



2018년 10월 2일 | Equity Research

유통

3QPre: 대형주 기지개를 펴다

이마트, 롯데쇼핑의 실적 턴어라운드 시작

3분기 백화점 기준점 성장률은 YoY 3%, 대형마트는 1% 수준으로 추정한다. 확연히 눈에 띄는 것은 대형주들의 실적 모멘텀 회복이다. 이마트는 오프라인 대형마트 기준점이 YoY 1%를 기록하고, 이마트몰과 트레이더스, 이마트24, 프라퍼티 등 신사업 부문 이익 기여도가 확대되면서 증익 전환이 예상된다. 롯데쇼핑은 국내 백화점과 대형마트 외형 성장과 비용 효율화로 YoY 150% 이상 증익이 가능할 전망이다. 3분기 실적 모멘텀을 기점으로 주가 측면에서도 턴어라운드 국면이 기대된다.

현대백화점, 면세점 불확실성 요인 상존

현대백화점은 영업이익이 YoY 14% 증가하는 양호한 실적에도 불구하고, 11월부터 본격화되는 면세사업과 2019년도 백화점 업황 불확실성은 주가 상승을 제약하는 요인이다. 롯데하이마트는 3분기부터 베이스가 너무 높다. 건조기 이후 신규 카테고리 부재한 상태로 증장기 YoY 5% 내외 저성장 국면이 예상된다. 면세점은 YoY 25% 이상 면세점 시장 성장률은 긍정적이지만, 알선수수료 인상에 따른 경쟁심화 우려가 상존하고 있다. 중소형 여행사와 브랜드에 한정된 것으로 영향이 크지 않을 것으로 예상되지만, 3분기 실적 훼손이 예상보다 클 경우, 밸류에이션 할인 요인으로 작용할 가능성이 크다. 기대치에 부합할 경우 호텔신라 높은 실적 모멘텀, 신세계 저평가 매력에 부각될 수 있다. 편의점은 3분기 실적보다 점포당 매출 성장률 제고가 과제다. PER 20배 이상의 밸류에이션을 위해서는 2019년 편의점 시장 성장률 YoY 7~8%가 담보돼야 한다. 홈쇼핑은 무난한 외형 및 이익 성장 중으로 방어주 역할에 충실할 수 있다.

Top Picks 이마트(TP 28만원), 롯데쇼핑(TP 23→25만원)

2019년 가장 기대되는 종목은 이마트다. 가파른 시장점유율과 사업구조 개선이 2019년 높은 이익 개선과 밸류에이션 회복으로 나타날 수 있다. 주가 측면 그 시작점은 3분기 증익 시그널이 될 것으로 본다. 롯데쇼핑은 부실 사업을 떨어내고 제반 사업이 정상화되면서 절대적인 저평가 국면을 벗어날 수 있게 되었다. 다만, 사업구조 개선을 기대하기는 무리가 있는 만큼, 중장기적 관점 보다, 밸류에이션 밴드에 투자 기준을 맞춰야 할 듯 하다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(10월1일)
이마트(139480)	BUY	280,000원	210,500원
롯데쇼핑(023530)	BUY	250,000원(상향)	209,500원
호텔신라(008770)	BUY	130,000원	108,000원



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

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

CONTENTS

1. 3분기 업체별 실적 및 주가 전망	2
1) 롯데쇼핑, 2020년 영업이익 1조원 회복을 향하여	2
2) 이마트, 3분기 기점, 중장기 실적 및 주가 턴어라운드	4
3) 현대백화점: 양호한 실적 불구 2가지 불확실성	6
4) 롯데하이마트: 높은 베이스 부담	6
5) 면세점: 3분기 알선수수료 상승 영향 관건	8
6) 편의점: 점포당 매출 성장률 제고 필요	11
7) 홈쇼핑: 무난한 실적 개선 지속	11
2. 소비지표 분석: 현재 소비는 양호, 설비투자 회복 관건	12
1) 소비심리와 실제 소비의 괴리	12
2) 현재 소비 판단: 실제 소비는 회복세	12
3) 향후 소비 판단(가계구매력): 소득(기대)>고용(우려), but 설비투자부진 부담	14
3. 이슈 분석	16
1) 입국장 면세점 영향: 인도장 도입 여부가 핵심	16
2) 중국 전자상거래법 개정, 웨이상 위축 가능성 및 면세점 영향 제한적	16
Top Picks 및 관심종목	19
이마트(139480)	20
롯데쇼핑(023530)	24
호텔신라(008770)	28

1. 3분기 업체별 실적 및 주가 전망

1) 롯데쇼핑, 2020년 영업이익 1조원 회복을 향하여

3분기 백화점 기준점 YoY 3%,
대형마트는 1% 추정
백화점 실적 모멘텀 가능
- 롯데쇼핑 1,610억원(YoY 155%)
- 현대백화점 790억원(YoY 14%)

롯데쇼핑 중국 사업 부실과
국내 사업 부진 불확실성 완화

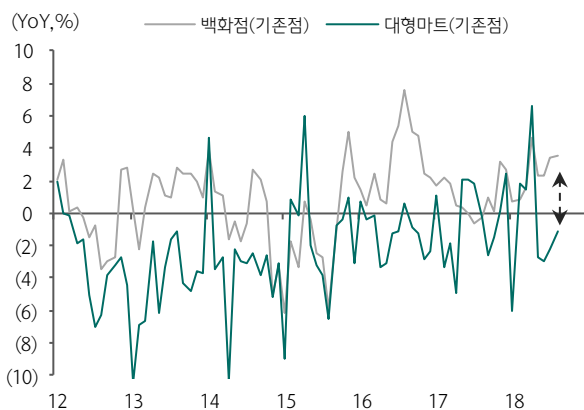
3분기 시작으로
2019년 국내외 대형마트 흑자전환,
2020년 연결 영업이익 1조원 회복

3분기 백화점 기준점 성장률은 YoY 3%, 대형마트는 1% 수준으로 추정한다. 9월 실적이 특히 좋았다. 백화점 기준점이 YoY 4%, 대형마트는 YoY 7%까지 상승한 것으로 보인다. 백화점의 경우 전년도 높은 베이스(2017년 9월 기준점 4.9%)를 감안하면 상당히 양호한 실적이다. 롯데쇼핑과 현대백화점의 3분기 실적 모멘텀 가능성이 커졌다(OP 롯데쇼핑 1,610억원/YoY 155%, 현대백화점 790억원/YoY 14%). 대형마트는 추석 전날 의무휴업으로 불안감이 컸다. 가장 매출 비중이 큰 명절 전 3일동안 대목이 훼손되는 것이었다. 다행히 홍보가 성공적으로 이뤄지면서 기대했던 매출 수준을 달성하였다. 이에 따라 이마트의 3분기 기준점 성장률은 YoY 1%, 연결 기준 영업이익은 2,140억원(YoY 6%)으로 증익 가능성이 커졌다.

롯데쇼핑은 중국 사업 부실과 국내 사업 부진의 두가지 불확실성이 완화되고 있다. 중국 대형마트 잔여 12개점 점포를 9월 내 폐점하기로 했다. 추가적인 충당금이나 유상증자 가능성이 제한적이다. 매각 대금 약 5,400억원(매각 차익)은 3분기 연결 실적에 계상될 예정이다. 애초 4개 점포 계약 철회는 아쉬움이 있지만, 중국 대형마트 사업 불확실성 소멸이 더 긍정적이다. 지난 4월 유상증자 5,800억원(차입금 상환 4,100억원+운영자금 1,700억원) 가운데 상당 부분을 회수하는 것이다.

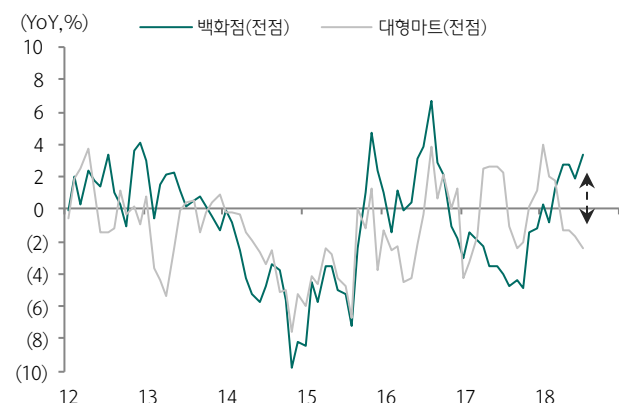
국내 사업 부진의 주 요인으로 작용했던 대형마트의 경우 7월 기준점이 3% 역신장했지만, 판관비 절감으로 YoY 증익을 기록한 것으로 파악되고 있다. 8~9월 기준점은 YoY 5% 성장한 것으로 추정된다. 3분기 실적을 시작으로 2019년 국내외 대형마트 부문 흑자전환, 2020년 연결 영업이익 1조원 기업으로 회복이 예상된다. 특별한 사업구조 개선에 의한 경쟁력 강화를 논하기는 어렵지만, 부실사업 정리로 PBR 0.4배의 절대적 저평가 상태는 충분히 벗어날 수 있는 모멘텀이다.

그림 1. 백화점과 대형마트 기준점 성장률



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 2. 백화점과 대형마트 전점 성장률



자료: 통계청, 하나금융투자

표 1. 롯데쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

연결기준 3분기 매출과 영업이익 각각
YoY 0.5%, 155% 증가한
4조 5,780억원, 1,610억원 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	4,446	4,400	4,557	4,768	18,171	4,347	4,423	4,531	5,092	18,392
백화점	797	762	723	942	3,224	822	770	742	990	3,324
국내	764	735	694	913	3,106	793	742	711	956	3,202
해외	33	27	29	29	118	29	28	30	34	122
마트	1,775	1,600	1,647	1,557	6,579	1,552	1,581	1,673	1,641	6,447
국내	1,218	1,190	1,313	1,231	4,952	1,226	1,197	1,326	1,246	4,995
해외	557	410	334	326	1,627	326	385	347	395	1,453
하이마트	896	1,061	1,180	963	4,099	952	1,087	1,168	997	4,205
슈퍼	545	529	531	492	2,097	520	503	515	485	2,023
홈쇼핑	226	235	212	253	926	231	221	220	262	934
시네마	161	150	202	196	709	175	150	212	207	744
영업이익	155	42	63	270	530	165	35	161	268	629
백화점	114	40	57	185	396	143	56	70	217	486
국내	135	61	77	201	474	160	73	85	226	544
해외	(21)	(21)	(20)	(16)	(78)	(17)	(17)	(15)	(9)	(59)
마트	(20)	(77)	(86)	(47)	(230)	(44)	(79)	(6)	(0)	(130)
국내	8	(22)	15	20	21	6	(38)	21	16	5
해외	(28)	(55)	(101)	(67)	(251)	(50)	(41)	(28)	(16)	(135)
하이마트	36	61	81	29	207	41	67	78	30	217
슈퍼	2	2	(3)	(3)	(2)	(10)	(14)	(10)	(12)	(47)
홈쇼핑	29	36	18	29	112	32	22	20	32	106
시네마	2	0	14	11	27	7	(6)	15	14	30
세전이익	138	12	(552)	230	(172)	59	(192)	81	156	104
지배주주순이익	90	(33)	(559)	358	(145)	(36)	(242)	49	63	(166)
영업이익률(%)	2.6	0.7	1.0	4.1	2.1	2.8	0.6	2.6	3.8	2.5
백화점	14.3	5.2	7.9	19.6	12.3	17.4	7.3	9.5	21.9	14.6
마트	(1.1)	(4.8)	(5.2)	(3.0)	(3.5)	(2.8)	(5.0)	(0.4)	(0.0)	(2.0)
하이마트	4.1	5.8	6.9	3.0	5.1	4.3	6.2	6.7	3.0	5.1
슈퍼	0.4	0.4	(0.6)	(0.6)	(0.1)	(1.9)	(2.8)	(2.0)	(2.5)	(2.3)
홈쇼핑	12.8	15.3	8.5	11.5	12.1	13.9	10.0	9.0	12.2	11.3
시네마	1.2	0.0	6.9	5.6	3.8	4.0	(4.0)	7.0	6.7	4.0
세전이익률(%)	2.3	0.2	(8.9)	3.5	(0.7)	1.0	(3.2)	1.3	2.2	0.4
순이익률(%)	1.5	(0.5)	(9.1)	5.4	(0.6)	(0.6)	(4.1)	0.8	0.9	(0.7)

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

2) 이마트, 3분기 기점, 중장기 실적 및 주가 턴어라운드

3분기 증익 실적 불확실성 완화와
투자심리 회복 기대
온라인 통합몰 법인 설립(12월 예상)
추가적인 주가 모멘텀

이마트 역시 주가 측면에서 3분기 증익이 전환점이 될 수 있다. 물론, 추석 기간차 영향 4분기 감익이 예상되고, 추세적인 증익은 2019년 1분기부터일 가능성이 크다. 하지만, 향후 1년을 보면 4분기를 제외한 모든 분기가 증익이기 때문에 4분기 감익은 단순 계절성 영향으로 투자심리 훼손 없이 넘어갈 가능성이 크다. 3분기 증익으로 실적 불확실성 완화와 투자심리 회복을 기대할 수 있게 된 것이다. 아울러, 이마트몰 성장률 회복(배송 Capa 부족 우려 해소, 10월 예상), 온라인 통합몰 법인 설립(식품 온라인 사업 가치 확인, 12월 예상)이 추가적인 주가 모멘텀으로 작용할 수 있다.

2019년 유통업종 가장 주목해야 할
종목, 실적+밸류에이션 회복
'식품'+온라인'+대형마트' 교집합
PER 20배 이상 높은 밸류에이션
프리미엄 요인

2019년 유통업종에서 가장 주목하는 종목이 이마트다. 실적 및 밸류에이션 회복 폭이 클 것으로 예상되기 때문이다. 2018년 실적 부진 가운데서도 시장점유율은 가파르게 상승하고 있고, 2019년 영업시간 단축 베이스는 같아지며, 최저임금 상승에 따른 고정비 부담은 낮아진다. 이마트몰은 처음으로 연간 흑자를 기대할 수 있게 되었으며, 트레이더스의 영업이익 비중은 연결 기준 13%에 이르게 된다. 이마트24의 빠른 손익구조 개선이 돋보이며, 에브리데이와 신세계프라퍼티, 신세계푸드 등 계열사들 실적 기여도 역시 확대될 전망이다. 2019년 연결 영업이익은 6,740억원(YoY 18%)까지 크게 증가할 것으로 추정한다. 연말 어퍼니티와 계약 완료와 온라인 통합몰 법인 설립은 Re-rating의 계기가 될 수 있다. 글로벌 유통업체들 주가를 보면, '식품' + '온라인' + '대형마트' 세 단어의 교집합은 PER 20배 이상의 높은 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용하고 있다.

