



2021년 11월 22일 | Equity Research



# 유통 Overweight

## 위드 코로나, 이베이코리아, 쿠팡머스

| 2022년 어느 때보다 불확실성이 큰 시기

| 관전 포인트 3가지

- 위드 코로나: 백화점 수혜 본격화, 멀어지는 글로벌 여행 재개
- 이베이코리아: 이마트 vs. 네이버 vs. 쿠팡 전면전
- 쿠팡머스: GS리테일, 요기요와 편의점/슈퍼 시너지 주목

Industry In-depth

Top Pick

현대백화점(069960) | BUY | TP 98,000원 | CP(11월19일) 76,500원



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

RA 안도현  
02-3771-7776  
dohyunahn@hanafn.com



# CONTENTS

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. 2022년 어느 때보다 불확실성이 큰 시기</b>         | <b>3</b>  |
| <b>2. 위드 코로나: 단기 백화점, 중장기 면세점 최대 수혜</b>   | <b>5</b>  |
| 1) 백화점: 위드 코로나 단계별 엇갈리는 희비                | 5         |
| 2) 면세점: 멀어지는 해외여행 재개 시기                   | 8         |
| <b>3. 대형마트와 온라인 유통 시장 빅 3 전면전</b>         | <b>11</b> |
| 1) 식품 온라인 2022년 YoY 20% 성장에 대한 의구심        | 11        |
| 2) 2022년 이마트 전망의 핵심은 이베이코리아               | 12        |
| <b>4. 편의점과 킥커머스: 사업성 시험대에 오르다</b>         | <b>15</b> |
| 1) 위드 코로나 시기, 심야/특수입지/F&F 트래픽 회복 기대       | 15        |
| 2) 킥커머스에 대한 관심 증대, but 사업성 여부 불확실         | 16        |
| <b>5. 3분기 실적발표 단상: 과도한 투자심리 위축</b>        | <b>18</b> |
| 1) 이마트: 부진한 실적, but 4분기 스타벅스코리아 연결 효과 클 듯 | 18        |
| 2) 백화점: 백화점 사업 비중이 큰 업체 유리                | 21        |
| 3) 편의점: 위드 코로나 수혜 가시화 중                   | 24        |
| 4) 롯데하이마트: 높은 베이스 부담                      | 26        |
| 5) 호텔신라: 중국 소비 둔화 우려                      | 27        |
| <b>Top Pick</b>                           | <b>30</b> |
| 현대백화점(069960)                             | 31        |

2021년 11월 22일 | Equity Research

# 유통

## 위드 코로나, 이베이코리아, 쿠팡커머스

### 2022년 어느 때보다 불확실성 큰 시기

위드 코로나부터 중국 소비 둔화까지 2022년 유통 시장 업황은 여전히 안개 속이다. 위드 코로나 기조를 이어갈 수 있을지 의구심이 들고, 글로벌 여행 재개는 언감생심이다. 백화점 YoY 5%, 면세점 YoY 18% 성장을 예상하고 있지만, 글로벌 여행 재개 시기에 따라 성장률이 달라질 수 있다. 대형마트 YoY 2.5%로 성장률이 둔화될 것으로 예상된다. 쓱닷컴 등 식품 온라인 메이저 3사가 상장을 앞둔 상황에서 식품 성장률 둔화는 불안 요인이다. 이마트 투자 측면에서는 이베이코리아의 실적 방향성이 관건이다. 편의점 시장은 YoY 6.6% 성장할 것으로 예상된다. 심야/도심 외곽/학교 주변 트래픽이 빠르게 늘고 있고, Top 2로 시장 재편 현상은 심화될 것으로 보인다.

### 관전 포인트 3가지: 위드 코로나/이베이코리아/쿠팡커머스

2022년 유통시장 관전 포인트는 세가지로 요약된다. 1) 위드 코로나 영향으로, 언제 글로벌 여행이 재개될 지에 따라 백화점과 면세점 채널 성장률이 엇갈릴 수 있다. 2) 온라인 유통 시장 빅3 전면전으로, 전열을 가다듬은 쿠팡과 이베이코리아를 필두로 한 이마트, 풀필먼트를 한층 강화한 네이버가 건곤일척의 승부를 앞두고 있다. 셋째, 쿠팡커머스 시장성 확인이다. 쿠팡커머스에 대한 기대가 크지만 실제 유통시장에 얼마나 의미가 있을지 미지수다. GS리테일의 요기요와 슈퍼/편의점 사업 사이 시너지를 눈여겨볼 필요가 있다.

### Top Pick 현대백화점(BUY, TP 9.8만원)

백화점은 위드 코로나 시기 유통 업체들 가운데 가장 합리적인 투자 대안이 될 수 있다. 글로벌 여행 재개 시 피해가 예상되지만, 최근 각 국가별 상황을 볼 때 글로벌 여행 재개 시기는 불투명하다. 반면, 1) 소비심리가 회복되고 있고, 2) 상품 믹스 개선과 견조한 외형성장으로 당분간 높은 실적 모멘텀이 가능하며, 3) 밸류에이션 측면에서 12MF PER 6~8배로 부담 없는 상황이다. 현대백화점과 신세계는 큰 차이가 없지만, 현대백화점이 패션 카테고리 비중이 더 높고, 다른 계열사 사업 불확실성이 작다. BGF리테일도 방어주 측면에서 긍정적이다. 중장기적으로는 호텔신라가 가장 기대되지만, 글로벌 여행 재개가 가시화될 때까지 주가 모멘텀은 제한적이다.

### Industry In-depth

## Overweight

#### Top Pick

| 종목명           | 투자의견 | TP(12M) | CP(11월19일) |
|---------------|------|---------|------------|
| 현대백화점(069960) | BUY  | 98,000원 | 76,500원    |



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

RA 안도현  
02-3771-7776  
dohyunahn@hanafn.com

## 1. 2022년 어느 때보다 불확실성이 큰 시기

2022년 유통 시장 업황 예상 어려움  
코로나 재확산과 중국 소비 둔화 등

위드 코로나부터 중국 소비 둔화까지 2022년 유통 시장은 그 업황을 예상하기 상당히 어려운 상황이다. 위드 코로나 시기가 열렸지만 확진자와 위중증/사망자 등의 추이를 보면 계속 나아갈 수 있을 지 의구심이 들고, 글로벌 여행 재개는 점점 멀어지고 있는 듯한 느낌이다. 중국 소비 둔화와 중국 정부의 각종 규제는 면세점 채널 전망을 흐리게 만드는 요인이다.

백화점 채널 판매 YoY 5% 예상  
핵심은 글로벌 여행 재개 시기

백화점 채널 판매는 YoY 5%에 머물 것으로 전망한다. 2021년 성장률이 YoY 17%로 상당히 높았다. 2020년 베이스가 낮은 효과도 있었지만, 백화점 3사의 신규 점포 오픈 효과도 컸다. 이에 따라 이미 백화점 채널 매출 규모는 2019년 수준을 넘어선 상태다. 2022년 전망에서 가장 큰 핵심은 글로벌 여행 재개 시기다. YoY 5% 성장은 2022년 하반기부터 글로벌 여행 재개가 본격화된다는 가정이다. 글로벌 여행이 재개되면 소위 '명품린' 수요가 해외 여행으로 이전하면서 백화점 성장률을 상당히 훼손할 것으로 예상된다. 만일, 글로벌 여행 재개 시기가 지연된다면 백화점의 실적 모멘텀은 더 길어질 수 있으며, 성장률도 좀 더 올라갈 수 있다.

대형마트 YoY 2.5% 예상  
높은 베이스, 식품 온라인 YoY 20%  
가능 의구심

대형마트 시장은 2022년 YoY 2.5% 성장할 것으로 예상된다. 대형마트는 코로나19 시기 식품 온라인 시장 확대를 필두로 수혜를 본 채널이고, 따라서 위드 코로나 시기 전년도 높은 베이스 부담을 피하기 어렵다. 물론, 식품 온라인 시장이 고성장하고 있고, 식품 온라인 인프라를 확보하고 있는 업체들을 중심으로 시장 재편이 이뤄지고 있기 때문에 업체별 성장률 편차가 클 것으로 예상된다. 다만, 식품 온라인 시장이 지난 2년 동안 평균 YoY 40% 이상 성장했고, 침투율이 2021년 24%까지 상승했기 때문에 2022년 과연 YoY 20% 이상 성장할 수 있을 지 의구심이 든다.

이마트의 이베이코리아와 쿠팡  
경쟁 관건

개별 업체로 보면 이마트는 대형마트 사업 성장률보다 이베이코리아를 통한 온라인 유통 시장 패권 경쟁이 관건이다. 2021년 온라인 유통 시장은 쿠팡이 시장 점유율을 6%p나 상승시키면서 혼자 돈 쓰고, 혼자 시장 점유율 올리는 독무대였지만, 2022년은 이베이코리아를 인수한 이마트와 풀필먼트 서비스를 확충한 네이버의 약진이 기대된다. 그 어느 때보다 치열한 건곤일척의 승부가 될 것으로 예상되는 만큼 이마트의 펀더멘탈과 주가에도 중요한 분기점이 될 수 있다.

면세점 시장 YoY 18% 전망  
2022년 하반기 여행 재개 가정  
But 유동적

2022년 면세점 시장은 YoY 18% 성장한 20.8조원까지 회복할 것으로 예상된다. 2021년보다 성장률이 더 높을 것으로 보이는데, 위드 코로나 영향 글로벌 여행 재개가 2022년 하반기부터 본격화될 것이라는 가정이다. 이러한 최근 코로나19 상황을 보면 다소 공격적인 것처럼 보이는데, 면세점 시장 성장률은 코로나19 재확산 정도에 따라 유동적일 수밖에 없다.

편의점 YoY 6.6%, 위드 코로나  
수혜 이미 가시화  
Top 2 시장 재편 가속화

편의점 시장은 YoY 6.6% 성장할 것으로 예상된다. 위드 코로나 시기로 접어들면서 심야 시간대/도심 외곽/학교 주변 트래픽이 빠르게 늘고 있어, 2022년 동일점 성장률이 YoY 2% 이상 상승할 것으로 기대한다. 편의점 점포수는 2022년 YoY 2,500개 이상 증가하면서 전체 시장 성장률을 4%p 이상 제고시킬 것으로 예상된다. 근접출점 제한과 카드수수료 인하 등 가맹점주에 대한 우호적인 사업환경이 지속되고 있다. 한편, 2015년 이후 담뱃값 인상 때문에 가파르게 증가한 가맹점들에 대한 재계약 시장이 2020년부터 커지고 있는데, 2022년 재계약 점포수는 Top 5 기준 4,900개로 역대 최대치다. GS리테일과 BGF리테일 Top 2로 재편 현상은 심화될 것으로 보인다.

2022년 유통시장 관전 포인트

- 위드 코로나 영향
- 온라인 유통 시장 빅3 전면전
- 쿼커머스 시장성 확인

종합적으로 볼 때 2022년 유통시장 관전 포인트는 세가지로 요약된다. 첫째, 위드 코로나 영향이다. 위드 코로나로 얼마나 국내 소비가 회복되고 언제 글로벌 여행이 재개될 지에 따라 백화점과 면세점 채널 성장률이 상당히 달라질 수 있다. 둘째, 온라인 유통 시장 빅3 전면전이다. 위드 코로나 시대로 진입은 인력이 많이 필요한 쿠팡 물류 센터 가동률 상승에도 긍정적이다. 이마트 입장에서는 이베이코리아 시장 점유율 상승이 필수적이다. 셋째, 쿼커머스 시장성 확인이다. 온라인화는 편의점과 슈퍼 채널까지 넘어가 쿼커머스에 대한 기대가 크지만 실제 유통시장에 얼마나 의미가 있을지는 미지수다. GS리테일이 인수한 요기요와 슈퍼/편의점 사업 사이 시너지를 눈여겨볼 필요가 있다.

Top Pick 현대백화점

- 단기 위드 코로나 수혜 가장 클 듯

Top Pick은 현대백화점으로 한다. 단기적으로 위드 코로나 수혜가 가장 클 것으로 예상된다. 신세계와 큰 차이는 없는데, 굳이 신세계보다 선호하는 이유는 백화점에서 패션 카테고리 비중이 더 높고, 다른 계열사 사업 불확실성이 상대적으로 작기 때문이다. BGF리테일도 방어주 측면에서 긍정적이다. 중장기적으로는 호텔신라가 가장 기대되지만, 글로벌 여행 재개가 가시화될 때까지 주가 모멘텀은 제한적이다.

표 1. 국내 소매시장 규모 추정

| 소매시장규모 (십억원)     | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 전체소매시장           | 345,780 | 363,452 | 372,532 | 370,488 | 397,586 | 421,072 | 445,509 |
| 백화점              | 29,324  | 29,968  | 30,386  | 27,380  | 31,925  | 33,521  | 34,359  |
| 할인점              | 33,798  | 33,454  | 32,425  | 33,778  | 35,045  | 35,919  | 36,692  |
| 면세점              | 14,466  | 18,960  | 24,859  | 15,506  | 17,584  | 20,799  | 25,226  |
| 슈퍼마켓             | 45,593  | 46,457  | 44,178  | 46,468  | 45,115  | 45,653  | 46,198  |
| 편의점              | 22,238  | 24,407  | 25,692  | 26,523  | 28,210  | 30,064  | 31,613  |
| 전문점              | 139,120 | 139,884 | 135,410 | 121,960 | 124,399 | 123,777 | 123,158 |
| - 가전양판           | 16,401  | 16,510  | 14,518  | 13,870  | 14,148  | 14,431  | 14,575  |
| 무점포판매            | 61,241  | 70,323  | 79,582  | 98,874  | 115,309 | 131,341 | 148,263 |
| - TV홈쇼핑          | 13,369  | 14,744  | 15,077  | 16,270  | 16,165  | 16,327  | 16,490  |
| - 온라인쇼핑          | 94,186  | 113,314 | 136,601 | 159,438 | 188,748 | 217,077 | 246,986 |
| *식품온라인           | 10,422  | 13,435  | 16,963  | 25,892  | 32,857  | 39,043  | 45,659  |
| <b>성장률 (YoY)</b> |         |         |         |         |         |         |         |
| 소매시장             | 3.5%    | 5.1%    | 2.5%    | -0.5%   | 7.3%    | 5.9%    | 5.8%    |
| 백화점              | -2.0%   | 2.2%    | 1.4%    | -9.9%   | 16.6%   | 5.0%    | 2.5%    |
| 할인점              | 1.7%    | -1.0%   | -3.1%   | 4.2%    | 3.8%    | 2.5%    | 2.2%    |
| 면세점              | 17.8%   | 31.1%   | 31.1%   | -37.6%  | 13.4%   | 18.3%   | 21.3%   |
| 슈퍼마켓             | 2.8%    | 1.9%    | -4.9%   | 5.2%    | -2.9%   | 1.2%    | 1.2%    |
| 편의점              | 14.1%   | 9.8%    | 5.3%    | 3.2%    | 6.4%    | 6.6%    | 5.2%    |
| 전문점              | -1.3%   | 0.5%    | -3.2%   | -9.9%   | 2.0%    | -0.5%   | -0.5%   |
| - 가전양판           | 5.5%    | 0.7%    | -12.1%  | -4.5%   | 2.0%    | 2.0%    | 1.0%    |
| 무점포판매            | 13.3%   | 14.8%   | 13.2%   | 24.2%   | 16.6%   | 13.9%   | 12.9%   |
| - TV홈쇼핑          | 6.6%    | 10.3%   | 2.3%    | 7.9%    | -0.6%   | 1.0%    | 1.0%    |
| - 온라인쇼핑          | 21.9%   | 20.3%   | 20.6%   | 16.7%   | 18.4%   | 15.0%   | 13.8%   |
| *식품온라인           | 35.2%   | 28.9%   | 26.3%   | 52.6%   | 26.9%   | 18.8%   | 16.9%   |

