5. 가치소비와 무관한 가맹 산업

가맹산업 성장은 구조적이라 판단

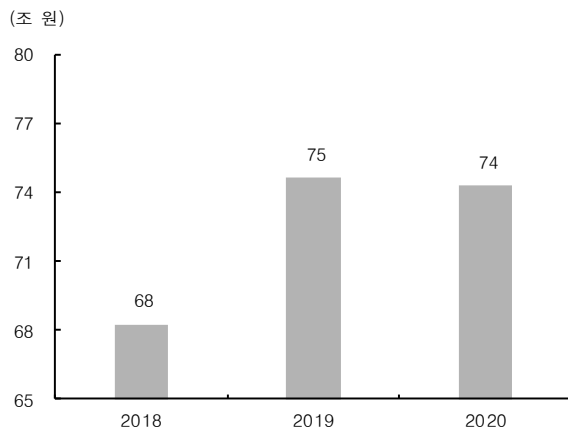
가맹산업 성장 이유 4가지

- 1) 가맹사업 형태 전환
- 2) 근거리 채널 수요 확대
- 3) 공급수요 증가
- 4) 사업모델 전환

소비시장 변화와 무관하게 가맹산업 성장세는 유지될 가능성이 높다. 이에 주목해야 할 것이다. 그렇게 생각하는 이유는 ① 자영업 시장이 과거 개인 시장에서 가맹사업 형태로 전환되고 있고, ② 가족구성원 변화에 따라 다양한 근거리 채널의 수요가 확대되고 있으며, ③ 고령화 계층 비중 확대에 따라 공급수요 증가도 예상되기 때문이다. 또한, 산업적으로 보면 고정비 부담에 따라 내수업체들의 사업모델 전환도 기대할 수 있는 부분이다.

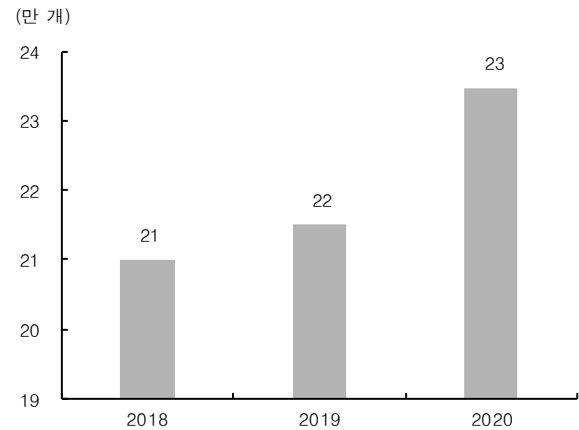
가맹산업은 크게 보면 수요적인 측면과 공급적인 측면으로 나누어 볼 수 있다. 타 유통업체와 다르게 초기비용 및 운영적 부담을 개인이 부담하는 모델이기 때문에 수요적인 측면도 중요하지만, 공급적인 측면도 상당한 영향을 미치는 것으로 판단한다.

그림 45. 프랜차이즈 시장규모 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 46. 프랜차이즈 업체 수 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

1) 수요측면 성장 요인

우호적인 수요

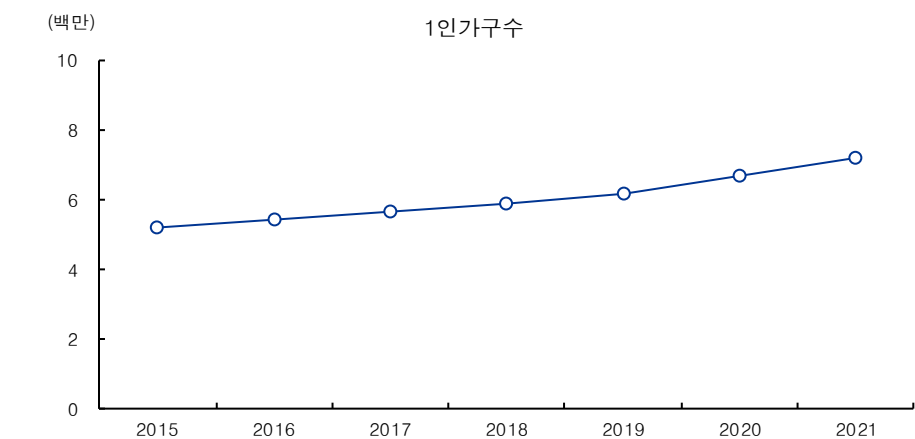
- 1) 채널의 다변화
- 2) 자영업자 중 가맹점 비중 증가
- 3) 근거리 채널 수요 확대

외식과 편의점 산업
구조적 확대

우선 수요적인 측면을 보면 우호적인 환경은 이어질 것으로 전망하는데, 그렇게 분석하는 근거는 ① 가족구성원이 과거 4인가족 중심에서 1~2인 가구 즉, 핵가족화 형태로 전환되기 시작하면서 상품을 소비하는 채널이 다변화되고 있고, ② 추세적으로 자영업자 중 가맹점 비중이 증가하고 있으며, ③ 근거리 채널 수요 확대가 이루어지고 있기 때문이다.

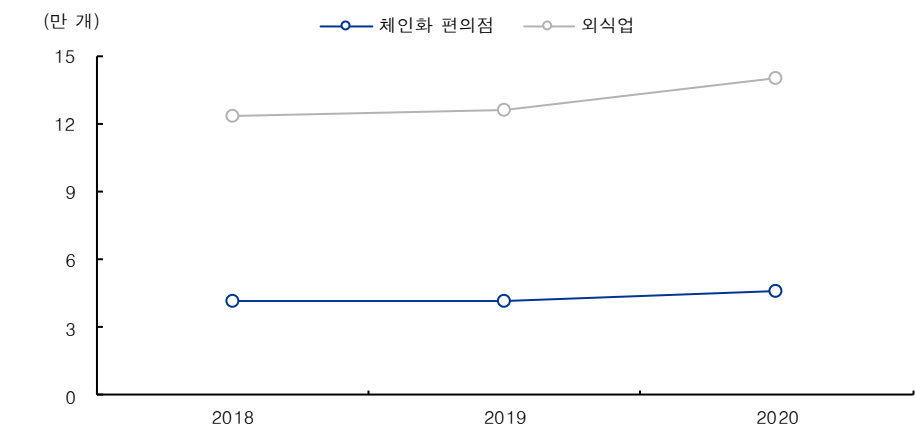
수요자들은 다양한 상품군을 소비하는데 있어 과거와 달리 다수의 상품을 대량으로 구매하기 보다는 필요한 상품을 즉시 구매하는 수요가 증가하고 있다. 이는 1인 가구가 증가하면서 나타나는 특징으로 해석한다. 특히, 필수소비재인 식품부문에 있어서 이러한 현상은 더욱 뚜렷해지고 있으며, 이에 따라 외식 및 편의점 가맹산업은 구조적으로 확대가 되고 있다는 판단이다.

그림 47. 1인 가구수 증가 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 48. 다양한 가맹점 확산 중



자료: 통계청, IBK투자증권

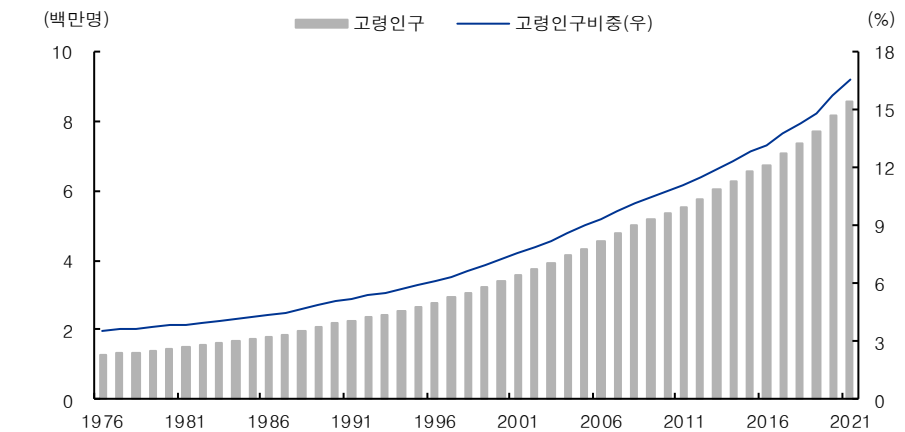
2) 공급측면 성장 요인

고령인구 증가에 따라
구조적 공급수요 증가

공급측면도 긍정적이라 판단한다. 그렇게 생각하는 이유는 근로소득자에서 사업소득자로 전환하는 비중이 증가할 것으로 전망되기 때문이다. 2020년 기준 국내 고령인구(65세 이상) 비중은 약 15.7% 수준으로, 2025년에는 20.3%에 이르러 초고령사회로 진입할 것으로 예상하고 있다.

고령화 계층이 증가함에 따라 자영업을 기반으로 한 경제활동을 영위해야하는 사업소득자수는 증가할 수 밖에 없다. 고령인구의 고용률이 증가하고 있다고는 하지만, 1) 고령인구 비중이 증가하는 속도가 상당히 빠르게 이루어지고 있고, 2) 고령인구 고용률 상승이 장기적으로 이어질 것으로 보긴 어렵기 때문에 공급수요 측면에서도 긍정적이라 판단한다.

그림 49. 고령화 계층은 구조적으로 증가



자료: 통계청, IBK투자증권

3) 편의점 및 외식프랜차이즈 성장세 지속

가맹산업 중 편의점과
외식프랜차이즈에 주목

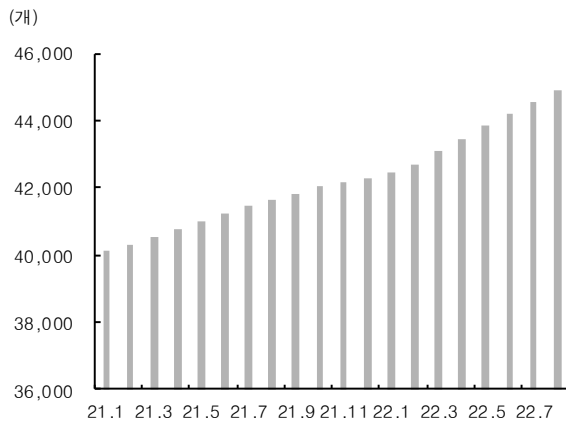
가맹사업 중에서 기대되는 산업은 편의점과 외식프랜차이즈 산업이다. 특히, 편의점 산업에 대한 긍정적 시각을 가지고 있다. 편의점에 주목하는 이유는 ① 창업비용이 상대적으로 적어 사업주 진입장벽이 낮고, ② 상품을 매입해 판매하는 과정에서의 프로세스가 이미 고도화 되어있으며, ③ 안정적으로 수요가 증가하고 있기 때문이다.

편의점 업황도 긍정적.
신규점 출점과 기존점
성장 동시에 진행

최근 업황도 긍정적이라 판단한다. 신규점 출점이 이어지고 있고, 외부활동 증가에 따라 집객력 확대가 동시에 이루어지고 있기 때문이다. 2021년 편의점 점포수 약 50,500개로 2020년 대비 약 6.3% 성장하였다. 이러한 추이는 2022년에도 이어지고 있다. 빅4 점 출점 계획을 보면 약 600~1,000개를 목표로 하고 있다. 약 2,400개에서 4,000개의 순증이 이루어지는 것으로 2021년대비 약 +4.8%~7.9%에 해당되는 수치이다. 즉, 신규점 출점을 통한 성장률은 약 +4~8%를 기록할 것으로 예상된다.

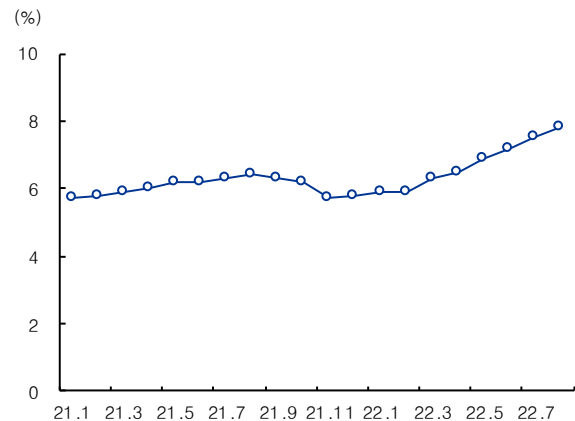
여기에 집객력 회복에 따라 기존점 성장률도 약 2~3%를 유지되고 있다는 점을 감안하면 산업성장률은 약 6~10%에 달할 전망이다. 점포 출점이 이루어지는 과정에서 기존점 매출도 회복되고 있다는 점을 고려하면 2023년에도 성장 추세는 이어질 것으로 예상된다.

그림 50. 편의점 점포 수 추이



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

그림 51. 편의점 신규점포 성장률(산업통상자원부 기준)



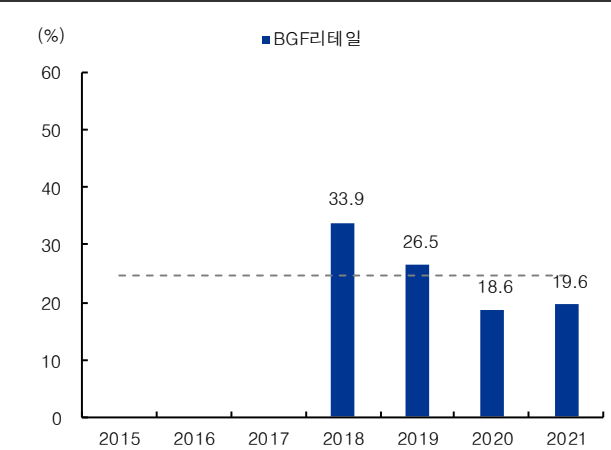
자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

4) 가맹산업의 진정한 매력은 높은 ROE

높은 ROE도 긍정적 요소

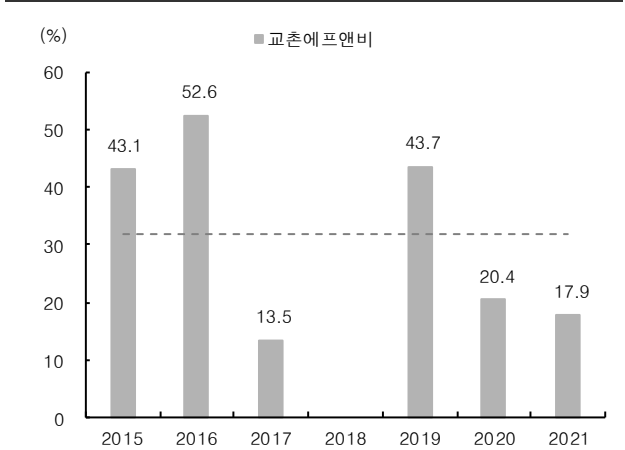
가맹산업의 가장 큰 매력은 투자자본대비 수익성이 높다는 점이다. 2015~2021년 BGF리테일의 평균 ROE 수준은 24.6%, 교촌에프앤비는 31.9%에 달하고 있다. 주요 유통업체 ROE 수준이 10% 미만이라는 점을 고려하면 상당히 높은 것이다. 가맹업체들의 ROE가 높은 이유는 ① 출점에 따른 비용적 부담이 크지 않고, ② 운영의 효율성도 상대적으로 높게 가져갈 수 있기 때문이다. 이러한 이유 때문에 최근 가맹업을 영위하는 업체들도 증가하고 있는 추세이다. 신세계푸드는 외식사업부문을 가맹사업 형태로 전환하는 중이다. 노브랜드버거는 이미 가맹사업을 영위하고 있고, 노브랜드피자도 현재 가맹사업 여부를 테스트 중이다.

그림 52. BGF리테일 ROE 추이



자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 53. 교촌에프앤비 ROE 추이



자료: 교촌에프앤비, IBK투자증권

6. 유통산업에 대한 투자의견 중립으로 산업분석 개시

Top Pick: 신세계, BGF리테일, CJ프레시웨이 제시

유통산업 투자의견
중립으로 산업분석 개시

유통산업에 대한 투자의견 중립을 제시하며 산업분석을 개시한다. 유통산업에 대해 중립을 제시하는 이유는 ① 단기적으로 소비경기가 둔화될 가능성이 높고, ② 소비의 쏠림 현상에 따라 전체적인 산업 성장은 제한될 것으로 보고 있기 때문이다.

Top Pick: 신세계,
BGF리테일, CJ프레시웨이

그중 백화점과 편의점 산업은 상대적으로 안정적 성장이 가능할 것으로 보고 있다. 이에 유통업체 탐픽으로 신세계, BGF리테일을 제시한다. 또한, 외식경기 회복에 따라 식자재유통산업 성장도 두드러질 것으로 판단되어 CJ프레시웨이도 탐픽으로 제시한다.

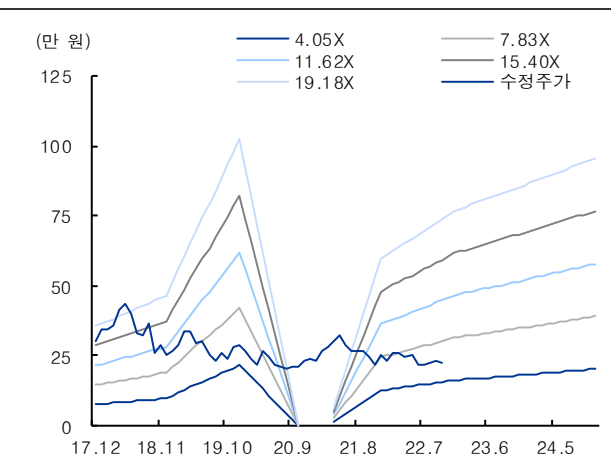
1) Top Pick 1. 신세계: 투자의견 매수, 목표주가 300,000원 제시

신세계: 투자의견 매수,
목표주가 30만원 제시

우선, 신세계를 제시하는 이유는 ① 소비의 쏠림 현상에 따른 고가 유통 채널 성장성이 돋보일 가능성이 높고, ② 그 중에서 마켓 포지션 상 우위에 있으며, ③ 주요 종속회사 실적 성장이 기대되기 때문이다. 신세계 명품 비중은 2022년 2분기 기준 30% 후반으로 산업통상자원부에서 발표하는 평균치 약 33%와 비교하면 높은 수준이다.

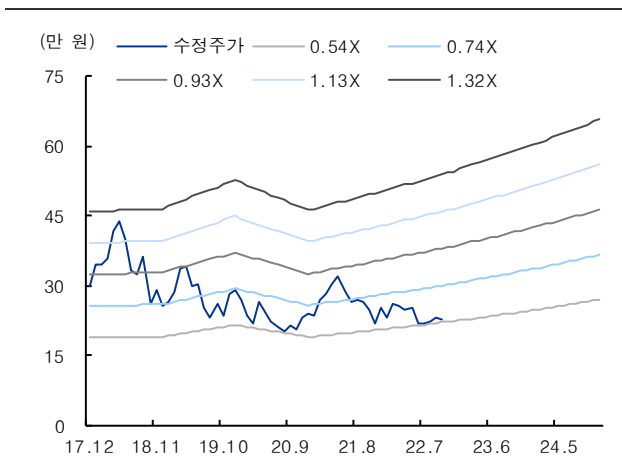
주요 종속회사 실적 성장도 기대되는 부분이다. 신세계DF의 경우 고객층 믹스 효과에 따른 마진율 상승과 아웃바운드 비중 증가로 공항면세점 실적 개선도 가능할 것으로 전망한다. 신세계에 대한 투자의견 매수와 목표주가 300,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다.