표 2. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

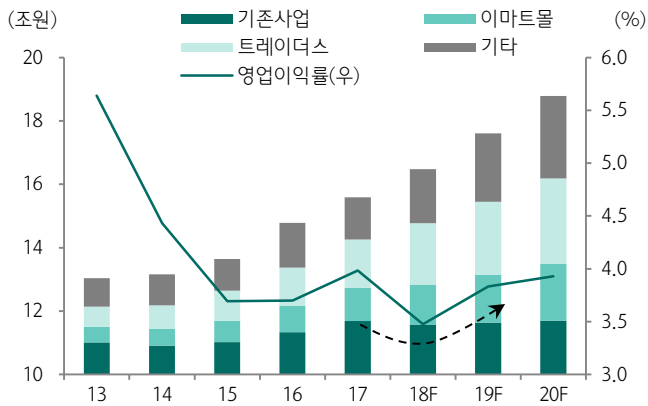
(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출액과 영업이익은
각각 전년 동기 대비 6.1%, 5.6%
증가한 4조 5,470억원, 2,140억원
추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출액	3,744	3,677	4,284	3,887	15,592	4,106	3,989	4,547	3,828	16,471
이마트	2,898	2,756	3,110	2,920	11,683	2,905	2,699	3,110	2,864	11,578
이마트몰	244	251	278	278	1,050	304	297	325	335	1,260
트레이더스	352	356	410	403	1,521	459	453	525	499	1,935
영업이익	168	65	203	185	621	154	53	214	151	572
이마트	175	73	193	156	597	147	41	180	129	498
이마트몰	(4)	(4)	(2)	(3)	(13)	0	(3)	3	(1)	0
트레이더스	12	14	15	10	51	13	16	20	18	67
세전이익	181	42	377	159	759	167	121	229	181	698
순이익	132	26	381	90	628	125	95	178	126	523
지배주주귀속 순익	130	24	378	84	616	118	91	171	134	514
영업이익률(%)	4.5	1.8	4.7	4.8	4.0	3.7	1.3	4.7	3.9	3.5
세전이익률(%)	4.8	1.1	8.8	4.1	4.9	4.1	3.0	5.0	4.7	4.2
순이익률(%)	3.5	0.7	8.9	2.3	4.0	3.0	2.4	3.9	3.3	3.2

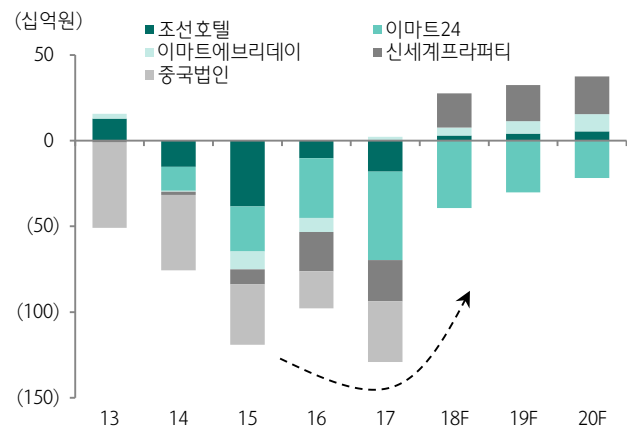
자료: 이마트, 하나금융투자

그림 3. 이마트 기존사업과 신규사업 실적 추이



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 4. 이마트 부진사업 합산 영업손실 추이



자료: 이마트, 하나금융투자

‘식품’+‘온라인’+‘대형마트’ 교집합
PER 20배 이상의 높은 밸류에이션
프리미엄 요인, 12MF PER 11배,
저점 매수 유효

표 3. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	14,778	15,592	16,471	17,591	18,781
이마트	11,334	11,683	11,578	11,636	11,691
이마트몰	839	1,050	1,260	1,508	1,797
트레이더스	1,196	1,521	1,935	2,303	2,702
영업이익	547	621	572	674	738
이마트	631	597	498	535	549
이마트몰	(37)	(13)	0	15	27
트레이더스	35	51	67	88	108
세전이익	482	759	698	723	802
순이익	382	628	523	542	601
지배주주귀속 순이익	376	616	514	532	590
적정시가총액	5,643	9,241	7,704	7,983	8,848
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	202	332	276	286	317
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	13,496	22,101	18,425	19,091	21,161
영업이익률(%)	3.7	4.0	3.5	3.8	3.9
매출 (YoY,%)	8.3	5.5	5.6	6.8	6.8
영업이익 (YoY,%)	8.6	13.5	(7.8)	17.8	9.5
지배순이익 (YoY,%)	79.0	63.8	(16.6)	3.6	10.8

자료: 이마트, 하나금융투자

면세점 2019년 매출 7천억원,
손실 가능성 제기
- 강남권 면세점 사업 불확실성
2019년 백화점 업황 불확실성:
높은 베이스+부동산 가격 하락 우려

3) 현대백화점: 양호한 실적 불구 2가지 불확실성

현대백화점은 백화점 업사이클 국면 양호한 실적 개선에도 불구하고 주가 모멘텀은 제한적인 상황이다. 두가지 이유 때문이다. 첫째, 면세점 불확실성이다. 최근 현대백화점은 면세점 사업에 대해 2019년 매출 7천억원 BEP 목표를 수정, 매출 7천억을 유지하지만 매출 달성을 위한 마케팅비 확대로 손실이 발생할 수 있음을 밝혔다. 문제는 회사의 목표가 손익이 아니라 매출이라는 점이다. 강남권 면세점 사업 전망을 긍정적으로 보기 어렵다. i) 파이공의 수요(3~4개 면세점 셔틀 이동)를 맞추주기에는 동선이 좋지 않고, ii) 최근 대형 브랜드 업체들의 공급 주도 시장 성격으로 재고를 여유있게 확보하기도 어렵다. 자칫 매출 목표를 달성하기 위해 무리한 비용 집행으로 실적 불확실성이 커질 수 있다.

둘째, 2019년 백화점 업황 불확실성이다. 백화점은 구조적으로 열위에 있는 채널이다. 여행과 같은 무형상품과 온라인 채널 비중이 커지고 있는 상황에서 의류 매출 비중이 50%에 달하고, 오프라인 비중이 90%를 넘는 백화점 채널을 중장기적으로 좋게 보기는 어렵다.

2018년 높은 실적 개선은 경기적인 측면이 강하며, 특히 부동산 시장 활황 영향이 크다. 그런데, 최근 2019년 부동산 시장에 대한 우려가 커지고 있고, 2018년 베이스는 높아지고 있다. 현대백화점에 대한 투자는 실적 시즌 단기 트레이딩 전략으로 접근하는 것이 바람직해 보인다.

4) 롯데하이마트: 높은 베이스 부담

3분기 영업이익 780억원(YoY -4%)
감익 예상, 전년도 높은 베이스
건조기 이후 신규 카테고리 부재,
YoY 5% 이하 저성장 국면 예상

3분기 매출은 감소할 가능성이 크다. 7월이 워낙 좋지 않았다(YoY -5% 추정). 에어컨이 YoY 50% 이상 감소했다. 8월(YoY 2% 추정)들어 에어컨을 중심으로 좋아졌다. 9월도 추석 영향 매출 증가를 기대하기는 무리가 있다. 일반적으로 추석 전에는 가전 매출이 약하다. 수익성 측면에서는 에어컨/소형가전 등 고마진 상품 매출 비중 상승은 긍정적이나, 인센티브 제도 개편(2, 4분기→월별 평탄화 회계 반영)으로 3분기 인건비 부담은 커졌다. 3분기 영업이익은 780억원(YoY -4%)으로 감익이 예상된다. 건조기 이후 신규 카테고리 부재로 YoY 5% 이하 저성장 국면이 예상된다. 현재 주가는 12MF PER 9.3배, 적정 PER은 10배로 본다. 단기 주가모멘텀 제한적이다. 4분기 증익을 기다려야 할 때다.

표 4. 유통 커버리지 종목 3분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

종목	항목	3Q17	3Q18F	YoY(%)	2017	2018F	YoY(% , %p)	Con.(3Q18)	Con.(2018)
*롯데쇼핑	매출	4,557	4,531	-0.6	18,171	18,392	1.2	4,563	18,513
	영업이익	63	161	154.8	530	629	18.7	144	601
	순이익	-559	49	흑전	-145	-166	적지	30	38
	OPM	1.0	2.6		2.1	2.5		3.2	3.2
*신세계	매출	985	1,327	34.7	3,872	5,379	38.9	1,332	5,101
	영업이익	74	58	-21.9	345	394	14.2	80	429
	순이익	39	48	23.2	190	265	39.4	54	272
	OPM	7.5	4.4		8.9	7.3		6.0	8.4
*이마트	매출	4,284	4,547	6.1	15,971	16,483	3.2	4,481	16,547
	영업이익	203	214	5.6	567	573	1.0	203	572
	순이익	378	171	-54.8	628	514	-18.2	168	469
	OPM	4.7	4.7		3.5	3.5		4.5	3.5
*현대백화점	총매출	1,347	1,376	2.2	5,752	5,823	1.2	1,421	5,767
	영업이익	70	79	14.2	394	392	-0.4	76	376
	순이익	50	56	12.5	254	269	6.0	55	259
	OPM	5.2	5.8		6.8	6.7		5.3	6.5
롯데하이마트	매출	1,180	1,168	-0.9	4,133	4,205	1.7	1,233	4,284
	영업이익	81	78	-3.5	207	217	4.4	86	226
	순이익	60	58	-3.7	148	159	7.4	62	164
	OPM	6.9	6.7		5.0	5.1		7.0	5.3
*GS리테일	매출	2,259	2,374	5.1	8,267	8,742	5.8	2,404	8,790
	영업이익	56	77	39.1	166	189	14.2	69	181
	순이익	40	60	50.5	115	153	32.6	53	148
	OPM	2.5	3.3		2.0	2.2		2.9	2.1
*BGF리테일	매출	1,558	1,665	6.8	5,585	6,015	7.7	1,673	6,014
	영업이익	82	73	-10.4	240	198	-17.4	69	197
	순이익	65	58	-10.9	199	160	-19.3	54	161
	OPM	5.2	4.4		4.3	3.3		4.1	3.3
*호텔신라	매출	943	1,235	31.0	4,011	4,697	17.1	1,288	4,822
	영업이익	30	69	126.1	73	238	226.3	69	240
	순이익	13	46	264.6	25	159	530.6	47	164
	OPM	3.2	5.5		1.8	5.1		5.4	5.0
현대홈쇼핑	취급고	867	898	3.5	3,627	3,748	3.3	927	3,782
	영업이익	31	31	-2.8	150	151	0.6	27	128
	순이익	26	30	14.9	88	142	62.5	28	136
	OPM	3.6	3.4		4.1	4.0		2.9	3.4
GS홈쇼핑	취급고	948	1,054	11.1	4,327	4,371	1.0	1,063	4,257
	영업이익	30	33	9.2	144	143	-0.9	33	137
	순이익	25	28	13.8	97	139	43.2	25	132
	OPM	3.2	3.1		3.3	3.3		3.1	3.2

주1: *는 연결 기준

자료: 각 사, 하나금융투자

5) 면세점: 3분기 알선수수료 상승 영향 관건

8~9월 면세점 매출 YoY 20% 이상,
파이공 규제 우려 불식

면세점은 8월 면세점 매출 YoY 27%, MoM 11.4%로 기대치를 상회하면서 파이공 규제 우려를 불식시켰다. 7월 주가 하락의 주 요인으로 작용했던 '파이공 규제' 불확실성이 8월 매출 호조로 해소되고 있는 것이다. 9월 면세점 매출 역시 8월과 유사한 수준을 유지하고 있는 것으로 파악되고 있다(YoY 20% 내외 추정).

8월 중순 이후 알선수수료 상승
실적 영향 주목 필요, 경쟁심화 우려
- 호텔신라 OP 690억원(YoY 126%),
- 신세계 OP 580억원(YoY -22%)

반면, 8월 중순 이후 시내점 알선수수료가 상승한 것으로 파악되고 있다. 신세계와 호텔롯데 사이 경쟁이 호텔신라로 이어졌다. 성수기 들어 Captive 여행사가 상대적으로 약한 신세계가 중소형 인바운드 여행사 대상 알선수수료 올렸고, 신라와 롯데도 대응 조치를 취한 것이다. 다만, 메인브랜드(후/설화수/시세이도 등)가 아닌 중소형 브랜드들에 대해서, 메이저가 아닌 중소형 여행사에 대해서 올린 것으로 실질적인 영향은 제한적이다.

메이저 브랜드들 매출 비중이 워낙 커지고 있고, 일반 외국인 인바운드 확대 때문에 큰 의미가 있을 것으로 보이지만, 아무튼 호텔신라의 3분기 영업이익률 QoQ 낮추는 요인으로 작용할 가능성이 크다. 예상 실적에서 크게 벗어난다면 경쟁심화 우려가 다시 불거질 수 있다. 면세점 업체들은 3분기 실적 발표까지 중립적이다. 호텔신라의 3분기 영업이익은 690억원(YoY 126%), 신세계는 580억원(YoY -22%) 수준으로 추정한다.

기대치 부합 시 경쟁심화 불확실성
완화, 호텔신라 높은 실적 모멘텀,
신세계 저평가 매력 부각

기대치에 부합할 경우 경쟁심화 불확실성이 완화되면서, 호텔신라의 높은 실적 모멘텀과 신세계의 저평가 매력이 부각될 수 있다. 호텔신라는 전년도 인천공항 임대료 인상 때문에 하반기 실적 베이스가 낮다. 4분기 영업이익도 560억원(YoY 262%)까지 기대할 수 있다. 신세계의 영업이익은 YoY 감소 가능성이 크지만, 면세점 사업이 BEP 이상을 기록할 경우 면세사업 가치 제고를 기대할 수 있다(인천공항 T1 영업손실 220억원, 면세사업부 영업손실 50억원 추정).

8월 중국 인바운드 48만명(YoY 41%)
당분간 의미있는 성장 기대 무리

한편, 8월 중국 인바운드는 YoY 40.9% 증가한 47.8만명을 기록했다. 당분간 의미있는 성장을 기대하기는 무리다. 패키지 관광 인바운드 규제(온라인 상품/전세기/크루즈)가 관건이다. 패키지 관광 규제는 중국 정부가 사드 철수에 대한 반대급부로 남겨둔 마지막 카드로 판단한다. 따라서, 북미정상회담이 성공적으로 끝나 종전선언과 북핵폐기가 가시화될 경우 면세점 업체들의 주가 모멘텀을 기대할 수 있다. 패키지 관광 인바운드 회복은 매출 증대보다 밸류에이션 회복에 더 긍정적이다. 현재 파이공 중심 매출은 엄격히 말하면 '밀수'라는 측면에서 불안감이 클 수밖에 없는 밸류에이션 할인 요인이다.

3분기 연결 영업이익 690억원
고성장 지속, 단, 알선수수료 상승
영향 2분기보다 영업이익 규모
작을 듯

표 5. 호텔신라 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

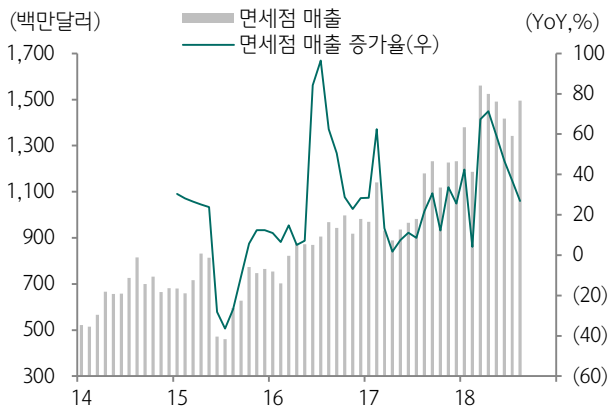
(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	879	801	943	892	3,515	1,126	1,175	1,235	1,161	4,697
면세점	783	691	825	776	3,075	1,014	1,055	1,108	1,044	4,221
호텔	71	86	95	93	344	82	91	102	97	373
생활레저	25	24	23	23	95	29	29	24	20	103
영업이익	10	17	30	16	73	44	70	69	56	238
면세점	17	8	24	10	59	48	64	61	52	224
호텔	(13)	3	0	(1)	(11)	(11)	0	1	(1)	(10)
생활레저	6	7	7	6	25	8	5	7	5	25
세전이익	5	7	21	12	45	42	65	62	44	213
순이익	3	3	13	7	25	32	53	46	29	159
영업이익률(%)	1.1	2.2	3.2	1.7	2.1	3.9	5.9	5.5	4.8	5.1
세전이익률(%)	0.6	0.9	2.2	1.3	1.3	3.7	5.5	5.0	3.8	4.5
순이익률(%)	0.3	0.4	1.3	0.8	0.7	2.8	4.5	3.7	2.5	3.4