자료: 통계청, 각사, 하나금융투자



## 2. 위드 코로나: 단기 백화점, 중장기 면세점 최대 수혜

### 1) 백화점: 위드 코로나 단계별 엇갈리는 희비

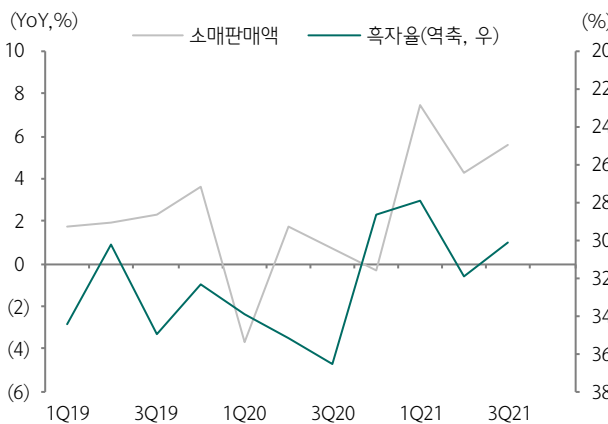
위드 코로나 1단계: 국내 거리두기 완화 단계 돌입

백신 접종률이 상승하고, 중증환자와 치명률이 떨어지면서 11월 이후 위드 코로나 시대, 점진적 일상으로 복귀 시도가 이뤄지고 있다. 위드 코로나 시대는 두 단계로 나눌 수 있다. 1 단계는 국내 거리두기 완화 단계다. 가능성이 높고 이미 가시권에 들어왔다. 소비심리의 회복과 음식 기타 서비스업 활성화로 추가적인 소비 및 고용 증가, 이에 따른 유통 업체들의 실적 개선을 기대할 수 있다. 소비심리는 2021년 3월 100.5로 14개월 만에 100 이상으로 올라선 이후 지속적인 회복세에 있다. 7~8월 델타변이 확산으로 주춤하긴 했지만, 9월부터 회복, 10월 106.8로 전월대비 3p나 상승했다.

고용 개선, 높은 가계흑자율, 가계구매력 양호한 수준

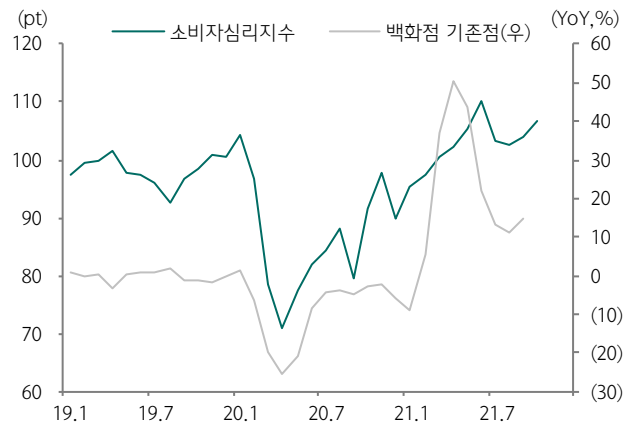
취업자수는 2021년 3월부터 전년 동월대비 증가세로 접어들면서 가계구매력 개선과 소비심리 개선에 긍정적 요인이 되고 있다. 위드 코로나 거리두기 규제 완화로 서비스업 고용 개선이 추가적으로 이뤄진다면 가계구매력 제고에 더욱 긍정적이다. 가계 소비여력을 나타내는 가계흑자율((가처분소득-가계소비)/가처분소득)은 2020년 평균 34%(도시근로자 2인 이상 가구 기준)로 2000년 이후 최고치다. 2009년 리만사태 때보다도 높다. 구조적인 고령화로 저축률이 높아지고 있는 것은 사실이지만, 2019년 30% 미만이었다는 점을 감안하면 상당히 높은 수치다. 2020년 3분기를 최고치로 2021년 3분기에는 30.1%까지 하락했고, 당분간 계속 내려갈 것으로 보이는데, 이는 가계소비 확대를 의미한다.

그림 1. 소매판매액과 가계흑자율



자료: 한국은행, 하나금융투자

그림 2. 소비심리지수와 백화점 기준점 성장률



자료: 한국은행, 산업통상자원부, 하나금융투자

**백화점, 국내 거리두기 완화 단계 최대 수혜**

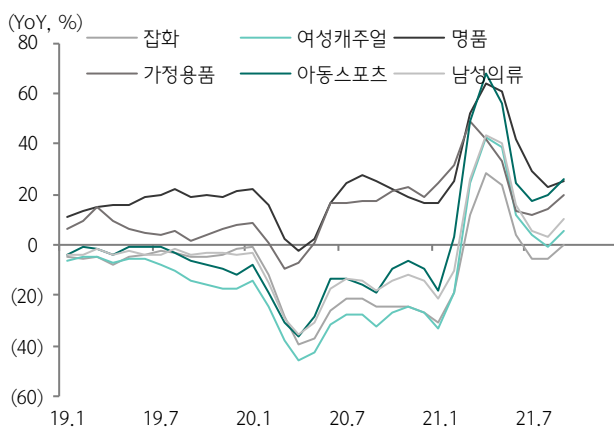
채널 별로 보면 2020년 코로나19 사태로 가장 피해를 입은 채널이 면세점과 백화점/편의점이었기 때문에 위드 코로나 시대에도 이들 세 채널에 대한 기대감이 크다. 백화점 2020년 연간 매출이 10%나 감소하면서 면세점 다음으로 피해가 컸던 채널이다. 기저효과로 2021년 회복도 빠르게 이뤄지고 있는데, 3분기 누적 백화점 판매는 YoY 20% 이상 성장했으며, 연간 매출은 YoY 17% 증가한 31.9조원 수준에 이를 전망이다. 이미 2019년 수준을 넘어선 수치다. 백화점과 같은 순수 컨슈머 업체들에게는 코로나19가 종식되고 글로벌 여행이 재개되는 2023년보다 2022년이 더 긍정적이다. 컨슈머 업종 입장에서는 국내 소비심리와 경기가 완전히 회복되지만, 해외 여행 수요가 빠져나가지 않는 상황이 가장 이상적이기 때문이다. 따라서, 백화점은 국내 모든 유통채널 가운데 국내 거리두기 완화 단계에서 수혜가 가장 클 것으로 기대한다.

**2021년 하반기부터 카테고리 믹스 개선으로 향후 높은 실적 모멘텀**

2021년 하반기부터 영패션/남성/아동스포츠 등 고마진 패션 카테고리 매출 비중이 상승하고 있다는 점도 고무적이다. 전반적인 소비는 고가에서 중저가, 명품/가전에서 패션/화장품 쪽으로 확산하고 있다. 가전/가구 등 내구재 소비의 사이클이 어느정도 마무리 되면서 가전 양판과 홈쇼핑 업체들의 실적 부담이 커지고 있는 것과 대조적이다. 롯데하이마트의 경우 에어컨 매출이 크게 증가하면서 3분기 실적 기대감을 일으켰지만, 8월 이후 소강상태다. 당분간 특별한 이슈나 이벤트가 없다면 뚜렷한 매출 증가세를 기대하기 어려운 상황이다. 홈쇼핑은 올해 내내 송출수수료 증가 대비 낮은 취급금 증가율 '트랩'에서 벗어나기 어려울 듯 하다.

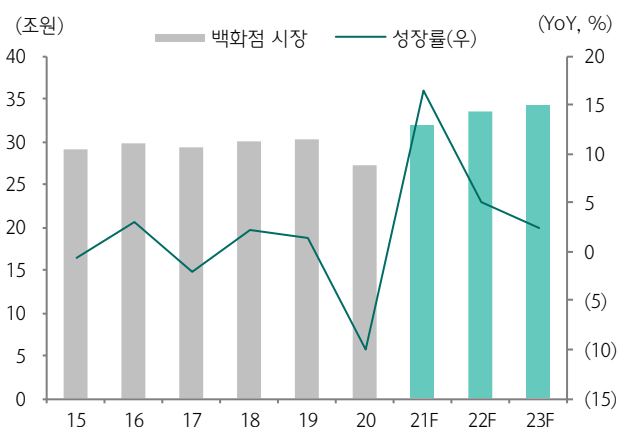
반면, 백화점 채널은 이들 채널보다 훨씬 다양한 카테고리를 취급한다. 2020년 하반기부터 2021년 2분기까지 주로 가전과 생활용품, 그리고 명품 중심 매출 성장이었다면, 3분기부터 패션 매출 비중이 상승하고 있었다. 위드코로나 시기로 접어들 경우, 외출 수요가 더 증가하면서 이러한 소비 패턴은 더욱 강화될 가능성이 크다. 가전/가구/명품보다 패션 카테고리는 GPM이 15% 이상 높은 상품이다. 2021년 4분기 이후 백화점 업체들의 실적 모멘텀이 더 기대되는 이유다.

그림 3. 백화점 카테고리별 판매 신장률



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 4. 백화점 시장규모와 전망



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

**해외여행 재개 시 백화점 부정적  
다만 재개 시기는 명확하지 않음**

다만, 백화점은 코로나19가 전세계적으로 완화되어 해외여행이 재개 되면 부정적이다. '명품 런' 수요가 해외여행으로 이전될 수 있기 때문이다. 2019년까지 연간 해외여행 지급액이 약 30조원, 이연수요와 여행상품 가격 상승, 거기에 항공요금까지 합하면 '보복여행소비' 관련 금액은 40조원을 넘어설 수도 있다. 국내 소매판매 시장 규모 370조원을 감안하면, 국내 소비시장의 10% 이상 큰 금액이 해외소비로 빠져나간다는 말이다.

하지만, 한국이 위드 코로나 시대로 접어든다고 해외여행이 바로 재개될 수 있는 상황은 아니다. 특히, 내국인 아웃바운드의 80% 이상을 차지하는 동남아/일본/중국 지역 불확실성은 여전히 크다. 따라서, 위드 코로나 시기로 접어들면서 소비심리가 회복되지만, 해외여행 재개 시기는 아직 명확하지 않은, 2021년 말부터 2022년 초 백화점 업체들의 실적 모멘텀이 클 수 있다.



글로벌 여행 재개 시 호텔신라 등  
면세점 주목 필요,  
2022년 하반기부터 재개 예상

## 2) 면세점: 멀어지는 해외여행 재개 시기

2단계 글로벌 여행 재개 시 호텔신라와 같은 면세점 업체들을 주목할 필요가 있다. 코로나 19 확산 상황이 지역마다 천차만별이기 때문에 본격적인 해외여행 재개를 예단하기 힘들다. 하지만, 누적된 해외여행 수요가 대단히 크고, 글로벌 주요 국가들이 점진적으로 위드 코로나 시대를 이어갈 가능성이 높은 것은 사실이다.

하나금융투자는 2022년 하반기부터는 글로벌 여행 재개가 궤도에 오를 것으로 본다. 글로벌 여행 재개는 두 단계로 진행될 가능성이 크다. 첫째, 내국인 아웃바운드 증가에 의한 인천공항 면세점 매출 회복이다. 현재 국내 면세점 업체들의 시내 면세점 매출은 이미 2019년 수준을 넘어섰다. 기업형 파이공 수요가 크게 증가했기 때문이다.

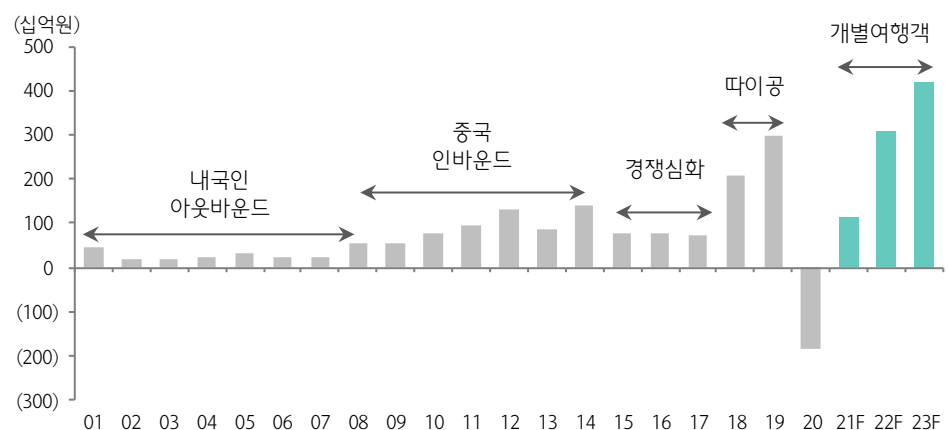
첫째, 인천공항점 매출 회복 우선  
임차료 부담 완화로 수익성 개선

반면, 국내외 공항점 매출은 2019년 대비 10% 수준에도 못 미치고 있다. 지금은 인천공항 면세점에 빈 사업장이 많지만 언제든지 재입찰을 통해 추가 입점할 수 있다. 임차료는 매출 효율제로 최소한 BEP 이상 수준으로 체결될 가능성이 크다. 더 이상 국내 면세점 업체들이 인천공항에 역마진으로 입점할 이유가 없어졌기 때문이다.

그동안 역마진으로 입점했던 이유는 i) 글로벌 브랜드 소싱을 위한 매출 규모 확대와 ii) 글로벌 공항 면세점 입점을 위한 평판 쌓기였는데, 호텔신라의 경우 이미 인천공항점 없이도 부족함이 없는 상태다. 시내면세점 매출 규모만으로 3조원을 넘었고, 홍콩/싱가폴 공항에도 입점해 있다. 향후 호텔신라의 인천공항점 영업이익률이 크게 상승할 수 있다는 말이다. 과거 매출 8,000억원 규모에 3,500억원 정도 임차료를 지불했다면, 1,000억원 내외 임차료가 줄어들 것으로 예상된다.

2023년 영업이익 4,000억원 규모  
까지 증가할 전망

그림 5. 호텔신라 연간 영업이익 추이와 전망



자료: 호텔신라, 하나금융투자

**둘째, 중국 인바운드 회복  
시내점 수익성 개선 가능**

둘째, 중국 인바운드 회복이다. 정치적인 이슈가 걸려 있지만, 사드 보복조치가 실질적으로 철회되고 중국 인바운드가 회복된다면 현재 기업형 파이공 위주 대 중국 매출이 소형 파이공과 개별 여행객 중심으로 바뀌게 될 것이다. 시내면세점의 영업이익률은 현재 3% 내외에서 10% 이상까지 상승할 수 있다. 동일한 매출 규모 하에서 1,000억원 이상 증가할 수 있다는 말이다. 이에 따라 호텔신라의 2022년 전체 연결 영업이익은 약 3,000억원, 2023년 영업이익은 4,000억원 수준까지 증가할 것으로 추정한다.