그림 54. 신세계 PER Band



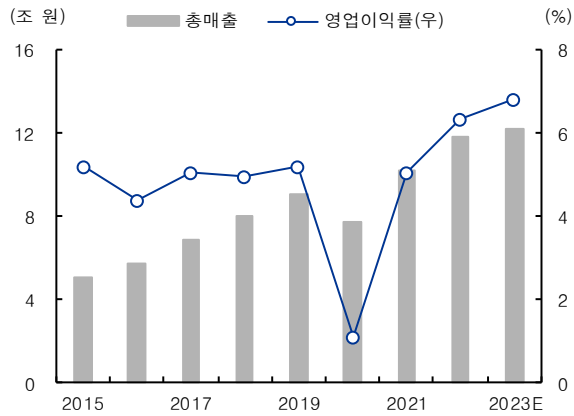
자료: FnGuide, IBK투자증권

그림 55. 신세계 PBR Band



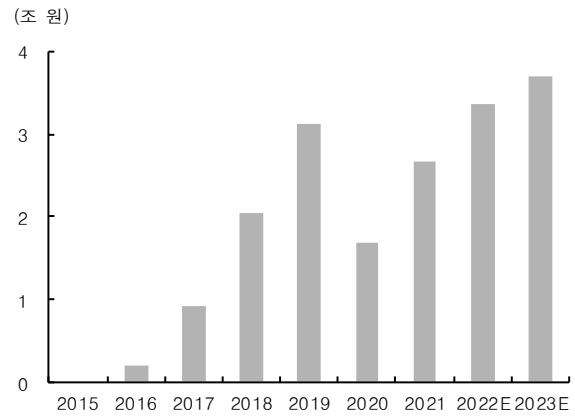
자료: FnGuide, IBK투자증권

그림 56. 신세계 실적 추이 및 전망



자료: 신세계, IBK투자증권

그림 57. 신세계디에프 매출액 추이 및 전망



자료: 신세계, IBK투자증권

표 1. 신세계 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
총매출	21,754.0	23,116.0	25,681.0	31,577.0	28,407.0	30,605.0	27,580.8	31,685.7	102,128.0	118,278.5	122,400.8
순매출	13,200.0	13,953.0	16,671.0	19,340.0	17,665.0	18,771.0	19,054.5	21,587.3	63,164.0	77,077.9	83,753.1
YoY, %	10.3	37.5	37.3	44.3	33.8	34.5	14.3	11.6	32.5	22.0	8.7
매출원가	5,959.0	6,214.9	6,901.0	6,996.0	6,489.0	6,409.0	6,649.8	7,987.3	26,070.9	27,535.1	30,340.2
YoY, %	2.2	30.7	10.1	3.4	8.9	3.1	-3.6	14.2	10.4	5.6	10.2
매출총이익	7,241.0	7,738.1	9,770.0	12,344.0	11,176.0	12,362.0	12,404.8	13,600.0	37,093.1	49,542.8	53,412.9
YoY, %	18.0	43.6	66.3	86.0	54.3	59.8	27.0	10.2	54.3	33.6	7.8
매출총이익률, %	33.3	33.5	38.0	39.1	39.3	40.4	45.0	42.9	36.3	41.9	43.6
판관비	6,005.0	6,775.8	8,746.0	10,393.0	9,540.0	10,489.0	10,702.1	11,327.4	31,919.8	42,058.5	45,078.7
_ 인건비	1,111.0	1,090.8	1,133.5	1,214.5	1,205.1	1,305.9	1,156.2	1,238.9	4,549.7	4,906.1	5,100.9
_ 감가상각비	1,518.3	1,483.0	1,521.2	1,603.8	1,503.2	1,513.3	1,566.9	1,651.9	6,126.3	6,310.1	6,499.4
_ 무형자산상각비	56.1	49.8	67.4	67.1	65.6	65.6	65.6	65.6	240.4	247.6	255.1
_ 광고선전비	131.7	165.5	220.9	316.6	65.6	244.8	244.7	344.4	834.6	1,023.2	968.9
_ 기타 판관비	3,188.0	3,986.6	5,803.0	7,191.1	6,700.5	7,359.5	7,668.7	8,026.7	20,168.7	29,755.4	32,331.6
영업이익	1,236.0	962.3	1,024.0	1,951.0	1,636.0	1,873.0	1,702.7	2,272.6	5,173.3	7,484.3	8,334.2
YoY, %	3,645.5	흑전	308.0	89.2	32.4	94.6	66.3	16.5	523.6	44.7	11.4
영업이익률, %	5.7	4.2	4.0	6.2	5.8	6.1	6.2	7.2	5.1	6.3	6.8

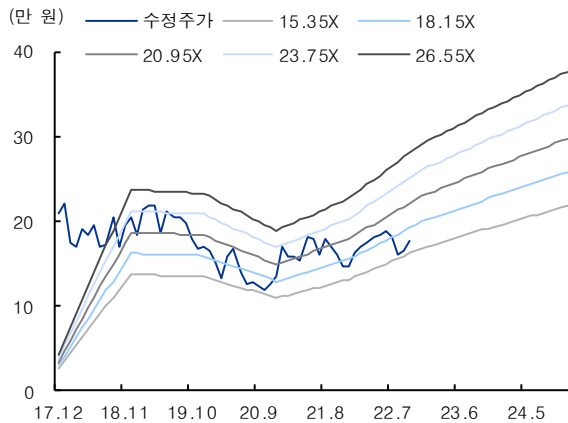
자료: 신세계, IBK투자증권

2) Top Pick 2. BGF리테일: 투자이견 매수, 목표주가 220,000원 제시

BGF리테일:
투자이견 매수,
목표주가 22만원 제시

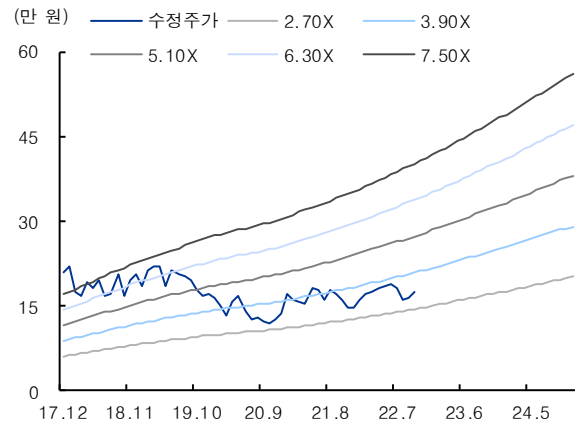
BGF리테일에 대한 투자이견 매수와 목표주가 220,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 ① 신규점 출점과 기존점 성장이 동시에 이루어질 것으로 기대되고, ② 런치플레이션 효과에 따라 FF 성장이 빠르게 이루어지고 있으며, ③ BGF푸드 및 BGF로지스틱스 등 주요 종속회사 실적 성장도 기대되기 때문이다. 동사는 경쟁사를 넘어서는 차별적인 성장률을 기록하고 있는데, 이는 ▶ 주택가 입지점포 선점에 따른 효과와, ▶ 상품군 차별화를 통한 집객력 증가가 작용하였기 때문이다.

그림 58. BGF리테일 PER Band



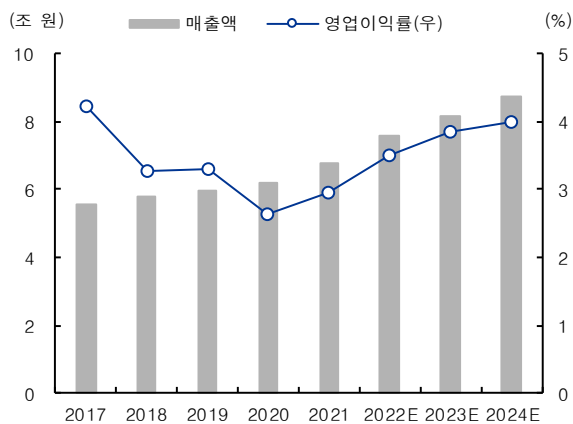
자료: FnGuide, IBK투자증권

그림 59. BGF리테일 PBR Band



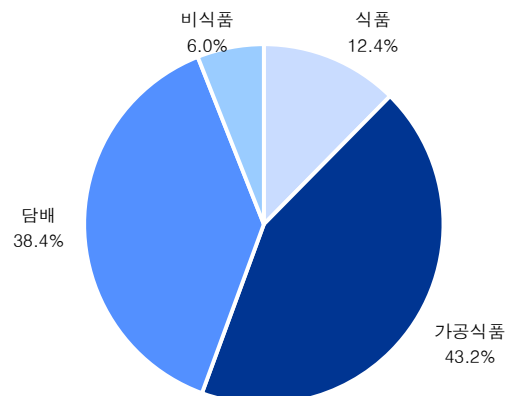
자료: FnGuide, IBK투자증권

그림 60. BGF리테일 실적 추이 및 전망



자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 61. BGF리테일 상품 구성



주: [식품] FF, HMR / [가공식품] 주류, 스낵, 유제품 등 /
[비식품] OTC drug, 잡화 등
자료: BGF리테일, IBK투자증권

표 2. BGF리테일 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	15,012.4	13,930.5	18,365.6	17,430.0	16,922.2	19,185.8	20,390.0	19,312.7	67,812.1	75,810.8	81,795.2
YoY, %	7.8	9.8	9.1	12.0	12.7	12.8	11.0	10.8	9.7	11.8	7.9
_ 편의점	14,976.9	16,974.8	18,321.0	17,367.0	16,865.5	19,093.6	20,292.0	19,219.9	67,639.7	75,471.0	81,402.0
_ 기타	35.5	29.3	44.6	63.0	56.7	92.2	98.0	92.8	172.4	339.8	393.2
매출원가	12,496.0	14,000.0	15,164.2	14,381.0	13,938.2	15,675.7	16,774.6	15,876.4	56,041.3	62,265.0	67,221.2
YoY, %	7.8	8.9	9.1	11.1	11.5	12.0	10.6	10.4	9.3	11.1	8.0
매출총이익	2,516.3	3,004.1	3,201.4	3,049.0	2,984.0	3,510.1	3,615.4	3,436.3	11,770.8	13,545.8	14,574.0
YoY, %	7.6	14.0	9.4	16.6	18.6	16.8	12.9	12.7	11.9	15.1	7.6
매출총이익률, %	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
판매비	2,300.0	2,417.7	2,506.4	2,553.0	2,606.5	2,802.1	2,691.4	2,786.0	9,777.1	10,886.0	11,430.2
YoY, %	6.7	10.4	9.4	13.0	13.3	15.9	7.4	9.1	9.9	11.3	5.0
_ 인건비	467.3	478.1	482.4	477.2	523.9	533.3	505.3	499.8	1,904.9	2,062.2	2,148.7
_ 임차비	9.0	16.0	17.4	50.5	12.6	32.8	14.0	54.7	92.9	114.0	111.3
_ 감가상각비	363.9	370.9	377.1	377.1	386.9	393.3	393.3	393.3	1,408.8	1,451.0	1,494.6
_ 무형자산상각비	31.6	29.5	28.7	28.7	25.8	25.7	25.7	25.7	152.8	163.4	174.9
_ 지급수수료	746.9	814.9	865.6	811.3	874.4	1,000.5	936.9	917.1	3,238.6	3,728.9	3,929.0
_ 기타판매비	681.4	708.3	735.3	808.2	782.9	816.7	816.3	895.5	2,933.2	3,311.5	3,571.8
영업이익	216.3	586.5	694.9	496.0	377.6	708.0	924.0	650.3	1,993.7	2,659.8	3,143.8
YoY, %	17.1	31.6	9.2	39.7	74.5	20.7	33.0	31.1	23.0	33.4	18.2
영업이익률, %	1.4	4.2	3.8	2.8	2.2	3.7	4.5	3.4	2.9	3.5	3.8

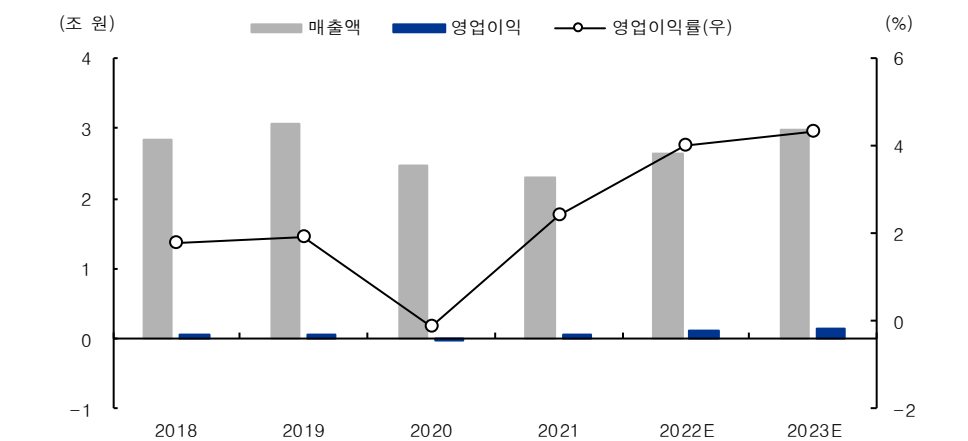
자료: BGF리테일, IBK투자증권

3) Top Pick 3. CJ프레시웨이: 투자이견 적극 매수, 목표주가 73,000원 제시

CJ프레시웨이:
투자이견 적극 매수,
목표주가 7.3만원 제시

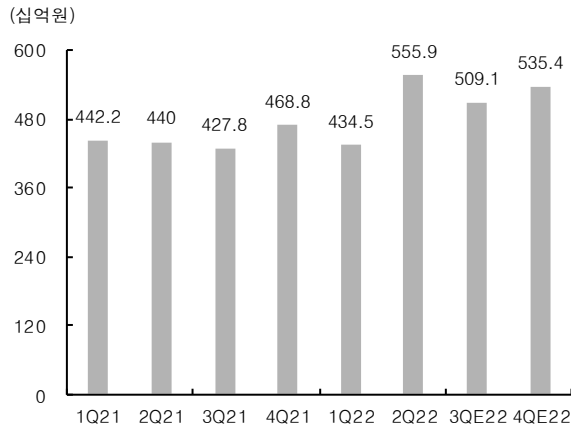
CJ프레시웨이에 대한 투자이견 적극 매수, 목표주가 73,000원을 유지한다. 동사의 실적 성장세는 지속될 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 근거는 ① 외부활동 증가에 따른 외식경기 회복이 이어질 가능성이 높고, ② 점유율 확대 기조가 유지되고 있으며, ③ 군대 및 키즈 등 유통경로 확대, ④ 제조라인 증설을 통한 성장 동력 확보도 기대되기 때문이다.

그림 62. CJ프레시웨이 영업실적 추이 및 전망



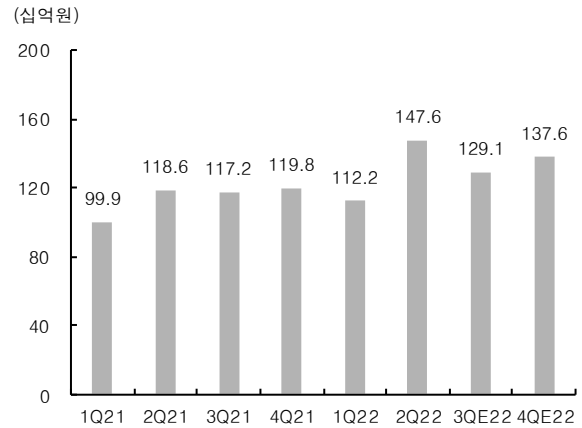
자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

그림 63. 식자재 유통 매출액 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

그림 64. 단체급식 영업실적 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

표 3. CJ프레시웨이 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출	5,460.7	5,757.1	5,629.3	6,066.0	5,643.0	7,209.1	6,595.3	6,937.3	22,913.1	26,384.6	29,680.4
YoY, %	-9.4	-7.8	-13.6	1.1	3.3	25.2	17.2	14.4	-7.5	15.2	12.5
_식자재유통	4,422.0	4,400.0	4,278.0	4,687.0	4,345.0	5,559.0	5,090.9	5,354.2	17,787.0	20,349.1	22,942.3
①대리점+외식경로	2,200.0	2,496.0	2,400.0	2,667.0	2,514.0	3,408.0	3,062.3	3,116.3	9,763.0	12,100.7	13,911.6
②유통선진화(프레시원)	1,250.0	1,062.0	1,073.0	1,152.0	944.0	1,199.0	1,152.0	1,282.2	4,537.0	4,577.2	5,062.9
③도매/원료유통	972.0	842.0	805.0	868.0	887.0	952.0	876.6	955.7	3,487.0	3,671.3	3,967.8
_단체급식	999.0	1,186.0	1,172.0	1,198.0	1,122.0	1,476.0	1,290.9	1,376.4	4,555.0	5,265.3	5,870.1
_연결대상	39.7	171.1	179.3	181.0	176.0	174.0	213.4	206.8	571.1	770.2	868.0
매출원가	4,616.0	4,682.5	4,617.3	4,970.2	4,666.9	5,835.7	5,309.2	5,656.4	18,886.0	21,468.1	24,148.7
YoY, %	-12.4	-12.5	-16.8	-3.1	1.1	24.6	15.0	13.8	-11.4	13.7	12.5
매출총이익	844.7	1,074.6	1,012.0	1,095.8	976.1	1,373.4	1,286.1	1,280.9	4,027.1	4,916.6	5,531.6
YoY, %	12.0	20.8	5.1	25.8	15.6	27.8	27.1	16.9	15.8	22.1	12.5
매출총이익률, %	15.5	18.7	18.0	18.1	17.3	19.1	19.5	18.5	17.6	18.6	18.6
판매 및 일반관리비	813.2	884.0	848.2	925.4	870.0	1,027.2	942.6	1,024.5	3,470.8	3,864.4	4,247.4
YoY, %	-7.6	2.5	0.4	-0.1	7.0	16.2	11.1	10.7	-1.2	11.3	9.9
_인건비	316.0	365.0	316.0	339.0	334.0	344.0	317.4	342.1	1,336.0	1,337.5	1,365.5
_유형자산상각비	90.0	81.0	82.0	82.0	83.0	85.0	85.0	85.0	335.0	345.1	355.4
_물류비	170.0	170.0	180.0	192.0	191.0	243.0	210.3	227.2	712.0	871.5	1,044.7
_기타	237.2	268.0	270.2	312.4	262.0	355.2	330.0	370.2	1,087.8	1,317.4	1,481.8
영업이익	31.5	190.6	163.8	170.4	106.1	346.2	343.4	256.4	556.3	1,052.2	1,284.2
YoY, %	흑전	603.7	38.6	흑전	237.1	81.7	109.6	50.5	흑전	89.1	22.1
영업이익률, %	0.6	3.3	2.9	2.8	1.9	4.8	5.2	3.7	2.4	4.0	4.3

자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권



편집상 공백입니다.



Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
신세계 (004170)	매수(신규)	300,000원
BGF리테일 (282330)	매수(신규)	220,000원
CJ프레시웨이 (051500)	적극 매수(유지)	73,000원
현대백화점 (069960)	매수(신규)	75,000원
GS리테일 (007070)	매수(신규)	33,000원
이마트 (139480)	매수(신규)	98,000원
호텔신라 (008770)	NR	—
롯데하이마트 (071840)	중립(신규)	14,000원
신세계푸드 (031440)	매수(신규)	58,000원

매수 (신규)

목표주가 300,000원
현재가 (10/25) 218,500원

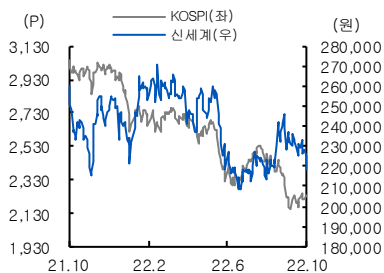
KOSPI (10/25) 2,235.07pt
시가총액 2,151십억원
발행주식수 9,845천주
액면가 5,000원
52주 최고가 271,000원
최저가 208,500원
60일 일평균거래대금 12십억원
외국인 지분율 27.8%
배당수익률 (2022F) 2.2%

주주구성
정유경 외 2 인 28.56%
국민연금공단 11.80%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	-7%	8%	13%
절대기준	-9%	-9%	-16%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	300,000	-	-
EPS(22)	35,268	-	-
EPS(23)	37,330	-	-

신세계 상대주가 (%)



신세계 (004170)

유통업체 중 가장 돋보이는 실적

소비 양극화, 고가 소비 채널 성장세 이어질 전망

2023년에도 신세계의 실적 성장세는 이어질 전망이다. 그러한 이유는 1) 소비 양극화에 따라 고가 채널에 대한 소비자 니즈 증가와, 2) 로케이션 및 상품군 측면에서 경쟁사대비 상위 포지션을 유지하고 있으며, 3) 지방권 점포 점유율 확대가 이루어지고 있고, 4) 면세사업부 실적 개선도 기대되기 때문이다. 당사는 경쟁사대비 명품 비중이 높는데, ▶ 이는 선제적으로 프리미엄 전략을 구사하였고, ▶ 로케이션 우위도 가지고 있어서이다. 고가 소비 확산이 지속되고 있다는 점에서 동사의 실적 성장세는 당분간 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

3분기 실적 Preview

동사의 2022년 3분기 실적은 매출액 1조 9,050억 원(전년동기대비 +14.3%), 영업이익 1,700억 원(전년동기대비 +16.4%)에 이를 것으로 추정한다. 긍정적 실적으로 예상하는 이유는 1) 의류/패션 등 고마진 상품군 매출액 성장과, 2) 명품군 고 성장세가 이어질 전망이고, 3) 대구백화점 및 광주신세계 실적 기여도 확대, 4) 주요 자회사인 신세계인터내셔널 실적 증가도 전망되기 때문이다. 백화점 채널은 상위 계층 소비가 주를 이루는 비즈니스 모델이다. 최근 소비경기 둔화에도 상위소득 계층의 소비에 따라 안정적 실적을 보여주고 있다는 판단이다.