주: 2017년 연간 및 분기 실적은 IFRS15 적용 가정 추정치

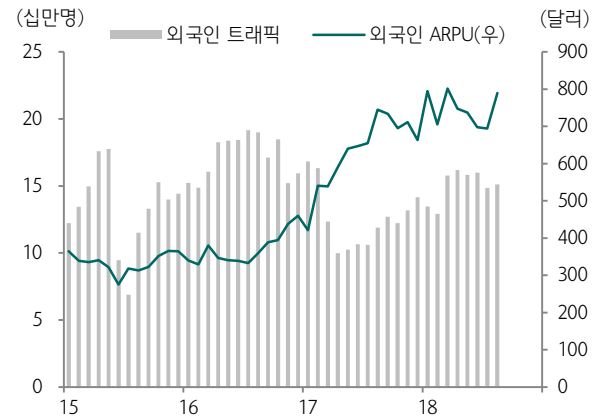
자료: 호텔신라, 하나금융투자

그림 5. 월별 면세점 매출 추이



자료: 면세점협회, 하나금융투자

그림 6. 면세점 외국인 트래픽과 ARPU



자료: 면세점협회, 하나금융투자

3분기 연결 영업이익 580억원
(YoY -22%)감익 예상

표 6. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17F	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
신세계 총매출	1,133	1,111	1,103	1,310	4,656	1,181	1,089	1,163	1,364	4,797
매출액(연결)	917	877	985	1,093	3,871	1,095	1,183	1,327	1,774	5,379
신세계	415	400	404	447	1,666	426	414	420	457	1,716
신세계인터	272	239	269	322	1,102	304	283	310	374	1,272
센트럴시티	63	63	64	67	256	45	47	54	72	218
신세계DF	183	191	271	275	920	340	445	541	857	2,183
영업이익	78	41	74	152	346	113	80	58	143	394
신세계	52	36	40	92	220	59	42	44	97	242
신세계인터	4	4	1	16	26	12	14	10	23	60
센트럴시티	25	14	26	28	93	16	5	11	28	60
신세계DF	(2)	(4)	10	11	15	24	23	(5)	(7)	34
세전이익	48	68	64	112	291	106	66	67	148	388
순이익	34	47	44	89	214	84	52	50	108	295
지배주주순이익	25	48	39	70	182	76	50	48	91	265
영업이익률(%)	8.5	4.7	7.5	13.9	8.9	10.3	6.7	4.4	8.0	7.3
신세계(%)	4.6	3.3	3.6	7.0	4.7	5.0	3.9	3.8	7.1	5.1
세전이익률(%)	5.2	7.8	6.5	10.2	7.5	9.7	5.6	5.1	8.3	7.2
순이익률(%)	2.7	5.5	4.0	6.4	4.7	6.9	4.2	3.7	5.1	4.9

주: 신세계 총매출액은대구점 포함

자료: 신세계, 하나금융투자

2020년 3.8조원 매출 규모
영업이익 1,140억원 추정

표 7. 신세계 면세점 매출과 영업이익 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	310	920	2,183	3,396	3,838
명동점	310	920	1,288	1,545	1,777
조선포텔			276	607	668
인천공항 T1			370	813	895
인천공항 T2			150	180	198
강남점			100	250	300
매출총이익	109	322	797	1,290	1,535
GPM(%)	35.0	35.0	36.5	38.0	40.0
판관비	161	307	763	1,236	1,421
판관비율(%)	51.8	33.4	34.9	36.4	37.0
영업이익	-52	15	34	54	114
명동점	-52	15	93	116	142
조선포텔			0	6	10
인천공항 T1			-48	-73	-46
인천공항 T2			0	3	4
강남점			-10	3	5
OPM(%)	(16.8)	1.6	1.6	1.6	3.0
명동점	(16.8)	1.6	7.2	7.5	8.0
조선포텔			0.0	1.0	1.5
인천공항 T1			(13.1)	(9.0)	(5.2)
인천공항 T2			0.0	1.5	2.0
강남점			(10)	1.0	1.5
당기순익		9	21	33	69
적정PER		30	30	30	30
적정시가총액		261	617	977	2,055

자료: 신세계, 하나금융투자

6) 편의점: 점포당 매출 성장률 제고 필요

8월 실적 아쉬움, 산업 성장률
YoY 8.4%, 점포당 매출 YoY 2%
- 점포수 증가율과 시장성장률 동반
하락 가능성 우려
- 업종 12MF PER 20배 조건:
2019년 시장 성장률 YoY 7~8%
(점포수 3%+점포당 매출 4%)

3분기 편의점 업체들의 실적 가시성은 높다. 기존점 성장률이 각각 YoY 2% 수준을 기록하면서, GS리테일 영업이익은 770억원(YoY 39%), BGF리테일 영업이익은 730억원(YoY -10%) 수준으로 추정한다. GS리테일은 편의점 사업부문 효율성 개선이 돋보이며(판관비 100억원 이상 절감), 파르나트타워 기여도가 높아지고 있다(영업이익 +100억원 이상).

다만, 산업통상부 발표 8월 편의점 실적은 아쉬움이 있다. 산업 성장률이 YoY 8.4%로 7월보다 하락했고, 점포당 매출액은 2% 증가에 그쳤다. 물론, 태풍과 폭염 등 영향을 배제할 수 없지만, 점포수 증가율과 시장성장률이 동반 하락하는 것이 아닌가 하는 의심이 커질 수 있다. 편의점 업종이 12MF PER 20배 이상을 적용 받기 위해서는 2019년 시장 성장률 YoY 7~8% 수준 유지를 전제로 한다. 점포수 증가율 3%, 점포당 매출 증가율 4% 내외를 가정한 수치다. 점포당 매출이 YoY 2% 수준에 계속 머물러 있다면, 2019년 성장률은 YoY 5% 수준으로 떨어지게 된다. 중요한 수치는 점포당 매출 증가율의 제고다.

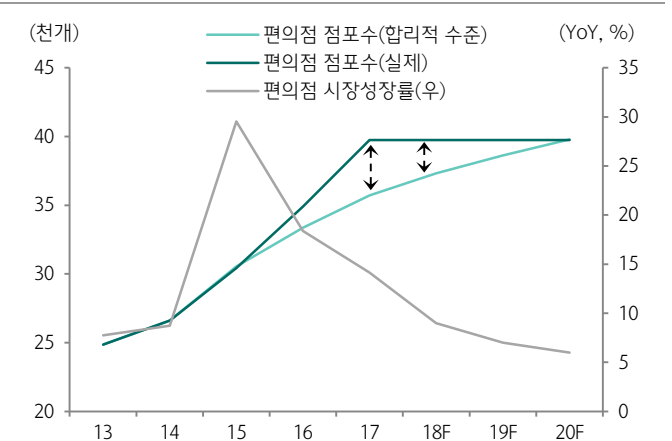
점포당 매출이 추세적으로 YoY (+)전환하면서 업황 회복이 분명해지고, 정부 규제 불확실성이 완화되면서, 두 업체의 주가는 저점 대비 30% 이상 상승했다. BGF리테일의 밸류에이션은 12MF PER 19배까지 올라왔다. 단기적인 주가 모멘텀은 제한적이다. 9~10월 점포당 매출 회복 여부를 확인할 때다.

그림 7. 편의점 점포당매출과점포수증가율



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 8. 편의점 성장률과 적정편의점 점포수



자료: 통계청, 한국체인스토어협회, 하나금융투자

7) 홈쇼핑: 무난한 실적 개선 지속

현대홈쇼핑 OP 310억원(YoY -3%),
- 렌탈케어 불확실성 완화
GS홈쇼핑 OP 330억원(YoY 9%)
- 4% 이상 높은 배당수익률

현대홈쇼핑과 GS홈쇼핑의 3분기 영업이익은 각각 310억원(YoY -3%), 330억원(YoY 9%) 수준이 가능할 전망이다. 감익과 증익은 큰 의미가 없다. 두 회사 모두 전년도 일회성 이익 요인이다. 현대홈쇼핑은 전년도 CJ헬로비전 송출수수료 재계약 환입이 30억원 있었고, GS홈쇼핑은 올해 4분기까지 분기별로 약 30억원 내외 할인권 충당금 환입이 있다. 실질적인 취급고는 YoY 4~5% 꾸준히 증가하고 있고, 송출수수료 증가분을 상쇄하고 있다. 특히, 현대홈쇼핑은 현대렌탈케어 영업손실(-50억원)이 QoQ, YoY 모두 감소하면서 불확실성 완화에 의한 밸류에이션 회복(PBR 0.9배)을 기대할 수 있다. GS홈쇼핑은 4% 이상의 높은 시가 배당수익률로 연말로 갈 수록 투자 매력도가 높아질 수 있다. 두 회사 모두 방어주로서 의미가 있다.

2. 소비지표 분석: 현재 소비는 양호, 설비투자 회복 관련

1) 소비심리와 실제 소비의 괴리

고용 시장 위축 이유로
내수 및 유통업체들 실적 부진
우려 상존

8월 소비심리가 99.2(MoM -1.8p)까지 떨어지면서 소비 위축 우려가 컸다. 9월 소비심리가 101.7(MoM 2.5p)로 소폭 회복되었지만, 여전히 고용 시장 위축을 이유로 내수 및 유통업체들의 실적 부진을 걱정하는 목소리가 작지 않다. 현재 소비의 위치와 전망을 새롭게 살펴볼 때다. 먼저 현황을 제대로 분석해보자.

한국 경제에서 소비는 후행지표다. 수출에서 시작한 경기회복은 소비로 온기가 퍼지면서 마무리된다. 그래서, 수출 지표가 둔화될 때 소비지표는 정점을 향해 간다. 일반적으로 소비심리는 6개월 후 소비 전망에 대한 조사지만, 실제로는 현재 소비를 대변한다. 현재 소비를 늘렸으면, 향후 6개월에도 소비를 증가시킬 것이라고 답변하는 경우가 많다. 그래서, 소비심리 지수는 선행지표지만, 실질적으로는 동행지표로 분석한다. 하지만, 현재 소비와 엇갈리는 경우도 종종 있다. 말 그대로 심리이기 때문에 실제 소비는 많이 하고 있지만, 향후 경기에 대한 불안감으로 부정적인 답변이 나오는 경우 또는 그 반대다.

2) 현재 소비 판단: 실제 소비는 회복세

소매판매 YoY 5.7%(2Q, 7월)
신용카드 사용액 YoY 7%(2Q)

현재 소비는 나쁘지 않다. 관련 지표는 소매판매, 신용카드 사용액과 백화점과 대형마트 등 채널별 기존점 판매 등이 있다. 소매판매는 2분기와 7월 모두 YoY 5.7%를 기록 2017년 중순 이후 회복세를 지속하고 있다. 소매판매는 물론 한계가 있는 지표다. 세가지를 고려해야 한다.

첫째, 면세점이다. 소매판매에는 면세점이 들어가 있는데, 면세점 월 매출이 1조원이 넘기 때문에 5% 비중을 차지한다. 내국인 아웃바운드 증가 역시 소비 수요이기 때문에 해외 소비를 카운트 할 수 있다는 측면에서 의미가 있지만, 면세점 매출의 60% 이상이 외국인이기 때문에 가계 소비를 과대 또는 과소 평가할 수 있다. 2018년은 전년도 사드 보복조치 기저효과가 크기 때문에 과대 계상 성격을 갖는다. 소매판매에서 면세점 매출 증가분(2분기 YoY 34.0% %, 7월 YoY 35.5%)을 제외한 경우에도 소매판매는 무난한 성장세다.

둘째, 무형상품이 잡히지 않는다는 것이다. 최근 소비패턴 변화는 온라인 소비와 여행과 같은 무형상품 확대다. 2017년 내국인 아웃바운드 인구가 2,500만을 넘었다. 2013년 이후 연평균 15% 증가하고 있는 것이다.

셋째, 해외 소비는 잡히지 않는다. 해외 신용카드 사용액은 2013년 이후 연평균 13% 증가하고 있으며, 전체 신용카드 사용액에서 해외 비중 역시 같은 기간 2.5%에서 3.5%까지 큰 폭 상승했다. 따라서, 소매판매는 국내 유통업체들의 현황을 파악할 수 있는 지표이긴 하지만, 가계 소비의 현황을 파악하는 데는 일정한 한계가 있다.

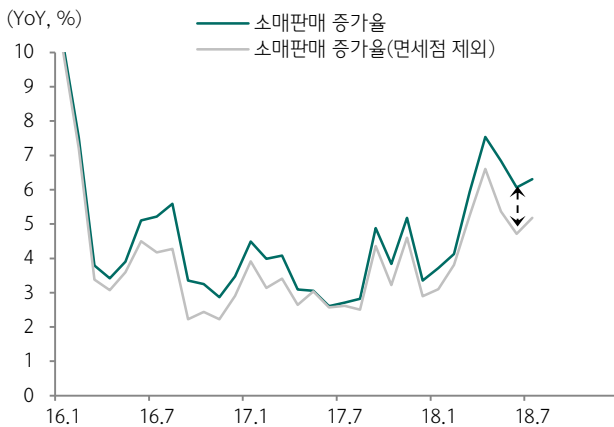
그런 면에서 신용카드 사용액은 국내 소비현황을 파악할 수 있는 훌륭한 대안이 된다. 국내와 해외를 다 포함하고 있으며, 유형과 무형상품을 포괄하고 있기 때문이다. 신용카드와 현금 사용 비율이 크게 변하지 않는다면 신뢰성 높은 지표다. 2분기 신용카드 사용액은 YoY 7% 증가했다. 2017년보다 낮은 증가율이지만, 2015~16년 대비 높은 증가폭이다. 소비 현황은 나쁘지 않다.

백화점/슈퍼/온라인/홈쇼핑 개선
대형마트 부진은 영업시간 단축
+온라인 침투 영향

채널별로 보면, 백화점과 온라인, 수퍼(SSM), 홈쇼핑 등 제반 채널이 무난한 판매 개선세를 지속하고 있다. 백화점 기존점 성장률은 2분기 YoY 2.2%, 3분기에도 2.5% 견조한 증가세가 예상된다. 중국 인바운드 기저효과가 있지만, VIP 매출이 YoY 15% 이상 증가하고 있는 상황을 감안하면, 내국인 소비가 좋은 것이다.

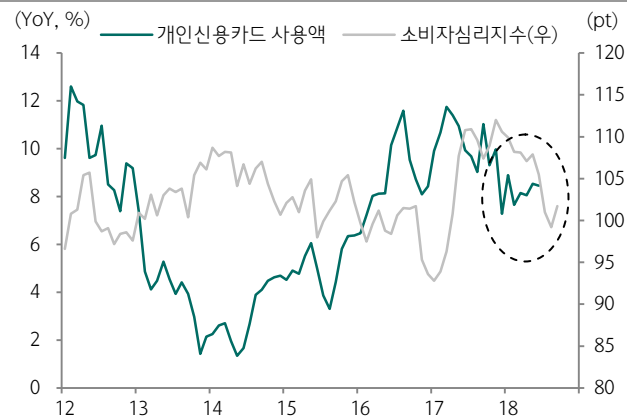
반면, 대형마트 기존점 성장률은 2분기 YoY -3.0%, 7월과 8월에도 각각 -2.5%, -1.2%로 부진했다. 원인은 여러가지로 분석될 수 있는데, 확실한 것은 두가지다. 영업시간 단축과 온라인 채널의 침투 확대다. 이는 수치로 확인할 수 있는 것이다. 1월부터 영업시간 단축 영향 1~2%p 매출이 감소하였고, 온라인 식품 판매 증가율은 YoY 20%를 훌쩍 넘고 있다. 반면, 연관성이 있어 보이는 지표가 두가지다. 소비 양극화다. 고용시장 위축, 지방 부동산 가격 하락 등으로 아무래도 지방 점포 비중이 높은 대형마트에 부정적으로 작용했을 가능성이 있다.