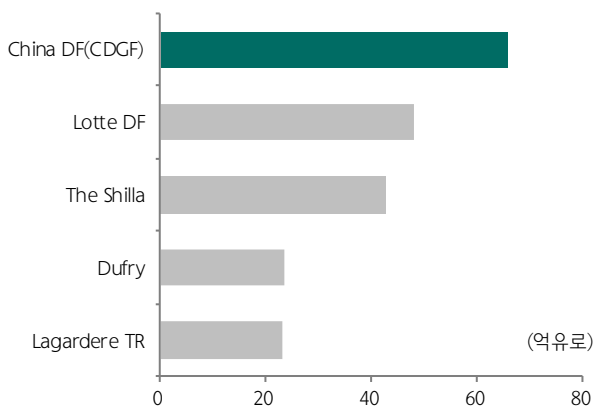
**중국 면세와 경쟁 우려 논하기에는  
이른 단계**

호텔신라 투자에 대한 우려 가운데 하나는 한국 면세점의 중국 면세점 대비 경쟁력 저하 가능성인데, 이를 논하기에는 아직 이르다는 판단이다. 물론, 중장기적으로는 한국 면세점 시장 패권이 DFS에서 국내 면세점 업체로 이동했던 것과 같이, 중국 면세점 수요를 상당히 중국 내부적으로 흡수할 수 있다. 하지만, 그러기 위해서는 상품 가격/카테고리 다양성/충분한 재고가 전제되어야 한다. 한국 소비자들의 굉장히 특이한 소비행태 중 하나가 해외 여행시 출국할 때 한국 인천공항 출국장 면세점에서 모든 쇼핑을 다 한다는 점이다. 불편함을 무릅쓰고 10여일 동안 면세 상품이 가득한 캐리어를 끌고 여행을 다니다가 귀국한다. 여행 현지 국가 면세점을 이용하지 않는다. 그만큼 한국 면세점의 경쟁력이 월등히 높기 때문이다.

**중국 인바운드 회복되면,  
중국면세에서 한국 면세점으로  
트래픽 이동 예상**

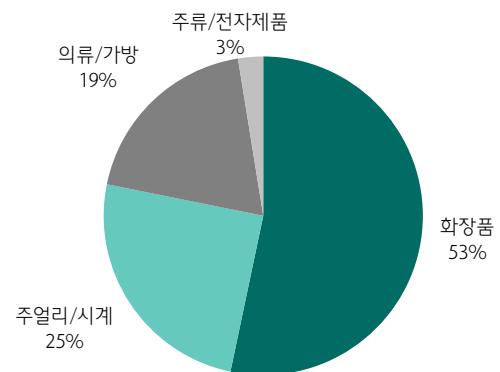
한국으로 오는 중국 아웃바운드 여행객들이 한국 면세점이 아니라, 중국 공항 면세점에서 출국할 때 쇼핑하는 모습을 상상해볼 수 있다. 하지만, 그러기 위해서는 한국 면세점에 비해 중국 면세점 경쟁력 월등히 높아야 한다. 아직 그런 상상을 하기에는 이른 듯 하다. 상품 가격/카테고리 다양성/재고 측면에서 아직 중국 면세점은 한국 면세점을 따라오지 못하고 있다. 전년도 글로벌 화장품 브랜드들이 하이난 면세점에서 매출을 많이 올렸던 것이 사실이지만, 한국 면세점 업체들의 화장품 매출 규모가 여전히 더 컸다. 2020년 기준 글로벌 면세점 매출 1위는 중국 면세점 업체가 됐지만, 이는 중국인 해외여행 수요가 자국내 여행으로 이동했기 때문이라는 분석이 합리적이다. 글로벌 여행이 재개되면 하이난에서 서울로 중국인들의 면세 소비 판도는 다시 바뀔 가능성이 크다.

그림 6. 2020년 글로벌 면세점 시장 순위



자료: The Moodie Davitt Report, 하나금융투자

그림 7. 2020년 하반기 하이난 면세점 카테고리별 매출 비중



자료: 하이난 면세점, 하나금융투자

**국내 면세점 업체들 사이 온도차**  
- 첫째, 상품 소싱 능력 감안 필요

아울러, 국내 면세점 업체들 사이 온도차는 감안해야 한다. 첫째, 상품 소싱 능력 측면에서, 면세점 시장은 글로벌 브랜드의 공급 주도 시장이라는 점을 상기할 필요가 있다. 일반적인 유통 시장은 수요가 있으면 언제든지 공급이 따라가지만, 면세점은 그렇지 못하다. 글로벌 브랜드 입장에서는 일반 리테일 시장이 훨씬 크기 때문에 면세점 물량을 늘리게 되면 자칫 가격 교란이 올 수 있고, 브랜드에 대한 신뢰도가 하락할 수 있기 때문에 엄격히 통제한다. 따라서, 면세점의 핵심 역량 가운데 하나가 글로벌 브랜드 소싱 능력이다. 글로벌 Top 5 안에 드는 업체들은 별 문제가 없다. 한국의 호텔신라/호텔롯데가 여기에 해당한다. 신세계 역시 거래액 규모가 4조원에 근접하면서 협상력이 높아졌다. 현대백화점 면세점의 경우 아직 글로벌 브랜드 추가 유치에 힘을 써야하는 시기다. 중국 면세점 업체로 글로벌 브랜드 공급량이 증가하고 있는 상황을 감안하면 국내 3~4위 면세점 업체들의 경우 소싱 물량 제약을 경험할 수 있다.

**둘째, 입지 측면, 강남 소외 가능성**

둘째, 입지 측면이다. 중국 인바운드가 재개될 경우 패키지 고객 비중이 70%에 이르고, 패키지 상품 내 여행 코스에 면세점 쇼핑이 2~3번 정도 들어가는 만큼, 여기에 각 면세점이 포함되는 게 중요하다. 패키지 여행 상품 90% 이상이 강북을 중심으로 이뤄지고 있기 때문에, 현대백화점 무역센터점의 경우 소외될 수 있다.

**셋째, 랜딩 여행사와 네트워크**

셋째, 랜딩 여행사와 네트워크다. 코로나19 시기에는 면세점 매출이 주로 기업형 다이공을 통해 발생했지만, 글로벌 여행이 재개될 경우 패키지/소형 다이공 고객 비중이 커질 것이다. 기업형 다이공은 다이공이 직접 면세점과 구매 계약을 체결하지만, 패키지/소형 다이공 고객은 랜딩사를 통해 면세점 쇼핑을 진행하기 때문에 대형 면세점 업체들은 대형 랜딩 여행사와 전략적 제휴를 맺고 있는 게 사실이다. 국내 Top 3 랜딩사가 전체 패키지 여행의 거의 70%를 커버하고 있는 만큼 대형 랜딩사를 확보하지 못할 경우 패키지/소형다이공 고객 유치가 어려울 수 있다. 상대적으로 호텔신라>신세계>현대백화점 순으로 위드 코로나 수혜와 실적 가시성이 높다고 볼 수 있다.

표 2. 국내 면세점 Big 4 비교

(단위: 억원)

| 회사명   | 면세점 매출 규모( |           |        | 전체 사업규모<br>(2020년 기준) | 비 고                         |
|-------|------------|-----------|--------|-----------------------|-----------------------------|
|       | 2020년      | 2021년(예상) | YoY(%) |                       |                             |
| 호텔롯데  | 3,149      | 3,526     | 11.9   | 3,845                 | 호텔, 면세점, 롯데월드, 리조트 사업       |
| 호텔신라  | 2,791      | 3,226     | 15.6   | 3,188                 | 면세점, 호텔, 생활레저 사업            |
| 신세계   | 1,693      | 2,378     | 40.5   | 4,769                 | 백화점, 패션/화장품(S), 호텔(센트럴시티) 등 |
| 현대백화점 | 622        | 1,093     | 75.0   | 2,273                 | 백화점, 면세점 사업                 |

자료: 각사, 하나금융투자

### 3. 대형마트와 온라인 유통 시장 빅 3 전면전

#### 1) 식품 온라인 2022년 YoY 20% 성장에 대한 의구심

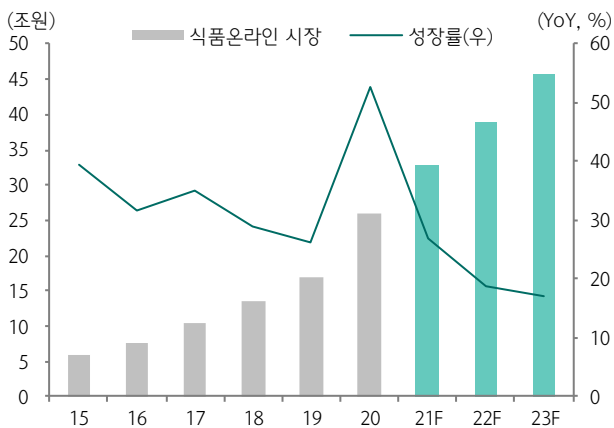
대형마트 시장은 식품 온라인 사업 역량에 따라 희비  
사업 역량에 따라 희비  
쓱닷컴 3분기 식품 성장률 16%  
아쉬움

대형마트 시장은 식품 온라인 사업 역량에 따라 희비가 엇갈리고 있다. 식품 온라인 사업을 본격적으로 전개하고 있는 이마트의 성장률이 압도적인 우위에 있으며, 롯데마트의 성장률도 최근 빠른 회복세다. 그런데, 이들 업체들은 오히려 2020년 코로나19 시기 생필품 수요 확대로 수혜를 봤던 업체들로 2022년 대형마트 채널에서 특별한 실적 모멘텀을 기대하기는 어렵다. 더구나, 식품 온라인 시장이 2020~21년 2년 동안 평균 YoY 40% 이상 성장했고, 침투율이 2021년 24%까지 상승했기 때문에 2022년 과연 YoY 20% 이상 성장할 수 있을지 의구심이 든다. 2021년 3분기 프로모션 확대에도 불구하고 쓱닷컴에서 식품 카테고리 성장률은 YoY 16%에 그친 것을 보면 더욱 그렇다. 전 세계에서 가장 식품 온라인 침투율이 높은 나라가 한국이기 때문에 전체 소매시장 온라인 침투율보다는 낮은 것이라는 것 이외에는 얼마가 한계인지 알기 어렵다.

식품 온라인 3사 성장  
식품 카테고리 성장률 제고 과제

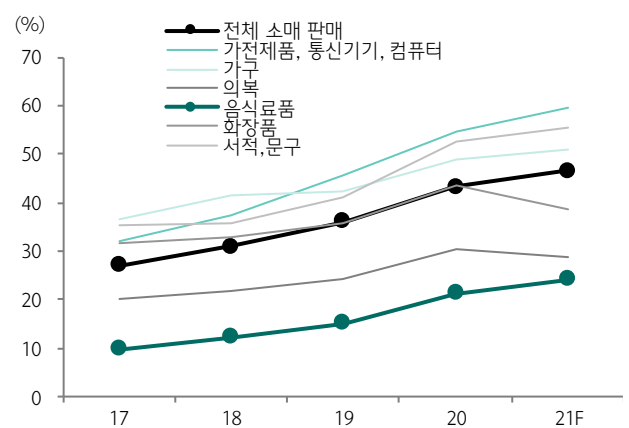
그런데, 2022년 쓱닷컴, 마켓컬리, 오아시스 등 식품 온라인 3강이 모두 상장을 앞두고 있는 상황이다. 밸류에이션을 높게 받기 위해서는 외형 성장률이 높아야 한다. 온라인 유통시장에서 외형 확대를 멈추는 것은 상장을 포기하는 것과 다름 없기 때문에 식품이 여유치 않다면 공산품 카테고리라도 끼워 넣어야 하는 것이다. 쓱닷컴과 마켓컬리 등 주요 업체들이 모두 공산품 카테고리 확장에 관심을 갖고 있는 이유인 듯 하다.

그림 8. 식품 온라인 시장 규모 추이와 전망



자료: 하나금융투자

그림 9. 소매 카테고리별 침투율 비교



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

## 2) 2022년 이마트 전망의 핵심은 이베이코리아

이마트를 제대로 보려면 대형마트보다 이베이코리아 인수 효과 중심 접근 합리적

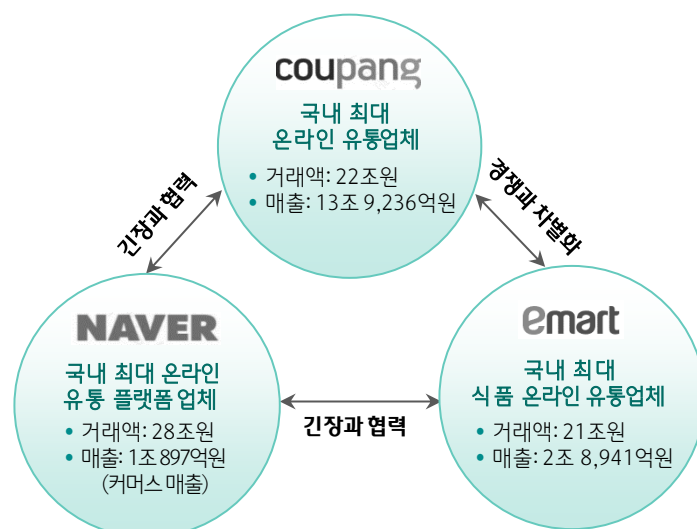
2022년 이마트를 제대로 보려면 대형마트보다 이베이코리아 인수 효과를 중심으로 접근하는 게 합리적이다. 2022년은 3자 거래 시장을 두고 펼쳐지는 이마트와 네이버, 쿠팡 간의 건곤일척 승부다. 이마트가 이베이코리아를 인수하면서 이마트는 온-오프라인 거래액 기준 37.5조원(2020년 추정)으로 롯데쇼핑(2020년 총매출 21.5조원)을 제치고 국내 유통 시장 1위 사업자로 올라서게 되었다. 온라인 유통 시장에서는 쿠팡에 이어서 실질적인 시장점유율 2위 업체가 되었다. 쓱닷컴과 이베이코리아는 물론 할인점과 트레이더스, 스타벅스까지 온오프라인 채널간 시너지까지 효과는 작지 않을 것으로 보인다. 이베이코리아의 270만 스마 일클럽 회원을 확보할 수 있게 되어 쓱닷컴은 고객 접점을, 이베이코리아는 국내 최대/양질의 식품 카테고리를 확보할 수 있게 되었다. 이베이의 숙련된 IT전문가를 얻게 돼 온라인 사업의 규모와 성장 속도를 가속화할 수 있게 되었고, 쓱닷컴은 향후 4년간 1조원 이상 풀필먼트 센터에 집중 투자할 계획이다. 이를 통해 이베이코리아는 배송 경쟁력을 제고할 수 있게 되고, 쓱닷컴은 이베이코리아의 대량 물량을 확보함으로써 물류센터 높은 가동률과 투자 효율화를 도모할 수 있게 되었다. 외형 확대와 통합매입으로 가격경쟁력 제고도 기대된다.