투자의견 매수, 목표주가 30만원으로 분석 개시

신세계에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 30만원, 유통업종 Top Pick으로 제시하면 조사분석을 개시한다. 목표주가 산정은 2023년 예상 EPS에 Target PER 8배를 적용하여 산정하였다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,769	6,316	7,708	8,375	9,008
영업이익	88	517	749	833	906
세전이익	-118	518	623	669	749
당기순이익	-103	307	347	368	411
EPS(원)	-10,512	31,165	35,268	37,330	41,790
증가율(%)	-119.7	-396.5	13.2	5.8	11.9
영업이익률(%)	1.8	8.2	9.7	9.9	10.1
순이익률(%)	-1.4	6.2	6.1	6.1	6.3
ROE(%)	-2.8	8.5	8.9	8.8	9.1
PER	-22.8	8.2	6.2	5.9	5.2
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.7	6.9	5.0	4.5	4.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

투자 의견 매수, 목표주가 30만원으로 커버리지 개시

고가 채널로 몰리는 소비

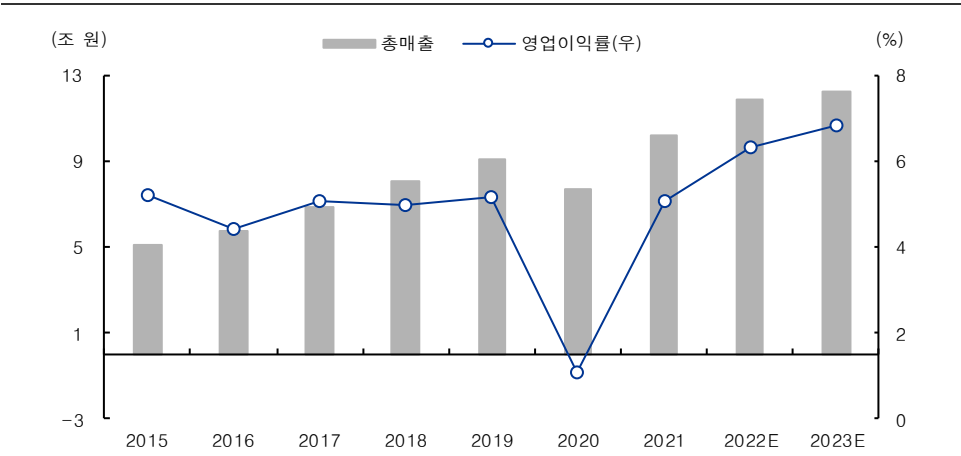
투자 의견 매수, 목표주가
30만원 제시

동사에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 30만원을 제시하며 조사 분석을 개시한다. 당사는 동사를 유통업종 내 최선호주로 추천한다. 당사는 목표주가 산정에 있어서 다소 보수적인 시각을 적용하였다. 그러한 이유는 1) 대외적 불확실성에 따라 소비경기 환경이 우호적이지 않고, 2) 금리 인상에 따른 밸류에이션 하락을 반영하였기 때문이다. 그럼에도 불구하고 동사의 기업가치는 저평가 영역으로 분석한다. 역사적으로 가장 높은 실적을 기록함에도 불구하고 2023 PER은 5.9배 수준으로 역사적 저점인 상황이다. 이에 최선호주로 추천한다.

향후 대내외 불확실성
해소되는 시점에 Target
Multiple 상향도 고려

동사의 실적은 타유통업체대비 차별적으로 이어질 가능성이 높고, 고가 소비 확산에 따라 상대적으로 안정적 실적 추세가 이어질 것으로 예상된다. 비록 현 시점 보수적인 관점에서 접근하고 있지만, 당사는 향후 대내외 불확실성이 완화되는 시점에 Target Multiple 상향도 고려할 예정이다.

그림 65. 신세계 연도별 영업실적 추이 및 전망



자료: 신세계, IBK투자증권

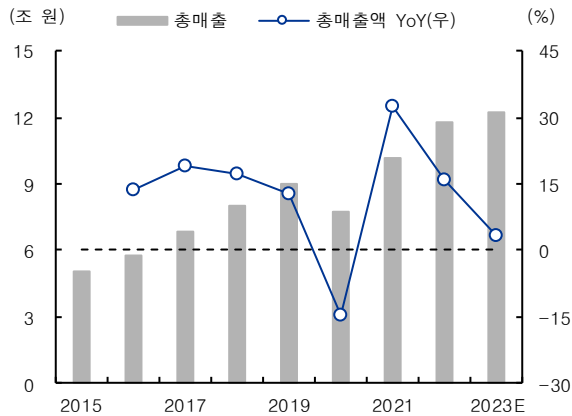
표 4. 신세계 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
총매출	21,754.0	23,116.0	25,681.0	31,577.0	28,407.0	30,605.0	27,580.8	31,685.7	102,128.0	118,278.5	122,400.8
순매출	13,200.0	13,953.0	16,671.0	19,340.0	17,665.0	18,771.0	19,054.5	21,587.3	63,164.0	77,077.9	83,753.1
YoY, %	10.3	37.5	37.3	44.3	33.8	34.5	14.3	11.6	32.5	22.0	8.7
매출원가	5,959.0	6,214.9	6,901.0	6,996.0	6,489.0	6,409.0	6,649.8	7,987.3	26,070.9	27,535.1	30,340.2
YoY, %	2.2	30.7	10.1	3.4	8.9	3.1	-3.6	14.2	10.4	5.6	10.2
매출총이익	7,241.0	7,738.1	9,770.0	12,344.0	11,176.0	12,362.0	12,404.8	13,600.0	37,093.1	49,542.8	53,412.9
YoY, %	18.0	43.6	66.3	86.0	54.3	59.8	27.0	10.2	54.3	33.6	7.8
매출총이익률, %	33.3	33.5	38.0	39.1	39.3	40.4	45.0	42.9	36.3	41.9	43.6
판매비	6,005.0	6,775.8	8,746.0	10,393.0	9,540.0	10,489.0	10,702.1	11,327.4	31,919.8	42,058.5	45,078.7
_ 인건비	1,111.0	1,090.8	1,133.5	1,214.5	1,205.1	1,305.9	1,156.2	1,238.9	4,549.7	4,906.1	5,100.9
_ 감가상각비	1,518.3	1,483.0	1,521.2	1,603.8	1,503.2	1,513.3	1,566.9	1,651.9	6,126.3	6,310.1	6,499.4
_ 무형자산상각비	56.1	49.8	67.4	67.1	65.6	65.6	65.6	65.6	240.4	247.6	255.1
_ 광고선전비	131.7	165.5	220.9	316.6	65.6	244.8	244.7	344.4	834.6	1,023.2	968.9
_ 기타 판매비	3,188.0	3,986.6	5,803.0	7,191.1	6,700.5	7,359.5	7,668.7	8,026.7	20,168.7	29,755.4	32,331.6
영업이익	1,236.0	962.3	1,024.0	1,951.0	1,636.0	1,873.0	1,702.7	2,272.6	5,173.3	7,484.3	8,334.2
YoY, %	3,645.5	흑전	308.0	89.2	32.4	94.6	66.3	16.5	523.6	44.7	11.4
영업이익률, %	5.7	4.2	4.0	6.2	5.8	6.1	6.2	7.2	5.1	6.3	6.8

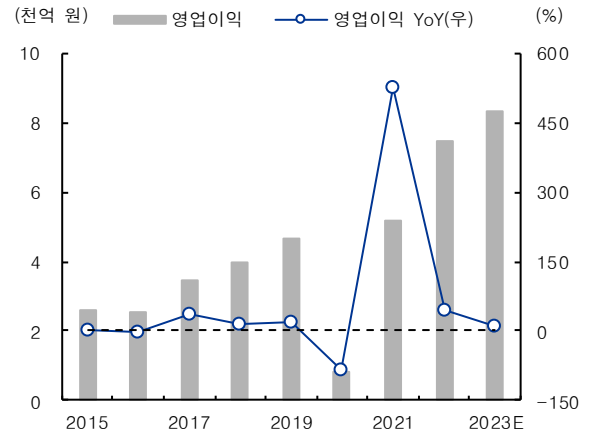
자료: 신세계, IBK투자증권

그림 66. 신세계 연도별 매출액 추이 및 전망



자료: 신세계, IBK투자증권

그림 67. 신세계 연도별 영업이익 추이 및 전망



자료: 신세계, IBK투자증권

그림 68. 신세계 PER Band

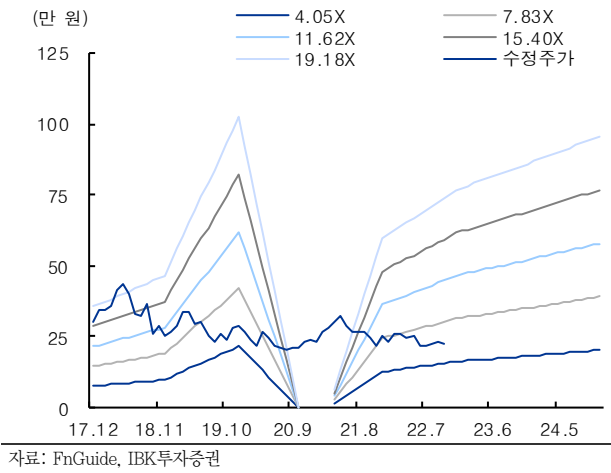
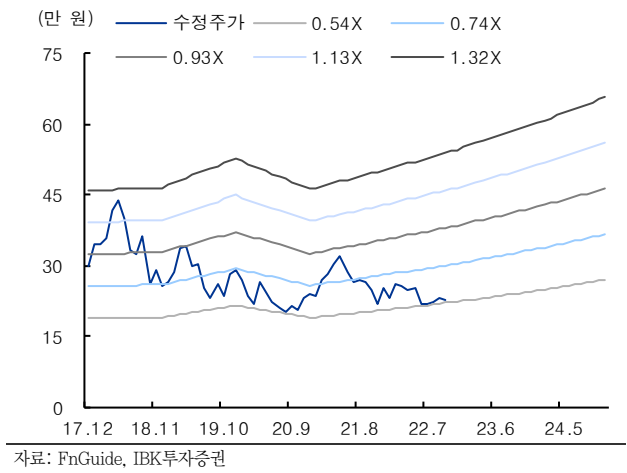


그림 69. 신세계 PBR Band



신세계 (004170)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,769	6,316	7,708	8,375	9,008
증가율(%)	-25.4	32.4	22.0	8.7	7.6
매출원가	2,369	2,607	2,753	3,034	3,263
매출총이익	2,400	3,709	4,954	5,341	5,745
매출총이익률 (%)	50.3	58.7	64.3	63.8	63.8
판매비	2,312	3,192	4,206	4,508	4,839
판매비율(%)	48.5	50.5	54.6	53.8	53.7
영업이익	88	517	749	833	906
증가율(%)	-81.1	484.7	44.7	11.3	8.7
영업이익률(%)	1.8	8.2	9.7	9.9	10.1
순금융손익	-85	-75	-105	-137	-137
이자손익	-121	-100	-116	-137	-137
기타	36	25	11	0	0
기타영업외손익	-120	87	11	0	0
종속/관계기업손익	-2	-11	-31	-28	-20
세전이익	-118	518	623	669	749
법인세	-49	129	151	161	180
법인세율	41.5	24.9	24.2	24.1	24.0
계속사업이익	-69	389	472	508	569
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-69	389	472	508	569
증가율(%)	-111.7	-662.5	21.3	7.8	12.0
당기순이익률 (%)	-1.4	6.2	6.1	6.1	6.3
지배주주당기순이익	-103	307	347	368	411
기타포괄이익	9	-43	-41	0	0
총포괄이익	-60	345	431	508	569
EBITDA	745	1,169	1,417	1,508	1,574
증가율(%)	-34.5	57.0	21.2	6.4	4.4
EBITDA마진율(%)	15.6	18.5	18.4	18.0	17.5

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-10,512	31,165	35,268	37,330	41,790
BPS	349,650	380,297	408,368	440,702	476,997
DPS	1,500	3,000	5,000	5,500	6,000
밸류에이션(배)					
PER	-22.8	8.2	6.2	5.9	5.2
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.7	6.9	5.0	4.5	4.2
성장성지표(%)					
매출증가율	-25.4	32.4	22.0	8.7	7.6
EPS증가율	-119.7	-396.5	13.2	5.8	11.9
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	1.2	2.2	2.4	2.6
ROE	-2.8	8.5	8.9	8.8	9.1
ROA	-0.5	2.9	3.4	3.6	3.8
ROIC	-1.1	6.5	7.8	8.4	9.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	152.5	136.8	129.3	122.0	115.6
순차입금 비율(%)	79.4	61.8	46.4	36.6	28.7
이자보상배율(배)	0.7	4.8	5.4	4.6	4.3
활동성지표(배)					
매출채권회전율	20.8	25.8	25.8	24.4	23.9
재고자산회전율	4.9	7.8	9.2	8.7	8.4
자산회전율	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,664	1,910	2,584	2,935	3,384
현금및현금성자산	389	578	848	1,035	1,291
유가증권	1	59	113	124	136
매출채권	217	273	324	364	391
재고자산	863	756	925	1,009	1,135
비유동자산	11,105	11,734	11,434	11,656	11,899
유형자산	6,604	6,943	7,013	6,964	6,950
무형자산	382	428	415	412	413
투자자산	1,635	2,097	2,278	2,403	2,518
자산총계	12,769	13,645	14,018	14,592	15,283
유동부채	3,609	3,571	4,176	4,207	4,359
매입채무및기타채무	72	92	140	164	202
단기차입금	457	391	379	349	322
유동성장기부채	905	559	939	739	659
비유동부채	4,103	4,312	3,728	3,811	3,836
사채	1,597	2,151	1,730	1,730	1,730
장기차입금	217	221	92	92	92
부채총계	7,712	7,882	7,904	8,018	8,195
지배주주지분	3,442	3,744	4,020	4,339	4,696
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	348	403	403	403	403
자본조정등	-4	-4	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	261	211	172	172	172
이익잉여금	2,788	3,084	3,400	3,719	4,076
비지배주주지분	1,615	2,018	2,094	2,234	2,392
자본총계	5,057	5,762	6,114	6,573	7,088
비이자부채	3305	3683	4108	4452	4736
총차입금	4,407	4,199	3,796	3,566	3,459
순차입금	4,017	3,562	2,835	2,407	2,032

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	552	1,104	906	1,116	1,146
당기순이익	-69	389	472	508	569
비현금성 비용 및 수익	681	482	739	839	825
유형자산감가상각비	634	627	643	651	645
무형자산상각비	22	24	26	23	23
운전자본변동	98	333	-152	-95	-111
매출채권등의 감소	13	-51	-52	-40	-27
재고자산의 감소	182	110	-168	-84	-126
매입채무등의 증가	-76	17	48	24	38
기타 영업현금흐름	-158	-100	-153	-136	-137
투자활동 현금흐름	-389	-825	-813	-938	-950
유형자산의 증가(CAPEX)	-477	-584	-573	-601	-632
유형자산의 감소	59	1	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-7	-10	-11	-20	-24
투자자산의 감소(증가)	20	-101	535	-125	-114
기타	16	-131	-765	-192	-180
재무활동 현금흐름	48	-91	176	8	60
차입금의 증가(감소)	186	-392	1	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-138	301	175	8	60
기타 및 조정	0	1	2	0	0
현금의 증가	211	189	271	186	256
기초현금	178	389	578	848	1,035
기말현금	389	578	848	1,035	1,291

매수 (신규)

목표주가 220,000원
현재가 (10/25) 181,000원

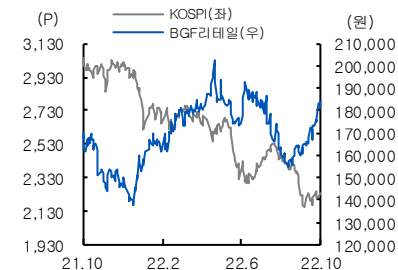
KOSPI (10/25) 2,235.07pt
시가총액 3,128십억원
발행주식수 17,284천주
액면가 1,000원
52주 최고가 203,000원
최저가 137,500원
60일 일평균거래대금 9십억원
외국인 지분율 32.2%
배당수익률 (2022F) 2.0%

주주구성
비지엠티 외 21 인 54.14%
국민연금공단 8.12%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	14%	18%	43%
절대기준	12%	-1%	6%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	220,000	-	-
EPS(22)	11,974	-	-
EPS(23)	14,429	-	-

BGF리테일 상대주가 (%)



BGF리테일 (282330)

편의점 사업구조를 알면 BGF리테일이 보인다

편의점은 성장하는 산업

편의점 산업의 성장세는 이어질 가능성이 높다. 그러한 이유는 1) 1인 가구수 증가에 따른 수요 증가와, 2) 창업수요 증가에 따른 공급량 확대, 3) 상품군 믹스를 통한 점포당 매출액 상승이 기대되기 때문이다. 현재 편의점 산업은 신규점 출점과 기존 점포 성장이 동시에 이루어지고 있다. 공급이 수요를 따라가지 못하고 있는 것이다. 여기에 부진을 겪었던 즉석식품 매출이 회복되고 있는 만큼 점포당 매출액은 상승할 것으로 전망한다. 편의점은 가맹산업으로 수익과 비용을 업체와 점주가 양분하는 구조이다. 상대적으로 고정비 증가를 커버할 수 밖에 없고, 창업수요가 증가한다는 점에서 현재 추세는 이어질 것으로 전망한다.

3분기 실적은 시장 기대치 상회

BGF리테일 3분기 실적은 시장 기대치를 상회할 것으로 전망한다. 3분기 매출액은 2조 390억 원(전년동기대비 +11.0%), 영업이익 924억 원(전년동기대비 +33.0%)으로 추정한다. 긍정적 실적을 예상하는 이유는 1) FF 매출 비중 확대에 따른 마진 개선, 2) 외부활동 증가에 따른 기존 점 성장, 3) 신규점 출점이 지속되고 있기 때문이다. 동사의 3분기 기존 점 성장률은 4~5% 수준에 달할 것으로 추정한다. 3분기 계절성 날씨가 비우호적 이었다는 점을 고려하면 의미 있는 수치로 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 22만원 제시

동사에 대한 투자의견 매수 및 목표주가 22만원을 제시하며 조사분석을 개시한다. 목표주가 산정은 2023년 예상 EPS에 Target PER 15배를 적용하였다. 동사는 사업구조 상 ROE가 약 20%를 상회하고 안정적 성장이 예상된다는 점에서 Target PER 15배는 적정하다 판단한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,181	6,781	7,581	8,180	8,758
영업이익	162	199	266	314	350
세전이익	163	193	270	324	371
당기순이익	123	148	207	249	286
EPS(원)	7,100	8,542	11,974	14,429	16,532
증가율(%)	-18.9	20.3	40.2	20.5	14.6
영업이익률(%)	2.6	2.9	3.5	3.8	4.0
순이익률(%)	2.0	2.2	2.7	3.0	3.3
ROE(%)	18.6	19.6	23.3	23.5	22.5
PER	19.1	17.0	15.1	12.5	10.9
PBR	3.4	3.1	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	5.2	5.0	4.9	5.0	4.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

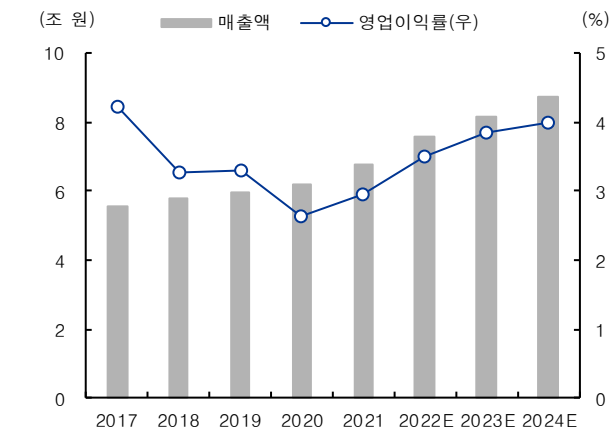
표 5. BGF리테일 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	15,012.4	13,930.5	18,365.6	17,430.0	16,922.2	19,185.8	20,390.0	19,312.7	67,812.1	75,810.8	81,795.2
YoY, %	7.8	9.8	9.1	12.0	12.7	12.8	11.0	10.8	9.7	11.8	7.9
_ 편의점	14,976.9	16,974.8	18,321.0	17,367.0	16,865.5	19,093.6	20,292.0	19,219.9	67,639.7	75,471.0	81,402.0
_ 기타	35.5	29.3	44.6	63.0	56.7	92.2	98.0	92.8	172.4	339.8	393.2
매출원가	12,496.0	14,000.0	15,164.2	14,381.0	13,938.2	15,675.7	16,774.6	15,876.4	56,041.3	62,265.0	67,221.2
YoY, %	7.8	8.9	9.1	11.1	11.5	12.0	10.6	10.4	9.3	11.1	8.0
매출총이익	2,516.3	3,004.1	3,201.4	3,049.0	2,984.0	3,510.1	3,615.4	3,436.3	11,770.8	13,545.8	14,574.0
YoY, %	7.6	14.0	9.4	16.6	18.6	16.8	12.9	12.7	11.9	15.1	7.6
매출총이익률, %	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
판매비	2,300.0	2,417.7	2,506.4	2,553.0	2,606.5	2,802.1	2,691.4	2,786.0	9,777.1	10,886.0	11,430.2
YoY, %	6.7	10.4	9.4	13.0	13.3	15.9	7.4	9.1	9.9	11.3	5.0
_ 인건비	467.3	478.1	482.4	477.2	523.9	533.3	505.3	499.8	1,904.9	2,062.2	2,148.7
_ 임차비	9.0	16.0	17.4	50.5	12.6	32.8	14.0	54.7	92.9	114.0	111.3
_ 감가상각비	363.9	370.9	377.1	377.1	386.9	393.3	393.3	393.3	1,408.8	1,451.0	1,494.6
_ 무형자산상각비	31.6	29.5	28.7	28.7	25.8	25.7	25.7	25.7	152.8	163.4	174.9
_ 지급수수료	746.9	814.9	865.6	811.3	874.4	1,000.5	936.9	917.1	3,238.6	3,728.9	3,929.0
_ 기타판매비	681.4	708.3	735.3	808.2	782.9	816.7	816.3	895.5	2,933.2	3,311.5	3,571.8
영업이익	216.3	586.5	694.9	496.0	377.6	708.0	924.0	650.3	1,993.7	2,659.8	3,143.8
YoY, %	17.1	31.6	9.2	39.7	74.5	20.7	33.0	31.1	23.0	33.4	18.2
영업이익률, %	1.4	4.2	3.8	2.8	2.2	3.7	4.5	3.4	2.9	3.5	3.8