그림 9. 월별 소매판매 증가율



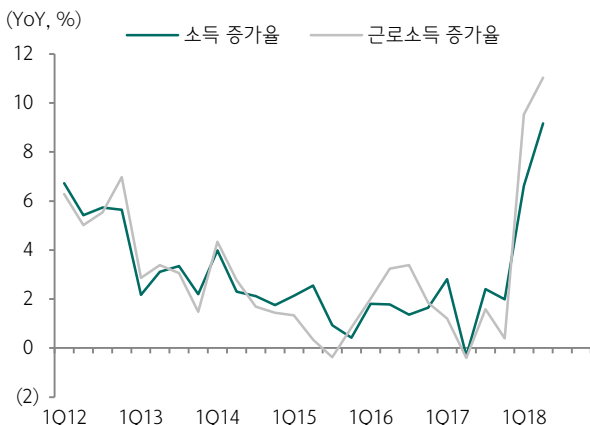
자료: 통계청, 하나금융투자

그림 10. 신용카드 사용액과 소비자심리지수



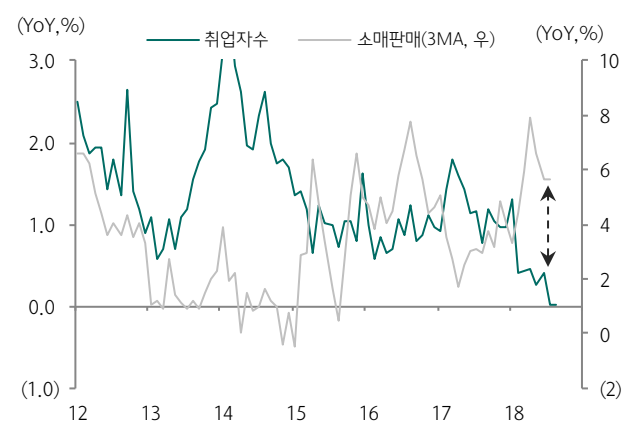
자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

그림 11. 2인 이상 도시근로자 가구 소득 증가율



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 12. 소매판매(차량,연료 제외,3MA)와 취업자수 증가율



자료: 통계청, 하나금융투자

가계소득증가율 2018년 YoY 8%
vs 취업자수 증가 YoY 0%
- 소득 증가+부동산 가격 상승
vs 고용 부진
- 7월 설비투자 YoY -10% 부담
- 견조한 수출(7월 YoY 9%) 위안
- 2019년 부동산 시장 위축 가능성
불안 요인

3) 향후 소비 판단(가계구매력): 소득(기대)>고용(우려), but 설비투자부진 부담

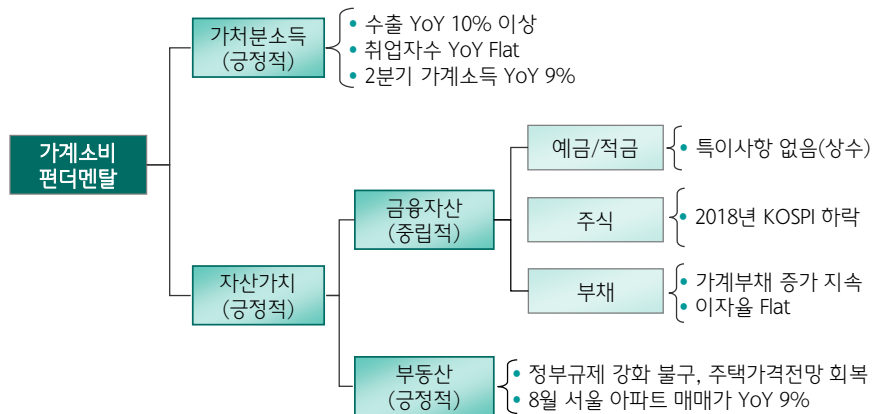
소비가 양호하다면 그 돈은 어디서 나왔을까? 가계구매력의 여러 팩터 가운데, 가처분소득의 '소득' 증가와 자산의 '부동산' 가격 상승이 가장 큰 영향을 준 것으로 분석된다. 2분기 2인 이상 도시근로자 가구 소득은 YoY 9.2%(근로소득 11.0%), 8월 서울 아파트가격은 YoY 8.8% 상승했다. 취업자수는 좋지 않다. YoY 0% 수준이다. 최저임금 상승과 제조업 구조조정(설비투자 위축) 영향이 크다. 7월 설비투자는 YoY 10%나 감소했다.

가계 소득 증가는 최저임금 상승 영향이 크다. 지난해 정부는 중소기업 최저임금 상승 부담을 완화하기 위해 예년치를 넘어서는 부분에 대해서는 정부에서 보조금(약 3조원)을 주기로 한 바있다. 사실상 현재 소비는 정부의 재정정책이 일정 수준 받치고 있는 것이다.

다행스런 점은 수출이 전년도 높은 베이스에도 꾸준히 증가세를 지속하고 있다는 점이다.

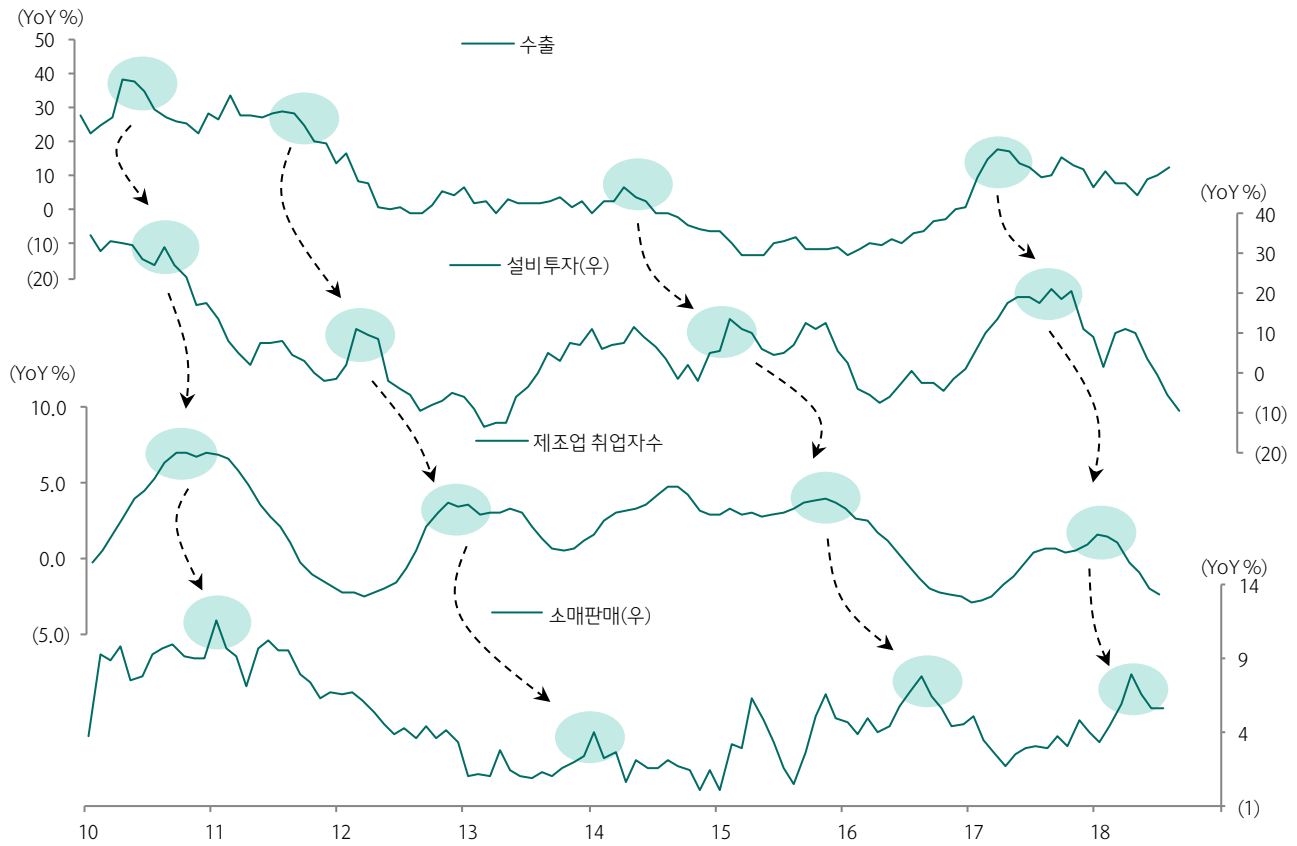
기업들의 이익 증가가 설비투자 회복으로 이어질 경우 제조업 부문 고용 회복을 기대할 수 있으며, 소비 또한 무난한 개선세를 지속할 수 있을 것이다. 다만, 수출이 둔화되고, 설비투자가 지지부진한 가운데, 부동산 시장 가격이 크게 하락할 경우, 2019년 소비는 상당히 위축될 수 있다.

그림 13. 가계구매력 점검: 2019년 부동산 시장 위축 가능성은 불안 요인



자료: 산업통상자원부, 통계청, 하나금융투자

그림 14. 한국 소비시장 사이클 인과관계 분석



자료: 한국은행, 통계청, 하나금융투자

3. 이슈 분석

1) 입국장 면세점 영향: 인도장 도입 여부가 핵심

시장규모: 2017년 기준 3,200억원
(대한항공 1,700/아시아나 960)
- 중소/중견 업체, 입국면세점만
허용시 대형사 영향 제한적
- 입국 인도장 도입시, 기내면세점
시장 상당 부분 대형사 흡수 가능성

국내 입국장 면세점 시장규모는 2017년 기준 약 3,200억원(대한항공 1,700억원, 아시아나 960억원)으로 추정된다. 해외에서는 이미 총 71개국, 132개 공항(유럽 12개국 19개, 아시아 27개국 53개 등)에서 운영하고 있으며, 우리나라에서도 국민편의성을 목적으로 2001년 인천공항 개항 이후 6차례 의원입법이 있었다. 현재 이태규 의원이 입국장 면세점 또는 면세품 보관장소를 설치하는 내용을 골자로 한 7번째 관세법 개정안을 발의했고, 설문조사 결과 국민 83%가 찬성하는 것으로 나타났다.

인천공항공사는 입국장 면세점 도입을 염두에 두고 T1 1층(380㎡), T2 1층(326㎡) 공간을 확보하였고, 향수/화장품/주류/담배 등을 취급하고 운영은 중소중견 면세사업자에게 맡긴다는 계획이다. 입국장 면세점 도입에 대해 공항공사는 적극적 찬성이다. 임대료수입 증가 때문이다. 예상 매출액 1,000억을 기준으로 임대료 수익은 300억 수준으로 추정된다.

호텔신라, 신세계 등 대형 면세점 업체에 미치는 영향은 제한적이다. 중소중견 면세사업자를 중심으로 논의되고 있는데, 이들은 상품MD와 가격 경쟁력 열위로 기존 기내면세점 매출 규모를 넘기 어려울 것으로 예상되기 때문이다. 아울러, 대형사들이 직접 운영한다고 해도 임대료 때문에 BEP 이상 기대하기 힘들다. 대형사들은 입국장 인도장을 선호하고 있다. 고객 불편 해소를 통해 매출 증대를 기대할 수 있기 때문이다.

입국장 면세점은 이르면 2019년 5월부터 도입될 전망이다. 중소중견 면세점만 허용할 경우 대형 면세 업체들에 영향은 제한적이다. 입국장 인도장도입시 기내면세점 시장(약 3,200억원)의 상당 부분을 대형사들이 흡수할 가능성이 높다. 즉, 입국장 면세점보다 인도장 도입 여부가 핵심이다.

2) 중국 전자상거래법 개정, 웨이상 위축 가능성 및 면세점 영향 제한적

웨이상 법정등록 및 세금신고 의무화
- 월 3만위안(약 500만원) 이하
소규모 웨이상 면세(전체 95% 해당)
- 세수 증대 아닌 소비자 보호 위함

웨이상을 포함한 기존 중국의 다수 전자상거래상은 납세관련 법안에 의해 납세의무가 있음에도 불구하고, 법정 등록의무가 없어 납세하지 않았으나, 이번 8월 31일 발표된 '전자상거래법'의 법정등록 의무화에 따라 세금신고가 의무화되었다. 다만, 지난 2017년 말 발표된 '중국 중소기업 부가가치세 면제혜택 관련 공시'에 의해 월 매출액 3만위안(약 500만원) 이하 규모의 소규모 전자상거래상(웨이상 포함)은 면세 혜택을 받고 있어 중국 전자상거래상의 실적적 변화는 크지 않을 것으로 예상된다.

월 매출 3만위안 이상의 전자상거래상은 부가가치세 3% 납세 의무가 있으며, 3만위안 이하 시 면세 혜택을 받고 있다. 현재 월 매출3만위안 이상의 구체적 전자상거래상 규모는 공개되지 않았으나, 이번 '전자상거래법(초안)' 작성에 참여한 북경시 전자상거래연구협회 부회장은 중국모 증권사 인터뷰를 통해 전체 전자상거래상의 95% 규모는 납세 기준에 미달하고 있는 상황이며, 이번 법안은 중국 전자상거래상의 관리감독강화를 위한 것이라고 밝힌 바 있다. 즉, 세수 증대가 아니라 C2C 거래에서 나타날 수 있는 짝퉁이나 사기로부터 소비자 보호를 위한 것이라는 말이다.

표 8. 유통업체 매출 동향

구 분	2017년					2018년							
	8월	9월	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월
전체 유통업체 매출 증가율(%)	4.3	8.4	3.0	9.4	8.1	0.7	14.0	9.4	6.3	6.7	8.1	7.8	6.5
오프라인	0.4	2.6	2.5	5.4	4.2	(9.2)	15.1	5.4	1.0	1.2	4.8	2.3	2.9
온라인	13.1	22.8	4.2	16.7	16.0	21.6	12.1	17.0	15.9	17.2	14.0	17.8	13.3
기존점성장률(전년동월비 %)													
백화점	(0.8)	4.9	(3.7)	8.5	3.2	(9.6)	8.9	5.4	(0.2)	1.8	5.4	2.9	2.4
할인점	(4.7)	(4.9)	5.3	0.0	2.2	(20.2)	23.5	1.0	(4.5)	(4.5)	0.2	(2.5)	(1.2)
편의점(전점)	9.1	12.1	10.3	10.2	10.0	9.8	12.6	13.4	10.0	9.1	10.5	8.9	8.4
SSM(전점)	0.4	2.1	(7.7)	(1.2)	0.4	(2.4)	8.1	0.1	0.3	(1.2)	3.1	1.8	4.6
온라인판매증개(거래액)	7.2	14.7	(1.3)	12.6	14.6	20.4	10.3	16.6	12.4	15.6	12.5	16.3	13.2
온라인판매(거래액)	29.7	46.2	20.5	29.4	19.8	25.5	16.9	18.1	25.0	21.3	17.9	21.5	13.7
백화점 - 여성캐주얼	(5.3)	(0.5)	(5.0)	5.4	(3.3)	(15.0)	(8.1)	0.9	(7.8)	(2.4)	3.0	(0.6)	(3.3)
- 명품	4.7	14.7	0.7	6.7	9.6	4.5	4.8	11.4	11.1	15.7	13.6	10.7	11.8
- 구매단가 증감율	1.5	3.8	1.5	1.4	2.8	(1.9)	7.8	4.9	2.5	5.1	4.5	3.0	1.6
- 구매건수 증감율	(2.3)	1.1	(5.2)	7.0	0.4	(7.8)	1.0	0.5	(2.6)	(3.1)	0.8	(0.1)	0.7
할인점 - 식품	(1.2)	(0.3)	8.8	1.2	3.8	(21.4)	34.7	1.1	(2.4)	(1.8)	2.7	(0.4)	2.8
- 구매단가 증감율	(0.8)	(0.5)	3.2	1.4	2.4	(15.5)	21.2	0.6	0.6	1.2	(1.3)	1.1	0.7
- 구매건수 증감율	(4.0)	(4.4)	2.0	(1.4)	(0.2)	(5.6)	2.0	0.4	(5.1)	(5.7)	1.6	(3.5)	(1.8)
편의점 - 식품	10.3	13.6	12.8	11.1	11.5	8.8	13.2	12.0	8.4	6.9	10.9	9.9	10.6
- 담배 등 기타	6.9	11.1	7.3	9.2	8.6	12.1	11.5	15.0	12.7	11.4	10.1	9.2	6.1
- 구매단가 증감율	4.8	3.1	6.3	4.5	5.9	3.7	9.0	6.7	6.6	7.3	7.1	4.5	4.7
- 구매건수 증감율	4.1	8.8	3.8	5.4	3.9	5.9	3.2	6.3	3.2	1.6	3.2	4.2	3.6
- 점포 증가율	15.1	14.7	13.6	13.7	13.3	12.8	12.1	11.2	9.9	8.9	7.9	7.1	6.4
- 점포당 매출액	(5.2)	(2.2)	(3.0)	(3.1)	(2.9)	(2.6)	0.4	2.0	0.1	0.1	2.4	1.7	2.0

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

표 9. 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 18.10.1, 단위: 원)

종목	현재주가	투자의견		목표주가		과리율	비고 (사유)
		~에서	~으로	~에서	~으로		
현대백화점	100,000	BUY	Neutral	135,000	110,000	10.0%	면세 사업 불확실성, 밸류에이션 하향 조정
롯데하이마트	65,800			90,000	70,000	6.4%	신규 카테고리 부재, 저성장 국면, 밸류에이션 하향
신세계	363,500			400,000		10.0%	목표주가 근접, 경쟁심화 불확실성
BGF리테일	195,000			210,000		7.7%	목표주가 근접, 점포당 매출 성장을 회복 관건
롯데쇼핑	209,500	BUY		230,000	250,000	19.3%	절대적 저평가 국면 해소, 밸류에이션 상향 조정