쿠팡과 경쟁으로 막대한 비용 집행 실적 부담

하지만, 우려가 큰 것도 사실이다. 우선, 이자비용이 증가하면서 ROE와 ROIC 등 투자지표 훼손이 불가피하다. 물론 중장기 성장성과 수익성을 제고할 수 있다면 이런 지표들의 단기적인 하락은 큰 문제는 아니지만, 국내 온라인 유통 시장 치열한 경쟁을 감안하면 실적 불확실성이 커질 수밖에 없다. 이베이코리아는 2020년 거래액이 정체되면서 시장 점유율은 2019년 12%에서 2020년 10%로 하락했다. 이베이코리아는 공산품을 주 카테고리라고 하고, 쿠팡과 완전히 겹친다. 쿠팡의 막강한 자금력과 역마진 MS 확대 기조를 감안하면 이베이코리아가 시장 점유율을 상승시키기 위해서는 단기적으로 마케팅비 확대가 불가피하다. 쿠팡의 가장 큰 경쟁력 가운데 하나가 배송이라는 점을 감안하면 중장기적으로는 배송 인프라 개선을 위한 신규 투자가 얼마나 늘어날 지 모른다. 상장 후 쿠팡의 자본은 3.5조원으로 늘었고, 2021년 쿠팡은 막대한 마케팅비와 인프라 투자를 통해 온라인 유통 시장 점유율을 전년 대비 6%p나 상승시키면서 20%에 근접하고 있다. 이베이코리아 부담이 클 수밖에 없다.

그림 10. 온라인 유통시장 삼국시대

2022년 3자 거래 시장을 두고 Big 3 전면전을 앞두고 있음



주: 거래액과 매출은 2020년 기준  
자료: 전자공시시스템, 각사, 하나금융투자

### 2022년 한국 온라인 유통시장 새로운 국면 맞이할 듯

2022년 한국 온라인 유통시장은 새로운 국면을 맞이하게 될 것이다. 그동안 네이버/쿠팡/이마트 세 회사는 각자 고유의 영역을 갖고 있었다. 쿠팡은 직매입, 네이버는 쇼인쇼, 이마트는 식품 카테고리에서 차별적인 경쟁력을 보유하고 있다. 지난 10년 동안 이들 세 회사는 온라인 유통 시장 내 각자 고유의 영역에서 투자와 경쟁을 통해 개별적인 역량을 강화했고, 막강한 사업자가 되었다. 오픈마켓 3자 거래 시장은 진입장벽이 너무 낮아 진입도 쉽지만 시장 점유율 유지가 어려운 만큼 이들 빅3 업체들에게는 우선 순위가 아니었다. 네이버와 이마트는 지금까지 협력관계였다. 네이버는 3자 거래 유통 확대를 위해 배송 인프라가 필요했고, 쓱닷컴 물류 인프라 투자에 관심이 많았다. 이마트 입장에서 식품 온라인 고객 확대를 위해 네이버는 좋은 파트너였다. 쿠팡과 이마트는 공산품과 식품의 차별화된 시장의 플레이어였다. 하지만, 이마트가 3자 거래 유통 시장에 출시표를 던지면서 이마트는 쿠팡은 물론, 네이버와도 경쟁이 불가피하게 되었다.

### 이마트의 투자 기준 역시 달라질 수밖에 없음

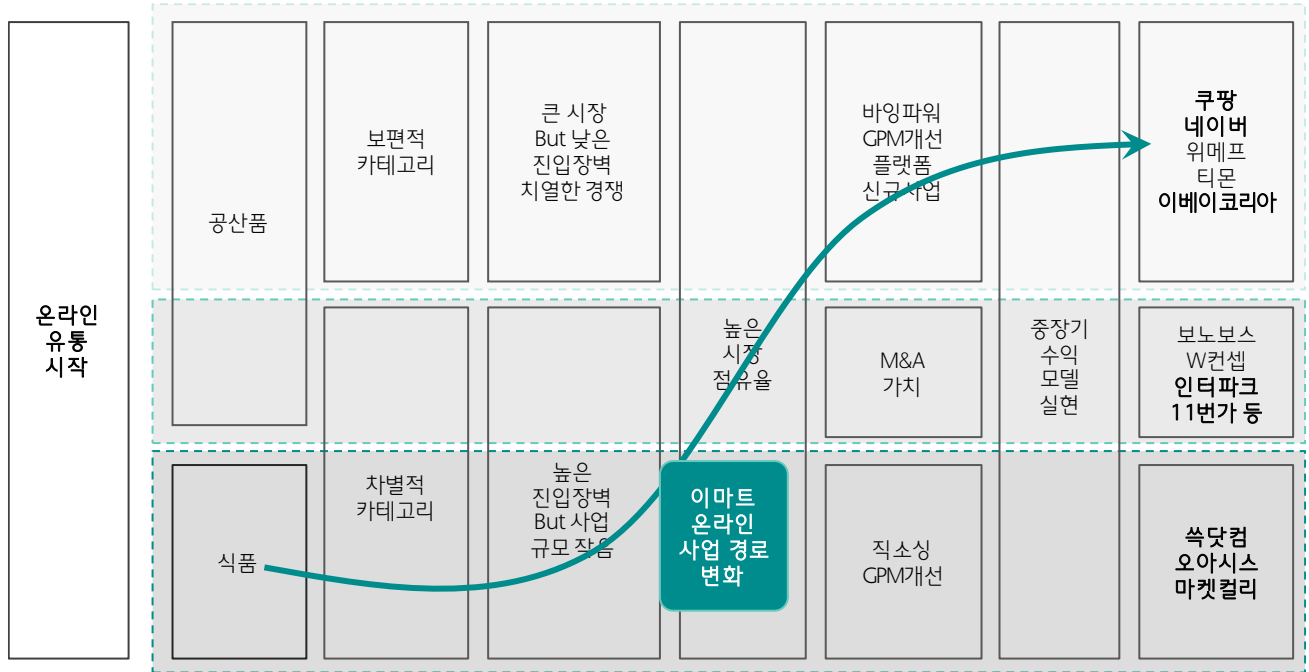
이마트의 투자 기준 역시 달라질 수밖에 없다. 온라인 유통사업이 비즈니스 모델, 즉 돈을 벌 수 있는 방법은 세가지가 있다. 첫째는 보편적인 카테고리의 공산품을 판매하는 것이다. 온라인 유통 시장 가운데 가장 큰 시장이다. 쿠팡의 경우 SKU가 700만개가 넘는다. 진입장벽이 낮기 때문에 치열한 경쟁이 이뤄지고 있고, 대부분 업체들이 영업손실 상태다. 하지만 높은 시장 점유율을 가지게 된다면 강한 바잉파워로 GPM을 개선시킬 수 있고, 막대한 트래픽을 활용해서 신규 사업을 진행할 수 있는 플랫폼 성격을 갖게 된다. 이런 사업모델을 추구하는 회사가 쿠팡/네이버/위메프/티몬 같은 업체들인데, 이 가운데 쿠팡과 네이버만 실질적으로 의미있는 사업자가 되고 있다. 물론, 쿠팡과 네이버는 방향성은 반대다. 쿠팡은 유통 업체로 시작해서 플랫폼 업체를 지향하고 있고, 네이버는 플랫폼 업체로 유통 시장에 발을 들여 놓은 것이다.

### 온라인 유통 시장 비즈니스 세가지 -보편적인 카테고리 공산품 판매 -공산품 가운데 차별적 카테고리 -식품 온라인

둘째, 공산품 가운데서 차별적인 카테고리에 대한 틈새 시장을 겨냥한 사업이다. 차별적인 MD 경쟁력으로 진입장벽을 세울 수 있지만, 사업 규모가 작다. 시장 점유율이 인정되면 주로 기업가치 제고로 대기업에 피인수되면서 투자수익을 거둘 수 있다. 월마트로 피인수된 남성복 전문몰 '보노보스', 얼마전 쓱닷컴으로 피인수된 여성패션 전문몰 'W컨셉'이 대표적이다. 인터파크도 이 범주에 들어갈 수 있다. 인터파크의 온라인 거래액은 1조원 남짓으로 큰 의미가 없지만, 티켓/공연 시장에서 온라인 점유율이 상당히 높다. 11번가도 이 영역으로 들어오고 있다. 11번가의 온라인 거래액은 11조원으로 작지 않지만, 시장 점유율은 하락하고 있다. 아마존과 전략적 제휴로 '해외직구' 사업을 본격화했는데, 국내 소비자들의 해외직구 카테고리와 지역을 볼 때 11번가-아마존 조합은 상당히 경쟁력이 있다. 다만, 해외직구 시장규모가 4조원 정도밖에 되지 않는다는 게 아쉬움이다. 11번가 기업가치 제고에는 긍정적이지만, 160조원 전체 온라인 유통 시장 판도에 영향을 끼칠 것으로 보이지 않는다.



그림 11. 온라인 유통시장 비즈니스 모델 구분



자료: 하나금융투자

## 4. 편의점과 킥커머스: 사업성 시험대에 오르다

### 1) 워드 코로나 시기, 심야/특수입지/F&F 트래픽 회복 기대

거리두기 규제 완화는 편의점  
영업환경에도 긍정적

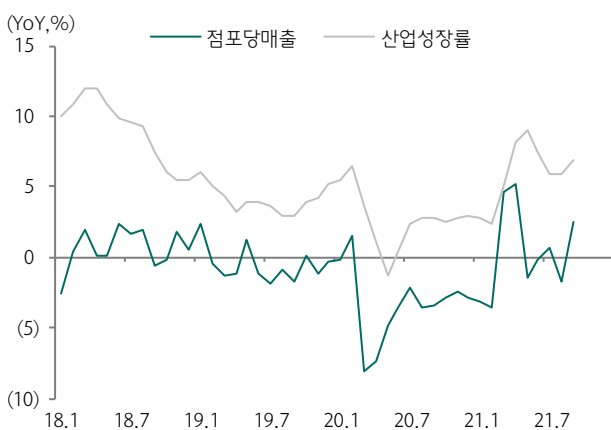
워드 코로나 시기 거리두기 규제 완화는 편의점 영업환경에도 긍정적이다. 편의점은 코로나 19 피해 정도가 상대적으로 크지 않았던 만큼 회복도 천천히 이뤄지고 있는데, 2021년에도 동일점 성장률은 아직 2019년 수준에 미치지 못한 상태다. 2020년 편의점은 코로나19 사태로 점포당 매출이 평균 YoY -3% 수준을 보였다. 점포수가 YoY 6% 증가하면서 전체 산업 성장률은 YoY 3%를 기록했다.

2021년 3월부터 점포당 매출이 YoY (+)로 전환하면서 기대를 모았으나 8월까지 YoY 0% 내외에서 부진했고, 9월 재난지원금 영향으로 YoY 2%까지 올라왔을 뿐이다. 회복이 더딘 이유는 거리두기 4단계로 밤 9시 또는 10시 이후 트래픽이 감소했기 때문이다. 따라서, 워드 코로나 시기, 거리두기 규제 완화는 편의점 업황 회복에 우호적인 환경이 될 수 있다. 이미 9월부터 유원지 등 특수 입지 매출이 빠르게 올라오고 있다. 2020년 2분기 이후 거리두기 강화와 온라인 학습 확대로 심야시간대와 F&F 트래픽이 YoY 25% 내외 감소한 바 있다.

2022년 재계약 점포수 4천개 이상

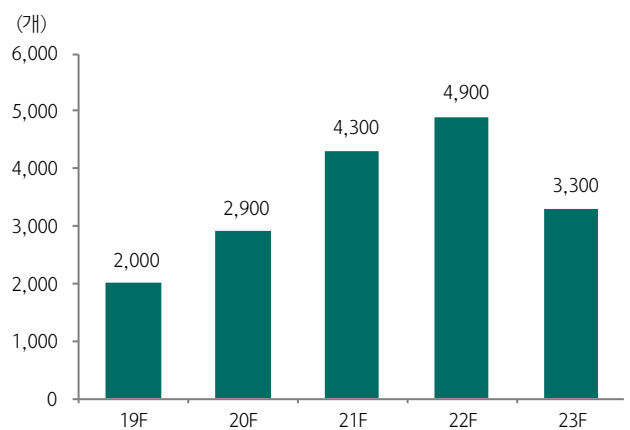
더구나, 2015년 이후 담뱃값 인상 효과로 가파르게 증가한 편의점 가맹점들의 5년 계약이 만료되고, 재계약 점포수가 연간 4천개 이상 늘어나고 있는 상황이다. 근점 출점 제한과 카드수수료 인하 등으로 가맹점주의 편의점 사업성도 높아졌다. BGF리테일과 GS리테일 Top 2로 집중도가 커지면서, 2021년 두회사 모두 800~1,000개 내외 점포 순증이 이뤄지고 있는데, 이런 모습은 2022년에도 지속될 공산이 크다.

그림 12. 편의점 점포당 매출과 산업성장률



자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 13. 빅5 재계약 점포수 전망



자료: 각 사, 언론보도, 하나금융투자

## 2) 퀵커머스에 대한 관심 증대, but 사업성 여부 불확실

퀵커머스 시장 음식점 배달 대부분  
유통 시장 측면 규모는 3,500억원

최근 온라인화는 슈퍼와 편의점 채널까지 소비자와 유통업체 사이를 떼어 놓으려고 하고 있는데, 이게 퀵커머스(Quick Commerce)다. 배달의민족(B마트), 요기요, 쿠팡이츠 같은 업체들이 핵심 플레이어다. 배송시장이 가파르게 성장하고 새로운 사업이 잇따라 출시되다 보니 상당히 공격적으로 전망하는 시각들이 많다. 하지만, 좀더 자세히 들여다 보면 그 시장규모와 성장 여력에 대해서 회의감이 드는 것도 사실이다.