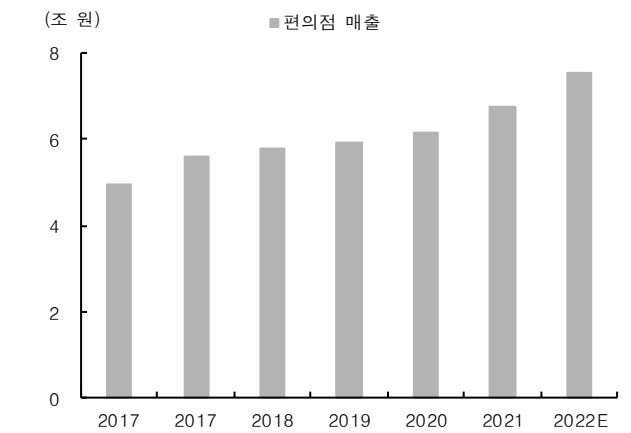
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 70. BGF리테일 실적 추이 및 전망



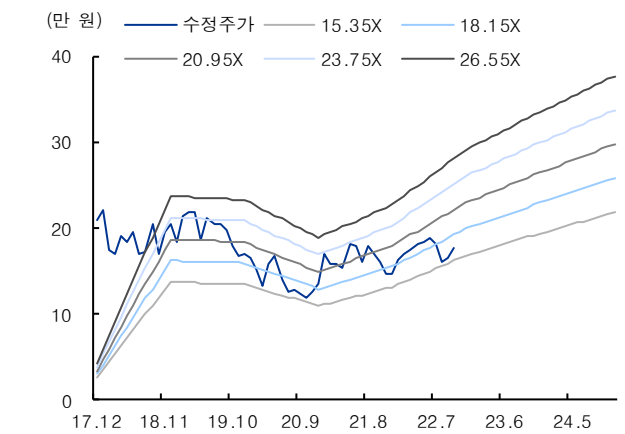
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 71. 편의점 매출 추이 및 전망



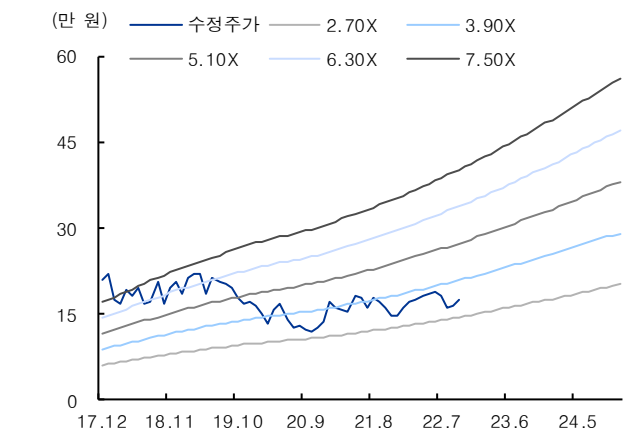
자료: BGF리테일, IBK투자증권

그림 72. BGF리테일 PER Band



자료: FnGuide, IBK투자증권

그림 73. BGF리테일 PBR Band



자료: FnGuide, IBK투자증권

BGF리테일 (282330)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,181	6,781	7,581	8,180	8,758
증가율(%)	4.0	9.7	11.8	7.9	7.1
매출원가	5,130	5,604	6,226	6,722	7,198
매출총이익	1,052	1,177	1,355	1,457	1,560
매출총이익률 (%)	17.0	17.4	17.9	17.8	17.8
판매비	890	978	1,089	1,143	1,210
판매비율(%)	14.4	14.4	14.4	14.0	13.8
영업이익	162	199	266	314	350
증가율(%)	-17.5	23.0	33.4	18.2	11.4
영업이익률(%)	2.6	2.9	3.5	3.8	4.0
순금융손익	-2	-8	3	10	21
이자손익	-8	-9	12	13	24
기타	6	1	-9	-3	-3
기타영업외손익	3	1	1	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	163	193	270	324	371
법인세	40	45	63	74	85
법인세율	24.5	23.3	23.3	22.8	22.9
계속사업이익	123	148	207	249	286
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	123	148	207	249	286
증가율(%)	-18.9	20.3	40.2	20.5	14.6
당기순이익률 (%)	2.0	2.2	2.7	3.0	3.3
지배주주당기순이익	123	148	207	249	286
기타포괄이익	-2	6	-1	0	0
총포괄이익	121	154	206	249	286
EBITDA	515	582	620	582	611
증가율(%)	-2.2	13.0	6.6	-6.1	5.0
EBITDA마진율(%)	8.3	8.6	8.2	7.1	7.0

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	7,100	8,542	11,974	14,429	16,532
BPS	40,317	46,825	55,759	66,890	79,924
DPS	2,400	3,000	3,300	3,500	3,800
밸류에이션(배)					
PER	19.1	17.0	15.1	12.5	10.9
PBR	3.4	3.1	3.2	2.7	2.3
EV/EBITDA	5.2	5.0	4.9	5.0	4.4
성장성지표(%)					
매출증가율	4.0	9.7	11.8	7.9	7.1
EPS증가율	-18.9	20.3	40.2	20.5	14.6
수익성지표(%)					
배당수익률	1.8	2.1	2.0	2.1	2.3
ROE	18.6	19.6	23.3	23.5	22.5
ROA	5.4	5.9	7.6	8.3	8.6
ROIC	-88.9	-137.7	-265.9	-252.2	-188.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	240.3	220.8	194.7	173.0	154.6
순차입금 비율(%)	49.6	49.6	-7.8	-19.6	-31.3
이자보상배율(배)	9.0	10.7	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	112.1	106.4	94.7	90.6	90.5
재고자산회전율	58.2	59.0	57.7	51.0	47.8
총자산회전율	2.7	2.7	2.8	2.7	2.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	829	808	940	1,157	1,452
현금및현금성자산	24	54	55	178	381
유가증권	64	62	39	67	71
매출채권	54	73	87	94	100
재고자산	122	108	155	166	200
비유동자산	1,542	1,788	1,900	1,999	2,065
유형자산	591	614	635	615	607
무형자산	38	34	35	27	21
투자자산	243	290	350	375	399
자산총계	2,371	2,596	2,840	3,156	3,517
유동부채	1,003	1,016	1,099	1,162	1,241
매입채무및기타채무	570	504	541	562	600
단기차입금	8	6	7	8	8
유동성장기부채	2	15	10	10	10
비유동부채	671	771	778	838	895
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	14	1	1	1	1
부채총계	1,674	1,787	1,877	2,000	2,136
지배주주지분	697	809	964	1,156	1,381
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
자본조정등	22	22	22	22	22
기타포괄이익누계액	0	2	2	2	2
이익잉여금	336	446	600	793	1,018
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	697	809	964	1,156	1,381
비이자부채	1240	1270	1859	1981	2116
총차입금	434	517	18	19	20
순차입금	346	401	-75	-226	-432

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	507	538	1,043	520	545
당기순이익	123	148	207	249	286
비현금성 비용 및 수익	403	449	381	255	237
유형자산감가상각비	338	371	344	260	255
무형자산상각비	14	12	10	8	6
운전자본변동	28	-18	478	3	-1
매출채권등의 감소	0	0	-87	-7	-6
재고자산의 감소	-29	13	-46	-12	-34
매입채무등의 증가	0	0	541	21	38
기타 영업현금흐름	-47	-41	-23	13	23
투자활동 현금흐름	-266	-239	-270	-441	-380
유형자산의 증가(CAPEX)	-173	-162	-221	-240	-247
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-3	-5	-6	0	0
투자자산의 감소(증가)	-35	-103	-27	-27	-39
기타	-55	31	-16	-174	-94
재무활동 현금흐름	-245	-269	-772	45	37
차입금의 증가(감소)	8	-2	-3	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-253	-267	-769	45	37
기타 및 조정	0	0	-1	0	0
현금의 증가	-4	30	0	124	202
기초현금	28	24	54	55	178
기말현금	24	54	55	178	381

적극 매수 (유지)

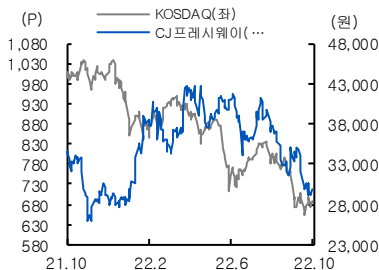
목표주가 73,000원
현재가 (10/25) 29,850원

KOSDAQ (10/25)	688.85pt
시가총액	354십억원
발행주식수	11,872천주
액면가	1,000원
52주 최고가	42,800원
최저가	25,800원
60일 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	14.9%
배당수익률 (2022F)	0.8%

주주구성	
CJ 외 2 인	47.71%
EFG PRIVATE BANK	10.95%
-	-
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-7% -8% 26%
절대기준	-12% -30% -13%

	현재	직전	변동
투자의견	적극 매수	적극 매수	-
목표주가	73,000	73,000	-
EPS(22)	5,113	4,897	▲
EPS(23)	6,668	6,668	-

CJ프레시웨이 상대주가 (%)



CJ프레시웨이 (051500)

펀더멘탈만 믿자!

3분기 당초 기대치 상회

CJ프레시웨이 3분기 실적은 당초 당사의 추정치를 상회할 것으로 전망한다. 3분기 연결기준 매출액은 6,595억 원(전년동기대비 +17.2%), 영업이익 343억 원(전년동기대비 +109.6%)에 이를 것으로 추정한다. 긍정적 실적을 예상하는 이유는 1) 외식경기 회복에 따른 주요 채널 매출액 성장, 2) 단체급식 식수 증가, 3) 키즈 및 실버 그리고 클럽하우스 수주 확대, 4) 고마진 채널 비중 확대에 따른 마진율 개선이 지속될 것으로 전망하기 때문이다.

3분기는 추석 연휴에 따라 상대적으로 영업실적이 낮은 시점이다. 그럼에도 불구하고 2분기에 육박하는 실적을 예상하는 이유는 그만큼 업황 호조가 이어지고 있기 때문이다.

2023년 영업이익 성장세 이어질 전망

2023년에도 동사의 영업실적 개선 추세는 이어질 것으로 전망한다. 당사에서는 2023년 매출액은 2조 9,680억 원(전년대비 +12.5%), 영업이익은 1,245억 원으로(전년대비 +22.4%) 추정한다. 긍정적 실적을 예상하는 이유는 1) 유통경로 다변화에 따른 효과와, 2) 단체급식 수주물량 증가, 3) 전방산업 성장, 4) 식자재 점유율 확대가 예상되기 때문이다.

투자의견 적극 매수, 목표주가 7.3만원 유지

동사에 대한 투자의견 적극 매수와 목표주가 7.3만원을 유지한다. 동사의 펀더멘탈은 예상보다 더욱 개선되고 있다. 2023년에도 성장세가 유지될 가능성이 높고, 솔루션 비즈니스 및 온라인 데이터를 활용한 경쟁력 확대도 예상되는 만큼 주가 하락을 적극적인 매수 기회로 삼아야 할 것이다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,479	2,291	2,638	2,968	3,347
영업이익	-4	56	105	125	157
세전이익	-48	31	80	105	137
당기순이익	-39	27	61	79	104
EPS(원)	-3,307	2,245	5,113	6,668	8,743
증가율(%)	-862.4	-167.9	127.7	30.4	31.1
영업이익률(%)	-0.2	2.4	4.0	4.2	4.7
순이익률(%)	-1.7	1.4	2.4	2.8	3.2
ROE(%)	-20.2	12.3	22.3	23.5	24.4
PER	-5.8	12.8	5.8	4.5	3.4
PBR	1.2	1.4	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	10.8	6.4	3.8	3.0	2.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

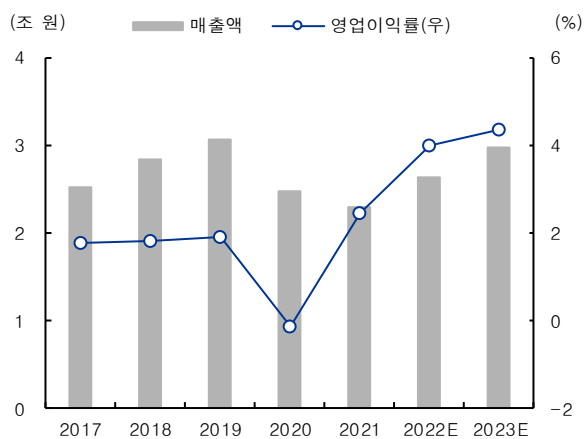
표 6. CJ프레시웨이 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출	5,460.7	5,757.1	5,629.3	6,066.0	5,643.0	7,209.1	6,595.3	6,937.3	22,913.1	26,384.6	29,680.4
YoY, %	-9.4	-7.8	-13.6	1.1	3.3	25.2	17.2	14.4	-7.5	15.2	12.5
_식자재유통	4,422.0	4,400.0	4,278.0	4,687.0	4,345.0	5,559.0	5,090.9	5,354.2	17,787.0	20,349.1	22,942.3
①대리점+외식경로	2,200.0	2,496.0	2,400.0	2,667.0	2,514.0	3,408.0	3,062.3	3,116.3	9,763.0	12,100.7	13,911.6
②유통선진화(프레시원)	1,250.0	1,062.0	1,073.0	1,152.0	944.0	1,199.0	1,152.0	1,282.2	4,537.0	4,577.2	5,062.9
③도매/원료유통	972.0	842.0	805.0	868.0	887.0	952.0	876.6	955.7	3,487.0	3,671.3	3,967.8
_단체급식	999.0	1,186.0	1,172.0	1,198.0	1,122.0	1,476.0	1,290.9	1,376.4	4,555.0	5,265.3	5,870.1
_연결대상	39.7	171.1	179.3	181.0	176.0	174.0	213.4	206.8	571.1	770.2	868.0
매출원가	4,616.0	4,682.5	4,617.3	4,970.2	4,666.9	5,835.7	5,309.2	5,656.4	18,886.0	21,468.1	24,148.7
YoY, %	-12.4	-12.5	-16.8	-3.1	1.1	24.6	15.0	13.8	-11.4	13.7	12.5
매출총이익	844.7	1,074.6	1,012.0	1,095.8	976.1	1,373.4	1,286.1	1,280.9	4,027.1	4,916.6	5,531.6
YoY, %	12.0	20.8	5.1	25.8	15.6	27.8	27.1	16.9	15.8	22.1	12.5
매출총이익률, %	15.5	18.7	18.0	18.1	17.3	19.1	19.5	18.5	17.6	18.6	18.6
판매 및 일반관리비	813.2	884.0	848.2	925.4	870.0	1,027.2	942.6	1,024.5	3,470.8	3,864.4	4,247.4
YoY, %	-7.6	2.5	0.4	-0.1	7.0	16.2	11.1	10.7	-1.2	11.3	9.9
_인건비	316.0	365.0	316.0	339.0	334.0	344.0	317.4	342.1	1,336.0	1,337.5	1,365.5
_유형자산상각비	90.0	81.0	82.0	82.0	83.0	85.0	85.0	85.0	335.0	345.1	355.4
_물류비	170.0	170.0	180.0	192.0	191.0	243.0	210.3	227.2	712.0	871.5	1,044.7
_기타	237.2	268.0	270.2	312.4	262.0	355.2	330.0	370.2	1,087.8	1,317.4	1,481.8
영업이익	31.5	190.6	163.8	170.4	106.1	346.2	343.4	256.4	556.3	1,052.2	1,284.2
YoY, %	흑전	603.7	38.6	흑전	237.1	81.7	109.6	50.5	흑전	89.1	22.1
영업이익률, %	0.6	3.3	2.9	2.8	1.9	4.8	5.2	3.7	2.4	4.0	4.3

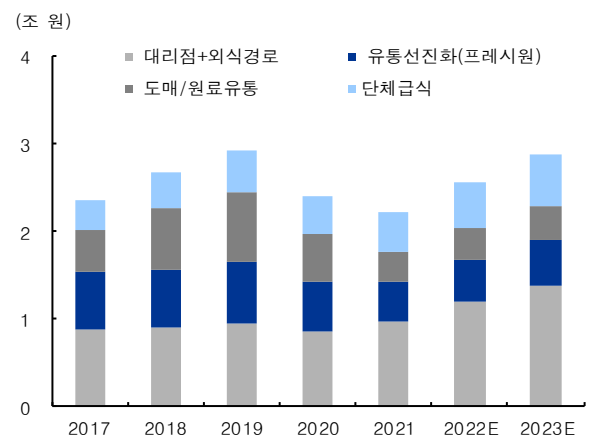
자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

그림 74. CJ프레시웨이 실적 추이 및 전망



자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

그림 75. CJ프레시웨이 부문별 매출액



자료: CJ프레시웨이, IBK투자증권

CJ프레시웨이 (051500)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,479	2,291	2,638	2,968	3,347
증가율(%)	-18.9	-7.5	15.1	12.5	12.8
매출원가	2,131	1,889	2,147	2,419	2,724
매출총이익	348	403	492	549	623
매출총이익률 (%)	14.0	17.6	18.7	18.5	18.6
판매비	351	347	386	425	466
판매비율(%)	14.2	15.1	14.6	14.3	13.9
영업이익	-4	56	105	125	157
증가율(%)	-106.1	-1,668.9	89.1	18.4	26.0
영업이익률(%)	-0.2	2.4	4.0	4.2	4.7
순금융손익	-18	-12	-20	-16	-16
이자손익	-16	-11	-14	-16	-16
기타	-2	-1	-6	0	0
기타영업외손익	-26	-12	-5	-4	-4
종속/관계기업손익	-1	0	0	0	0
세전이익	-48	31	80	105	137
법인세	-6	0	16	22	29
법인세율	12.5	0.0	20.0	21.0	21.2
계속사업이익	-43	31	64	83	108
종단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-43	31	64	83	108
증가율(%)	-543.5	-173.2	104.4	30.2	31.0
당기순이익률 (%)	-1.7	1.4	2.4	2.8	3.2
지배주주당기순이익	-39	27	61	79	104
기타포괄이익	1	44	0	0	0
총포괄이익	-42	76	63	83	108
EBITDA	62	112	162	177	207
증가율(%)	-45.3	82.2	44.3	9.3	17.4
EBITDA마진율(%)	2.5	4.9	6.1	6.0	6.2

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-3,307	2,245	5,113	6,668	8,743
BPS	15,839	20,715	25,194	31,562	40,006
DPS	0	300	300	300	300
밸류에이션(배)					
PER	-5.8	12.8	5.8	4.5	3.4
PBR	1.2	1.4	1.2	0.9	0.7
EV/EBITDA	10.8	6.4	3.8	3.0	2.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-18.9	-7.5	15.1	12.5	12.8
EPS증가율	-862.4	-167.9	127.7	30.4	31.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	1.0	0.8	0.8	0.8
ROE	-20.2	12.3	22.3	23.5	24.4
ROA	-3.7	2.7	5.0	5.8	6.9
ROIC	-9.2	7.5	15.8	21.3	29.5
안정성지표(%)					
부채비율(%)	292.3	255.0	240.3	211.6	185.5
순차입금 비율(%)	119.9	80.2	39.3	14.7	-5.5
이자보상배율(배)	-0.2	4.3	7.4	7.9	10.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.0	11.0	11.3	11.2	11.3
재고자산회전율	15.9	19.5	19.7	18.4	18.4
총자산회전율	2.2	2.0	2.1	2.1	2.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	431	502	730	862	1,024
현금및현금성자산	86	154	295	377	474
유가증권	1	0	0	0	0
매출채권	201	216	250	279	316
재고자산	120	115	153	170	193
비유동자산	692	714	621	622	636
유형자산	360	401	388	373	365
무형자산	86	76	74	72	69
투자자산	35	55	62	69	78
자산총계	1,123	1,216	1,351	1,484	1,659
유동부채	442	608	666	716	783
매입채무및기타채무	237	267	312	348	395
단기차입금	79	91	117	112	108
유동성장기부채	1	101	73	73	73
비유동부채	394	266	288	291	295
사채	180	80	110	110	110
장기차입금	1	0	0	0	0
부채총계	837	874	954	1,007	1,078
지배주주지분	188	246	299	375	475
자본금	12	12	12	12	12
자본잉여금	86	75	73	73	73
자본조정등	52	52	0	0	0
기타포괄이익누계액	44	88	88	88	88
이익잉여금	-6	19	75	150	250
비지배주주지분	98	97	98	101	106
자본총계	286	343	397	476	581
비이자부채	407	445	503	561	636
총차입금	430	429	451	446	442
순차입금	343	275	156	70	-32