자료: 하나금융투자

표 10. Coverage 투자 의견 및 투자지표

(단위: 십억원)

종목	투자 의견	목표주가(원)		매출액	영업이익	순이익	EPS(원)	P/E(배)	P/B(배)	EV/EBITDA(배)	ROE(%)
*롯데쇼핑	BUY	250,000	2018F	18,392	629	(166)	(5,894)	(35.5)	0.5	7.2	(1.3)
			2019F	18,844	917	292	10,305	20.3	0.5	6.1	2.3
*신세계	NEUT.	400,000	2018F	5,379	394	265	26,927	13.5	1.0	10.4	7.5
			2019F	6,608	427	287	29,148	12.5	0.9	9.1	7.5
*이마트	BUY	280,000	2018F	16,471	572	514	18,425	11.4	0.7	8.7	6.1
			2019F	17,591	674	532	19,091	11.0	0.6	7.4	5.9
*현대백화점	NEUT.	110,000	2018F	1,881	392	269	11,482	8.7	0.5	6.2	6.6
			2019F	1,924	392	284	12,139	8.2	0.5	6.1	6.5
*GS리테일	BUY	52,000	2018F	8,742	189	153	1,982	19.5	1.4	9.0	7.3
			2019F	9,124	246	197	2,565	15.1	1.3	7.7	8.9
*BCG리테일	NEUT.	210,000	2018F	6,015	198	160	9,263	21.1	6.3	7.1	34.8
			2019F	6,430	224	181	10,448	18.7	4.8	5.1	29.5
롯데하이마트	NEUT	70,000	2018F	4,205	217	159	6,754	9.7	0.7	6.7	7.7
			2019F	4,374	226	168	7,134	9.2	0.7	6.1	7.6
*호텔신라	BUY	130,000	2018F	4,697	238	159	3,987	27.1	4.7	15.0	21.5
			2019F	5,209	296	205	5,136	21.0	3.9	12.3	22.6
현대홈쇼핑	BUY	133,000	2018F	975	151	142	11,865	9.3	0.9	2.8	9.9
			2019F	1,013	163	145	12,056	9.1	0.8	2.0	9.3
GS홈쇼핑	BUY	230,000	2018F	1,147	143	139	21,178	9.5	1.1	4.0	12.3
			2019F	1,205	147	137	20,802	9.7	1.0	3.5	11.1

주1: * 표시는 K-IFRS 연결기준, 우선주 포함

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

이마트(139480)	20
롯데쇼핑(023530)	24
호텔신라(008770)	28

2018년 10월 2일

이마트(139480)

3분기 기점, 실적 및 주가 턴어라운드

3분기 영업이익 YoY 6% 증익 전망

이마트의 연결기준 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 6.1%, 5.6% 성장한 4조 5,470억원, 2,140억원 수준이 가능할 전망이다. 추석 기간 차 영향 오프라인 기존점 성장률이 1%(7월 -4%, 8월 -1%, 9월 7%)로 회복하면서 고정비 부담을 완화하고, 이마트몰과 트레이더스가 각각 YoY 17%, 28% 성장하면서 외형 성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. 이마트 24와 프라퍼티 영업이익이 각각 YoY 24억원, 102억원 증가하면서 수익 개선 기여도가 클 것으로 보인다. 조선히otel은 면세점 사업을 신세계에 양도하면서 흑자전환이 예상된다(영업이익 18억원, YoY +35억원).

2018년 대형마트 업종 부진 vs 이마트 MS 확대

대형마트 업종은 영업시간 단축과 온라인 채널 침투 가속, 최저임금 상승까지 겹치면서 설상가상의 해를 보내고 있다. 다만, 이마트를 대형마트 시장 둔화와 동일시 하거나, 감익을 추세적으로 볼 수 없다. 이마트의 시장점유율은 가파르게 상승하고 있으며(상반기 대형마트 YoY 1%, 이마트 YoY 5%), 이마트몰과 트레이더스, 노브랜드로 한국 유통을 선도하고 있다는 사실도 여전하다. 문제는 언제 사업구조 개선이 실적으로 가시화(YoY 추세적 증익 전환)될 것인가에 있다. 영업시간과 인건비 기저효과를 감안하면 추세적 증익은 2019년 1분기부터일 가능성이 크다. 2019년 이마트몰은 흑자전환이 예상되며, 트레이더스 이익 비중은 13%까지 상승, 2019년 연결 영업이익은 6,740억원(YoY 18%)까지 크게 증가할 것으로 추정한다.

12MF PER 11배 절대적 저평가

주가 측면에서 3분기 증익이 전환점이 될 수 있다. 2019년 상반기 증익 기대감이 커지면서 실적 불확실성 완화와 투자심리 회복을 기대할 수 있다. 이마트몰 성장률 회복(10월 예상), 온라인 통합몰 법인 설립(12월 예상)이 순차적으로 주가 모멘텀이 될 수 있다. 글로벌 유통업체들 주가를 보면, '식품'+온라인+'대형마트' 세 단어의 교집합은 PER 20배 이상의 높은 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용하고 있다. 이마트에 대한 저점 매수가 유효하다.

Top-picks

BUY

| TP(12M): 280,000원 | CP(10월1일): 210,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,338.88
52주 최고/최저(원)	317,500/188,000
시가총액(십억원)	5,867.9
시가총액비중(%)	0.49
발행주식수(천주)	27,875.8
60일 평균 거래량(천주)	106.3
60일 평균 거래대금(십억원)	22.7
18년 배당금(예상, 원)	1,750
18년 배당수익률(예상, %)	0.83
외국인지분율(%)	48.50
주요주주 지분율(%)	
이명희 외 3인	28.06
국민연금	9.98
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(1.9) (23.0) 1.0
상대	(2.5) (19.5) 3.4

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	16,546.7	17,618.9
영업이익(십억원)	568.3	643.5
순이익(십억원)	484.4	509.3
EPS(원)	16,963	18,054
BPS(원)	307,685	324,052

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	14,615.1	15,876.7	16,470.8	17,591.5	18,781.0
영업이익	십억원	568.6	566.9	572.2	674.0	738.2
세전이익	십억원	506.8	751.4	698.0	723.2	801.6
순이익	십억원	376.2	616.1	513.6	532.2	589.9
EPS	원	13,497	22,101	18,425	19,091	21,161
증감률	%	(17.3)	63.7	(16.6)	3.6	10.8
PER	배	13.56	12.26	11.42	11.03	9.95
PBR	배	0.66	0.92	0.67	0.64	0.60
EV/EBITDA	배	8.87	10.92	8.74	7.45	6.43
ROE	%	5.12	7.73	6.06	5.95	6.24
BPS	원	276,181	295,750	312,426	329,767	349,179
DPS	원	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750



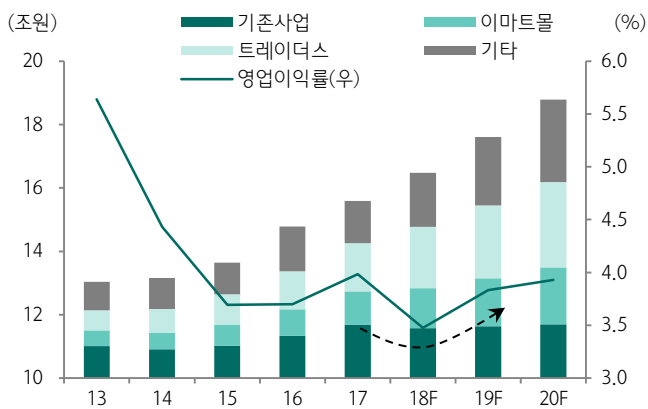
Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

2019년 유통업종 가장 주목해야 할
종목, 실적+밸류에이션 회복
'식품'+온라인+'대형마트' 교집합
PER 20배 이상 높은 밸류에이션
프리미엄 요인

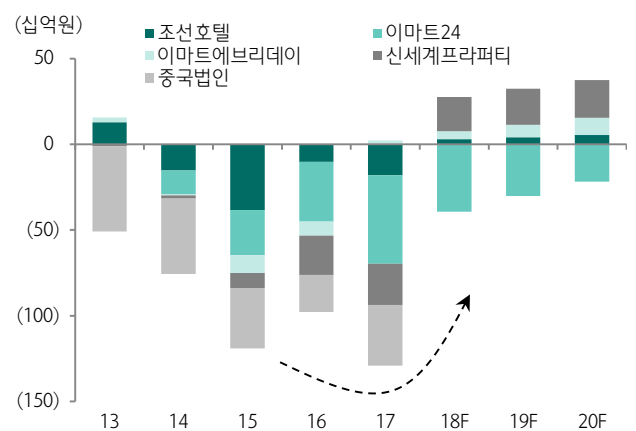
2019년 유통업종에서 가장 주목하는 종목이 이마트다. 실적 및 밸류에이션 회복 폭이 클 것으로 예상되기 때문이다. 2018년 실적 부진 가운데서도 시장점유율은 가파르게 상승하고 있고, 2019년 영업시간 단축 베이스는 같아지며, 최저임금 상승에 따른 고정비 부담은 낮아진다. 이마트몰은 처음으로 연간 흑자를 기대할 수 있게 되었으며, 트레이더스의 영업이익 비중은 연결 기준 13%에 이르게 된다. 이마트24의 빠른 손익구조 개선이 돋보이며, 에브리데이와 신세계프라퍼티, 신세계푸드 등 계열사들 실적 기여도 역시 확대될 전망이다. 2019년 연결 영업이익은 6,740억원(YoY 18%)까지 크게 증가할 것으로 추정한다. 연말 어퍼니티와 계약 완료와 온라인 통합몰 법인 설립은 Re-rating의 계기가 될 수 있다.

그림 1. 이마트 기존사업과 신규사업 실적 추이



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 2. 이마트 부진 사업 합산 영업손실 추이



자료: 이마트, 하나금융투자

표1. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출액과 영업이익은
각각 전년 동기 대비 6.1%, 5.6%
증가한 4조 5,470억원, 2,140억원
추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출액	3,744	3,677	4,284	3,887	15,592	4,106	3,989	4,547	3,828	16,471
이마트	2,898	2,756	3,110	2,920	11,683	2,905	2,699	3,110	2,864	11,578
이마트몰	244	251	278	278	1,050	304	297	325	335	1,260
트레이더스	352	356	410	403	1,521	459	453	525	499	1,935
영업이익	168	65	203	185	621	154	53	214	151	572
이마트	175	73	193	156	597	147	41	180	129	498
이마트몰	(4)	(4)	(2)	(3)	(13)	0	(3)	3	(1)	0
트레이더스	12	14	15	10	51	13	16	20	18	67
세전이익	181	42	377	159	759	167	121	229	181	698
순이익	132	26	381	90	628	125	95	178	126	523
지배주주귀속 순이익	130	24	378	84	616	118	91	171	134	514
영업이익률(%)	4.5	1.8	4.7	4.8	4.0	3.7	1.3	4.7	3.9	3.5
세전이익률(%)	4.8	1.1	8.8	4.1	4.9	4.1	3.0	5.0	4.7	4.2
순이익률(%)	3.5	0.7	8.9	2.3	4.0	3.0	2.4	3.9	3.3	3.2

자료: 이마트, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

‘식품’+‘온라인’+‘대형마트’ 세 단어의
교집합은 PER 20배 이상의 높은
밸류에이션 프리미엄 요인으로
작용 중, 이마트 12MF PER 11배,
저점 매수 유효

	2016	2017	2018F	2018F	2020F
매출액	14,778	15,592	16,471	17,591	18,781
이마트	11,334	11,683	11,578	11,636	11,691
이마트몰	839	1,050	1,260	1,508	1,797
트레이더스	1,196	1,521	1,935	2,303	2,702
영업이익	547	621	572	674	738
이마트	631	597	498	535	549
이마트몰	(37)	(13)	0	15	27
트레이더스	35	51	67	88	108
세전이익	482	759	698	723	802
순이익	382	628	523	542	601
지배주주귀속 순익	376	616	514	532	590
적정시가총액	5,643	9,241	7,704	7,983	8,848
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	202	332	276	286	317
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	13,496	22,101	18,425	19,091	21,161
영업이익률(%)	3.7	4.0	3.5	3.8	3.9
매출 (YoY,%)	8.3	5.5	5.6	6.8	6.8
영업이익 (YoY,%)	8.6	13.5	(7.8)	17.8	9.5
지배순이익 (YoY,%)	79.0	63.8	(16.6)	3.6	10.8

자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	14,615.1	15,876.7	16,470.8	17,591.5	18,781.0
매출원가	10,506.1	11,355.4	11,842.5	12,613.1	13,447.2
매출총이익	4,109.0	4,521.3	4,628.3	4,978.4	5,333.8
판매비	3,540.4	3,954.4	4,056.1	4,304.4	4,595.6
영업이익	568.6	566.9	572.2	674.0	738.2
금융손익	(67.8)	(30.8)	(8.9)	(24.8)	(25.0)
종속/관계기업손익	18.5	54.7	63.1	76.1	89.4
기타영업외손익	(12.6)	160.5	71.6	(2.0)	(1.0)
세전이익	506.8	751.4	698.0	723.2	801.6
법인세	137.5	191.7	174.5	180.8	200.4
계속사업이익	369.2	559.6	523.5	542.4	601.2
중단사업이익	12.4	68.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익	381.6	627.9	523.5	542.4	601.2
비지배주주지분 손익	5.4	11.9	9.9	10.2	11.4
지배주주순이익	376.2	616.1	513.6	532.2	589.9
지배주주지분포괄이익	382.5	621.8	513.8	532.4	590.2
NOPAT	414.3	422.2	429.2	505.5	553.7
EBITDA	1,025.1	1,048.7	1,062.4	1,172.2	1,244.2
성장성(%)					
매출액증가율	7.1	8.6	3.7	6.8	6.8
NOPAT증가율	25.2	1.9	1.7	17.8	9.5
EBITDA증가율	9.3	2.3	1.3	10.3	6.1
영업이익증가율	12.9	(0.3)	0.9	17.8	9.5
(지배주주)순이익증가율	(17.3)	63.8	(16.6)	3.6	10.8
EPS증가율	(17.3)	63.7	(16.6)	3.6	10.8
수익성(%)					
매출총이익률	28.1	28.5	28.1	28.3	28.4
EBITDA이익률	7.0	6.6	6.5	6.7	6.6
영업이익률	3.9	3.6	3.5	3.8	3.9
계속사업이익률	2.5	3.5	3.2	3.1	3.2

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,497	22,101	18,425	19,091	21,161
BPS	276,181	295,750	312,426	329,767	349,179
CFPS	38,824	39,672	44,537	45,261	47,543
EBITDAPS	36,772	37,621	38,112	42,051	44,634
SPS	524,292	569,550	590,864	631,066	673,739
DPS	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
주가지표(배)					
PER	13.6	12.3	11.4	11.0	9.9
PBR	0.7	0.9	0.7	0.6	0.6
PCFR	4.7	6.8	4.7	4.7	4.4
EV/EBITDA	8.9	10.9	8.7	7.4	6.4
PSR	0.3	0.5	0.4	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	5.1	7.7	6.1	5.9	6.2
ROA	2.5	3.9	3.2	3.3	3.6
ROIC	4.4	4.6	4.7	5.6	6.3
부채비율	89.9	83.2	74.4	67.6	63.7
순부채비율	43.8	38.4	31.2	23.7	15.3
이자보상배율(배)	5.0	5.6	6.3	8.8	11.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,740.9	1,895.2	1,893.1	1,998.2	2,274.2
금융자산	318.5	329.0	269.3	288.6	474.0
현금성자산	65.8	223.2	159.5	171.4	348.8
매출채권 등	382.0	459.5	476.7	486.2	495.9
재고자산	979.5	1,011.4	1,049.3	1,120.7	1,196.4
기타유동자산	60.9	95.3	97.8	102.7	107.9
비유동자산	13,689.2	14,171.3	14,231.0	14,321.1	14,565.1
투자자산	2,516.3	2,668.8	2,768.7	2,957.1	3,157.1
금융자산	2,043.3	2,145.1	2,225.4	2,376.8	2,537.5
유형자산	9,709.2	9,799.9	9,781.2	9,700.4	9,758.6
무형자산	400.5	376.7	355.2	337.7	323.6
기타비유동자산	1,063.2	1,325.9	1,325.9	1,325.9	1,325.8
자산총계	15,430.1	16,066.5	16,124.1	16,319.3	16,839.3
유동부채	4,001.4	4,214.0	4,417.2	4,711.9	5,268.9
금융부채	1,389.6	1,440.0	1,540.4	1,641.3	1,742.3
매입채무 등	1,836.1	1,934.8	2,007.3	2,143.8	2,465.4
기타유동부채	775.7	839.2	869.5	926.8	1,061.2
비유동부채	3,304.5	3,081.1	2,461.8	1,869.8	1,281.3
금융부채	2,487.8	2,259.8	1,609.8	959.8	309.8
기타비유동부채	816.7	821.3	852.0	910.0	971.5
부채총계	7,305.9	7,295.1	6,879.0	6,581.6	6,550.2
지배주주지분	7,696.2	8,241.7	8,706.5	9,189.9	9,731.0
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	338.9	321.0	321.0	321.0	321.0
기타포괄이익누계액	1,022.9	1,079.3	1,079.3	1,079.3	1,079.3
이익잉여금	1,957.9	2,464.9	2,929.7	3,413.1	3,954.3
비지배주주지분	428.0	529.7	538.6	547.8	558.1
자본총계	8,124.2	8,771.4	9,245.1	9,737.7	10,289.1
순금융부채	3,558.9	3,370.7	2,880.9	2,312.5	1,578.0