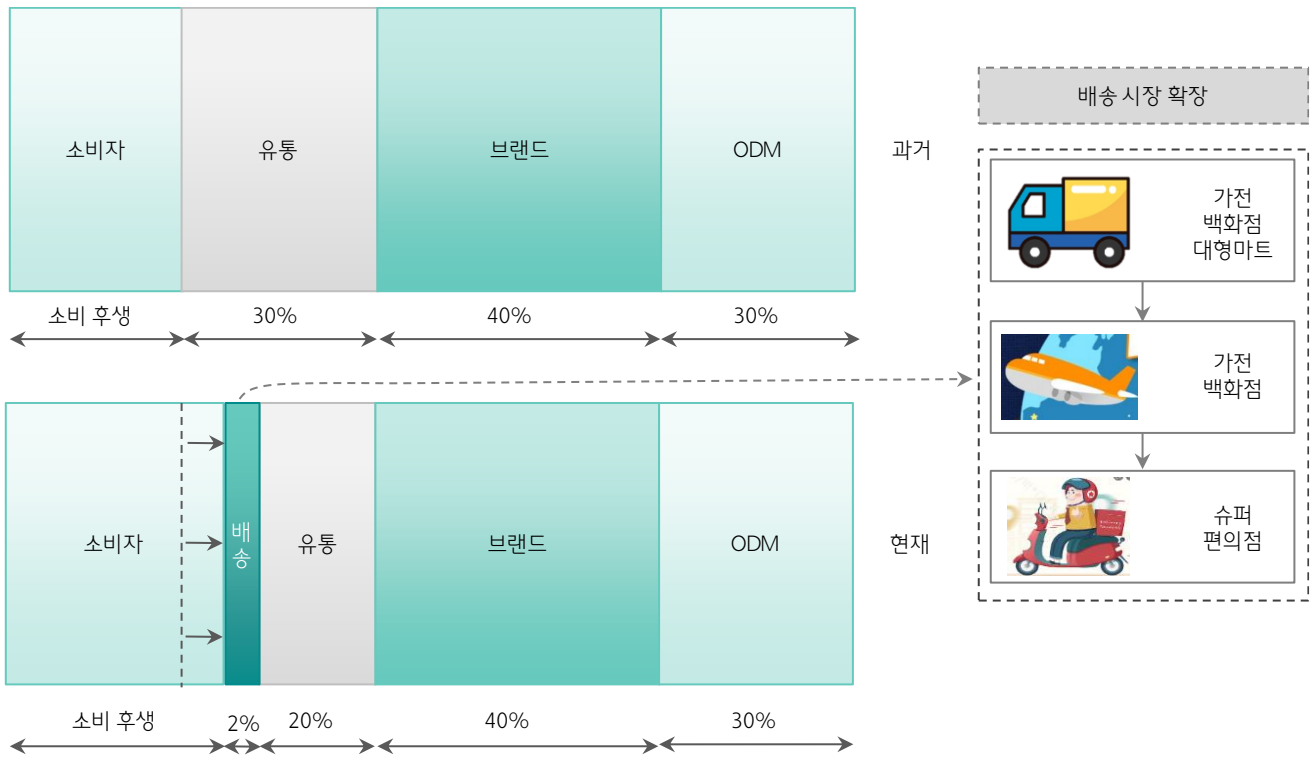
먼저, 현재 퀵커머스 시장 규모를 냉정하게 살펴 보면, 음식점에서 배달해서 먹는 수요가 대부분이다. 퀵커머스 1위 업체 B마트의 경우, 전체 매출은 2020년 1조원이 넘지만, B마트 매출로 추정되는 매출은 1,500억원 정도다. 2위인 요기요 역시 음식 배달 서비스가 대부분이며, 실질적인 퀵커머스라고 할 수 있는 편의점/마트 카테고리 비중은 미미할 것으로 보인다. 쿠팡이츠마트는 현재 시범 단계로, 쿠팡이츠 메인 화면에서도 사라진 상태다. GS리테일과 BGF리테일 등 편의점 업체들 매출에서 퀵커머스가 차지하는 비중은 1% 이내로 파악되고 있다. 세븐일레븐과 이마트24 등을 합해도 1,500억원 정도로 추산한다. 그럼 음식 배달 서비스를 제외하고, 순수하게 편의점/슈퍼를 침투한 전체 퀵커머스 시장규모는 3,500억원 내외로 추산된다.

성장 여력 측면,  
수요와 공급 여지 제한적

둘째, 성장 여력이다. 소비자의 니즈와 그걸 수익화할 수 있는 비용구조가 수요곡선과 공급곡선으로 만나야 시장이 형성될 수 있다. 2020년 B마트 매출이 크게 증가한 이유는 배송비가 무료였기 때문이다. 2021년부터 모든 퀵커머스 업체들이 최소 배송주문 금액 만원, 배송료 3천원 내외를 받고 있으며, 3만원 이상 되어야 무료 배송이다. 향후 수요가 얼마나 증가할 수 있을까? 일단 편의점 침투는 어려워 보인다. ARPU 측면에서 편의점은 6,000원 내외인데, 퀵커머스로 배송 받기 위해서는 두번 정도 참고 기다려야 한다. 실제로 편의점의 도보 배송 ARPU는 17,000원, B마트도 계산해보면 15,000원 정도 된다. 모두 배송료 2,500~3,000원을 지불하고 있다는 말이다. 편의점은 말 그대로 편하게 2~3분 내 걸어서 간단한 생필품을 사는 채널이다. 그런데, 배송료로 굳이 15% 금액을 더 내고, 3~5분이면 갈 수 있는 거리를 20~30분 기다릴 것을 감수하면 온라인 주문을 선택한다는 것은 평범해 보이지 않는다. 뭔가 다른 사정이 있다는 말이다.

즉, 갑자기 손님이 오거나 아이들 음식을 마련해주기 위해서, 또는 몸이 좋지 않거나, 너무 추워서 외출이 정말 싫은 경우를 들 수 있겠다. 하지만, 그건 일시적/비정기적 수요이고, 시장규모도 제한적일 수밖에 없다. 반면, 공급 측면에서 B마트나 쿠팡이츠처럼 직매입 기반으로 사업을 운용할 경우 도심에 물류센터까지 세워야하므로 임대료/고정비 부담이 작지 않다.

그림 14. 온라인화에 따른 소비밸류체인상 마진 변화와 배송 시장의 출현



자료: 하나금융투자

## 5. 3분기 실적발표 단상: 과도한 투자심리 위축

### 1) 이마트: 부진한 실적, but 4분기 스타벅스코리아 연결 효과 클 듯

3분기 일회성 인건비, 재난지원금  
사용 영향 부진

3분기 연결 영업이익은 1,090억원(YoY -28%)으로 기대치에서 450억원 정도 못 미치는 부진한 수준이었다. 전 직원이 백신을 맞았기 때문에 대체인력 활용으로 200억원 정도가 일회성 비용으로 지출되었다. 기존점 성장률이 1.6%밖에 되지 않았기 때문에 고정비 부담이 컸다(애초 예상치는 3%). 재난지원금 영향 9월 기존점 성장률이 -9%까지 하락했기 때문이다. 트레이더스와 전문점 사업 영업이익도 예상보다 30억원 내외 낮은 수치였고, 쓱닷컴 영업손실 폭도 컸다. 이외 조선히otel/신세계푸드/에브리데이/이마트24 등 제반 계열사들의 실적은 양호했다. 결국, 3분기 영업이익이 예상보다 부진했던 이유는 일회성 성격이 짙다.

4분기 쓱데이 및 스타벅스코리아  
연결 계상 효과 클 듯

4분기는 이런 제약에서 홀가분하다. 10월은 쓱데이 효과로 기존점 성장률이 11%에 이르렀다. 작년과 달리 올해 쓱데이 이틀이 모두 10월에 있었기 때문이기도 하다. 롯데마트 10월 기존점 성장률이 -2%로 크게 차이 나는 것을 보면 명확하다. 더구나 4분기부터는 스타벅스코리아가 연결로 계상되기 때문에 영업이익 증가폭이 대단히 클 수 있다. 위드 코로나에 따른 거리두기 완화는 스타벅스에 우호적인 사업환경이다. 4분기 스타벅스코리아 영업이익은 900억원이 넘을 수도 있는데, 그렇게 되면 이마트의 4분기 연결 영업이익은 YoY 200% 이상 증가하게 되는 것이다.

표 3. 스타벅스코리아 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 억원)

|        | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21F |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출     | 4,545 | 4,826 | 4,858 | 5,055 | 5,227 | 5,780 | 6,266 | 6,473 |
| YoY(%) | 5.8   | 5.4   | 5.0   | -2.6  | 15.0  | 19.8  | 29.0  | 28.1  |
| 영업이익   | 263   | 617   | 413   | 351   | 454   | 504   | 860   | 913   |
| OPM(%) | 5.8   | 12.8  | 8.5   | 6.9   | 8.7   | 8.7   | 13.7  | 14.1  |
| YoY(%) | -24.2 | 54.3  | -3.5  | -39.1 | 72.6  | -18.3 | 108.2 | 160.1 |
| 당기순이익  | 189   | 462   | 308   | 37    | 336   | 598   | 643   | 528   |
| 매장수(개) | 1,400 | 1,438 | 1,473 | 1,508 | 1,536 | 1,574 | 1,611 | 1,658 |

자료: 이마트, 하나금융투자

### 네이버와 전략 제휴 본격화

네이버와 전략적 제휴도 본격화되고 있다. 네이버와 쓱닷컴은 지난 10월 14일부터 '네이버 장보기'에 '이마트몰'이 입점해 상품 판매·배송을 시작했다. 네이버 쇼핑의 장보기 카테고리에 기존 홈플러스, GS프레시몰 등과 함께 이마트몰이 노출되는 방식이다. 네이버 입장에서는 식품 온라인 유통의 최강자인 쓱닷컴을 입점시킴으로써 식품 온라인 카테고리 역량 강화를 도모할 수 있고, 쓱닷컴 입장에서는 네이버의 막강한 집객력에 쓱닷컴을 노출시킴으로써 추가적인 고객 확보를 기대할 수 있게 되었다.

쓱닷컴 Capa 증대 지속  
2021년 GMV 5.6조원,  
2022년 6~7월 단독 상장 계획

쓱닷컴은 Capa 증대를 지속하고 있다. PP센터는 10월 3개, 11월 3개, 12월 3개 리뉴얼 오픈할 예정이고, 배송 접수 시간 확대와 인력 숙련도 향상을 통해 PP센터 효율성을 제고하고 있다. 중장기적으로 향후 4년 1.3조원 물류 투자를 계획하고 있는데, 이베이코리아 풀필먼트 서비스를 염두에 두고 있음은 당연하다. 이에 따라, 현재 하루 12.5만건 발송 Capa를 연내 15.5만건으로 3만건 이상 증가시킨다는 계획이다. 2021년 GMV 5.6조원, 2022년 6~7월 단독 상장할 계획이다.

단기적인 실적 및 주가 모멘텀  
긍정적

-재난지원금 불확실성 해소  
-4분기 할인점 중심 회복  
-스타벅스코리아 연결 계상

이베이코리아에 대한 기대와 우려가 공존하고 있는 상황인데, 과도한 적자 경쟁 안할 계획이라고 밝히고 있다. 2020년 영업이익이 800억원 정도 되는데 이를 재투자하는 선에서 마케팅비를 확대한다는 방침이다. 쓱닷컴 유료 멤버십과 조율하면서 호텔/스타벅스와 시너지를 기대하고 있다. 특히 스타벅스의 강력한 락인 효과에 거는 기대가 크다. 쓱닷컴 상장 이후 이베이코리아와 스타벅스 상장도 논의될 것으로 보인다. 조선호텔은 제주/부산/웨스턴부산을 중심으로 투숙률이 회복하고 있으며, 이마트24는 오히려 재난지원금 수혜 업체로 3분기 BEP, 연내 6,000개 가맹점으로 2022년부터 영업흑자가 가능할 전망이다. 한편, 스타벅스는 9월 또는 10월부터 연결 실적으로 반영될 듯 하다. 이마트의 단기적인 실적 및 주가 모멘텀은 긍정적이다. i) 재난지원금 불확실성 해소가 긍정적이며, ii) 4분기 할인점 중심으로 실적 회복을 기대할 수 있다. iii) 스타벅스코리아 연결 계상, 쓱닷컴 상장에 따른 기업가치 제고도 단기 주가 모멘텀에 긍정적이다.

주의해서 봐야할 점 3가지  
-쓱닷컴 식품 성장률 16% 불과  
-12월 높은 베이스  
-2022년 이베이코리아 불확실성

다만, 주의해서 봐야할 점이 3가지 정도 있다. 첫째, 3분기 쓱닷컴의 카테고리별 성장률을 보면 비식품이 39% 증가했고, 식품은 16% 증가에 그쳤다. 마케팅비 확대가 식품보다 비식품 매출로 몰린 것이다. 마켓컬리도 마찬가지로 점차 식품 온라인 유통업체들이 비식품을 강화하고 있다. 카테고리 확장이라는 측면에서 긍정적일 수 있지만, 공산품 카테고리는 어차피 마케팅 용도라는 점을 감안하면 아쉬움이 있다. 식품 카테고리 성장성을 이어가는 계힘에 부친다는 느낌이 든다.

둘째, 12월 높은 베이스다. 전년도 11월 중순부터 코로나19가 재확산하면서 12월 백화점 매출이 크게 떨어졌고, 반대로 대형마트 매출은 크게 올랐다. 이마트의 전년도12월 기존점 성장률은 9.8%에 이른다.

셋째, 2022년 이베이코리아 실적에 대한 불확실성이다. 회사에서는 BEP는 기록할 것이라고 말하고 있지만, 온라인 유통 시장점유율이 상승하지 못한다면 더욱 의미가 없어진다. 3.5조원 인수 금액에 대한 이자비용만 나가는 것이다. 쓱닷컴과 이베이코리아 마케팅 비용 증가를 감안하면 2022년 이마트의 EPS는 정체되거나 역신장할 가능성이 크다. 그렇다면, 이마트 주가가 상승하기 위해서는 밸류에이션이 상승해야하고, 그러기 위해서는 온라인 유통시장에서 시장점유율이 크게 상승해야 한다. 쿠팡에 맞서 한국 온라인 유통시장 패권을 가져갈 수 있다는 시그널을 줘야 밸류에이션이 상승할 수 있다. 이마트가 이베이코리아를 통해 그런 희망을 줄 수 있을 지 관건이다. 현재 한국 온라인 유통시장은 실적(영업이익)과 시장점유율이 같이 좋아지기 어려운 시장이라는 점을 상기할 필요가 있다. 결국, 여러가지 기대와 우려가 혼재해 있기 때문에 당분간 이마트의 주가 상승 여력은 단기 전고점(약 18.5만원)을 넘기는 어렵다는 판단이다.