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	126	141	105	130	152
당기순이익	-43	31	64	83	108
비현금성 비용 및 수익	108	71	73	72	70
유형자산감가상각비	53	50	50	46	44
무형자산상각비	12	6	7	7	6
운전자본변동	74	41	-16	-9	-11
매출채권등의 감소	42	-32	-32	-29	-37
재고자산의 감소	71	6	-37	-18	-23
매입채무등의 증가	-23	45	45	36	47
기타 영업현금흐름	-13	-2	-16	-16	-15
투자활동 현금흐름	-53	-34	40	-57	-69
유형자산의 증가(CAPEX)	-42	-16	-26	-31	-36
유형자산의 감소	2	5	2	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-2	-6	-4	-4
투자자산의 감소(증가)	-10	-18	80	-7	-9
기타	-1	-3	-10	-15	-20
재무활동 현금흐름	-9	-39	-12	8	14
차입금의 증가(감소)	-1	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-8	-39	-12	8	14
기타 및 조정	0	0	8	0	0
현금의 증가	64	68	141	81	97
기초현금	21	86	154	295	377
기말현금	86	154	295	377	474

매수 (신규)

목표주가 75,000원
현재가 (10/25) 54,400원

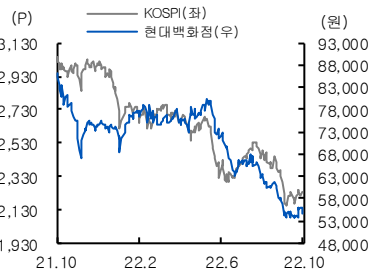
KOSPI (10/25) 2,235.07pt
시가총액 1,273십억원
발행주식수 23,402천주
액면가 5,000원
52주 최고가 86,400원
최저가 53,700원
60일 일평균거래대금 5십억원
외국인 지분율 23.0%
배당수익률 (2022F) 2.2%

주주구성
정지선 외 3 인 36.08%
국민연금공단 9.10%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	-14%	-15%
절대기준	-4%	-28%	-37%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	75,000	-	-
EPS(22)	10,221	-	-
EPS(23)	9,345	-	-

현대백화점 상대주가 (%)



현대백화점 (069960)

구조적 변화가 목격되는 시점

3분기 백화점이 이끄는 실적

현대백화점 3분기 실적은 시장 기대치에 충족할 것으로 전망한다. 연결 기준 3분기 매출액은 2조 3,602억 원(전년동기대비 +6.5%), 영업이익 836억 원으로(전년동기대비 +76.0%) 추정한다. 긍정적 실적을 예상하는 이유는 1) 의류/패션 고 성장세가 나타나고 있고, 2) 명품 성장세가 유지되고 있으며, 3) 면세점 실적이 점진적으로 개선되고 있기 때문이다. 특히, 3분기는 의류품목군 회복세가 뚜렷하게 이루어지고 있는데, 이는 ▶ 해외패션이 안정적으로 성장하는 가운데 국내 패션 판매량이 회복되고 있기 때문이다. 또한, 아웃도어 관련 품목군 성장세도 두드러지고 있다. 의류/패션부문 성장에 따라 마진율은 더욱 개선될 것으로 전망한다. 외형과 수익성 개선이 동시에 이루어지는 구간이라는 판단이다.

지주사 전환은 장기적으로 호재

당사에서는 지주사 전환에 따른 변화 가능성을 주목하고 있다. 내년 3월 지주사로 전환한 이후 사업회사의 펀더멘탈 상승이 예상되기 때문이다. 현대홀딩스를 중심으로 한무쇼핑이 주도하는 쇼핑사업(백화점 + 아울렛 + 쇼핑몰), 현대백화점이 이끄는 기존 백화점 + 면세점 + 신사업(리빙 및 기타) 역량 강화가 전망되기 때문이다.

투자의견 매수, 목표주가 7.5만원 제시

당사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 7.5만원을 제시한다. 목표주가 산정은 2023년 예상 EPS에 Target PER 8배를 적용하였다. 당사는 백화점 펀더멘탈 상승에도 불구하고, 1) 지주사 전환에 따른 시장의 의구심, 2) 면세사업부 실적 적자 지속, 3) 지누스 연결편입 효과가 미비하다는 판단에 기업가치는 약세를 보이고 있다. 하지만, 향후 신사업 확대 및 사업부 개선 가능성을 감안할 때 저평가 영역이라 판단한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,273	3,572	4,596	4,924	5,137
영업이익	136	264	370	387	433
세전이익	147	317	390	350	396
당기순이익	70	189	239	219	248
EPS(원)	3,005	8,092	10,221	9,345	10,584
증가율(%)	-63.8	169.3	26.3	-8.6	13.3
영업이익률(%)	6.0	7.4	8.1	7.9	8.4
순이익률(%)	4.6	6.5	6.3	5.4	5.9
ROE(%)	1.7	4.4	5.3	4.6	5.0
PER	23.8	9.3	5.3	5.8	5.1
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	11.4	7.4	7.6	7.4	6.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

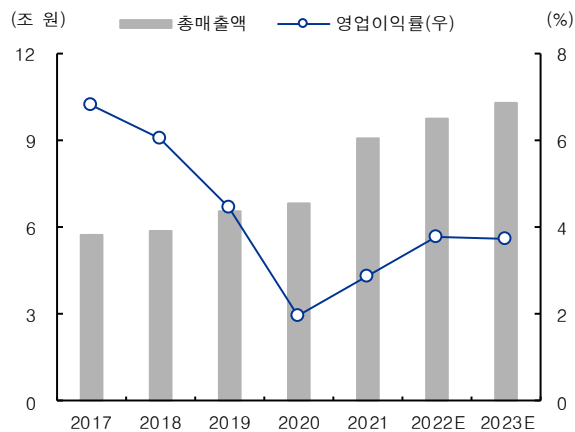
표 7. 현대백화점 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
총매출액	20,338.0	23,076.0	22,157.0	25,645.0	22,821.0	24,318.0	23,601.9	26,993.9	91,216.0	97,734.9	103,245.3
YoY, %	47.0	48.4	22.9	22.6	12.2	5.4	6.5	5.3	33.5	7.1	5.6
순매출액	6,832.0	8,638.0	9,248.0	11,006.0	9,344.0	11,252.0	11,936.9	13,430.6	35,724.0	45,963.5	49,239.7
YoY, %	52.0	67.2	39.6	70.7	36.8	30.3	29.1	22.0	57.2	28.7	7.1
매출원가	2,588.0	3,148.0	3,154.0	3,431.0	2,811.0	3,110.0	4,071.0	4,186.8	12,321.0	14,178.9	15,885.5
YoY, %	98.3	93.2	17.3	21.4	8.6	-1.2	29.1	22.0	45.8	15.1	12.0
매출총이익	4,244.0	5,490.0	6,094.0	7,575.0	6,533.0	8,142.0	7,865.9	9,243.8	23,403.0	31,784.6	33,354.3
YoY, %	33.0	55.2	54.9	109.3	53.9	48.3	29.1	22.0	63.9	35.8	4.9
매출총이익률, %	20.9	23.8	27.5	29.5	28.6	33.5	33.3	34.2	25.7	32.5	32.3
판매 및 일반관 리비	3,594.0	4,913.0	5,619.0	6,633.0	5,644.0	7,429.0	7,029.6	7,984.2	20,759.0	28,086.9	29,486.7
YoY, %	18.1	42.2	61.1	125.8	57.0	51.2	25.1	20.4	60.6	35.3	5.0
영업이익	650.0	577.0	475.0	942.0	889.0	713.0	836.2	1,259.5	2,644.0	3,697.7	3,867.5
YoY, %	336.2	609.7	6.3	38.1	36.8	23.6	76.0	33.7	94.5	39.9	4.6
영업이익률, %	3.2	2.5	2.1	3.7	3.9	2.9	3.5	4.7	2.9	3.8	3.7

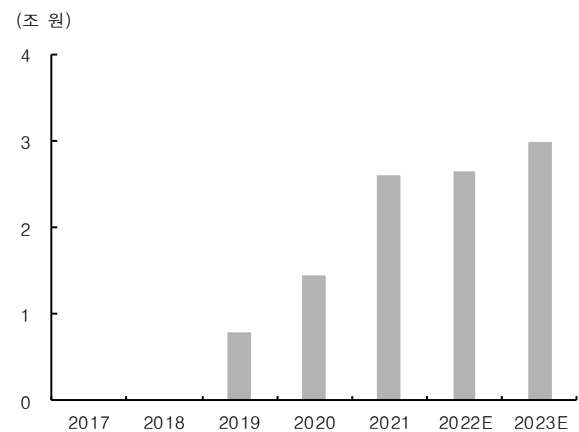
자료: 현대백화점, IBK투자증권

그림 76. 현대백화점 매출액 및 영업이익률



자료: 현대백화점, IBK투자증권

그림 77. 현대백화점DF 매출액 추이



자료: 현대백화점, IBK투자증권

현대백화점 (069960)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	2,273	3,572	4,596	4,924	5,137
증가율(%)	3.4	57.2	28.7	7.1	4.3
매출원가	845	1,232	1,418	1,589	1,657
매출총이익	1,428	2,340	3,178	3,335	3,480
매출총이익률 (%)	62.8	65.5	69.1	67.7	67.7
판매비	1,292	2,076	2,809	2,949	3,047
판매비율(%)	56.8	58.1	61.1	59.9	59.3
영업이익	136	264	370	387	433
증가율(%)	-53.5	94.6	39.8	4.6	12.0
영업이익률(%)	6.0	7.4	8.1	7.9	8.4
순금융손익	-15	-13	-23	-64	-69
이자손익	-15	-18	-29	-64	-69
기타	0	5	6	0	0
기타영업외손익	5	26	18	24	26
중속/관계기업손익	21	39	26	4	6
세전이익	147	317	390	350	396
법인세	42	83	99	84	95
법인세율	28.6	26.2	25.4	24.0	24.0
계속사업이익	105	233	291	266	301
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	105	233	291	266	301
증가율(%)	-56.8	122.2	24.6	-8.5	13.2
당기순이익률 (%)	4.6	6.5	6.3	5.4	5.9
지배주주당기순이익	70	189	239	219	248
기타포괄이익	-7	13	8	0	0
총포괄이익	98	247	299	266	301
EBITDA	377	568	680	682	720
증가율(%)	-25.2	50.4	19.8	0.3	5.6
EBITDA마진율(%)	16.6	15.9	14.8	13.9	14.0

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	3,005	8,092	10,221	9,345	10,584
BPS	182,312	188,909	198,469	206,694	216,064
DPS	1,000	1,100	1,200	1,300	1,400
밸류에이션(배)					
PER	23.8	9.3	5.3	5.8	5.1
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	11.4	7.4	7.6	7.4	6.7
성장성지표(%)					
매출증가율	3.4	57.2	28.7	7.1	4.3
EPS증가율	-63.8	169.3	26.3	-8.6	13.3
수익성지표(%)					
배당수익률	1.4	1.5	2.2	2.4	2.6
ROE	1.7	4.4	5.3	4.6	5.0
ROA	1.3	2.6	2.9	2.3	2.6
ROIC	2.2	4.8	5.2	4.2	4.8
안정성지표(%)					
부채비율(%)	73.0	71.6	91.5	86.1	82.2
순차입금 비율(%)	37.2	31.3	45.4	40.0	34.0
이자보상배율(배)	4.4	6.4	6.6	3.3	3.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	4.0	5.7	5.0	4.2	4.1
재고자산회전율	10.9	11.9	7.8	5.9	5.9
총자산회전율	0.3	0.4	0.5	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,986	1,945	3,196	3,358	3,643
현금및현금성자산	35	47	330	346	500
유가증권	10	10	25	26	27
매출채권	545	707	1,142	1,215	1,279
재고자산	234	365	817	859	894
비유동자산	6,721	7,024	8,082	8,051	8,024
유형자산	5,300	5,298	5,533	5,451	5,383
무형자산	81	78	727	717	708
투자자산	716	778	699	701	704
자산총계	8,707	8,969	11,277	11,409	11,667
유동부채	2,276	1,978	3,491	3,456	3,475
매입채무및기타채무	53	65	67	78	88
단기차입금	505	116	1,096	971	895
유동성장기부채	350	120	351	351	351
비유동부채	1,399	1,765	1,896	1,823	1,790
사채	352	650	627	627	627
장기차입금	200	100	265	185	145
부채총계	3,675	3,744	5,387	5,279	5,265
지배주주지분	4,267	4,421	4,645	4,837	5,056
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
자본조정등	-160	-185	-185	-185	-185
기타포괄이익누계액	3	7	17	17	17
이익잉여금	3,695	3,869	4,083	4,275	4,495
비지배주주지분	766	805	1,245	1,293	1,346
자본총계	5,032	5,226	5,890	6,130	6,403
비이자부채	1756	2050	2360	2458	2559
총차입금	1,919	1,694	3,027	2,821	2,706
순차입금	1,874	1,638	2,672	2,449	2,178

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	259	500	319	430	467
당기순이익	105	233	291	266	301
비현금성 비용 및 수익	327	402	370	332	324
유형자산감가상각비	229	288	295	283	276
무형자산상각비	13	15	16	13	11
운전자본변동	-82	-77	-260	-104	-88
매출채권등의 감소	35	-165	-213	-73	-64
재고자산의 감소	-51	-134	-115	-42	-35
매입채무등의 증가	-34	11	43	11	11
기타 영업현금흐름	-91	-58	-82	-64	-70
투자활동 현금흐름	-1,085	42	-1,161	-275	-269
유형자산의 증가(CAPEX)	-515	-263	-195	-201	-207
유형자산의 감소	2	3	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	-7	-3	-2	-3	-2
투자자산의 감소(증가)	-4	-3	99	-2	-2
기타	-561	308	-1064	-69	-58
재무활동 현금흐름	806	-530	1,125	-139	-44
차입금의 증가(감소)	200	20	90	-80	-40
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	606	-550	1035	-59	-4
기타 및 조정	1	0	1	0	1
현금의 증가	-19	12	284	16	155
기초현금	54	35	47	330	346
기말현금	35	47	330	346	500

매수 (신규)

목표주가 33,000원
현재가 (10/25) 23,750원

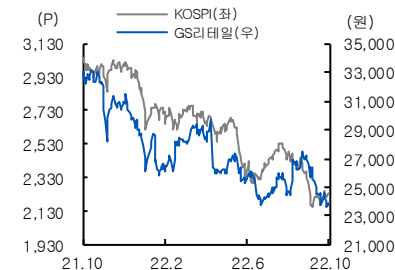
KOSPI (10/25) 2,235.07pt
시가총액 2,487십억원
발행주식수 104,718천주
액면가 1,000원
52주 최고가 33,200원
최저가 23,650원
60일 일평균거래대금 4십억원
외국인 지분율 7.3%
배당수익률 (2022F) 4.1%

주주구성
GS 외 1 인 57.90%
국민연금공단 8.26%

	1M	6M	12M
주가상승률			
상대기준	-9%	0%	-1%
절대기준	-11%	-16%	-27%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	33,000	-	-
EPS(22)	1,152	-	-
EPS(23)	1,722	-	-

GS리테일 상대주가 (%)



GS리테일 (007070)

길고 길었던 터널의 끝

3분기 Preview: 다소 아쉽지만, 개선의 반등이 보이는...

GS리테일 3분기 실적은 시장 기대치를 충족한 것으로 예상된다. 3분기 연결기준 매출액은 2조 9,627억 원(전년동기대비 +8.7%), 영업이익 746억 원(전년동기대비 -27.2%)에 달할 전망이다. 3분기는 편의점과 호텔사업부 실적이 긍정적으로 예상된다. 다만, ▶ 소비경기 악화에 따른 슈퍼마켓 집객력 하락, ▶ 온라인 판촉 강화 및 투자비 증가에 따른 비용 확대, ▶ 송출수수료 증가에 따른 홈쇼핑 이익 기여도 약화가 예상되기 때문이다.

실적 개선 가능성이 엿보이는 이유

3분기 실적이 부정적인 것은 사실이나, 향후 전망은 긍정적이다. 그렇게 판단하는 이유는 1) 편의점 사업부 업황 개선이 이어지고 있고, 2) 전사적으로 온라인 비용 통제를 시행하고 있으며, 3) SSM 가맹점 확대 기조와, 4) 호텔 사업부 채널 증가 및 업황 호조가 예상되기 때문이다. 또한, 5) 홈쇼핑 송출수수료 안정화도 기대되는 부분이다. 동사는 합병 이후 온라인 투자 및 점유율 확대를 위해 과도하게 자금을 집행하였다. 이에 따른 영향으로 약 2,000억 원의 영업이익 감소를 유발시켰다. 동사는 3분기부터 전사적인 노력을 진행하고 있고, 일부 투자비용 집행이 마무리됨에 따라 관련 비용은 급격하게 개선될 전망이다. 여기에 사업부 환경도 우호적으로 전환되고 있어 실적 개선 가능성은 높다고 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 3.3만원 제시

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 3.3만원을 제시한다. 목표주가 산정은 EV/EBITDA 밸류에이션을 사용하였으며, Target EBITDA 최근 과거 5개년 평균 할인율 20%를 적용하였다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	8,862	9,766	11,201	11,947	12,649
영업이익	253	208	175	261	333
세전이익	201	900	161	215	289
당기순이익	168	815	121	180	242
EPS(원)	2,187	8,961	1,152	1,722	2,312
증가율(%)	26.5	309.7	-87.1	49.4	34.3
영업이익률(%)	2.9	2.1	1.6	2.2	2.6
순이익률(%)	1.7	8.2	1.0	1.4	1.7
ROE(%)	7.5	25.6	3.0	4.4	5.8
PER	15.7	3.4	20.6	13.8	10.3
PBR	1.2	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.4	6.8	6.0	5.9	5.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

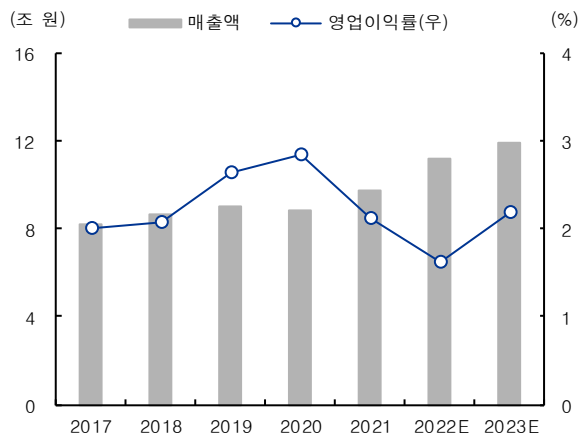
표 8. GS리테일 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	21,001.0	22,856.0	27,252.0	26,546.0	25,984.0	28,169.0	29,627.2	28,380.1	97,655.0	112,160.3	119,474.1
YoY, %	-2.0	3.4	16.0	22.8	23.7	23.2	8.7	6.9	10.2	14.9	6.5
_편의점	16,479.0	18,160.0	19,252.0	18,222.0	17,557.0	19,532.0	20,722.1	19,492.3	72,113.0	77,303.5	82,556.3
_슈퍼마켓	2,985.0	2,974.0	3,264.0	2,922.0	3,170.0	3,133.0	3,511.7	3,196.7	12,145.0	13,011.3	14,106.8
_홈쇼핑	-	-	2,930.0	3,266.0	3,021.0	3,273.0	2,999.5	3,320.0	-	12,431.3	12,732.8
_기타	1,085.0	1,195.0	1,312.0	1,447.0	1,622.0	1,413.0	1,535.0	1,668.2	5,039.0	6,238.3	6,741.7
_파르나스호텔	452.0	526.0	494.0	689.0	614.0	818.0	858.9	702.8	2,161.0	2,993.7	3,336.5
매출총이익	4,147.7	4,505.1	6,956.6	6,653.3	6,695.6	7,183.0	7,786.9	6,559.0	22,262.6	28,224.5	30,648.2
YoY, %	-14.0	0.7	43.2	32.9	61.4	59.4	11.9	-1.4	16.2	26.8	8.6
매출총이익률, %	19.8	19.7	25.5	25.1	25.8	25.5	26.3	23.1	22.8	25.2	25.7
판매비	3,772.5	4,087.2	5,931.8	6,374.9	6,393.7	6,709.0	7,040.8	6,234.5	20,166.4	26,378.0	28,036.6
YoY, %	-4.2	2.7	45.8	34.3	69.5	64.1	18.7	-2.2	20.5	30.8	6.3
영업이익	375.9	428.0	1,024.8	255.0	274.0	473.0	746.1	324.5	2,083.7	1,817.6	2,611.6
YoY, %	-57.7	-27.7	29.7	-0.8	-27.1	10.5	-27.2	27.2	-17.5	-12.8	43.7
영업이익률, %	1.8	1.9	3.8	1.0	1.1	1.7	2.5	1.1	2.1	1.6	2.2