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	735.6	898.2	1,089.5	1,206.6	1,534.2
당기순이익	381.6	627.9	523.5	542.4	601.2
조정	567.2	359.3	490.2	498.2	506.0
감가상각비	456.5	481.8	490.2	498.2	506.0
외환거래손익	34.5	(76.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(18.5)	(54.7)	0.0	0.0	0.0
기타	94.7	8.2	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(213.2)	(89.0)	75.8	166.0	427.0
투자활동 현금흐름	(916.1)	(621.8)	(554.9)	(596.9)	(758.9)
투자자산감소(증가)	(106.1)	(97.8)	(100.9)	(189.4)	(201.0)
유형자산감소(증가)	(560.8)	(593.1)	(450.0)	(400.0)	(550.0)
기타	(249.2)	69.1	(4.0)	(7.5)	(7.9)
재무활동 현금흐름	184.6	(121.4)	(598.3)	(597.9)	(597.8)
금융부채증가(감소)	(237.1)	(177.7)	(549.5)	(549.1)	(549.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	473.7	115.2	0.0	0.0	0.1
배당지급	(52.0)	(58.9)	(48.8)	(48.8)	(48.8)
현금의 증감	2.4	157.4	(63.7)	11.8	177.4
Unlevered CFO	1,082.2	1,105.9	1,241.5	1,261.7	1,325.3
Free Cash Flow	135.4	175.4	139.5	306.6	484.2

2018년 10월 2일

롯데쇼핑(023530)

절대적 저평가 국면 탈출 중

3분기 영업이익 YoY 155% 증가 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 0.6% 감소, 155% 증가한 4조 5,780억원과 1,610억원 수준이 가능할 전망이다. 국내 사업부문 고정비 부담 완화, 중국 사업 철수 영향 이익 개선 폭이 클 전망이다. 국내 백화점과 대형마트 기존점 성장률이 YoY 2% 이상 증가하는 반면, 판관비가 크게 감소(판관비 연간 1,000억원 절감 목표)하면서 이익 개선을 견인할 전망이다. 백화점은 사드 보복 조치 기저효과, 대형마트는 추석 기간차 영향 외형 성장률 제고가 예상된다. 홈쇼핑과 시네마 부문 회복이 수퍼 사업 부진을 상쇄할 전망이다.

두 가지 불확실성 상당히 해소 예상

중국 사업 부실과 국내 사업 부진의 두가지 불확실성이 완화되고 있다. 첫째, 중국 사업 불확실성이 상당히 소멸되었다. 중국 대형마트 잔여 12개점 점포를 9월 내 폐점하기로 했다. 추가적인 충당금이나 유상증자 가능성이 제한적이다. 매각 대금 약 5,400억원(매각 차익)은 3분기 연결 실적에 계상될 예정이다. 중국 백화점은 사드 보복 조치 완화 이후 회복세에 있다. 매각 가능성이 높지만 추가적인 충당금이나 유상증자 우려는 크지 않다. 둘째, 국내 사업 회복이다. 국내 사업 회복이다. 하반기 제반 사업들의 실적 개선이 양호하다. 수퍼는 리뉴얼로 당분간 부진이 예상되지만, 대형마트 판관비 절감, 홈쇼핑 MD 개선 효과가 두드러지고 있다.

목표주가 23->25만원, 투자 의견 '매수' 유지

목표주가 25만원은 2019년 기준 PER 23배, PBR 0.57배다. 2019년은 사업 정상화의 원년이며, 그 시작은 2018년 3분기로 본다. 지난 4년 동안 실적 부진의 가장 큰 요인으로 작용했던 중국 대형마트 철수로 전체 할인점 사업이 2019년부터 흑자 전환하고 2020년에는 연간 연결 영업이익 1조원 회사로 회복할 전망이다. PBR 0.4배까지 떨어졌던 절대적 저평가 시기도 마감하고 있다. 현재 주가는 12MF PER 19배, PBR 0.45배다.

Top-picks

BUY

| TP(12M): 250,000원(상향) | CP(10월1일): 209,500원

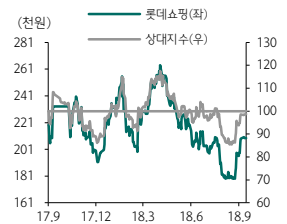
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,338.88
52주 최고/최저(원)	264,000/179,000
시가총액(십억원)	5,926.5
시가총액비중(%)	0.49
발행주식수(천주)	28,288.8
60일 평균 거래량(천주)	83.8
60일 평균 거래대금(십억원)	16.3
18년 배당금(예상, 원)	5,200
18년 배당수익률(예상, %)	2.48
외국인지분율(%)	20.05
주요주주 지분율(%)	
신동빈 외 14 인	60.67
국민연금	6.10
주가상승률	1M 6M 12M
절대	16.4 (10.7) (10.1)
상대	15.6 (6.6) (7.9)

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	18,355.0	18,748.3
영업이익(십억원)	603.3	910.4
순이익(십억원)	58.4	469.7
EPS(원)	1,348	14,705
BPS(원)	447,566	458,791

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	24,114.3	18,179.9	18,392.4	18,844.0	19,237.4
영업이익	십억원	763.3	529.9	628.5	917.0	1,057.5
세전이익	십억원	319.5	(170.1)	103.9	520.6	749.4
순이익	십억원	168.2	(136.4)	(166.2)	291.5	442.0
EPS	원	5,341	(4,437)	(5,894)	10,305	15,626
증감률	%	흑전	적전	적지	흑전	51.6
PER	배	39.20	N/A	N/A	20.33	13.41
PBR	배	0.40	0.44	0.48	0.47	0.46
EV/EBITDA	배	5.94	7.15	7.23	6.05	5.31
ROE	%	1.03	(0.94)	(1.33)	2.35	3.50
BPS	원	517,811	450,265	436,572	441,681	452,110
DPS	원	2,000	5,200	5,200	5,200	5,200



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

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

매각 대금 약 5,400억원(매각 차익)
3분기 연결 실적 계상

중국 대형마트 매각 대금 약 5,400억원(매각 차익)은 3분기 연결 실적에 계상될 예정이다. 애초 4개 점포 계약 철회는 아쉬움이 있지만, 중국 대형마트 사업 불확실성 소멸이 더 긍정적이다. 지난 4월 유상증자 5,800억원(차입금 상환 4,100억원+운영자금 1,700억원) 가운데 상당 부분을 회수하는 것이다.

대형마트의 경우 7월 기준점이 3% 역신장했지만, 판관비 절감으로 YoY 증익을 기록한 것으로 파악되고 있다. 8~9월 기준점은 YoY 5% 성장한 것으로 추정된다.

표1. 롯데쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

연결기준 3분기 매출과 영업이익 각각
YoY 0.6% 감소, 155% 증가한
4조 5,780억원, 1,610억원 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	4,446	4,400	4,557	4,768	18,171	4,347	4,423	4,531	5,092	18,392
백화점	797	762	723	942	3,224	822	770	742	990	3,324
국내	764	735	694	913	3,106	793	742	711	956	3,202
해외	33	27	29	29	118	29	28	30	34	122
마트	1,775	1,600	1,647	1,557	6,579	1,552	1,581	1,673	1,641	6,447
국내	1,218	1,190	1,313	1,231	4,952	1,226	1,197	1,326	1,246	4,995
해외	557	410	334	326	1,627	326	385	347	395	1,453
하이마트	896	1,061	1,180	963	4,099	952	1,087	1,168	997	4,205
슈퍼	545	529	531	492	2,097	520	503	515	485	2,023
홈쇼핑	226	235	212	253	926	231	221	220	262	934
시네마	161	150	202	196	709	175	150	212	207	744
영업이익	155	42	63	270	530	165	35	161	268	629
백화점	114	40	57	185	396	143	56	70	217	486
국내	135	61	77	201	474	160	73	85	226	544
해외	(21)	(21)	(20)	(16)	(78)	(17)	(17)	(15)	(9)	(59)
마트	(20)	(77)	(86)	(47)	(230)	(44)	(79)	(6)	(0)	(130)
국내	8	(22)	15	20	21	6	(38)	21	16	5
해외	(28)	(55)	(101)	(67)	(251)	(50)	(41)	(28)	(16)	(135)
하이마트	36	61	81	29	207	41	67	78	30	217
슈퍼	2	2	(3)	(3)	(2)	(10)	(14)	(10)	(12)	(47)
홈쇼핑	29	36	18	29	112	32	22	20	32	106
시네마	2	0	14	11	27	7	(6)	15	14	30
세전이익	138	12	(552)	230	(172)	59	(192)	81	156	104
지배주주순이익	90	(33)	(559)	358	(145)	(36)	(242)	49	63	(166)
영업이익률(%)	2.6	0.7	1.0	4.1	2.1	2.8	0.6	2.6	3.8	2.5
백화점	14.3	5.2	7.9	19.6	12.3	17.4	7.3	9.5	21.9	14.6
마트	(1.1)	(4.8)	(5.2)	(3.0)	(3.5)	(2.8)	(5.0)	(0.4)	(0.0)	(2.0)
하이마트	4.1	5.8	6.9	3.0	5.1	4.3	6.2	6.7	3.0	5.1
슈퍼	0.4	0.4	(0.6)	(0.6)	(0.1)	(1.9)	(2.8)	(2.0)	(2.5)	(2.3)
홈쇼핑	12.8	15.3	8.5	11.5	12.1	13.9	10.0	9.0	12.2	11.3
시네마	1.2	0.0	6.9	5.6	3.8	4.0	(4.0)	7.0	6.7	4.0
세전이익률(%)	2.3	0.2	(8.9)	3.5	(0.7)	1.0	(3.2)	1.3	2.2	0.4
순이익률(%)	1.5	(0.5)	(9.1)	5.4	(0.6)	(0.6)	(4.1)	0.8	0.9	(0.7)

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

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

(단위: 십억원)

현재주가는 12MF PBR 0.45배
국내외 불확실성 완화 및 실적
모멘텀 회복 감안,
실적 추정치와 목표주가 상향

		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출		24,114	18,180	18,392	18,844	19,237
백화점		8,821	8,408	8,723	9,199	9,368
	국내	8,687	3,088	3,202	3,380	3,440
	해외	135	116	122	125	129
할인점		8,476	6,577	6,447	6,471	6,535
	국내	5,992	4,955	4,995	5,045	5,095
	해외	2,516	1,622	1,453	1,426	1,440
하이마트		3,939	4,099	4,205	4,374	4,547
슈퍼		2,325	2,071	2,023	2,005	1,996
홈쇼핑		917	925	934	972	1,010
시네마		626	709	744	782	821
영업이익		758	527	629	917	1,057
백화점		614	396	486	561	617
	국내	698	474	544	608	654
	해외	(84)	(79)	(59)	(48)	(36)
할인점		(97)	(230)	(130)	47	90
	국내	28	22	5	25	66
	해외	(125)	(251)	(135)	22	23
하이마트		175	207	217	226	237
슈퍼		1	(2)	(47)	(30)	(20)
홈쇼핑		79	112	106	113	121
시네마		39	27	30	43	49
세전이익		489	(172)	104	521	749
당기순익		247	(2)	(42)	364	547
지배주주 당기순익		168	(145)	(166)	292	442
적정시가총액		4,037	(3,468)	(3,988)	6,997	8,841
주식수(천주)		31,491	28,122	28,122	28,122	28,122
적정주가(천원)		128	(123)	(142)	249	314
적정PER(배)		24.0	24.0	24.0	24.0	20.0
EPS(원)		5,341	(5,139)	(5,909)	10,367	15,719
영업이익률(%)		3.0	2.1	2.5	3.6	4.0
총매출 (YoY,%)		(16.0)	(2.9)	1.4	3.0	2.0
영업이익 (YoY,%)		1.8	(30.5)	19.3	45.9	15.3
순이익 (YoY,%)		흑전	적전	적지	흑전	51.6

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	24,114.3	18,179.9	18,392.4	18,844.0	19,237.4
매출원가	16,242.7	10,543.7	10,869.9	10,646.9	10,792.2
매출총이익	7,871.6	7,636.2	7,522.5	8,197.1	8,445.2
판관비	7,108.3	7,106.4	6,893.9	7,280.2	7,387.8
영업이익	763.3	529.9	628.5	917.0	1,057.5
금융손익	(175.0)	(143.9)	(129.0)	(133.5)	(137.5)
종속/관계기업손익	60.9	68.4	9.0	8.9	8.8
기타영업외손익	(329.7)	(624.4)	(404.7)	(271.8)	(179.3)
세전이익	319.5	(170.1)	103.9	520.6	749.4
법인세	195.0	273.5	145.4	156.2	202.3
계속사업이익	124.6	(443.5)	(41.5)	364.4	547.1
중단사업이익	122.3	422.9	0.0	0.0	0.0
당기순이익	246.9	(20.6)	(41.5)	364.4	547.1
비배주주지분 순이익	78.7	115.8	124.6	72.9	105.0
지배주주순이익	168.2	(136.4)	(166.2)	291.5	442.0
지배주주지분포괄이익	166.4	(182.9)	(90.6)	794.4	1,192.6
NOPAT	297.6	1,381.8	(251.4)	641.9	771.9
EBITDA	1,736.5	1,434.6	1,499.8	1,759.9	1,801.4
성장성(%)					
매출액증가율	(17.2)	(24.6)	1.2	2.5	2.1
NOPAT증가율	(92.0)	364.3	적전	흑전	20.3
EBITDA증가율	(5.6)	(17.4)	4.5	17.3	2.4
영업이익증가율	(10.6)	(30.6)	18.6	45.9	15.3
(지배주주)순이익증가율	흑전	적전	적지	흑전	51.6
EPS증가율	흑전	적전	적지	흑전	51.6
수익성(%)					
매출총이익률	32.6	42.0	40.9	43.5	43.9
EBITDA이익률	7.2	7.9	8.2	9.3	9.4
영업이익률	3.2	2.9	3.4	4.9	5.5
계속사업이익률	0.5	(2.4)	(0.2)	1.9	2.8