3분기 연결 매출 전년동기대비 7%  
증가한 6조 3,119억원, 영업이익  
28% 감소한 1,086억원 기록

표 4. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년  | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21P | 4Q21F | 2021년  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액         | 5,211 | 5,188 | 5,908 | 5,726 | 22,033 | 5,896 | 5,865 | 6,312 | 6,445 | 24,518 |
| 이마트         | 2,781 | 2,552 | 3,045 | 2,851 | 11,228 | 3,002 | 2,787 | 3,111 | 2,902 | 11,802 |
| 전문점         | 287   | 299   | 316   | 332   | 1,234  | 321   | 300   | 312   | 350   | 1,283  |
| 트레이더스       | 671   | 661   | 801   | 761   | 2,895  | 839   | 801   | 905   | 873   | 3,417  |
| SSG.COM     | 307   | 312   | 337   | 339   | 1,294  | 337   | 350   | 387   | 441   | 1,514  |
| 영업이익        | 48    | -47   | 151   | 85    | 237    | 123   | 8     | 109   | 96    | 336    |
| 이마트         | 85    | -26   | 114   | 67    | 240    | 91    | -20   | 80    | 72    | 224    |
| 전문점         | -19   | -6    | -4    | -5    | -35    | -3    | -2    | -3    | -5    | -13    |
| 트레이더스       | 17    | 17    | 30    | 22    | 85     | 24    | 27    | 27    | 29    | 106    |
| SSG.COM     | -20   | -14   | -3    | -10   | -47    | -3    | -27   | -38   | -38   | -106   |
| 세전이익        | 64    | 520   | 146   | -109  | 622    | 150   | 648   | 1,273 | 94    | 2,165  |
| 지배주주귀속 순익   | 49    | 316   | 113   | -116  | 362    | 91    | 476   | 934   | 86    | 1,588  |
| 영업이익률(%)    | 0.9   | -0.9  | 2.6   | 1.5   | 1.1    | 2.1   | 0.1   | 1.7   | 1.5   | 1.4    |
| 이마트         | 3.1   | -1.0  | 3.7   | 2.3   | 2.1    | 3.0   | -0.7  | 2.6   | 2.5   | 1.9    |
| 전문점         | -6.5  | -2.1  | -1.4  | -1.6  | -2.8   | -0.9  | -0.6  | -1.0  | -1.4  | -1.0   |
| 트레이더스       | 2.6   | 2.5   | 3.7   | 2.9   | 3.0    | 2.9   | 3.3   | 3.0   | 3.3   | 3.1    |
| SSG.COM     | -6.4  | -4.4  | -0.9  | -3.1  | -3.6   | -0.9  | -7.6  | -9.9  | -8.7  | -7.0   |
| 세전이익률(%)    | 1.2   | 10.0  | 2.5   | -1.9  | 2.8    | 2.5   | 11.0  | 20.2  | 1.5   | 8.8    |
| 순이익률(%)     | 0.9   | 6.1   | 1.9   | -2.0  | 1.6    | 1.5   | 8.1   | 14.8  | 1.3   | 6.5    |
| 매출액(YoY,%)  | 13.6  | 13.2  | 16.7  | 18.5  | 15.6   | 13.1  | 13.0  | 6.8   | 12.6  | 11.3   |
| 이마트         | -2.1  | -1.0  | 3.0   | 6.9   | 1.7    | 8.0   | 9.2   | 2.2   | 1.8   | 5.1    |
| 전문점         | 9.7   | 14.4  | 15.4  | 20.2  | 15.0   | 11.8  | 0.1   | -1.0  | 5.5   | 4.0    |
| 트레이더스       | 21.8  | 18.6  | 27.9  | 26.4  | 23.9   | 25.0  | 21.0  | 13.0  | 14.7  | 18.1   |
| SSG.COM     | 73.9  | 50.1  | 48.6  | 45.1  | 53.3   | 9.8   | 12.1  | 14.8  | 30.3  | 17.0   |
| 영업이익(YoY,%) | -34.8 | 적지    | 30.1  | 흑전    | 57.4   | 154.4 | 흑전    | -28.2 | 13.7  | 41.6   |
| 이마트         | -23.8 | 적지    | -12.0 | 56.8  | -14.2  | 6.9   | 적지    | -29.6 | 8.3   | -6.6   |
| 전문점         | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지     | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지     |
| 트레이더스       | 21.7  | 13.0  | 85.5  | 323.1 | 70.8   | 37.9  | 61.2  | -9.2  | 29.7  | 24.0   |
| SSG.COM     | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지     | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지     |
| 세전이익(YoY,%) | -31.6 | 흑전    | 11.1  | 적전    | 120.4  | 136.1 | 24.5  | 769.5 | 흑전    | 248.1  |
| 순이익(YoY,%)  | -28.1 | 흑전    | 2.5   | 적전    | 54.7   | 86.8  | 50.8  | 725.8 | 흑전    | 338.8  |

자료: 이마트, 하나금융투자

## 2) 백화점: 백화점 사업 비중이 큰 업체 유리

### (1) 신세계: 양호한 실적, 4분기 더 기대

광주신세계 연결 효과 감안 시  
미흡한 실적

3분기 연결 영업이익은 1,024억원(YoY 307%)으로 기대치를 넘어섰지만, 광주신세계 연결 효과(+123억원)을 감안하면 다소 미흡한 실적이다. 백화점과 신세계인터내셔널, 센트럴시티 영업이익이 모두 50억원 내외 예상보다 떨어졌다. 다만, 가장 불안 요인으로 작용했던 면세점 사업 영업이익이 229억원으로 선전했다는 점이 위안이다. 물론 강남점 철수에 따른 임대료감면 효과(월 20억원, 총 40억원)를 감안해야 하지만, 호텔신라의 부진을 생각하면 양호한 실적이다. 이번 3분기 실적발표는 면세점 사업에 대한 불확실성이 상당히 완화됐다는 데 의미가 있다.

4분기 연결 영업이익 1,590억원  
(YoY 54%) 추정

4분기 연결 영업이익은 1,590억원(YoY 54%)으로 추정한다. 4분기 백화점은 베이스가 낮고, 위드 코로나와 소비심리 개선도 우호적 사업 환경이다. 10월 백화점 기존점 성장률은 YoY 10%에 이르렀는데, 특히 패션 카테고리가 YoY 17% 증가한게 고무적이다. 면세점 사업은 2분기 수준 영업이익이 가능할 전망이다. 현재 주가는 12MF PER 6배가 조금 넘는 수준에 불과하다. 저가 매수가 유효하다.

표 5. 신세계 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출

1조 6,671억원(YoY 37%),

영업이익 1,024억원(YoY 307%) 기록

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21    | 2Q21  | 3Q21P | 4Q21F | 2021년 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 1,197 | 1,014 | 1,214 | 1,344 | 4,769 | 1,320   | 1,395 | 1,667 | 1,559 | 5,942 |
| 신세계         | 331   | 354   | 364   | 411   | 1,460 | 400     | 400   | 393   | 460   | 1,652 |
| 신세계인터       | 323   | 287   | 334   | 384   | 1,328 | 342     | 341   | 350   | 403   | 1,436 |
| 센트럴시티       | 56    | 53    | 58    | 62    | 229   | 60      | 66    | 60    | 66    | 252   |
| 신세계DF       | 489   | 311   | 437   | 456   | 1,693 | 479     | 561   | 797   | 541   | 2,378 |
| 영업이익        | 3     | -49   | 25    | 103   | 83    | 124     | 96    | 102   | 159   | 481   |
| 신세계         | 23    | 14    | 28    | 62    | 127   | 61      | 47    | 55    | 90    | 254   |
| 신세계인터       | 12    | -3    | 7     | 17    | 34    | 21      | 27    | 14    | 24    | 85    |
| 센트럴시티       | 12    | -3    | 14    | 18    | 41    | 16      | 4     | 10    | 10    | 40    |
| 신세계DF       | -32   | -37   | -21   | 3     | -87   | 23      | 19    | 23    | 19    | 84    |
| 세전이익        | 4     | -136  | -6    | 15    | -123  | 121     | 40    | 221   | 138   | 520   |
| 지배주주순이익     | -2    | -113  | -6    | 12    | -108  | 70      | 4     | 176   | 90    | 339   |
| 영업이익률(%)    | 0.3   | -4.8  | 2.1   | 7.7   | 1.7   | 9.4     | 6.9   | 6.1   | 10.2  | 8.1   |
| 세전이익률(%)    | 0.3   | -13.5 | -0.5  | 1.1   | -2.6  | 9.2     | 2.9   | 13.2  | 8.9   | 8.8   |
| 순이익률(%)     | -0.1  | -11.2 | -0.5  | 0.9   | -2.3  | 5.3     | 0.3   | 10.5  | 5.8   | 5.7   |
| 매출액(YoY,%)  | -21.1 | -32.6 | -24.2 | -24.0 | -25.4 | 10.3    | 37.6  | 37.3  | 16.1  | 24.6  |
| 신세계         | -11.7 | -3.7  | -5.5  | -4.4  | -6.3  | 20.7    | 13.0  | 8.0   | 11.8  | 13.2  |
| 신세계인터       | -11.6 | -4.9  | -7.3  | -3.5  | -6.8  | 5.7     | 18.7  | 4.9   | 5.1   | 8.1   |
| 센트럴시티       | -15.8 | -21.5 | -17.7 | -8.4  | -15.9 | 7.4     | 24.1  | 3.8   | 6.2   | 10.0  |
| 신세계DF       | -30.5 | -59.6 | -44.4 | -47.5 | -45.9 | -2.0    | 80.4  | 82.3  | 18.8  | 40.5  |
| 영업이익(YoY,%) | -97.0 | 적전    | -73.8 | -46.9 | -82.2 | 3,659.2 | 흑전    | 307.1 | 54.4  | 479.7 |
| 신세계         | -57.7 | -56.2 | -44.3 | -27.7 | -42.9 | 170.8   | 231.5 | 95.9  | 45.5  | 100.0 |
| 신세계인터       | -58.9 | 적전    | -63.2 | -19.8 | -60.0 | 77.3    | 흑전    | 101.4 | 35.3  | 152.8 |
| 센트럴시티       | -45.3 | 적전    | -40.7 | -7.4  | -44.9 | 35.0    | 흑전    | -26.4 | -42.5 | -1.1  |
| 신세계DF       | 적전    | 적전    | 적전    | -96.3 | 적전    | -171.3  | 흑전    | 흑전    | 621.1 | 흑전    |
| 세전이익(YoY,%) | -99.6 | 적전    | 적전    | 흑전    | 적전    | 3,041.1 | 흑전    | 흑전    | 828.1 | 흑전    |
| 순이익(YoY,%)  | 적전    | 적전    | 적전    | 흑전    | 적전    | 흑전      | 흑전    | 흑전    | 634.1 | 흑전    |

자료: 신세계, 하나금융투자

**(2) 현대백화점: 백화점 가파른 회복에 주목**

4분기 영업이익 980억원  
(YoY 44%) 수준 전망

현대백화점의 3분기 연결 영업이익은 475억원(YoY 6%)으로 시장 기대치에 미치지 못했지만, 면세점에 대한 우려보다 백화점에 대한 기대가 더 커 보인다. 면세점 사업은 10월부터 앞선수수료 부담이 완화되고 있고, 동대문점 인수 이후 매출을 크게 늘리고 있는 만큼 경쟁사 대비 실적 우려가 제한적이다. 특히, 이번 3분기 면세점 실적 부진은 7월 무역점 셋다운으로 7일간 영업을 못한 영향이 컸다. 백화점 사업의 기대감은 크다. i) 소비심리가 개선되고 있고(10월 106.8, MoM 3p), ii) 패션/F&B까지 매출이 상승하고 있으며, iii) 기저효과도 크다. 전년도 11월 중순 이후 코로나19 재확산으로 12월 기존점 성장률은 -10%까지 하락한 바 있다. 4분기 영업이익은 980억원(YoY 44%) 수준이 가능할 전망이다. 현재 주가는 12MF PER 8배로 저점이다.

3분기 연결기준 총매출은 전년 동기 대비 23% 증가한 2조 2,157억원, 영업이익 6% 증가한 475억원 기록

표 6. 현대백화점 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21P | 4Q21F | 2021년 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 총매출         | 1,384 | 1,555 | 1,802 | 2,092 | 6,833 | 2,034 | 2,308 | 2,216 | 2,459 | 9,016 |
| 백화점         | 1,174 | 1,281 | 1,272 | 1,553 | 5,281 | 1,509 | 1,620 | 1,450 | 1,780 | 6,359 |
| 면세점         | 183   | 247   | 504   | 512   | 1,446 | 493   | 656   | 734   | 647   | 2,530 |
| 영업이익        | 15    | 8     | 45    | 68    | 136   | 65    | 58    | 48    | 98    | 268   |
| 백화점         | 34    | 26    | 56    | 82    | 199   | 76    | 65    | 59    | 106   | 306   |
| 면세점         | -19   | -18   | -12   | -16   | -66   | -11   | -8    | -11   | -8    | -38   |
| 세전이익        | 34    | 20    | 55    | 39    | 147   | 77    | 66    | 88    | 87    | 318   |
| 지배주주순이익     | 16    | 8     | 28    | 17    | 70    | 43    | 41    | 54    | 46    | 184   |
| 영업이익률(%)    | 1.1   | 0.5   | 2.5   | 3.3   | 2.0   | 3.2   | 2.5   | 2.1   | 4.0   | 3.0   |
| 백화점         | 2.9   | 2.0   | 4.4   | 5.3   | 3.8   | 5.0   | 4.0   | 4.0   | 6.0   | 4.8   |
| 면세점         | -10.6 | -7.3  | -2.3  | -3.2  | -4.5  | -2.3  | -1.2  | -1.5  | -1.2  | -1.5  |
| 총매출(YoY,%)  | -12.6 | -1.9  | 16.0  | 15.0  | 4.5   | 47.0  | 48.4  | 22.9  | 17.6  | 31.9  |
| 백화점         | -15.9 | -5.9  | -3.1  | -0.2  | -6.1  | 28.5  | 26.4  | 14.0  | 14.6  | 20.4  |
| 면세점         | 16.7  | 27.5  | 138.9 | 121.2 | 82.3  | 169.2 | 165.2 | 45.7  | 26.5  | 75.0  |
| 영업이익(YoY,%) | -80.2 | -84.0 | -26.5 | -35.5 | -53.5 | 336.3 | 609.6 | 6.2   | 43.8  | 97.4  |
| 백화점         | -65.2 | -62.5 | -27.4 | -31.9 | -45.8 | 122.2 | 149.2 | 3.9   | 29.9  | 54.1  |
| 면세점         | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    |
| 세전이익(YoY,%) | -63.4 | -70.9 | -25.8 | -63.0 | -56.6 | 128.6 | 232.5 | 60.5  | 126.3 | 116.8 |
| 순이익(YoY,%)  | -70.2 | -77.6 | -30.2 | -71.8 | -63.8 | 167.9 | 377.5 | 88.6  | 167.9 | 161.2 |

자료: 현대백화점, 하나금융투자

**(3) 롯데쇼핑: 온라인 영업손실 확대 부담**

이커머스 적자 폭 확대, 당분간 실적 불확실성 지속

3분기 연결 영업이익은 290억원에 불과하는 어닝쇼크였다. 물론, 이런 이익 저하는 백화점 사업 희망퇴직에 따른 퇴직충당금(약 600억원) 때문이다. 이커머스 사업부가 눈에 띈다. 각 계열사 온라인 사업 인원까지 한군데로 모아 경영을 일원화한 점은 긍정적이다. 다만, 쿠팡과 이마트의 이베이코리아 등 메이저 업체들에 맞서 어떻게 시장 점유율을 상승시킬 수 있을 지는 미지수다. 기존 오프라인 고객들의 로열티와 서비스 확대 등 여러 유인이 있을 수 있지만, 상품MD/가격/배송 역량에서 경쟁사를 능가한다고 보기는 어렵다. 비용이 증가하는 것만큼 시장 점유율이 오른다는 보장이 없다. 당분간 보수적 접근이 바람직해 보인다.