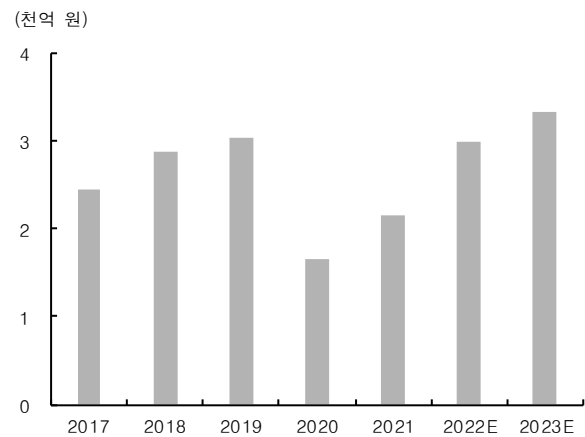
자료: GS리테일, IBK투자증권

그림 78. GS리테일 매출액 및 영업이익률



자료: GS리테일, IBK투자증권

그림 79. 파르나스 호텔 실적 추이 및 전망



자료: GS리테일, IBK투자증권

GS리테일 (007070)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	8,862	9,766	11,201	11,947	12,649
증가율(%)	-1.6	10.2	14.7	6.7	5.9
매출원가	7,031	7,539	8,389	8,883	9,358
매출총이익	1,831	2,226	2,812	3,065	3,292
매출총이익률 (%)	20.7	22.8	25.1	25.7	26.0
판매비	1,579	2,018	2,637	2,804	2,959
판매비율(%)	17.8	20.7	23.5	23.5	23.4
영업이익	253	208	175	261	333
증가율(%)	5.7	-17.5	-16.2	49.5	27.4
영업이익률(%)	2.9	2.1	1.6	2.2	2.6
순금융손익	-17	54	23	-46	-44
이자손익	-33	-28	-39	-46	-44
기타	16	82	62	0	0
기타영업외손익	-28	596	-24	0	0
종속/관계기업손익	-7	42	-13	0	0
세전이익	201	900	161	215	289
법인세	46	99	58	52	69
법인세율	22.9	11.0	36.0	24.2	23.9
계속사업이익	155	801	103	163	219
중단사업손익	0	0	12	0	0
당기순이익	155	801	116	163	219
증가율(%)	7.6	418.6	-85.5	41.1	34.1
당기순이익률 (%)	1.7	8.2	1.0	1.4	1.7
지배주주당기순이익	168	815	121	180	242
기타포괄이익	8	49	11	0	0
총포괄이익	163	850	126	163	219
EBITDA	921	890	930	909	929
증가율(%)	2.6	-3.3	4.4	-2.3	2.3
EBITDA마진율(%)	10.4	9.1	8.3	7.6	7.3

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	2,187	8,961	1,152	1,722	2,312
BPS	29,928	38,857	38,826	39,572	40,518
DPS	900	1,200	1,000	1,400	1,700
밸류에이션(배)					
PER	15.7	3.4	20.6	13.8	10.3
PBR	1.2	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	6.4	6.8	6.0	5.9	5.5
성장성지표(%)					
매출증가율	-1.6	10.2	14.7	6.7	5.9
EPS증가율	26.5	309.7	-87.1	49.4	34.3
수익성지표(%)					
배당수익률	2.6	3.9	4.1	5.7	7.0
ROE	7.5	25.6	3.0	4.4	5.8
ROA	2.2	9.6	1.2	1.6	2.2
ROIC	8.9	35.4	4.9	7.5	11.4
안정성지표(%)					
부채비율(%)	169.1	114.2	122.1	124.0	124.9
순차입금 비율(%)	106.4	58.0	61.1	55.9	51.2
이자보상배율(배)	3.7	3.3	2.1	2.0	2.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	49.7	49.5	50.7	51.1	50.4
재고자산회전율	47.6	51.2	53.0	49.7	48.6
총자산회전율	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	923	1,184	1,495	1,758	1,994
현금및현금성자산	37	91	336	520	688
유가증권	49	206	159	173	183
매출채권	177	217	225	242	259
재고자산	189	193	230	251	269
비유동자산	6,254	8,272	8,329	8,285	8,264
유형자산	2,299	2,735	2,602	2,398	2,227
무형자산	112	278	255	215	182
투자자산	322	1,671	1,776	1,793	1,811
자산총계	7,178	9,456	9,824	10,043	10,257
유동부채	1,682	2,055	2,116	2,216	2,301
매입채무및기타채무	377	430	466	497	526
단기차입금	173	33	51	54	57
유동성장기부채	533	680	725	725	725
비유동부채	2,828	2,986	3,285	3,343	3,396
사채	549	469	719	719	719
장기차입금	151	205	137	137	137
부채총계	4,511	5,042	5,401	5,559	5,697
지배주주지분	2,304	4,069	4,066	4,144	4,243
자본금	77	105	105	105	105
자본잉여금	156	1,205	1,209	1,209	1,209
자본조정등	-6	-113	-126	-126	-126
기타포괄이익누계액	-6	18	25	25	25
이익잉여금	2,083	2,853	2,853	2,931	3,030
비지배주주지분	363	345	357	340	317
자본총계	2,667	4,414	4,423	4,484	4,560
비이자부채	1588	2183	2204	2359	2494
총차입금	2,923	2,859	3,197	3,200	3,203
순차입금	2,838	2,561	2,702	2,507	2,333

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	806	715	786	805	811
당기순이익	155	801	116	163	219
비현금성 비용 및 수익	820	129	833	694	641
유형자산감가상각비	631	638	706	608	563
무형자산상각비	37	44	49	39	33
운전자본변동	-40	-81	-83	-6	-5
매출채권등의 감소	-1	-20	-4	-18	-17
재고자산의 감소	-5	38	-36	-22	-18
매입채무등의 증가	20	-34	36	31	29
기타 영업현금흐름	-129	-134	-80	-46	-44
투자활동 현금흐름	-391	-277	-662	-640	-606
유형자산의 증가(CAPEX)	-302	-380	-417	-404	-392
유형자산의 감소	21	33	9	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	-10	-3	0	0
투자자산의 감소(증가)	-27	-589	36	-17	-18
기타	-79	669	-287	-219	-196
재무활동 현금흐름	-436	-383	119	20	-37
차입금의 증가(감소)	100	125	6	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-536	-508	113	20	-37
기타 및 조정	0	0	2	0	-1
현금의 증가	-21	55	245	185	167
기초현금	58	37	91	336	520
기말현금	37	91	336	520	688

매수 (신규)

목표주가 98,000원
현재가 (10/25) 85,300원

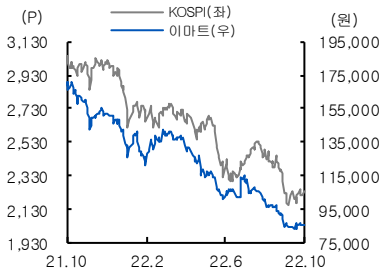
KOSPI (10/25)	2,235.07pt
시가총액	2,378십억원
발행주식수	27,876천주
액면가	5,000원
52주 최고가	171,500원
최저가	83,500원
60일 일평균거래대금	14십억원
외국인 지분율	27.8%
배당수익률 (2022F)	1.2%

주주구성	
정용진 외 1인	28.56%
국민연금공단	8.92%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	-23%	-32%
절대기준	-4%	-36%	-49%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	98,000	-	-
EPS(22)	23,786	-	-
EPS(23)	28,631	-	-

이마트 상대주가 (%)



이마트 (139480)

균형을 다시 잡아야 할 시점

3분기 Preview: 또 다시 시장 기대치 하회 예상...

이마트 3분기 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다. 시장은 3분기 영업이익을 전년동기대비 +20.9% 성장한 1,380억 원으로 추정하고 있지만, 당사에서 판단하기에 이를 충족하지 못할 것으로 전망한다. 3분기 연결기준 매출액은 7조 3,287억 원(전년동기대비 +16.1%), 영업이익 1,001억 원(전년동기대비 -7.9%)으로 예상된다. 시장 기대치를 하회할 것으로 전망하는 근거는 1) PPA 비용 증가와, 2) PP센터 비중 확대에 따른 공헌이익 감소, 3) 스타벅스 1회성 비용, 4) 신세계TV소형 연결 편입 제외에 따른 이익 감소가 예상되기 때문이다. 3분기는 당초 지난해 낮은 기저와 스타벅스 연결 편입 효과에 따라 이익 성장을 기대했지만, ▶ 소비경기 부진에 따른 할인점 집객력 하락과, ▶ 온라인(스마트 + 지마켓) 기여도 하락으로 이익 성장은 쉽지 않을 전망이다.

수익성 개선 노력과 금융비용 증가의 엇박자

동사는 수익성 개선을 위해 온라인 전략을 전면적으로 재조정하고 있다. PP센터 전략을 선택과 집중으로 전환시킴에 따라 고정비 증가에 따른 부담은 완화될 것으로 판단한다. 다만, 금리 인상에 따른 금융비용 증가가 예상됨에 따라 경상이익 개선은 당분간 쉽지 않을 전망이다. 동사는 이를 개선키 위해 자산매각을 통한 재무구조 개선에 집중할 것으로 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 9.8만원 제시

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 9.8만원을 제시한다. 목표주가 산정은 2023년 예상EPS(자산 매각 제외) 12,239원에 Target PER 8배를 적용하였다. 과도한 주가 하락에 따라 저평가 영역으로 판단되지만, 향후 이익 성장 불확실성이 높은 만큼 보수적으로 접근해야 할 것이다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	22,033	24,933	28,611	30,035	31,153
영업이익	237	317	167	204	250
세전이익	622	2,114	907	1,048	1,141
당기순이익	362	1,571	663	798	868
EPS(원)	12,979	56,348	23,786	28,631	31,154
증가율(%)	54.7	334.2	-57.8	20.4	8.8
영업이익률(%)	1.1	1.3	0.6	0.7	0.8
순이익률(%)	1.6	6.4	2.3	2.7	2.8
ROE(%)	4.0	16.2	6.3	7.2	7.3
PER	11.7	2.7	3.6	3.0	2.7
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.5	10.5	8.0	8.0	7.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

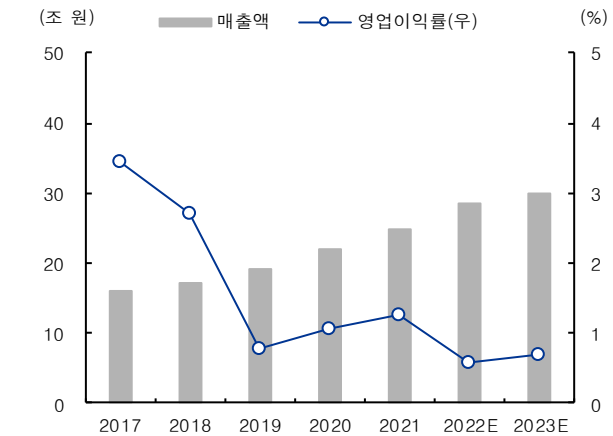
표 9. 이마트 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021P	2022E	2023E
총매출액	58,958.0	58,647.0	63,119.0	68,603.0	70,035.0	71,473.0	73,286.6	71,310.2	249,327.0	286,104.8	300,345.8
YoY, %	13.1	13.0	6.8	19.8	18.8	21.9	16.1	3.9	13.2	14.8	5.0
매출원가	43,395.0	43,175.0	46,539.0	48,727.0	50,034.0	50,561.0	51,960.2	50,701.6	181,836.0	203,256.8	213,090.3
YoY, %	12.2	13.3	7.8	15.2	15.3	17.1	11.6	4.1	12.1	11.8	4.8
매출총이익	15,563.0	15,472.0	16,580.0	19,876.0	20,001.0	20,912.0	21,326.4	20,608.7	67,491.0	82,848.0	87,255.5
YoY, %	15.8	12.4	4.3	32.7	28.5	35.2	28.6	3.7	16.2	22.8	5.3
매출총이익률, %	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
판매비	14,331.0	15,396.0	15,494.0	19,102.7	19,657.0	21,035.0	20,325.8	20,162.9	64,323.7	81,180.6	85,215.0
YoY, %	10.6	8.1	7.7	35.2	37.2	36.6	31.2	5.6	15.4	26.2	5.0
_인건비	5,536.1	5,405.8	5,693.5	6,792.4	7,195.1	7,302.5	7,131.4	7,099.5	23,427.7	28,728.6	28,814.5
_감가상각비	2,175.9	2,239.2	2,248.3	2,642.6	2,676.2	2,773.0	2,773.0	2,773.0	9,305.9	9,585.1	9,872.6
_무형자산상각비	96.7	102.2	104.0	391.0	535.4	526.4	526.4	526.4	693.9	2,114.6	2,178.0
_광고선전비	245.3	359.2	376.8	539.6	641.3	838.6	451.1	509.9	1,520.9	2,440.8	2,258.3
_기타 판매비	6,277.1	7,289.7	7,071.4	8,737.0	8,609.1	9,594.4	9,443.9	9,254.0	29,375.2	36,901.4	42,091.6
영업이익	1,232.0	76.0	1,086.0	773.3	344.0	-123.0	1,000.6	445.8	3,167.3	1,667.4	2,040.5
YoY, %	155	-116	-28	-9	-72	-262	-8	-42	34	-47	22
영업이익률, %	2.1	0.1	1.7	1.1	0.5	-0.2	1.4	0.6	1.3	0.6	0.7

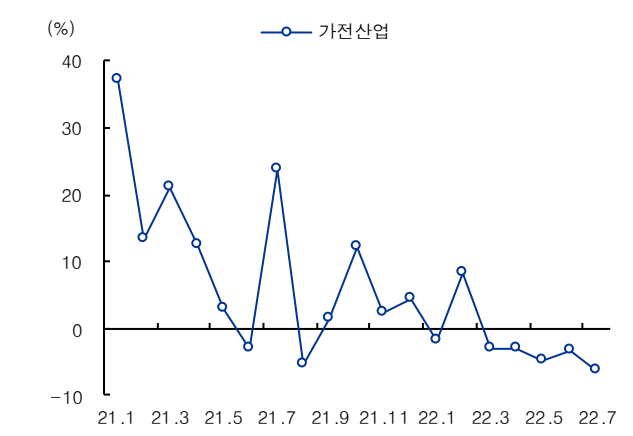
자료: 이마트, IBK투자증권

그림 80. 이마트 실적 추이 및 전망



자료: 이마트, IBK투자증권

그림 81. 가전시장 데이터



자료: 산업통상자원부, IBK투자증권

이마트 (139480)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	22,033	24,933	28,611	30,035	31,153
증가율(%)	15.6	13.2	14.8	5.0	3.7
매출원가	16,224	18,184	20,326	21,309	22,095
매출총이익	5,809	6,749	8,285	8,726	9,058
매출총이익률 (%)	26.4	27.1	29.0	29.1	29.1
판매비	5,572	6,432	8,118	8,521	8,808
판매비율(%)	25.3	25.8	28.4	28.4	28.3
영업이익	237	317	167	204	250
증가율(%)	57.4	33.6	-47.4	22.4	22.7
영업이익률(%)	1.1	1.3	0.6	0.7	0.8
순금융손익	-94	54	-163	-115	-122
이자손익	-124	-166	-266	-315	-342
기타	30	220	103	200	220
기타영업외손익	407	1,659	884	940	992
종속/관계기업손익	71	84	19	19	21
세전이익	622	2,114	907	1,048	1,141
법인세	259	525	246	252	274
법인세율	41.6	24.8	27.1	24.0	24.0
계속사업이익	363	1,589	661	796	867
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	363	1,589	661	796	867
증가율(%)	62.0	338.3	-58.4	20.5	8.8
당기순이익률 (%)	1.6	6.4	2.3	2.7	2.8
지배주주당기순이익	362	1,571	663	798	868
기타포괄이익	-8	-50	8	0	0
총포괄이익	354	1,540	669	796	867
EBITDA	1,223	1,454	1,716	1,590	1,530
증가율(%)	18.4	18.8	18.0	-7.3	-3.8
EBITDA마진율(%)	5.6	5.8	6.0	5.3	4.9

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	12,979	56,348	23,786	28,631	31,154
BPS	325,504	368,044	381,378	409,049	438,707
DPS	2,000	2,000	1,000	1,500	2,000
밸류에이션(배)					
PER	11.7	2.7	3.6	3.0	2.7
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.5	10.5	8.0	8.0	7.7
성장성지표(%)					
매출증가율	15.6	13.2	14.8	5.0	3.7
EPS증가율	54.7	334.2	-57.8	20.4	8.8
수익성지표(%)					
배당수익률	1.3	1.3	1.2	1.8	2.3
ROE	4.0	16.2	6.3	7.2	7.3
ROA	1.7	5.9	2.1	2.5	2.7
ROIC	4.0	14.1	4.6	5.5	6.1
안정성지표(%)					
부채비율(%)	112.8	151.9	147.8	133.8	122.4
순차입금 비율(%)	41.8	68.2	69.0	58.8	48.8
이자보상배율(배)	1.4	1.5	0.5	0.5	0.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	38.0	36.3	39.3	40.6	39.9
재고자산회전율	17.3	17.7	16.8	15.6	15.3
총자산회전율	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	4,063	5,188	6,090	6,742	7,667
현금및현금성자산	1,113	1,010	1,407	1,770	2,517
유가증권	314	174	0	0	0
매출채권	632	741	713	765	797
재고자산	1,262	1,559	1,856	1,991	2,073
비유동자산	18,277	26,054	26,031	25,362	24,700
유형자산	9,667	10,007	9,738	8,920	8,165
무형자산	1,655	7,778	7,839	7,672	7,507
투자자산	2,875	3,335	3,401	3,545	3,653
자산총계	22,340	31,242	32,121	32,104	32,367
유동부채	5,988	9,817	9,345	8,603	8,026
매입채무및기타채무	1,343	1,390	1,469	1,576	1,642
단기차입금	402	1,360	1,609	1,311	1,161
유동성장기부채	798	1,206	1,056	1,056	1,056
비유동부채	5,856	9,025	9,815	9,770	9,785
사채	1,699	2,684	2,939	2,939	2,939
장기차입금	411	1,434	1,605	1,405	1,325
부채총계	11,844	18,842	19,160	18,374	17,812
지배주주지분	9,074	10,260	10,631	11,403	12,229
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,277	4,277	4,277	4,277
자본조정등	971	678	42	42	42
기타포괄이익누계액	655	587	616	616	616
이익잉여금	3,071	4,578	5,159	5,931	6,757
비지배주주지분	1,423	2,141	2,330	2,328	2,326
자본총계	10,497	12,400	12,961	13,731	14,556
비이자부채	5626	8770	8811	8524	8192
총차입금	6,218	10,072	10,349	9,850	9,620
순차입금	4,385	8,451	8,942	8,080	7,103

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,386	987	773	948	867
당기순이익	363	1,589	661	796	867
비현금성 비용 및 수익	816	-488	946	542	389
유형자산감가상각비	947	1,063	1,376	1,218	1,115
무형자산상각비	40	74	173	168	164
운전자본변동	206	-256	-278	-75	-46
매출채권등의 감소	-45	-15	30	-52	-32
재고자산의 감소	20	-182	-296	-135	-83
매입채무등의 증가	118	-80	74	107	66
기타 영업현금흐름	1	142	-556	-315	-343
투자활동 현금흐름	-78	-3,901	-454	-800	-660
유형자산의 증가(CAPEX)	-520	-969	-755	-400	-360
유형자산의 감소	933	1,035	40	0	0
무형자산의 감소(증가)	-16	-24	-12	0	0
투자자산의 감소(증가)	-104	31	-184	-125	-87
기타	-371	-3974	457	-275	-213
재무활동 현금흐름	-870	2,790	-137	215	540
차입금의 증가(감소)	-438	3,302	175	-200	-80
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-432	-512	-312	415	620
기타 및 조정	-6	21	215	0	0
현금의 증가	432	-103	397	363	747
기초현금	681	1,113	1,010	1,407	1,770
기말현금	1,113	1,010	1,407	1,770	2,517

Not Rated

목표주가

현재가 (10/25) 71,400원

KOSPI (10/25)	2,235.07pt
시가총액	2,842십억원
발행주식수	40,000천주
액면가	5,000원
52주 최고가	91,600원
최저가	67,500원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	17.0%
배당수익률 (2022F)	0.3%

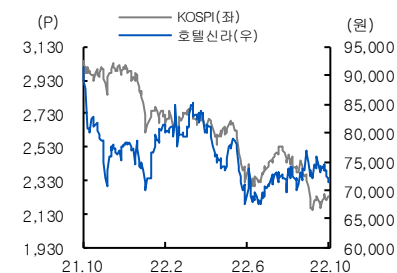
주주구성

삼성생명보험 외 5인	17.34%
국민연금공단	7.58%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-2%	6%	5%
절대기준	-5%	-11%	-22%

	현재	직전	변동
투자 의견	Not Rated	-	-
목표주가	-	-	-
EPS(22)	1,375	-	-
EPS(23)	2,120	-	-

호텔신라 상대주가 (%)



호텔신라 (008770)

면세점 부진을 호텔이 메꾸는 중

3분기 Preview: 호텔 사업부 선전

호텔신라 3분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 전망한다. 다만, 면세점이 아닌 호텔 사업부 실적 성장이 실적을 이끌 것으로 예상한다. 3분기 매출액은 1조 2,126억 원(전년동기대비 +25.2%), 영업이익 398억 원(전년동기대비 +90.7%)으로 추정한다.