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,341	(4,437)	(5,894)	10,305	15,626
BPS	517,811	450,265	436,572	441,681	452,110
CFPS	58,282	49,050	36,853	50,300	54,573
EBITDAPS	55,143	46,665	53,202	62,213	63,679
SPS	765,756	591,344	652,411	666,132	680,039
DPS	2,000	5,200	5,200	5,200	5,200
주가지표(배)					
PER	39.2	N/A	N/A	20.3	13.4
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PCFR	3.6	4.1	5.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	5.9	7.1	7.2	6.1	5.3
PSR	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	1.0	(0.9)	(1.3)	2.3	3.5
ROA	0.4	(0.4)	(0.6)	1.1	1.6
ROIC	1.7	8.4	(1.6)	4.2	5.1
부채비율	142.8	109.3	109.0	106.0	104.8
순부채비율	13.8	29.7	31.4	29.1	19.7
이자보상배율(배)	3.4	2.2	3.8	5.8	6.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	16,932.3	6,295.3	5,803.2	5,764.3	7,082.1
금융자산	12,212.3	3,860.1	3,339.6	3,240.3	4,505.5
현금성자산	2,269.2	2,626.2	2,091.3	1,961.4	3,199.9
매출채권 등	1,067.5	882.3	892.6	914.5	933.6
재고자산	3,324.4	1,354.0	1,369.9	1,403.5	1,432.8
기타유동자산	328.1	198.9	201.1	206.0	210.2
비유동자산	24,983.6	21,653.2	21,656.3	21,705.4	21,007.9
투자자산	3,656.0	2,145.7	2,170.8	2,224.1	2,270.5
금융자산	2,319.3	1,702.5	1,722.4	1,764.7	1,801.5
유형자산	15,932.2	14,918.3	14,996.8	15,073.0	14,393.3
무형자산	3,356.7	2,426.2	2,325.7	2,245.3	2,181.1
기타비유동자산	2,038.7	2,163.0	2,163.0	2,163.0	2,163.0
자산총계	41,915.9	27,948.5	27,459.5	27,469.7	28,090.0
유동부채	13,386.0	8,544.5	8,299.1	8,129.3	8,342.0
금융부채	5,109.8	3,131.4	2,824.3	2,523.2	2,621.6
매입채무 등	6,563.0	4,156.0	4,204.6	4,307.8	4,397.7
기타유동부채	1,713.2	1,257.1	1,270.2	1,298.3	1,322.7
비유동부채	11,265.9	6,052.6	6,018.7	6,003.3	6,032.8
금융부채	9,477.9	4,691.5	4,641.7	4,592.5	4,592.5
기타비유동부채	1,788.0	1,361.1	1,377.0	1,410.8	1,440.3
부채총계	24,651.9	14,597.1	14,317.9	14,132.6	14,374.8
지배주주지분	16,304.5	12,658.6	12,346.3	12,490.8	12,785.9
자본금	157.5	140.6	140.6	140.6	140.6
자본잉여금	3,910.8	3,505.7	3,505.7	3,505.7	3,505.7
자본조정	152.8	(2,635.3)	(2,635.3)	(2,635.3)	(2,635.3)
기타포괄이익누계액	88.0	(82.7)	(82.7)	(82.7)	(82.7)
이익잉여금	11,995.6	11,730.3	11,418.0	11,562.5	11,857.6
비지배주주지분	959.5	692.8	795.4	846.3	929.3
자본총계	17,264.0	13,351.4	13,141.7	13,337.1	13,715.2
순금융부채	2,375.3	3,962.8	4,126.4	3,875.3	2,708.5

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,506.9	1,569.3	923.6	1,351.8	1,419.7
당기순이익	246.9	(20.6)	(41.5)	364.4	547.1
조정	1,879.3	1,667.8	915.8	882.7	781.4
감가상각비	973.2	904.8	871.3	843.0	743.9
외환거래손익	45.7	(169.9)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(61.6)	(69.3)	0.0	0.0	0.0
기타	922.0	1,002.2	44.5	39.7	37.5
영업활동 자산부채 변동	(619.3)	(77.9)	49.3	104.7	91.2
투자활동 현금흐름	(968.4)	(1,263.2)	(844.2)	(878.3)	(28.3)
투자자산감소(증가)	(231.1)	1,578.7	(47.1)	(75.3)	(68.4)
유형자산감소(증가)	(1,149.6)	(847.9)	(849.4)	(838.7)	0.0
기타	412.3	(1,994.0)	52.3	35.7	40.1
재무활동 현금흐름	(21.2)	74.9	(551.7)	(542.5)	(152.9)
금융부채증가(감소)	413.1	(6,764.8)	(356.9)	(350.3)	98.4
자본증가(감소)	0.0	(421.9)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(356.7)	7,342.7	(111.3)	(106.2)	(104.3)
배당지급	(77.6)	(81.1)	(83.5)	(86.0)	(147.0)
현금의 증감	517.9	357.1	(534.9)	(129.9)	1,238.5
Unlevered CFO	1,835.4	1,508.0	1,038.9	1,422.9	1,543.8
Free Cash Flow	299.9	685.4	74.3	513.0	1,419.7

2018년 10월 2일

호텔신라(008770)

매출보다 비용이 관건

3분기 영업이익 YoY 126% 증가 전망

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 31%, 126% 증가한 1조 2,350억원과 690억원 수준이 가능할 전망이다. 중국 인바운드 회복으로 시내면세점 매출이 YoY 25%, 내국인 아웃 바운드 증가와 인천공항 T2 영업장 추가 영향 인천공항 면세점 매출이 각각 YoY 30% 증가하면서 외형 성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. 창이공항은 영업손실 규모가 20억원 수준까지 하락하고, 홍콩공항은 BEP를 달성하면서 전체 이익 개선 폭을 확대할 것으로 예상된다. 다만, 시내점 알선수수료를 상승과 인천공항 임대료 증가(9월부터)로 영업이익률은 2분기 대비 소폭 하락한 5.5% 수준에 그칠 전망이다.

파이공 규제 우려 소멸, 경쟁 심화 불확실성 상존

8월 면세점 매출은 YoY 27%, MoM 11%로 기대치를 상회하면서 파이공 규제 우려를 불식시켰다. 다만, 8월 중순 이후 시내점 알선수수료가 상승한 것으로 파악되고 있다. 중소형 여행사 및 브랜드들에 대해서 한정된 상승으로 실적에 미치는 부담은 크지 않을 것으로 예상된다. 하지만, 호텔신라의 3분기 실적이 예상치보다 크게 하회한다면, 경쟁심화 우려가 다시 불거질 수 있다. 기대치에 부합할 경우 호텔신라의 높은 실적 모멘텀이 부각될 수 있다. 호텔신라는 전년도 인천공항 임대료 인상 때문에 하반기 실적 베이스가 낮다. 4분기 영업이익도 560억원(YoY 262%)까지 기대할 수 있다. 아울러, 북미정상회담이 성공적으로 끝나 종전선언과 북핵폐기가 가시화될 경우 중국 인바운드 패키지 규제 철폐로 추가적인 주가 모멘텀을 기대할 수 있다.

목표주가 13만원, 투자이전 '매수' 유지

목표주가 13만원은 12MF PER 26배로 2020년 예상 EPS에 PER 23배를 적용한 후 연 10%로 현재가치 할인한 수치다. 중국 인바운드 회복과 국내외 사업 정상화로 2020년 영업이익은 3,460억원 규모까지 확대될 전망이다. 2017~2020년까지 연평균 106%의 높은 EPS 상승 가능성을 감안하면 무리한 밸류에이션은 아니다. 현재 주가는 12MF PER 21.6배로 주가 상승 여력이 크다. 다만, 3분기 실적 발표까지는 조정시 매수 전략이 바람직

관심종목

BUY

| TP(12M): 130,000원 | CP(10월1일): 108,000원

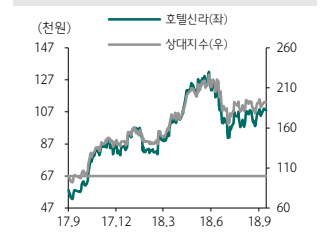
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,338.88
52주 최고/최저(원)	132,000/57,100
시가총액(십억원)	4,238.8
시가총액비중(%)	0.35
발행주식수(천주)	39,248.1
60일 평균 거래량(천주)	504.9
60일 평균 거래대금(십억원)	51.4
18년 배당금(예상, 원)	350
18년 배당수익률(예상, %)	0.32
외국인지분율(%)	34.02
주요주주 지분율(%)	
정몽근 외 3인	17.36
국민연금	12.71
주가상승률	1M 6M 12M
절대	0.0 12.6 85.6
상대	(0.7) 17.8 90.0

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	4,839.4	5,513.8
영업이익(십억원)	238.9	299.9
순이익(십억원)	161.9	207.6
EPS(원)	4,081	5,221
BPS(원)	21,508	26,615

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	3,715.3	4,011.5	4,697.2	5,209.1	5,696.6
영업이익	십억원	79.0	73.1	238.4	295.6	346.1
세전이익	십억원	52.4	44.7	212.6	272.1	324.8
순이익	십억원	27.8	25.3	159.5	205.4	246.8
EPS	원	696	632	3,987	5,136	6,170
증감률	%	50.6	(9.2)	530.9	28.8	20.1
PER	배	69.20	134.31	27.09	21.03	17.50
PBR	배	2.51	4.40	4.71	3.89	3.21
EV/EBITDA	배	15.10	26.04	15.04	12.34	10.35
ROE	%	3.96	3.81	21.53	22.58	21.99
BPS	원	19,150	19,299	22,953	27,757	33,596
DPS	원	350	350	350	350	350



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

RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

8월 중국 인바운드 48만명(YoY 41%)
당분간 의미있는 성장 기대 무리

한편, 8월 중국 인바운드는 YoY 40.9% 증가한 47.8만명을 기록했다. 당분간 의미있는 성장을 기대하기는 무리다. 패키지 관광 인바운드 규제(온라인 상품/전세기/크루즈)가 관건이다. 패키지 관광 규제는 중국 정부가 사드 철수에 대한 반대급부로 남겨둔 마지막 카드로 판단한다. 따라서, 북미정상회담이 성공적으로 끝나 종전선언과 북핵폐기가 가시화될 경우 면세점 업체들의 주가 모멘텀을 기대할 수 있다. 패키지 관광 인바운드 회복은 매출 증대보다 밸류에이션 회복에 더 긍정적이다. 현재 파이공 중심 매출은 엄격히 말하면 '밀수'라는 측면에서 불안감이 클 수밖에 없는 밸류에이션 할인 요인이다.

3분기 연결 매출과 영업이익은
각각 전년 동기대비 31%, 126.1%
증가한 1조 2,350억원과 690억원
수준 전망

표1. 호텔신라 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	879	800	942	892	3,513	1,126	1,175	1,235	1,161	4,697
면세점	783	691	824	776	3,074	1,014	1,055	1,108	1,044	4,221
호텔	71	86	95	93	344	82	91	102	97	373
생활레저	25	24	23	23	95	29	29	24	20	103
영업이익	10	17	30	16	73	43	70	69	56	238
면세점	17	8	24	10	59	48	64	61	52	224
호텔	(13)	3	0	(1)	(11)	(11)	0	1	(1)	(10)
생활레저	6	7	7	6	25	7	5	7	5	25
세전이익	5	7	21	12	45	42	65	62	44	213
순이익	3	3	13	7	25	32	53	46	29	159
영업이익률(%)	1.1	2.2	3.2	1.7	2.1	3.8	5.9	5.5	4.8	5.1
세전이익률(%)	0.6	0.9	2.2	1.3	1.3	3.7	5.5	5.0	3.8	4.5
순이익률(%)	0.3	0.4	1.3	0.8	0.7	2.8	4.5	3.7	2.5	3.4

주: 2017년 연간 및 분기 실적은 IFRS15 적용 가정 추정치
자료: 호텔신라, 하나금융투자

중국 인바운드 회복과 국내외 사업
정상화로 2020년 영업이익은
3,460억원 규모까지 확대 전망

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

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출	3,715	3,513	4,697	5,209	5,697
면세점	3,326	3,074	4,221	4,698	5,147
호텔	316	344	373	404	439
생활레저	73	95	103	107	110
영업이익	79	73	238	296	346
면세점	79	59	224	279	326
호텔	(13)	(11)	(10)	(9)	(7)
생활레저	13	25	25	26	26
세전이익	52	45	213	272	325
순이익	28	25	159	205	247
지배순이익	28	25	159	205	247
적정시가총액	4,313	4,745	4,692	5,161	5,677
주식수(천주)	39,248	39,248	39,248	39,248	39,248
적정주가(원)	109,896	120,886	119,536	131,490	144,639
적정PER(배)	155.0	187.6	29.4	25.1	23.0
EPS(원)	709	644	4,063	5,235	6,289
영업이익률(%)	2.1	2.1	5.1	5.7	6.1
매출 (YoY,%)	14.3	(5.4)	33.6	10.9	9.4
영업이익 (YoY,%)	2.4	(7.4)	226.2	24.0	17.1
순이익 (YoY,%)	50.6	(9.1)	530.7	28.8	20.1

주: 2017년 실적은 IFRS15 적용 가정 추정치

자료: 호텔신라, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	3,715.3	4,011.5	4,697.2	5,209.1	5,696.6
매출원가	2,039.5	2,362.9	2,489.5	2,748.6	2,992.4
매출총이익	1,675.8	1,648.6	2,207.7	2,460.5	2,704.2
판관비	1,596.8	1,575.6	1,969.3	2,164.9	2,358.2
영업이익	79.0	73.1	238.4	295.6	346.1
금융손익	(10.7)	(14.8)	(13.6)	(12.5)	(11.4)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(15.8)	(13.5)	(12.1)	(10.9)	(9.8)
세전이익	52.4	44.7	212.6	272.1	324.8
법인세	24.6	19.5	53.2	66.7	78.0
계속사업이익	27.8	25.3	159.5	205.5	246.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	27.8	25.3	159.5	205.5	246.8
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	27.8	25.3	159.5	205.4	246.8
지배주주지분포괄이익	31.9	19.2	159.5	205.5	246.9
NOPAT	41.9	41.3	178.8	223.1	263.0
EBITDA	153.5	144.5	300.4	349.5	393.1
성장성(%)					
매출액증가율	14.3	8.0	17.1	10.9	9.4
NOPAT증가율	29.3	(1.4)	332.9	24.8	17.9
EBITDA증가율	1.5	(5.9)	107.9	16.3	12.5
영업이익증가율	2.3	(7.5)	226.1	24.0	17.1
(지배주주)순이익증가율	50.3	(9.0)	530.4	28.8	20.2
EPS증가율	50.6	(9.2)	530.9	28.8	20.1
수익성(%)					
매출총이익률	45.1	41.1	47.0	47.2	47.5
EBITDA이익률	4.1	3.6	6.4	6.7	6.9
영업이익률	2.1	1.8	5.1	5.7	6.1
계속사업이익률	0.7	0.6	3.4	3.9	4.3

투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	696	632	3,987	5,136	6,170
BPS	19,150	19,299	22,953	27,757	33,596
CFPS	4,166	3,889	7,188	8,368	9,410
EBITDAPS	3,836	3,613	7,510	8,737	9,829
SPS	92,883	100,287	117,430	130,226	142,416
DPS	350	350	350	350	350
주가지표(배)					
PER	69.2	134.3	27.1	21.0	17.5
PBR	2.5	4.4	4.7	3.9	3.2
PCFR	11.6	21.8	15.0	12.9	11.5
EV/EBITDA	15.1	26.0	15.0	12.3	10.3
PSR	0.5	0.8	0.9	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	4.0	3.8	21.5	22.6	22.0
ROA	1.3	1.2	7.0	8.4	9.0
ROIC	4.3	4.8	22.8	30.4	38.1
부채비율	208.5	236.7	184.3	158.0	135.1
순부채비율	61.1	58.7	29.1	3.0	(17.2)
이자보상배율(배)	2.4	3.3	11.2	15.9	18.6

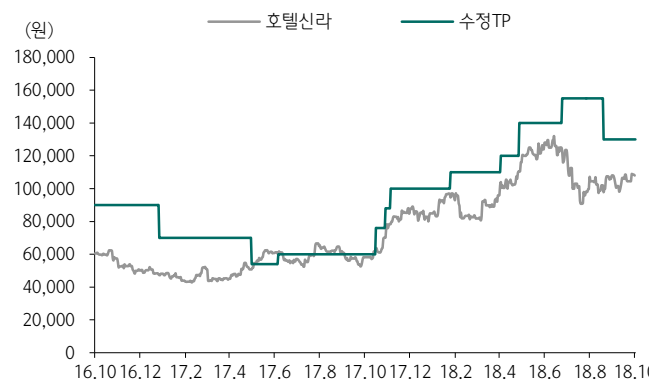
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,079.1	1,198.4	1,276.9	1,575.5	1,906.1
금융자산	347.3	478.2	433.6	640.3	883.4
현금성자산	346.7	474.4	429.1	635.3	877.9
매출채권 등	201.0	176.2	206.4	228.8	250.3
재고자산	471.3	499.8	585.2	649.0	709.8
기타유동자산	59.5	44.2	51.7	57.4	62.6
비유동자산	961.8	1,051.5	1,038.5	1,021.1	1,008.8
투자자산	203.5	286.4	335.3	371.9	406.7
금융자산	168.7	253.6	297.0	329.3	360.2
유형자산	706.9	693.1	641.3	595.2	554.1
무형자산	48.2	43.8	33.6	25.7	19.7
기타비유동자산	3.2	28.2	28.3	28.3	28.3
자산총계	2,041.0	2,249.9	2,315.4	2,596.5	2,914.9
유동부채	739.9	910.1	825.4	911.5	993.4
금융부채	152.6	221.6	21.6	21.6	21.6
매입채무 등	510.7	594.6	696.2	772.0	844.3
기타유동부채	76.6	93.9	107.6	117.9	127.5
비유동부채	639.5	671.7	675.6	678.6	681.4
금융부채	598.9	648.6	648.6	648.6	648.6
기타비유동부채	40.6	23.1	27.0	30.0	32.8
부채총계	1,379.4	1,581.8	1,501.0	1,590.0	1,674.8
지배주주지분	661.5	667.4	813.6	1,005.8	1,239.3
자본금	200.0	200.0	200.0	200.0	200.0
자본잉여금	196.6	196.6	196.6	196.6	196.6
자본조정	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)	(104.5)
기타포괄이익누계액	(1.8)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
이익잉여금	371.3	381.6	527.7	719.9	953.4
비지배주주지분	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	661.5	668.1	814.3	1,006.5	1,240.0
순금융부채	404.3	391.9	236.6	29.9	(213.2)