표 7. 롯데쇼핑 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

연결기준 3분기 매출, 영업이익 전년 동기 대비 각각 YoY 2%, 74% 감소한 4조 70억원, 290억원 기록

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년  | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21P  | 4Q21F | 2021년  |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 매출          | 4,077 | 4,046 | 4,106 | 3,956 | 16,184 | 3,880 | 3,903 | 4,007  | 4,047 | 15,837 |
| 백화점         | 606   | 667   | 619   | 763   | 2,655  | 676   | 721   | 656    | 837   | 2,890  |
| 마트          | 1,639 | 1,496 | 1,590 | 1,382 | 6,107  | 1,476 | 1,424 | 1,481  | 1,420 | 5,801  |
| 하이마트        | 925   | 1,116 | 1,047 | 963   | 4,052  | 956   | 988   | 1,040  | 983   | 3,967  |
| 슈퍼          | 491   | 430   | 455   | 281   | 1,657  | 388   | 358   | 380    | 282   | 1,408  |
| 홈쇼핑         | 269   | 260   | 258   | 289   | 1,076  | 258   | 273   | 271    | 301   | 1,103  |
| 이커머스        | 45    | 35    | 28    | 30    | 138    | 30    | 26    | 24     | 37    | 117    |
| 시네마         | 102   | 32    | 66    | 66    | 266    | 40    | 43    | 79     | 96    | 258    |
| 영업이익        | 52    | 1     | 111   | 182   | 346    | 62    | 8     | 29     | 186   | 284    |
| 백화점         | 29    | 44    | 78    | 178   | 329    | 103   | 62    | -21    | 200   | 344    |
| 마트          | 14    | -57   | 32    | 21    | 10     | 1     | -26   | 12     | 32    | 19     |
| 하이마트        | 20    | 69    | 56    | 16    | 161    | 26    | 33    | 51     | 19    | 129    |
| 슈퍼          | -6    | -10   | 3     | -7    | -20    | 3     | -2    | 3      | -5    | -1     |
| 홈쇼핑         | 37    | 38    | 30    | 21    | 126    | 34    | 31    | 24     | 21    | 110    |
| 이커머스        | -20   | -24   | -28   | -25   | -97    | -26   | -35   | -46    | -43   | -150   |
| 시네마         | -34   | -51   | -44   | -32   | -161   | -40   | -36   | -32    | -21   | -129   |
| 세전이익        | -26   | -358  | 82    | -469  | -771   | 7     | -21   | -99    | 171   | 57     |
| 지배주주순이익     | -43   | -199  | 3     | -447  | -687   | -41   | -35   | 306    | 131   | 362    |
| 매출(YoY,%)   | -8.3  | -9.2  | -6.8  | -8.3  | -8.2   | -4.8  | -3.5  | -2.4   | 2.3   | -2.1   |
| 백화점         | -21.5 | -12.2 | -15.4 | -11.9 | -15.2  | 11.6  | 8.1   | 6.0    | 9.7   | 8.8    |
| 마트          | 3.0   | -6.3  | -4.4  | -6.2  | -3.5   | -9.9  | -4.8  | -6.9   | 2.7   | -5.0   |
| 하이마트        | -10.8 | 4.2   | 6.5   | 3.0   | 0.6    | 3.3   | -11.4 | -0.7   | 2.0   | -2.1   |
| 슈퍼          | 3.6   | -9.3  | -4.4  | -35.8 | -11.0  | -21.0 | -16.7 | -16.5  | 0.5   | -15.0  |
| 홈쇼핑         | 15.9  | 10.2  | 7.9   | 3.2   | 9.0    | -4.1  | 5.0   | 5.0    | 4.1   | 2.5    |
| 이커머스        |       |       |       |       |        | -33.3 | -25.7 | -14.3  | 24.3  | -15.0  |
| 시네마         | -49.3 | -82.0 | -67.2 | -65.6 | -65.5  | -60.8 | 34.4  | 19.7   | 45.5  | -3.0   |
| 영업이익(YoY,%) | -74.6 | -98.5 | 26.8  | 316.8 | -19.1  | 18.5  | 444.7 | -73.9  | 2.4   | -17.9  |
| 백화점         | -81.8 | -40.5 | -25.0 | -2.7  | -36.7  | 255.2 | 40.9  | -126.9 | 12.5  | 4.6    |
| 마트          | -26.3 | 적지    | 166.7 | 흑전    | 흑전     | -92.9 | 적지    | -62.5  | 53.7  | 92.7   |
| 하이마트        | -19.6 | 51.1  | 67.3  | 158.8 | 46.6   | 31.8  | -52.3 | -9.0   | 17.8  | -19.9  |
| 슈퍼          | 적지    | 적지    | 흑전    | 적지    | 적지     | 적전    | 적지    | 0.0    | 적지    | 적지     |
| 홈쇼핑         | 12.1  | 15.2  | 20.0  | -27.6 | 5.0    | -8.1  | -18.4 | -20.0  | 1.4   | -12.5  |
| 이커머스        | 적전    | 적전    | 적전    | 적지    | 적전     | 적지    | 적지    | 적지     | 적지    | 적지     |
| 시네마         | 적전    | 적전    | 적전    | 적지    | 적전     | 적지    | 적지    | 적지     | 적지    | 적지     |
| 세전이익        | 적전    | 적전    | 흑전    | 적지    | 적지     | 흑전    | 적지    | 적전     | 흑전    | 흑전     |
| 순이익(지배주주)   | 적전    | 적전    | 흑전    | 적지    | 적지     | 적지    | 적지    | 흑전     | 흑전    | 흑전     |

자료: 롯데쇼핑, 하나금융투자

### 3) 편의점: 위드 코로나 수혜 가시화 중

4분기 특수입지/심야/F&F 수요 회복  
동일점 성장률 제고 기대

3분기 편의점 업체들의 영업이익은 시장 기대치에 크게 벗어나지 않았다. 더구나, 최근 백화점/면세점 업체들의 잇따른 어닝 쇼크를 감안하면 상당히 양호한 실적이라고 평가할 수 있다. 특히, 9월 BGF리테일의 동일점 성장률은 4%를 넘어섰고, 특수입지 매출이 11%나 증가한 점은 위드 코로나 시기 수혜를 기대하게 하는 요인이다. 2020년 2분기 코로나19 영향으로 거리두기 규제 강화로 심야 객수가 26%, 온라인 수업으로 학생들 수요가 큰 F&F 객수 23% 감소한 바 있다. 특수입지/심야/F&F 수요가 회복되면서 4분기 동일점 성장률을 상당히 제고시킬 것으로 기대한다. 물론, 혼술 수요 위축은 부정적이지만, 그래도 4분기 동일점 성장률은 YoY 2~3%까지 회복할 것으로 예상된다.

BGF리테일은 밸류에이션이 높고,  
GS리테일은 사업부문이 많음

BGF리테일은 밸류에이션이 높고, GS리테일은 사업부문이 많다. BGF리테일은 편의점 사업에 집중하면서 상품 개발/믹스개선/수직계열화에 진력하면서 동일점 성장률 측면에서 GS리테일을 2.5%p 앞서고 있다. 실적 가시성과 안정성이 높기 때문에 이런 요소가 밸류에이션 프리미엄으로 작용하고 있다. 다만, 12MF PER 20배를 넘기기에는 전체 편의점 산업 성장률 측면에서 한계가 있다. 주가의 상승 여력은 15% 내외로 크지 않지만, 상대적으로 안정적인 투자 수익을 기대할 수 있다는 판단이다.

GS리테일은 밸류에이션은 낮지만, 사업부문이 많아 편의점 업체로 단정짓기 어렵다. 편의점은 경쟁사 대비 동일점 성장률이 열위에 있고, 흡소핑은 위드 코로나 시대가 오히려 부담스런 사업이다. 디지털 부문은 외형 확대를 위해 비용을 많이 쓰고 있어서 영업손실이 증가하고 있다. 주가가 절대적으로 낮은 수준에 있는 것은 사실이지만, 실적 가시성이 떨어지는 만큼 주가 상승 여력을 함부로 예단하기 어렵다.

표 8. BGF리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결 매출과 영업이익은  
전년동기대비 각각 9%씩 증가한  
1조 8,365억원과 695억원 기록

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21P | 4Q21F | 2021년 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출          | 1,393 | 1,549 | 1,683 | 1,556 | 6,181 | 1,501 | 1,700 | 1,837 | 1,682 | 6,720 |
| 편의점         | 1,392 | 1,547 | 1,678 | 1,552 | 6,168 | 1,498 | 1,696 | 1,832 | 1,674 | 6,700 |
| 기타          | 1     | 3     | 5     | 5     | 13    | 4     | 5     | 4     | 7     | 20    |
| 영업이익        | 18    | 45    | 64    | 36    | 162   | 22    | 59    | 70    | 45    | 195   |
| 편의점         | 23    | 45    | 61    | 35    | 164   | 25    | 57    | 66    | 44    | 191   |
| 기타          | -5    | 0     | 3     | 1     | -1    | -3    | 2     | 4     | 1     | 4     |
| 세전이익        | 18    | 44    | 67    | 34    | 163   | 21    | 61    | 64    | 48    | 194   |
| 순이익         | 12    | 33    | 51    | 26    | 123   | 16    | 47    | 49    | 33    | 145   |
| 영업이익률(%)    | 1.3   | 2.9   | 3.8   | 2.3   | 2.6   | 1.4   | 3.4   | 3.8   | 2.7   | 2.9   |
| 세전이익률(%)    | 1.3   | 2.9   | 4.0   | 2.2   | 2.6   | 1.4   | 3.6   | 3.5   | 2.8   | 2.9   |
| 순이익률(%)     | 0.9   | 2.1   | 3.1   | 1.7   | 2.0   | 1.1   | 2.8   | 2.7   | 2.0   | 2.2   |
| 매출(YoY,%)   | 3.2   | 2.2   | 6.3   | 4.0   | 4.0   | 7.8   | 9.8   | 9.1   | 8.1   | 8.7   |
| 영업이익(YoY,%) | -29.8 | -26.9 | -1.9  | -20.1 | -17.5 | 17.1  | 31.6  | 9.3   | 27.4  | 20.3  |
| 세전이익(YoY,%) | -37.1 | -28.9 | 3.0   | -25.5 | -18.9 | 21.1  | 37.0  | -4.8  | 40.8  | 18.7  |
| 순이익(YoY,%)  | -42.7 | -28.1 | 2.6   | -23.7 | -18.9 | 32.2  | 41.6  | -4.3  | 27.2  | 18.4  |

자료: BGF리테일, 하나금융투자

3분기 연결 매출은  
2조 7,255억원(YoY 16%),  
영업이익은  
1,025억원(YoY 30%) 기록

표 9. GS리테일 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21P  | 4Q21F | 2021년 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출          | 2,142 | 2,211 | 2,349 | 2,161 | 8,862 | 2,100 | 2,286 | 2,725  | 2,564 | 9,675 |
| CVS         | 1,603 | 1,763 | 1,879 | 1,727 | 6,972 | 1,648 | 1,816 | 1,925  | 1,778 | 7,167 |
| SM          | 345   | 315   | 329   | 285   | 1,274 | 299   | 297   | 326    | 281   | 1,204 |
| 호텔          | 45    | 36    | 41    | 44    | 166   | 45    | 53    | 49     | 65    | 212   |
| 홈쇼핑         | 298   | 304   | 287   | 318   | 1,207 | 297   | 310   | 293    | 322   | 1,223 |
| 기타          | 149   | 97    | 100   | 105   | 451   | 109   | 120   | 131    | 117   | 477   |
| 영업이익        | 89    | 59    | 79    | 26    | 253   | 38    | 43    | 103    | 61    | 243   |
| CVS         | 41    | 70    | 81    | 37    | 229   | 42    | 66    | 74     | 36    | 218   |
| SM          | 16    | 9     | 15    | -9    | 32    | 11    | 3     | 14     | -6    | 22    |
| 호텔          | -1    | -12   | -2    | -3    | -17   | 0     | -8    | 0      | 9     | 2     |
| 홈쇼핑         | 32    | 42    | 38    | 46    | 158   | 37    | 32    | 28     | 38    | 135   |
| 기타          | 32    | -8    | -16   | 1     | 9     | -15   | -19   | -14    | -16   | -65   |
| 세전이익        | 61    | 52    | 84    | 4     | 201   | 51    | 37    | 789    | 47    | 924   |
| 순이익         | 49    | 34    | 66    | 5     | 155   | 34    | 25    | 755    | 35    | 850   |
| 영업이익률(%)    | 4.1   | 2.7   | 3.4   | 1.2   | 2.8   | 1.8   | 1.9   | 3.8    | 2.4   | 2.5   |
| CVS         | 2.5   | 4.0   | 4.3   | 2.2   | 3.3   | 2.5   | 3.7   | 3.9    | 2.0   | 3.0   |
| SM          | 4.8   | 2.9   | 4.7   | -3.3  | 2.5   | 3.7   | 1.0   | 4.2    | -2.2  | 1.8   |
| 호텔          | -1.5  | -32.8 | -4.4  | -7.0  | -10.5 | 0.2   | -14.3 | 0.6    | 14.2  | 1.0   |
| 홈쇼핑         |       |       |       |       |       |       |       | 9.5    | 11.9  | 11.0  |
| 세전이익률(%)    | 2.8   | 2.3   | 3.6   | 0.2   | 2.3   | 2.4   | 1.6   | 29.0   | 1.8   | 9.5   |
| 순이익률(%)     | 2.3   | 1.5   | 2.8   | 0.2   | 1.7   | 1.6   | 1.1   | 27.7   | 1.4   | 8.8   |
| 매출(YoY,%)   | 2.8   | -4.2  | -1.1  | -3.6  | -1.6  | -1.9  | 3.4   | 16.0   | 18.7  | 9.2   |
| CVS         | 2.9   | 0.3   | 3.3   | 0.2   | 1.7   | 2.8   | 3.0   | 2.5    | 3.0   | 2.8   |
| SM          | -8.2  | -18.2 | -15.4 | -12.5 | -13.7 | -13.5 | -5.5  | -0.9   | -1.1  | -5.5  |
| 호텔          | -32.9 | -53.0 | -45.7 | -49.1 | -45.7 | -0.2  | 46.1  | 22.0   | 47.2  | 27.9  |
| 홈쇼핑         |       |       |       |       |       |       |       | 2.2    | 1.4   | 1.3   |
| 영업이익(YoY,%) | 314.7 | -23.2 | -12.8 | -48.5 | 5.7   | -57.7 | -27.7 | 29.8   | 135.8 | -3.6  |
| CVS         | 51.5  | -19.1 | -9.8  | -29.4 | -10.6 | 3.0   | -5.6  | -8.3   | -4.3  | -4.8  |
| SM          | 흑전    | 흑전    | 541.7 | 적지    | 흑전    | -32.3 | -66.3 | -10.4  | 적지    | -31.1 |
| 호텔          | 적전    | 적전    | 적전    | 적전    | 적전    | 적지    | 적지    | 흑전     | 흑전    | 흑전    |
| 홈쇼핑         |       |       |       |       |       |       |       | -27.2  | -17.2 | -14.5 |
| 세전이익(YoY,%) | 216.1 | -28.4 | -6.5  | -77.1 | 0.5   | -15.8 | -29.1 | 835.1  | 적전    | 359.9 |
| 순이익(YoY,%)  | 370.8 | -38.6 | -3.7  | -44.5 | 7.6   | -30.6 | -24.5 | 1041.6 | 적전    | 450.0 |

주: GS 홈쇼핑 연결실적반영은 2021년 3분기부터 반영함  
자료: GS리테일, 하나금융투자



#### 4) 롯데하이마트: 높은 베이스 부담

##### 내구재 사이클 일단락

롯데하이마트는 전년도 높은 베이스가 계속 부담으로 작용하고 있다. 내구재 사이클이 일단락된 듯 한 느낌이다. 10월 매출은 YoY 5% 수준으로 회복되었다고 하지만, 특별한 히트 상품이나 이슈가 없기 때문에 실적 개선 여력이나 가시성이 높지 않다. 당분간 뚜렷한 실적 및 주가 모멘텀 기대하기 어렵다는 판단이다.