3분기는 상대적으로 면세점이 부진하고 호텔 사업부 실적 개선이 돋보일 것으로 예상되는데, 그러한 이유는, 1) 면세점 업황이 2분기와 유사한 가운데, 점유율 유지 혹은 확대 전략을 구사하였고, 2) 달러화 강세에도 불구하고 재고 물량 조기 소진에 따라 마진 개선이 크지 않을 것으로 판단하기 때문이다.

반면, 호텔 사업부의 경우 ▶ 계절적 성수기 진입 및 해외여행 대체 수요에 따른 투숙율 증가, ▶ 이례적 수요 증가에 따른 ADR 상승으로 1회성을 제외할 경우 분기 사상 최대 실적을 달성할 것으로 전망한다. 3분기 면세점 영업이익은 전분기 대비 약 19억 원 감소한 129억 원, 호텔 사업부 영업이익은 269억 원으로 추정한다.

호텔 사업부 실적 개선 2023년에도 이어질 전망

호텔 사업부 실적 개선은 이어질 것으로 전망한다. 그렇게 추정하는 이유는 1) 내국인 여행 수요가 견조하게 유지될 것으로 보이고, 2) 서울호텔 기저와, 3) 호텔 사업부 레버리지 효과가 상당히 높기 때문이다. 당사에서는 2023년 호텔 사업부 매출액은 4,567억 원(전년동기대비 +6.2%), 영업이익 889억 원(전년동기대비 +27.7%)로 추정한다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	3,188	3,779	4,748	5,163	5,812
영업이익	-185	119	125	156	182
세전이익	-361	48	72	112	122
당기순이익	-283	27	55	85	92
EPS(원)	-7,085	677	1,375	2,120	2,303
증가율(%)	-267.0	-109.5	103.3	54.1	8.7
영업이익률(%)	-5.8	3.1	2.6	3.0	3.1
순이익률(%)	-8.9	0.7	1.2	1.6	1.6
ROE(%)	-36.7	4.5	9.1	12.5	12.2
PER	-11.6	115.3	51.9	33.7	31.0
PBR	5.3	5.4	4.5	4.0	3.6
EV/EBITDA	118.9	17.1	16.9	16.5	15.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

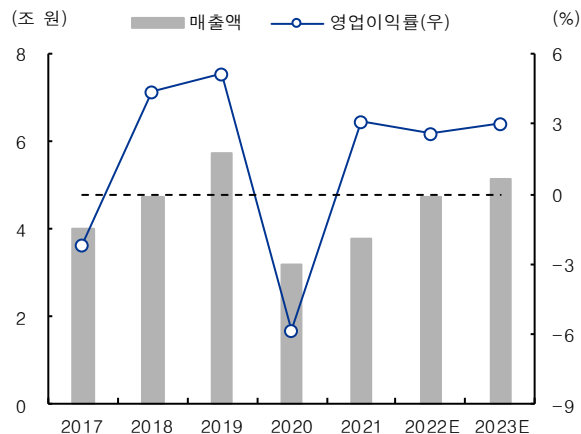
표 10. 호텔신라 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	7,271.0	9,534.0	9,687.0	11,299.0	10,944.0	11,659.0	12,114.2	12,758.9	37,791.0	47,476.1	51,625.3
YoY	-23.0	82.3	10.1	34.2	50.5	22.3	25.1	12.9	18.5	25.6	8.7
_면세점	6,324.0	8,465.0	8,576.0	10,074.0	9,785.0	10,101.0	10,747.3	11,771.9	33,439.0	42,405.2	46,772.0
YoY	-25.5	92.7	11.2	35.7	54.7	19.3	25.3	16.9	19.4	26.8	10.3
① 시내점	5,589.0	7,729.0	7,850.0	9,239.0	8,966.0	8,841.0	9,361.3	10,316.6	30,407.0	37,484.9	41,046.6
② 공항점	735.0	736.0	726.0	835.0	819.0	1,260.0	1,386.0	1,455.3	3,032.0	4,920.3	5,725.4
_호텔	947.0	1,069.0	1,111.0	1,225.0	1,159.0	1,558.0	1,366.9	987.0	4,352.0	5,070.9	4,853.3
YoY	0.2	27.7	2.4	23.0	22.4	45.7	23.0	-19.4	12.7	16.5	-4.3
① 서울호텔	236.0	352.0	333.0	396.0	350.0	495.0	565.3	410.4	1,317.0	1,820.7	1,885.9
② 제주호텔	152.0	231.0	232.0	237.0	220.0	242.0	296.0	182.6	852.0	940.6	995.1
③ 위탁운영	229.0	290.0	288.0	355.0	311.0	398.0	451.6	378.8	1,162.0	1,539.4	1,686.5
④ 기타	46.0	3.0	53.0	15.0	64.0	139.0	53.9	15.2	117.0	272.2	285.8
⑤ 레저	284.0	193.0	205.0	222.0	214.0	284.0	205.9	222.9	904.0	926.7	929.2
매출원가	4,292.7	5,507.9	5,224.2	5,539.4	5,164.7	7,214.1	7,608.9	8,058.9	20,564.2	28,046.6	28,497.4
YoY	-27.0	48.7	-12.3	2.9	20.3	31.0	45.6	45.5	-1.7	36.4	1.6
매출총이익	2,978.3	4,026.1	4,462.8	5,762.6	5,779.3	4,444.9	4,505.3	4,700.1	17,229.7	19,429.6	23,127.9
YoY	-16.2	164.0	57.1	89.9	94.0	10.4	1.0	-18.4	57.3	12.8	19.0
매출총이익률	41.0	42.2	46.1	51.0	52.8	38.1	37.2	36.8	45.6	40.9	44.8
판매및일반관리비	2,713.2	3,562.8	4,253.9	5,509.1	5,628.3	4,012.9	4,109.0	4,426.0	16,039.0	18,176.2	21,570.9
YoY	-35.7	65.0	40.0	62.7	107.4	12.6	-3.4	-19.7	25.2	13.3	18.7
영업이익	265.2	463.4	208.8	253.4	151.0	432.0	396.3	274.0	1,190.8	1,253.4	1,557.0
YoY	흑전	흑전	흑전	흑전	-43.1	-6.8	89.8	8.1	흑전	5.3	24.2
영업이익률	3.6	4.9	2.2	2.2	1.4	3.7	3.3	2.1	3.2	2.6	3.0

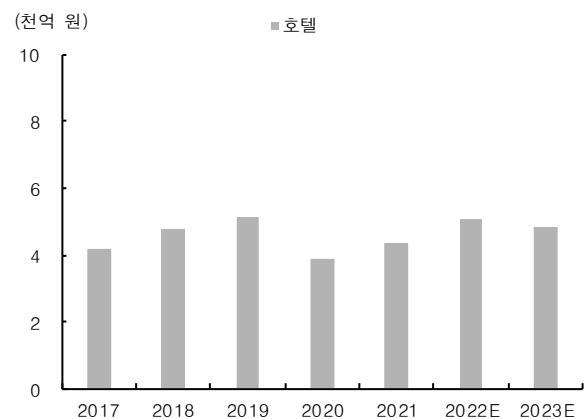
자료: 호텔신라, IBK투자증권

그림 82. 호텔신라 실적 추이 및 전망



자료: 호텔신라, IBK투자증권

그림 83. 호텔 사업부 실적 추이 및 전망



자료: 호텔신라, IBK투자증권

호텔신라 (008770)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	3,188	3,779	4,748	5,163	5,812
증가율(%)	-44.2	18.5	25.6	8.7	12.6
매출원가	2,093	2,056	2,585	2,850	3,578
매출총이익	1,095	1,723	2,162	2,313	2,234
매출총이익률 (%)	34.3	45.6	45.5	44.8	38.4
판매비	1,281	1,604	2,037	2,157	2,052
판매비율(%)	40.2	42.4	42.9	41.8	35.3
영업이익	-185	119	125	156	182
증가율(%)	-162.6	-164.1	5.5	24.2	17.1
영업이익률(%)	-5.8	3.1	2.6	3.0	3.1
순금융손익	-36	-31	-32	-44	-61
이자손익	-37	-33	-32	-44	-61
기타	1	2	0	0	0
기타영업외손익	-139	-39	-21	0	0
중속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-361	48	72	112	122
법인세	-77	21	17	27	29
법인세율	21.3	43.8	23.6	24.1	23.8
계속사업이익	-283	27	55	85	92
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-283	27	55	85	92
증가율(%)	-267.2	-109.5	104.1	54.0	8.7
당기순이익률 (%)	-8.9	0.7	1.2	1.6	1.6
지배주주당기순이익	-283	27	55	85	92
기타포괄이익	1	1	14	0	0
총포괄이익	-282	28	69	85	92
EBITDA	39	246	233	236	252
증가율(%)	-92.5	537.8	-5.6	1.4	7.0
EBITDA마진율(%)	1.2	6.5	4.9	4.6	4.3

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-7,085	677	1,375	2,120	2,303
BPS	15,588	14,411	15,934	17,863	19,976
DPS	200	200	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	-11.6	115.3	51.9	33.7	31.0
PBR	5.3	5.4	4.5	4.0	3.6
EV/EBITDA	118.9	17.1	16.9	16.5	15.7
성장성지표(%)					
매출증가율	-44.2	18.5	25.6	8.7	12.6
EPS증가율	-267.0	-109.5	103.3	54.1	8.7
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	-36.7	4.5	9.1	12.5	12.2
ROA	-8.8	1.0	2.0	2.9	3.1
ROIC	-37.7	3.6	7.3	11.4	12.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	363.8	360.5	348.5	314.3	285.9
순차입금 비율(%)	208.5	188.7	170.5	146.4	138.8
이자보상배율(배)	-4.2	3.0	2.9	2.7	2.4
활동성지표(배)					
매출채권회전율	41.9	103.3	102.5	103.4	104.7
재고자산회전율	4.3	6.1	7.4	7.6	8.2
총자산회전율	1.0	1.4	1.7	1.8	1.9

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	1,164	1,087	1,370	1,464	1,487
현금및현금성자산	240	243	345	385	318
유가증권	14	13	23	25	29
매출채권	29	45	48	52	59
재고자산	620	626	663	689	723
비유동자산	1,730	1,569	1,491	1,500	1,601
유형자산	625	590	563	510	486
무형자산	54	42	33	25	19
투자자산	325	274	212	226	253
자산총계	2,894	2,656	2,861	2,964	3,088
유동부채	775	1,012	1,108	1,131	1,166
매입채무및기타채무	138	169	192	208	237
단기차입금	90	4	105	105	106
유동성장기부채	0	300	260	260	260
비유동부채	1,495	1,068	1,116	1,118	1,121
사채	848	549	639	639	639
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	2,270	2,080	2,223	2,249	2,288
지배주주지분	624	576	637	715	799
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
자본조정등	-104	-104	-104	-104	-104
기타포괄이익누계액	-10	-4	9	9	9
이익잉여금	342	289	336	413	498
비지배주주지분	0	0	1	1	1
자본총계	624	577	638	715	800
비이자부채	710	735	765	791	830
총차입금	1,560	1,345	1,458	1,458	1,458
순차입금	1,301	1,089	1,088	1,047	1,110

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	-52	42	145	152	151
당기순이익	-283	27	55	85	92
비현금성 비용 및 수익	336	221	164	124	131
유형자산감가상각비	205	111	96	72	64
무형자산상각비	19	16	12	8	6
운전자본변동	-63	-207	-57	-13	-11
매출채권등의 감소	95	-15	-1	-4	-7
재고자산의 감소	218	-2	-32	-25	-34
매입채무등의 증가	-294	29	19	15	29
기타 영업현금흐름	-42	1	-17	-44	-61
투자활동 현금흐름	-260	134	-155	-114	-218
유형자산의 증가(CAPEX)	-48	-22	-38	-20	-40
유형자산의 감소	2	28	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-225	132	-29	-14	-27
기타	11	-4	-88	-80	-151
재무활동 현금흐름	48	-180	107	2	1
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	48	-180	107	2	1
기타 및 조정	-4	7	6	0	-1
현금의 증가	-268	3	103	40	-67
기초현금	508	240	243	345	385
기말현금	240	243	345	385	318

중립 (신규)

목표주가 14,000원
현재가 (10/25) 12,250원

KOSPI (10/25) 2,235.07pt
시가총액 289십억원
발행주식수 23,608천주
액면가 5,000원
52주 최고가 28,650원
최저가 12,150원
60일 일평균거래대금 0십억원
외국인 지분율 6.7%
배당수익률 (2022F) 4.1%

주주구성
롯데쇼핑 외 9 인 65.46%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	-39%	-42%
절대기준	-12%	-48%	-57%

	현재	직전	변동
투자의견	중립	-	-
목표주가	14,000	-	-
EPS(22)	-126	-	-
EPS(23)	1,381	-	-

롯데하이마트 상대주가 (%)



롯데하이마트 (071840)

전사적 변화가 필요한 시점

3분기 Preview: 부진한 영업환경 이어질 전망

롯데하이마트 3분기 실적은 상반기 부진한 흐름을 이어갈 것으로 전망한다. 3분기 매출액은 8,949억 원(전년동기대비 -14.0%), 영업이익 94.7억 원(전년동기대비 -81.4%)으로 추정한다. 부정적 실적을 예상하는 이유는 1) 주택 거래량 감소에 따라 가전 수요가 위축되고 있고, 2) 계절성 가전 판매량이 부진하였으며, 3) 온라인 채널 비중 증가에 따른 마진을 하락과, 4) 가전 트렌드 변화에 따른 양판점 수요 감소, 5) 점당 매출액 감소로 인한 고정비 부담이 높아질 것으로 분석되기 때문이다.

업황 부진을 이겨낼 수 있는 전략적 변화가 필요

동사의 영업실적 부진의 원인은 트렌드 변화에 따른 경쟁력 감소와 소비경기 둔화가 맞물린 결과로 해석된다. 업황 부진은 어쩔 수 없더라도 점유율 확대 혹은 성장을 위한 전략적 변화는 필요하다는 판단이다. 최근 가전 소비는 브랜드 제품군을 전체적으로 소비하고 있으며, 이를 공급할 수 있는 채널망이 주목받고 있다. 기능만을 중시하는 측면에서 디자인까지 중요시되는 소비자 니즈가 반영된 결과로 해석된다. 동사의 채널망은 상대적으로 이러한 소비자 니즈를 충족시키지 못하고 있다. 또한, 가전 제품군 판매가 주를 이루고 있다는 점에서 전방산업 업황에 취약한 구조를 가지고 있다. 당사에서 판단하기에 이러한 구조를 타개하기 위한 전략적 변화가 시급한 시점으로 판단한다.

투자의견 중립, 목표주가 1.4만원 제시

동사에 대한 투자의견 중립과 목표주가 1.4만원을 제시한다. 목표주가 산정은 2023년 예상EPS 1,381원에 Target PER 10배를 적용하였다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,052	3,870	3,496	3,551	3,636
영업이익	161	107	9	53	63
세전이익	65	-33	-4	43	55
당기순이익	29	-57	-3	33	42
EPS(원)	1,217	-2,434	-126	1,381	1,773
증가율(%)	-128.7	-300.0	-94.8	-1,193.5	28.4
영업이익률(%)	4.0	2.8	0.3	1.5	1.7
순이익률(%)	0.7	-1.5	-0.1	0.9	1.2
ROE(%)	1.5	-3.1	-0.2	1.8	2.3
PER	25.6	-10.3	-97.0	8.9	6.9
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.1	4.8	6.0	5.3	5.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

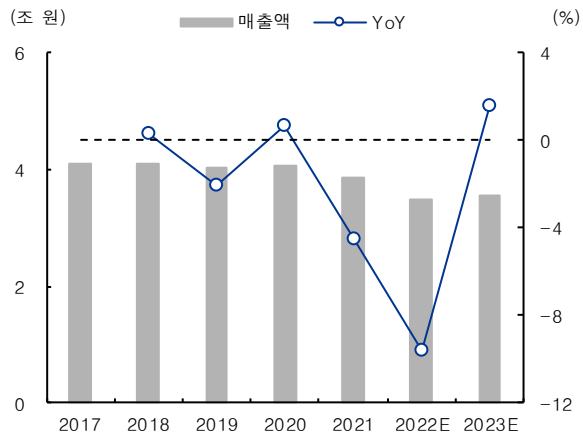
표 11. 롯데하이마트 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	9,558.8	9,880.9	10,403.0	8,854.8	8,412.2	8,874.5	8,949.3	8,725.6	38,697.5	34,961.7	35,514.7
YoY, %	3.3	-11.4	-0.7	-8.1	-12.0	-10.2	-14.0	-1.5	-4.5	-9.7	1.6
매출원가	7,326.0	7,412.3	7,748.4	6,883.6	6,552.3	6,767.4	6,776.7	6,695.8	29,370.3	26,792.2	26,898.6
YoY, %	4.4	-10.0	-0.8	-6.8	-10.6	-8.7	-12.5	-2.7	-3.6	-8.8	0.4
매출총이익	2,232.8	2,468.6	2,654.5	1,971.3	1,859.9	2,107.2	2,172.7	2,029.7	9,327.2	8,169.5	8,616.1
YoY, %	-0.1	-15.4	-0.4	-12.4	-16.7	-14.6	-18.2	3.0	-7.3	-12.4	5.5
매출총이익률, %	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
판매 및 일반관리비	1,975.4	2,138.0	2,145.5	2,001.0	1,941.5	2,104.7	2,078.0	1,960.1	8,259.9	8,084.3	8,087.0
YoY, %	-3.1	-3.9	1.9	-4.0	-1.7	-1.6	-3.1	-2.0	-2.3	-2.1	0.0
인건비	646.0	613.3	630.2	493.3	611.5	609.9	630.5	499.8	2,382.9	2,351.8	2,388.1
판매관리비	564.0	623.6	574.4	551.8	570.8	598.4	488.9	532.7	2,313.8	2,190.8	2,203.3
일반관리비	490.5	516.9	517.0	673.5	496.4	526.6	527.4	647.6	2,197.8	2,164.4	2,139.9
물류원가	274.9	384.1	424.0	282.3	262.8	369.7	431.2	280.0	1,365.3	1,343.7	1,355.7
영업이익	257.4	330.6	509.0	-29.7	-81.7	2.5	94.7	69.6	1,067.3	85.2	529.1
YoY, %	31.8	-52.3	-9.0	적전	적전	-99.2	-81.4	흑전	-33.8	-92.0	521.2
영업이익률, %	2.7	3.3	4.9	-0.3	-1.0	0.0	1.1	0.8	2.8	0.2	1.5

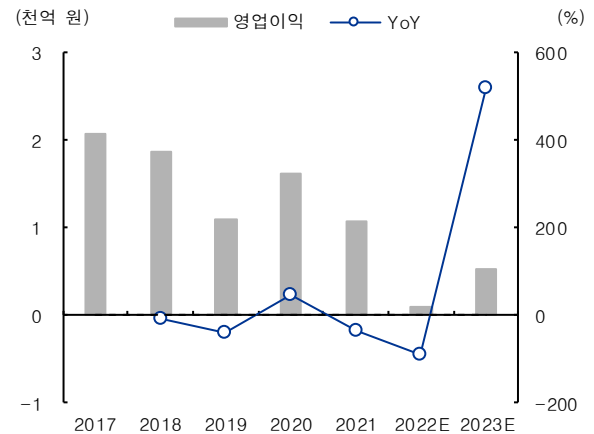
자료: 롯데하이마트, IBK투자증권

그림 84. 롯데하이마트 매출액 추이 및 전망



자료: 롯데하이마트, IBK투자증권

그림 85. 롯데하이마트 영업이익 추이 및 전망



자료: 롯데하이마트, IBK투자증권

롯데하이마트 (071840)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	4,052	3,870	3,496	3,551	3,636
증가율(%)	0.6	-4.5	-9.7	1.6	2.4
매출원가	3,045	2,937	2,679	2,690	2,754
매출총이익	1,006	933	817	862	882
매출총이익률 (%)	24.8	24.1	23.4	24.3	24.3
판매비	845	826	808	809	819
판매비율(%)	20.9	21.3	23.1	22.8	22.5
영업이익	161	107	9	53	63
증가율(%)	46.6	-33.7	-92.0	521.2	19.2
영업이익률(%)	4.0	2.8	0.3	1.5	1.7
순금융손익	-17	-14	-15	-10	-8
이자손익	-17	-14	-15	-10	-8
기타	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-79	-126	2	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	65	-33	-4	43	55
법인세	36	24	-1	10	13
법인세율	55.4	-72.7	25.0	23.3	23.6
계속사업이익	29	-57	-3	33	42
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	29	-57	-3	33	42
증가율(%)	-128.7	-300.0	-94.8	-1,193.5	28.4
당기순이익률 (%)	0.7	-1.5	-0.1	0.9	1.2
지배주주당기순이익	29	-57	-3	33	42
기타포괄이익	-1	6	1	0	0
총포괄이익	28	-52	-2	33	42
EBITDA	305	248	127	139	141
증가율(%)	24.2	-18.7	-48.7	9.5	1.0
EBITDA마진율(%)	7.5	6.4	3.6	3.9	3.9