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	120.8	207.2	238.9	275.1	309.7
당기순이익	27.8	25.3	159.5	205.5	246.8
조정	115.7	115.5	83.3	72.5	65.6
감가상각비	74.5	71.4	62.0	53.9	47.1
외환거래손익	0.8	0.4	0.0	0.0	0.0
지분법손익	11.1	8.0	0.0	0.0	0.0
기타	29.3	35.7	21.3	18.6	18.5
영업활동 자산부채 변동	(22.7)	66.4	(3.9)	(2.9)	(2.7)
투자활동 현금흐름	148.1	(162.1)	(49.6)	(37.0)	(35.3)
투자자산감소(증가)	179.4	(82.9)	(49.0)	(36.5)	(34.8)
유형자산감소(증가)	(66.6)	(60.5)	0.0	0.0	0.0
기타	35.3	(18.7)	(0.6)	(0.5)	(0.5)
재무활동 현금흐름	(245.0)	85.3	(234.6)	(31.9)	(31.9)
금융부채증가(감소)	(106.7)	118.6	(200.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(124.5)	(20.0)	(21.3)	(18.6)	(18.6)
배당지급	(13.8)	(13.3)	(13.3)	(13.3)	(13.3)
현금의 증감	20.8	127.8	(45.3)	206.2	242.6
Unlevered CFO	166.6	155.6	287.5	334.7	376.4
Free Cash Flow	54.0	142.3	238.9	275.1	309.7

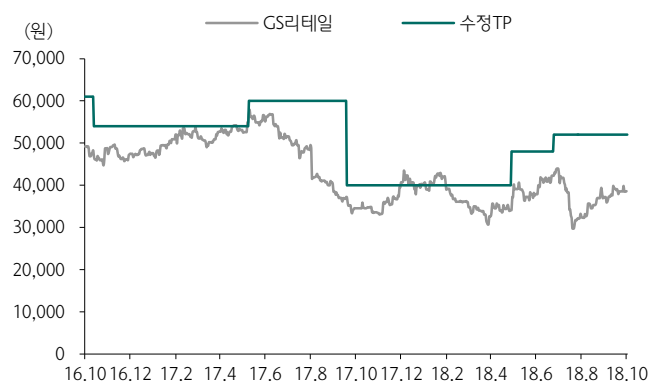
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

호텔신라



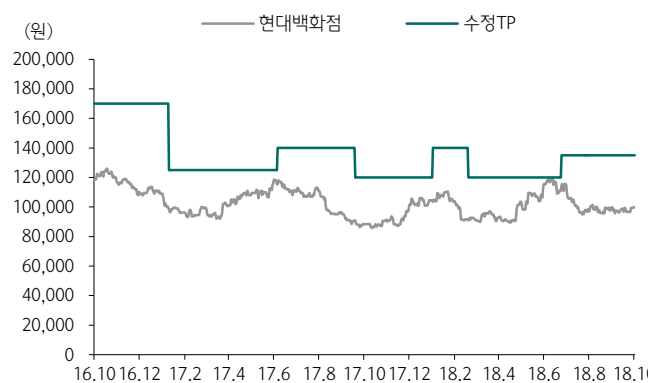
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.8.21	BUY	130,000		
18.6.26	BUY	155,000	-33.08%	-20.32%
18.4.29	BUY	140,000	-11.72%	-5.71%
18.4.4	BUY	120,000	-13.24%	-7.92%
18.1.26	BUY	110,000	-19.66%	-7.27%
17.11.6	BUY	100,000	-13.67%	-3.00%
17.10.30	BUY	88,000	-12.23%	-10.91%
17.10.17	BUY	76,000	-15.67%	-7.76%
17.6.7	Neutral	60,000	-1.88%	11.00%
17.5.2	Neutral	54,000	9.92%	15.74%
16.12.28	BUY	70,000	-33.06%	-21.86%
16.10.10	BUY	90,000	-40.76%	-30.67%
16.7.18	BUY	115,000	-45.11%	-40.09%

GS리테일



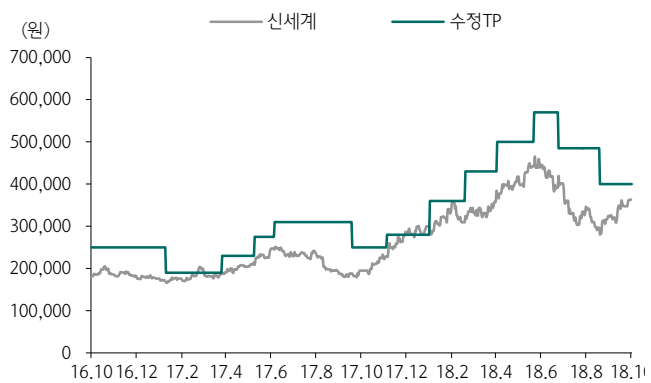
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.6.26	BUY	52,000		
18.4.30	BUY	48,000	-18.26%	-11.98%
17.9.20	Neutral	40,000	-8.30%	8.75%
17.5.11	Neutral	60,000	-20.05%	-3.50%
17.1.11	Neutral	54,000	-7.86%	1.67%
16.10.14	BUY	54,000	-12.38%	-8.06%
16.8.15	BUY	61,000	-21.02%	-17.54%

현대백화점



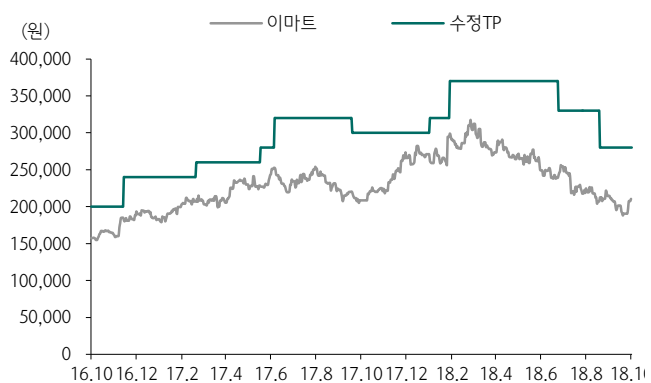
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.2	Neutral	110,000		
18.6.26	BUY	135,000	-25.99%	-14.44%
18.2.20	BUY	120,000	-16.79%	-0.42%
18.1.3	BUY	140,000	-26.02%	-21.07%
17.9.20	BUY	120,000	-21.92%	-11.67%
17.6.7	BUY	140,000	-25.40%	-15.71%
17.1.11	BUY	125,000	-18.46%	-5.20%
16.10.4	BUY	170,000	-32.56%	-25.88%

신세계



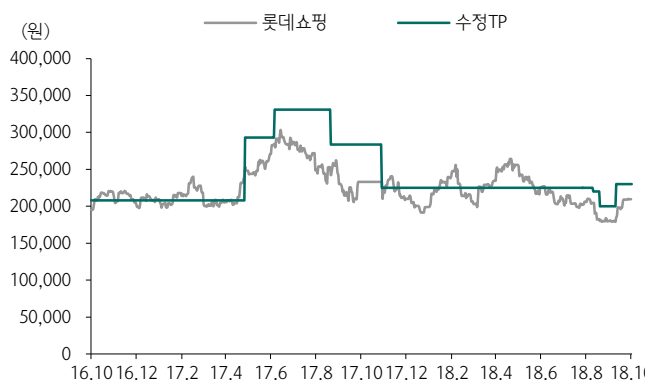
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.2	Neutral	400,000		
18.8.21	BUY	400,000	-18.45%	-9.38%
18.6.26	BUY	485,000	-30.95%	-17.11%
18.5.24	BUY	570,000	-25.38%	-18.33%
18.4.4	BUY	500,000	-18.97%	-10.20%
18.2.20	BUY	430,000	-21.78%	-10.81%
18.1.3	BUY	360,000	-11.28%	-0.56%
17.11.6	BUY	280,000	-1.97%	7.32%
17.9.20	BUY	250,000	-18.00%	-6.80%
17.6.7	BUY	310,000	-29.37%	-18.87%
17.5.11	BUY	275,000	-15.70%	-10.00%
17.3.28	BUY	230,000	-13.17%	-7.17%
17.1.11	Neutral	190,000	-5.04%	6.84%
16.10.4	BUY	250,000	-26.28%	-18.20%

이마트



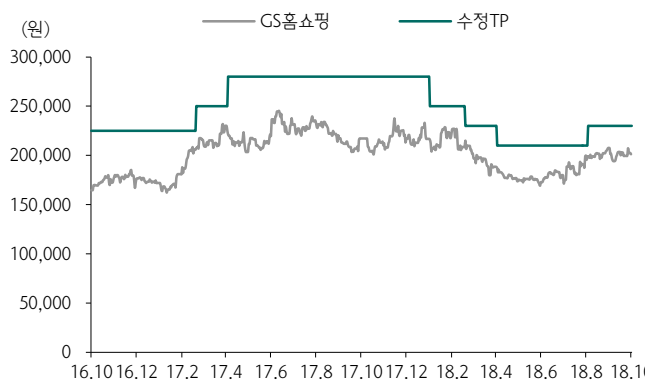
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.8.21	BUY	280,000		
18.6.26	BUY	330,000	-30.58%	-22.42%
18.1.30	BUY	370,000	-25.86%	-14.19%
18.1.3	BUY	320,000	-16.81%	-7.97%
17.9.20	BUY	300,000	-19.54%	-6.00%
17.6.7	BUY	320,000	-27.38%	-20.63%
17.5.19	BUY	280,000	-15.65%	-9.82%
17.2.21	BUY	260,000	-16.06%	-7.31%
16.11.15	BUY	240,000	-19.95%	-11.67%
16.10.10	BUY	200,000	-16.89%	-7.50%
16.6.27	BUY	220,000	-26.67%	-20.91%

롯데쇼핑



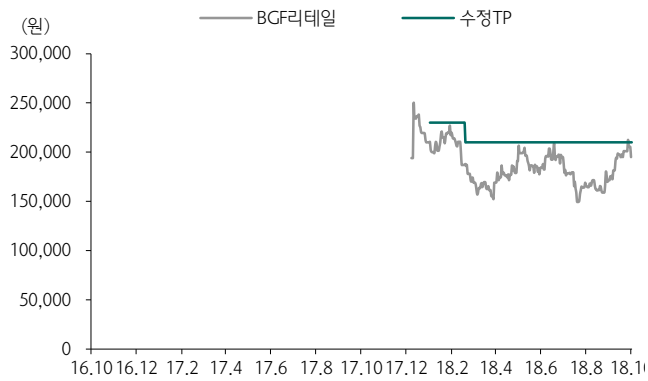
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.2	BUY	250,000		
18.9.12	BUY	230,000	-12.54%	-8.70%
18.8.21	Neutral	200,000	-9.90%	-8.00%
18.8.12	Neutral	220,000	-15.28%	-13.18%
18.6.26	BUY	224,965	-1.21%	17.35%
18.4.4	Neutral	224,965	0.42%	17.35%
17.10.30	BUY	224,965	-1.86%	13.57%
17.8.22	BUY	283,570	-18.82%	-7.50%
17.6.7	BUY	330,832	-17.66%	-8.29%
17.4.28	BUY	293,022	-11.96%	-3.06%
16.10.4	Neutral	207,951	1.82%	15.68%
16.5.9	Neutral	241,034	-18.23%	-6.67%

GS홈쇼핑



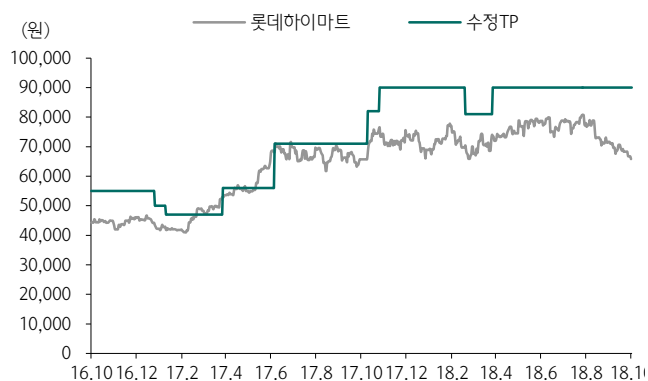
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.8.5	BUY	230,000		
18.4.4	Neutral	210,000	-14.03%	-4.81%
18.2.20	Neutral	230,000	-14.74%	-8.70%
18.1.3	BUY	250,000	-13.59%	-8.52%
17.4.5	BUY	280,000	-21.60%	-12.43%
17.2.21	BUY	250,000	-13.78%	-7.32%
16.11.3	BUY	225,000	-20.84%	-7.33%
16.3.15	BUY	190,000	-8.04%	3.68%

BGF리테일



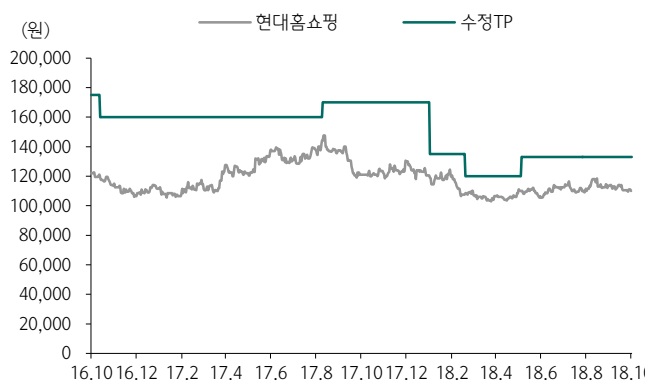
날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.2	Neutral	210,000		
18.8.21	BUY	210,000	-14.12%	1.19%
18.2.20	Neutral	210,000	-19.40%	-10.95%
18.1.3	Neutral	230,000	-8.60%	-1.30%

롯데하이마트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.10.2	Neutral	70,000		
18.3.29	BUY	90,000	-16.35%	-10.33%
18.2.20	BUY	81,000	-13.63%	-8.15%
17.10.27	BUY	90,000	-20.02%	-13.56%
17.10.11	BUY	82,000	-9.97%	-7.32%
17.6.7	Neutral	71,000	-5.18%	0.85%
17.3.29	Neutral	56,000	3.81%	22.50%
17.1.11	Neutral	47,000	-2.53%	12.55%
16.12.27	Neutral	50,000	-14.81%	-12.90%
16.11.7	BUY	55,000	-18.15%	-15.09%
16.6.7	BUY	74,000	-38.96%	-28.65%

현대홈쇼핑



날짜	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
18.5.7	BUY	133,000		
18.2.20	Neutral	120,000	-11.53%	-7.50%
18.1.3	Neutral	135,000	-13.23%	-7.78%
17.8.11	BUY	170,000	-25.36%	-13.24%
16.10.14	BUY	160,000	-25.04%	-10.00%
16.8.15	BUY	175,000	-29.70%	-27.43%
18.5.7	BUY	133,000		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.1%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 10월 2일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 10월 2일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 10월 2일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- GS홈쇼핑은 회사와 상당한 이해관계가 있다고 인정되는 법인(자사주 신탁/위탁, 유동성공급자 등)입니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.