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	1,217	-2,434	-126	1,381	1,773
BPS	81,582	77,405	76,340	77,230	78,318
DPS	1,200	1,000	500	700	900
밸류에이션(배)					
PER	25.6	-10.3	-97.0	8.9	6.9
PBR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	4.1	4.8	6.0	5.3	5.0
성장성지표(%)					
매출증가율	0.6	-4.5	-9.7	1.6	2.4
EPS증가율	-128.7	-300.0	-94.8	-1,193.5	28.4
수익성지표(%)					
배당수익률	3.9	4.0	4.1	5.7	7.3
ROE	1.5	-3.1	-0.2	1.8	2.3
ROA	0.9	-1.8	-0.1	1.0	1.3
ROIC	1.4	-3.0	-0.2	1.8	2.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	73.9	61.1	72.1	73.7	73.5
순차입금 비율(%)	26.0	33.1	26.5	24.4	22.2
이자보상배율(배)	7.0	5.7	0.4	2.1	2.5
활동성지표(배)					
매출채권회전율	48.4	52.6	46.0	43.1	42.3
재고자산회전율	7.9	7.6	6.7	6.7	6.6
총자산회전율	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	989	683	952	1,027	1,078
현금및현금성자산	236	40	324	361	397
유가증권	155	20	0	0	0
매출채권	75	72	80	85	87
재고자산	494	522	515	547	560
비유동자산	2,360	2,261	2,149	2,140	2,129
유형자산	458	485	466	439	422
무형자산	1,423	1,291	1,286	1,283	1,280
투자자산	146	198	179	186	189
자산총계	3,349	2,944	3,101	3,167	3,207
유동부채	846	576	889	933	947
매입채무및기타채무	202	148	183	204	209
단기차입금	0	0	69	73	75
유동성장기부채	330	139	340	340	340
비유동부채	577	541	410	411	411
사채	239	339	140	140	140
장기차입금	97	0	92	92	92
부채총계	1,423	1,116	1,299	1,344	1,358
지배주주지분	1,926	1,827	1,802	1,823	1,849
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
자본조정등	0	-19	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	752	672	647	668	693
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,926	1,827	1,802	1,823	1,849
비이자부채	532	452	498	538	550
총차입금	891	664	801	806	808
순차입금	500	604	478	445	410

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	370	146	177	104	110
당기순이익	29	-57	-3	33	42
비현금성 비용 및 수익	288	336	137	96	86
유형자산감가상각비	137	136	113	83	75
무형자산상각비	7	5	5	4	3
운전자본변동	69	-99	66	-15	-10
매출채권등의 감소	0	0	1	-5	-2
재고자산의 감소	38	-28	7	-32	-13
매입채무등의 증가	0	0	-3	21	5
기타 영업현금흐름	-16	-34	-23	-10	-8
투자활동 현금흐름	-206	5	27	-78	-67
유형자산의 증가(CAPEX)	-61	-73	-55	-56	-58
유형자산의 감소	0	1	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-4	-7	-1	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	24	-8	-3
기타	-141	84	59	-14	-6
재무활동 현금흐름	23	-348	79	11	-7
차입금의 증가(감소)	96	0	100	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-73	-348	-21	11	-7
기타 및 조정	0	0	1	0	0
현금의 증가	187	-197	284	37	36
기초현금	50	236	40	324	361
기말현금	236	40	324	361	397

매수 (신규)

목표주가 58,000원
현재가 (10/25) 48,050원

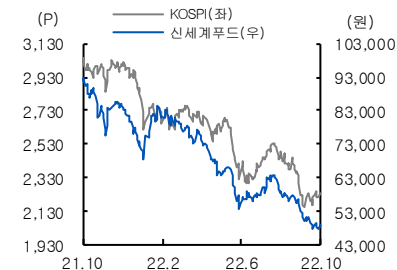
KOSPI (10/25) 2,235.07pt
시가총액 186십억원
발행주식수 3,872천주
액면가 5,000원
52주 최고가 92,900원
최저가 47,800원
60일 일평균거래대금 0십억원
외국인 지분율 3.6%
배당수익률 (2022F) 1.6%

주주구성
이마트 외 4 인 55.55%
국민연금공단 8.60%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-11%	-25%	-29%
절대기준	-13%	-37%	-47%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	-	-
목표주가	58,000	-	-
EPS(22)	5,413	-	-
EPS(23)	5,883	-	-

신세계푸드 상대주가 (%)



신세계푸드 (031440)

사업 포트폴리오 상대적으로 안정

3분기 Preview: 안정적 실적 전망

신세계푸드 3분기 실적은 안정적인 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 3분기 매출액은 전년동기대비 +5.2% 성장한 3,610억 원, 영업이익 69억 원(전년동기대비 +9.5%)에 달할 것으로 추정한다. 안정적 실적을 예상하는 이유는 1) 식수 회복 및 외식경기 호조가 예상되고, 2) 노브랜드 버거 안정적 수익 기여도 증가, 3) 스타벅스향 매출액 성장, 5) 그룹사 유통망 매출액 성장이 예상되기 때문이다.

기존 사업부 안정화와 신규 사업

동사의 실적은 더욱 견고해질 것으로 예상된다. 그렇게 판단하는 근거는 1) 신규 수주한 단체급식 사업장 가동률이 증가할 것으로 보이고, 2) 노브랜드버거 매장 확대에 따른 공급 매출 증가, 3) 그룹내 유통매출 견조, 4) 판가 인상을 통한 원가율 상쇄가 기대되기 때문이다. 또한, 동사의 경우 과거 대비 사업포트폴리오가 상당히 안정적으로 이루어지고 있다. ▶ 가맹점 확대를 통해 외식사업부 체질 개선을 이루어 냈고, ▶ 수익성 위주의 단체급식 사이트 운영, ▶ 상대적으로 안정적인 그룹사 비중이 증가하고 있기 때문이다. 동사는 향후 IP 및 대체육 사업 확대를 통해 성장 모멘텀을 확보할 계획이다. 현재 동 사업부 성장성을 판단하기는 어렵지만, 기존 사업부가 안정화되는 가운데 전략적인 성장 전략을 모색하고 있다는 점에서 긍정적이라 판단한다.

투자의견 매수, 목표주가 5.8만원 제시

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 5.8만원을 제시한다. 목표주가는 2023년 예상EPS 5,883원에 Target PER 10배를 적용하여 산정하였다.

(단위:십억원,배)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,240	1,333	1,393	1,453	1,514
영업이익	8	29	29	32	34
세전이익	-27	5	26	30	34
당기순이익	-22	2	21	23	26
EPS(원)	-5,677	624	5,413	5,883	6,675
증가율(%)	-605.1	-111.0	767.3	8.7	13.5
영업이익률(%)	0.6	2.2	2.1	2.2	2.2
순이익률(%)	-1.8	0.2	1.5	1.6	1.7
ROE(%)	-7.3	0.9	7.1	7.3	7.7
PER	-11.5	131.2	8.9	8.2	7.2
PBR	0.9	1.1	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.0	8.1	6.8	7.0	6.6

자료: Company data, IBK투자증권 예상

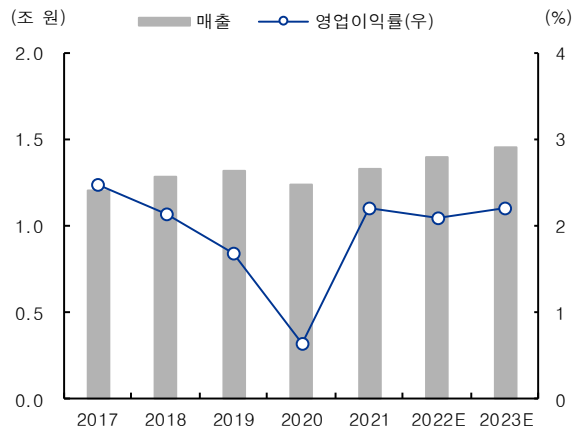
표 12. 신세계푸드 분기 및 연간 실적 추이(연결)

(단위: 억 원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2021	2022E
매출	3,200	3,324	3,432	3,373	3,239	3,537	3,610	3,549	13,329	13,935
YoY, %	4.9	8.2	6.9	9.8	1.2	6.4	5.2	5.2	7.5	4.5
_식음사업	1,332	1,411	1,390	1,403	1,278	1,426	1,451	1,440	5,536	5,596
_세련식품	61	52	53	63	54	50	56	66	229	236
_스무디킹코리아	20	25	21	16	14	20	22	17	82	84
_식자재	1,839	1,882	2,011	1,942	1,946	2,088	2,076	2,021	7,674	8,130
_물류	3	5	6	4	5	3	6	4	17	18
매출원가	2,744	2,810	2,930	2,849	2,771	2,978	3,089	2,973	11,333	11,810
YoY, %	1.1	4.9	5.9	7.8	1.0	6.0	5.4	4.3	4.9	4.2
매출총이익	456	514	502	524	468	559	521	576	1,996	2,125
YoY, %	36	31	13	22	3	9	4	10	25	6
매출총이익률, %	14.2	15.5	14.6	15.5	14.4	15.8	14.4	16.2	15.0	15.2
판매 및 일반관리비	405	432	439	427	429	474	453	477	1,703	1,832
YoY, %	8	18	10	12	6.0	9.8	3.2	11.6	12	8
_인건비	117	120	116	131	124	129	113	135	485	501
_감가상각비	40	42	13	61	36	12	12	20	157	80
_기타	241	263	302	228	262	327	322	316	1,035	1,227
영업이익	51	82	64	96	39	85	69	99	293	292
YoY, %	흑전	234.3	41.8	102.7	-23.4	4.5	7.7	2.8	278.8	-0.3
영업이익률, %	1.6	2.5	1.9	2.9	1.2	2.4	1.9	2.8	2.2	2.1

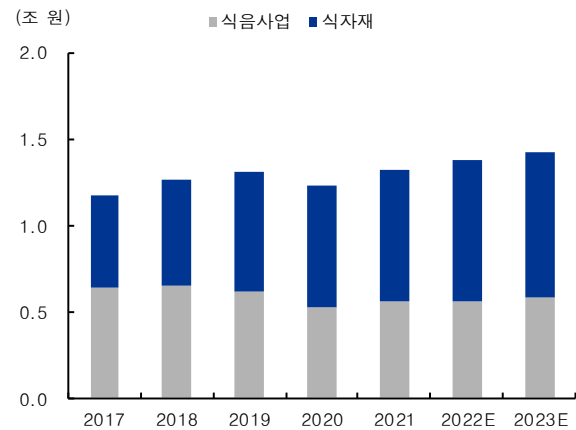
자료: 신세계푸드, IBK투자증권

그림 86. 신세계푸드 매출액 및 영업이익률



자료: 신세계푸드, IBK투자증권

그림 87. 주요 사업부문 실적 추이 및 전망



자료: 신세계푸드, IBK투자증권

신세계푸드 (031440)

포괄손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	1,240	1,333	1,393	1,453	1,514
증가율(%)	-6.0	7.5	4.5	4.2	4.2
매출원가	1,080	1,133	1,181	1,231	1,283
매출총이익	160	200	212	221	231
매출총이익률 (%)	12.9	15.0	15.2	15.2	15.3
판매비	152	170	183	190	196
판매비율(%)	12.3	12.8	13.1	13.1	12.9
영업이익	8	29	29	32	34
증가율(%)	-65.1	278.6	-0.2	9.3	7.6
영업이익률(%)	0.6	2.2	2.1	2.2	2.2
순금융손익	-7	-13	-6	-6	-5
이자손익	-7	-12	-7	-6	-5
기타	0	-1	1	0	0
기타영업외손익	-27	-12	3	4	5
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	-27	5	26	30	34
법인세	-5	2	5	7	8
법인세율	18.5	40.0	19.2	23.3	23.5
계속사업이익	-22	2	21	23	26
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-22	2	21	23	26
증가율(%)	-605.1	-111.0	767.3	8.7	13.5
당기순이익률 (%)	-1.8	0.2	1.5	1.6	1.7
지배주주당기순이익	-22	2	21	23	26
기타포괄이익	-7	2	0	0	0
총포괄이익	-29	4	21	23	26
EBITDA	66	83	75	72	74
증가율(%)	-11.4	25.5	-10.0	-4.4	3.2
EBITDA마진율(%)	5.3	6.2	5.4	5.0	4.9

투자지표

(12월 결산)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	-5,677	624	5,413	5,883	6,675
BPS	73,152	73,549	78,129	83,262	89,186
DPS	750	750	750	750	750
밸류에이션(배)					
PER	-11.5	131.2	8.9	8.2	7.2
PBR	0.9	1.1	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.0	8.1	6.8	7.0	6.6
성장성지표(%)					
매출증가율	-6.0	7.5	4.5	4.2	4.2
EPS증가율	-605.1	-111.0	767.3	8.7	13.5
수익성지표(%)					
배당수익률	1.1	0.9	1.6	1.6	1.6
ROE	-7.3	0.9	7.1	7.3	7.7
ROA	-2.7	0.3	2.4	2.5	2.8
ROIC	-5.0	0.6	5.5	5.9	6.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	213.2	208.8	195.6	185.8	176.2
순차입금 비율(%)	144.2	123.9	106.3	96.9	88.1
이자보상배율(배)	0.8	1.6	2.6	2.8	3.1
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.1	11.7	11.9	12.0	12.0
재고자산회전율	12.0	15.2	13.5	12.2	12.2
총자산회전율	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	247	272	326	346	366
현금및현금성자산	21	45	69	79	87
유가증권	0	0	1	1	1
매출채권	112	116	119	123	129
재고자산	85	90	117	121	127
비유동자산	640	608	568	576	588
유형자산	286	279	262	262	264
무형자산	61	60	55	54	52
투자자산	33	32	31	32	33
자산총계	887	879	894	921	954
유동부채	247	177	281	288	297
매입채무및기타채무	42	54	53	55	57
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	100	0	100	100	100
비유동부채	357	418	310	311	312
사채	100	200	100	100	100
장기차입금	0	0	0	0	0
부채총계	604	595	592	599	609
지배주주지분	283	285	303	322	345
자본금	19	19	19	19	19
자본잉여금	70	70	70	70	70
자본조정등	-2	-2	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	-1	0	0	0	0
이익잉여금	197	197	215	235	258
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	283	285	303	322	345
비이자부채	176	197	200	207	217
총차입금	428	398	392	392	392
순차입금	408	353	322	312	304

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	63	73	42	52	52
당기순이익	-22	2	21	23	26
비현금성 비용 및 수익	103	95	60	42	40
유형자산감가상각비	57	51	43	38	38
무형자산상각비	2	3	2	2	1
운전자본변동	-13	-13	-32	-6	-8
매출채권등의 감소	1	-1	-2	-4	-6
재고자산의 감소	35	-4	-28	-4	-6
매입채무등의 증가	-8	10	-3	2	3
기타 영업현금흐름	-5	-11	-7	-7	-6
투자활동 현금흐름	-34	-27	-3	-48	-53
유형자산의 증가(CAPEX)	-33	-41	-31	-38	-40
유형자산의 감소	3	3	1	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
기타	-4	11	27	-9	-12
재무활동 현금흐름	-31	-22	-15	6	8
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-31	-22	-15	6	8
기타 및 조정	-1	0	-1	0	1
현금의 증가	-3	24	23	10	8
기초현금	24	21	45	69	79
기말현금	21	45	69	79	87

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	관련
해당 사항 없음												

투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

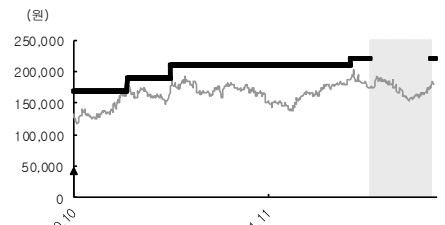
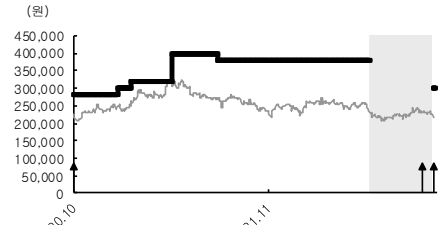
종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
적극 매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

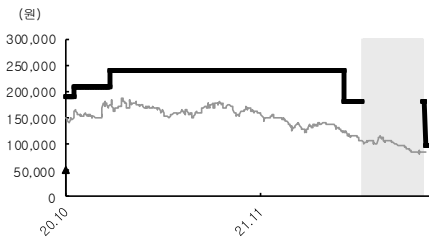
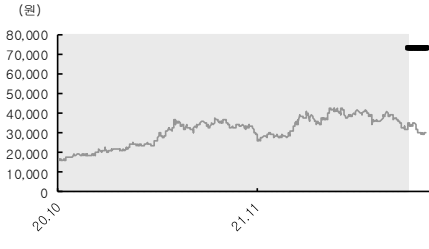
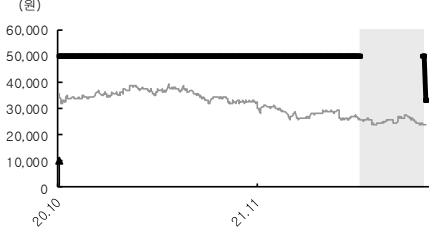
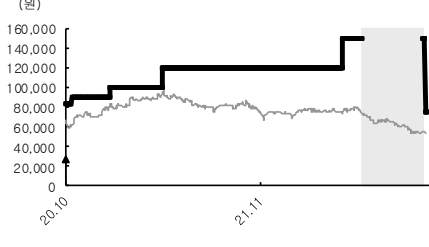
투자등급 통계 (2021.10.01~2022.09.30)

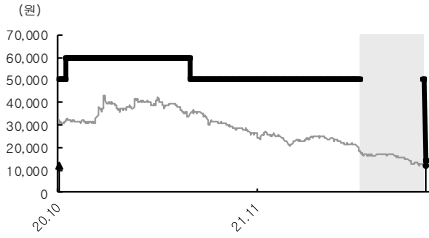
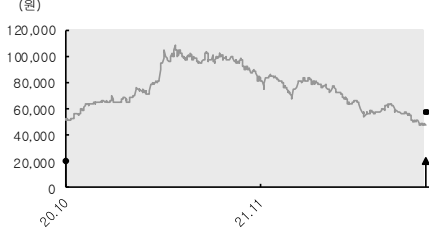
투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	151	95
중립	8	5
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

BGF리테일	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.04.07	매수	170,000	-19.48	0.00					
	2021.02.10	매수	190,000	-14.12	-6.58					
	2021.05.10	매수	210,000	-19.61	-8.57					
	2022.05.10	매수	220,000	-20.11	-7.73					
	2022.10.20	담당자변경	-	-	-					
	2022.10.25	매수	220,000							
신세계	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.08.13	매수	280,000	-19.94	-8.93					
	2021.01.22	매수	300,000	-19.00	-15.00					
	2021.02.18	매수	320,000	-10.83	0.63					
	2021.05.13	매수	400,000	-27.95	-19.63					
	2021.08.13	매수	380,000	-35.13	-26.05					
	2022.08.13	1년경과	380,000	-39.80	-35.13					
	2022.10.20	담당자변경	-	-	-					
	2022.10.25	매수	300,000							

이마트	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.10.15	매수	190,000	-21.27	-18.42					
	2020.11.11	매수	210,000	-24.01	-12.86					
	2021.01.22	매수	240,000	-31.53	-21.25					
	2022.01.22	1년경과	240,000	-44.05	-40.63					
	2022.05.13	매수	180,000	-43.03	-29.44					
	2022.10.20	담당자변경	-	-	-					
	2022.10.25	매수	98,000							
CJ프레시웨이	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2022.09.20	적극매수	73,000	-55.98	-51.92					
	2022.10.25	적극매수	73,000							
GS리테일	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.08.10	매수	50,000	-28.91	-21.50					
	2021.08.10	1년경과	50,000	-41.75	-30.80					
	2022.08.10	1년경과	50,000	-48.68	-45.00					
	2022.10.20	담당자변경	-	-	-					
	2022.10.25	매수	33,000							
현대백화점	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.09.18	매수	83,000	-27.57	-18.31					
	2020.11.06	매수	90,000	-19.04	-10.44					
	2021.01.22	매수	100,000	-13.70	-7.20					
	2021.05.09	매수	120,000	-33.50	-19.42					
	2022.05.09	1년경과	120,000							
	2022.05.10	매수	150,000	-55.66	-46.33					
	2022.10.20	담당자변경	-	-	-					
	2022.10.25	매수	75,000							

롯데하이마트	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2020.04.07	매수	50,000	-40.07	-23.00					
	2020.11.09	매수	60,000	-38.41	-27.67					
	2021.07.15	매수	50,000	-48.92	-27.20					
	2022.07.15	1년경과	50,000	-69.23	-65.60					
	2022.10.20	담당자변경	-	-	-					
	2022.10.25	중립	14,000							
신세계푸드	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)		추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	과리율(%)	
				평균	최고/최저				평균	최고/최저
	2022.10.25	매수	58,000							