표 10. 롯데하이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 별도기준)

(단위: 십억원)

3분기 별도 매출과 영업이익은 각각  
전년 동기대비 1%, 9% 감소한  
1조 400억원과 510억원 기록

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21 | 2Q21  | 3Q21P | 4Q21F | 2021년 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 925   | 1,116 | 1,047 | 963   | 4,052 | 956  | 988   | 1,040 | 983   | 3,967 |
| A/V가전       | 111   | 112   | 126   | 116   | 464   | 115  | 109   | 114   | 117   | 455   |
| 백색가전        | 361   | 580   | 524   | 434   | 1,898 | 373  | 464   | 499   | 448   | 1,784 |
| 정보통신        | 231   | 190   | 168   | 193   | 781   | 249  | 188   | 198   | 218   | 852   |
| 소형가전        | 222   | 234   | 230   | 222   | 908   | 220  | 227   | 218   | 211   | 877   |
| 영업이익        | 20    | 69    | 56    | 16    | 161   | 26   | 33    | 51    | 19    | 129   |
| 세전이익        | 15    | 57    | 54    | -60   | 65    | 21   | 32    | 47    | 15    | 115   |
| 순이익         | 11    | 43    | 41    | -67   | 29    | 16   | 25    | 37    | 10    | 87    |
| 영업이익률(%)    | 2.1   | 6.2   | 5.3   | 1.7   | 4.0   | 2.7  | 3.3   | 4.9   | 2.0   | 3.3   |
| 세전이익률(%)    | 1.6   | 5.1   | 5.1   | -6.3  | 1.6   | 2.2  | 3.2   | 4.6   | 1.5   | 2.9   |
| 순이익률(%)     | 1.2   | 3.9   | 3.9   | -6.9  | 0.7   | 1.7  | 2.5   | 3.5   | 1.0   | 2.2   |
| 매출액(YoY,%)  | -10.8 | 4.2   | 6.5   | 3.0   | 0.6   | 3.3  | -11.4 | -0.7  | 2.0   | -2.1  |
| 영업이익(YoY,%) | -19.6 | 51.1  | 67.3  | 158.8 | 46.6  | 31.8 | -52.3 | -9.0  | 17.8  | -19.9 |
| 세전이익(YoY,%) | -26.3 | 34.8  | 90.3  | 적지    | 흑전    | 39.1 | -43.7 | -11.7 | 흑전    | 76.9  |
| 순이익(YoY,%)  | -26.1 | 34.8  | 89.8  | 적지    | 흑전    | 40.1 | -42.9 | -10.4 | 흑전    | 204.2 |

자료: 롯데하이마트, 하나금융투자

### 5) 호텔신라: 중국 소비 둔화 우려

프로모션 확대에도 매출이 크게  
늘지 않은 이유  
유독 호텔신라만 영업이익이 크게  
떨어진 이유

3분기 연결 영업이익은 209억원(YoY +407억원)으로 기대치에 크게 떨어지는 부진한 실적을 기록했다. 국내외 공항 면세점과 호텔/레저 부문은 예상대로 선전했지만, 시내면세점 영업이익이 애초 추정치보다 250억원 내외 감소했다. 매출은 YoY 19% 증가하면서 무난했지만, 경쟁심화로 알선수수료율이 크게 상승했기 때문이다. 우려되는 부문은 두 가지로 첫째 중국 소비 부진이다. 지난 2015년 면세점 신규 허가가 크게 늘었을 때를 생각해 보면 대기업 간 경쟁심화로 영업이익률은 크게 떨어졌지만 매출은 크게 늘었다. 수요가 정상적이라면 가격이 하락할 때 늘어나는 게 정상이다. 그런데, 이번 3분기 면세점 시장은 경쟁 심화로 가격이 크게 하락했는데도 매출이 별로 늘어나지 않았다. 다행히 소비 부진의 우려는 조금씩 완화되고 있다. 우선, 11일 광군제 매출이 YoY 16% 증가한 것도 위안이 된다. 10월 중국 화장품 소매판매가 YoY 7% 증가한 것도 긍정적이다. 3분기 소비 둔화는 추세적인 둔화 요인 이외에도 홍수와 델타변이 확산 등 일회성 요인이 상당히 작용했다는 점을 알 수 있다.

둘째, 왜 유독 호텔신라만 영업이익이 크게 떨어졌는가에 대한 의문이다. 3분기 누적으로 보는 게 바람직하다. 신세계와 현대백화점은 지난 1~2분기 프로모션을 많이 하면서 영업이익 규모가 한단계씩 내려간 바 있다. 호텔신라는 상반기 수익성 측면에서 상당히 선전했다. 3분기 누적으로는 엇비슷한 상황이다.

4분기 영업이익  
198억원(YoY +550)추정,  
글로벌 여행 재개가 가시화  
전까지 주가 모멘텀 제한적

4분기 연결 영업이익 198억원(YoY +550)으로 추정한다. 시내면세점 매출 YoY 20%, 영업이익 120억원을 가정했다. 10월 면세점 매출은 광군제 수요에도 불구하고 3분기 평균과 유사한 상황이다. 수수료율은 여전히 높다. 이때까지는 '분기별 영업이익 400억원 내외, 중장기 글로벌 여행 재개 시 높은 실적 모멘텀 기대'의 컨셉이었다면, 지금부터는 '분기별 영업이익 200억원 내외, 중장기 글로벌 여행 재개 시 높은 실적 모멘텀 기대'로 투자 컨셉이 바뀌었다. 글로벌 여행 재개가 가시화되기 전까지 주가 모멘텀은 제한적이다. 8만원 내외에서 박스권 움직임을 지속할 것으로 예상된다.

표 11. 호텔신라 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출은 YoY 10%  
증가한 9,689억원, 영업이익은  
YoY 407억원 증가한 209억원 기록

|           | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20P | 2020년 | 1Q21  | 2Q21 | 3Q21 | 4Q21F | 2021년 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| 매출        | 944   | 523   | 880   | 842   | 3,188 | 727   | 953  | 969  | 994   | 3,643 |
| 면세점       | 849   | 439   | 771   | 742   | 2,802 | 632   | 847  | 858  | 889   | 3,226 |
| 호텔/생활레저   | 95    | 84    | 109   | 100   | 386   | 95    | 107  | 111  | 105   | 417   |
| 영업이익      | -67   | -63   | -20   | -35   | -185  | 27    | 46   | 21   | 20    | 114   |
| 면세점       | -49   | -47   | -14   | -17   | -127  | 42    | 47   | 20   | 20    | 129   |
| 호텔/생활레저   | -18   | -16   | -6    | -19   | -58   | -15   | -1   | 1    | 0     | -15   |
| 세전이익      | -93   | -82   | -37   | -150  | -361  | 1     | 19   | 0    | 55    | 75    |
| 순이익       | -74   | -68   | -28   | -114  | -283  | -1    | 12   | -1   | 47    | 56    |
| 영업이익률(%)  | -7.1  | -12.1 | -2.3  | -4.2  | -5.8  | 3.7   | 4.9  | 2.2  | 2.0   | 3.1   |
| 세전이익률(%)  | -9.8  | -15.7 | -4.2  | -17.8 | -11.3 | 0.1   | 2.0  | 0.0  | 5.5   | 2.1   |
| 순이익률(%)   | -7.8  | -13.0 | -3.2  | -13.5 | -8.9  | -0.2  | 1.3  | -0.1 | 4.7   | 1.5   |
| 매출(YoY,%) | -29.7 | -61.4 | -40.4 | -45.5 | -44.2 | -23.0 | 82.3 | 10.2 | 18.1  | 14.3  |
| 면세점       | -30.7 | -64.2 | -42.4 | -47.4 | -46.1 | -25.5 | 92.7 | 11.3 | 19.8  | 15.1  |
| 호텔/생활레저   | -19.9 | -34.8 | -20.6 | -25.2 | -25.2 | 0.2   | 27.7 | 2.4  | 5.2   | 8.1   |

자료: 호텔신라, 하나금융투자

표 12. 유통 커버리지 종목 2021년 4분기 및 연간 실적전망

(단위: 십억원, %)

| 종목      | 항목   | 4Q20  | 4Q21F | YoY(%) | 2020   | 2021F  | YoY(%,%p) | Con.(4Q21) | Con.(2021) |
|---------|------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|------------|------------|
| *롯데쇼핑   | 매출   | 3,956 | 4,047 | 2.3    | 16,184 | 15,837 | -2.1      | 3,953      | 15,738     |
|         | 영업이익 | 182   | 186   | 2.4    | 346    | 284    | -17.9     | 168        | 305        |
|         | 순이익  | -447  | 131   | 흑전     | -780   | 398    | 흑전        | 84         | 101        |
|         | OPM  | 4.6   | 4.6   |        | 2.1    | 1.8    |           | 4.2        | 1.9        |
| *신세계    | 매출   | 1,344 | 1,559 | 16.1   | 4,769  | 5,942  | 24.6      | 1,695      | 6,054      |
|         | 영업이익 | 103   | 159   | 54.4   | 83     | 481    | 479.7     | 163        | 491        |
|         | 순이익  | 12    | 90    | 흑전     | -108   | 339    | 흑전        | 97         | 319        |
|         | OPM  | 7.7   | 10.2  |        | 1.7    | 8.1    |           | 9.6        | 8.1        |
| *이마트    | 매출   | 5,726 | 6,445 | 12.6   | 22,033 | 24,518 | 11.3      | 6,859      | 24,893     |
|         | 영업이익 | 85    | 96    | 13.7   | 237    | 336    | 41.6      | 143        | 389        |
|         | 순이익  | -116  | 86    | 흑전     | 362    | 1,588  | 338.8     | 209        | 1,543      |
|         | OPM  | 1.5   | 1.5   |        | 1.1    | 1.4    |           | 2.1        | 1.6        |
| *현대백화점  | 총매출  | 2,092 | 2,459 | 17.6   | 6,833  | 9,016  | 31.9      | 919        | 3,351      |
|         | 영업이익 | 68    | 98    | 43.8   | 136    | 268    | 97.4      | 102        | 273        |
|         | 순이익  | 17    | 46    | 167.9  | 70     | 184    | 161.2     | 55         | 195        |
|         | OPM  | 3.3   | 4.0   |        | 2.0    | 3.0    |           | 11.1       | 8.2        |
| 롯데하이마트  | 매출   | 963   | 983   | 2.0    | 4,052  | 3,967  | -2.1      | 967        | 3,983      |
|         | 영업이익 | 16    | 19    | 17.8   | 161    | 129    | -19.9     | 20         | 137        |
|         | 순이익  | -67   | 10    | 흑전     | 29     | 87     | 204.2     | 6          | 79         |
|         | OPM  | 1.7   | 2.0   |        | 4.0    | 3.3    |           | 2.1        | 3.4        |
| *GS리테일  | 매출   | 2,161 | 2,564 | 18.7   | 8,862  | 9,675  | 9.2       | 2,549      | 9,675      |
|         | 영업이익 | 26    | 61    | 135.8  | 253    | 243    | -3.6      | 64         | 243        |
|         | 순이익  | 5     | 35    | 557.0  | 155    | 850    | 450.0     | 50         | 676        |
|         | OPM  | 1.2   | 2.4   |        | 2.8    | 2.5    |           | 2.5        | 2.5        |
| *BCG리테일 | 매출   | 1,556 | 1,682 | 8.1    | 6,181  | 6,720  | 8.7       | 1,697      | 6,730      |
|         | 영업이익 | 36    | 45    | 27.4   | 162    | 195    | 20.3      | 47         | 198        |
|         | 순이익  | 26    | 33    | 27.2   | 123    | 145    | 18.3      | 34         | 151        |
|         | OPM  | 2.3   | 2.7   |        | 2.6    | 2.9    |           | 2.8        | 2.9        |
| *호텔신라   | 매출   | 842   | 994   | 18.1   | 3,188  | 3,643  | 14.3      | 1,019      | 3,665      |
|         | 영업이익 | -35   | 20    | 흑전     | -185   | 114    | 흑전        | 34         | 132        |
|         | 순이익  | -114  | 47    | 흑전     | -283   | 56     | 흑전        | 20         | 37         |
|         | OPM  | -4.2  | 2.0   |        | -5.8   | 3.1    |           | 3.3        | 3.6        |

표 13. 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(주가 기준일자: 21.11.19, 단위: 원)

| 종목     | 현재주가   | 투자의견    |     | 목표주가    |         | 과리율   | 비고 (사유)              |
|--------|--------|---------|-----|---------|---------|-------|----------------------|
|        |        | ~에서     | ~으로 | ~에서     | ~으로     |       |                      |
| 호텔신라   | 79,000 | BUY     |     | 120,000 | 100,000 | 26.6% | 실적 추정치 및 밸류에이션 하향 조정 |
| 롯데하이마트 | 26,100 | Neutral |     | 32,000  | 29,000  | 11.1% |                      |

자료: 하나금융투자

표 14. Coverage/관심종목 투자의견 및 투자지표

(단위: 십억원)

| 종목      | 투자의견    | 목표주가(원) |       | 매출액    | 영업이익 | 순이익   | EPS(원) | P/E(배) | P/B(배) | EV/EBITDA(배) | ROE(%) |
|---------|---------|---------|-------|--------|------|-------|--------|--------|--------|--------------|--------|
| *롯데쇼핑   | Neutral | 110,000 | 2021F | 15,837 | 284  | 289   | 10,229 | 9.7    | 0.3    | 11.6         | 2.9    |
|         |         |         | 2022F | 16,561 | 520  | 187   | 6,601  | 15.0   | 0.3    | 10.4         | 1.9    |
| *신세계    | BUY     | 320,000 | 2021F | 5,942  | 481  | 339   | 34,474 | 6.8    | 0.6    | 7.5          | 9.4    |
|         |         |         | 2022F | 6,714  | 603  | 371   | 37,708 | 6.2    | 0.6    | 6.6          | 9.4    |
| *이마트    | BUY     | 190,000 | 2021F | 24,518 | 336  | 1,588 | 56,955 | 2.8    | 0.4    | 6.8          | 16.1   |
|         |         |         | 2022F | 26,267 | 387  | 343   | 12,298 | 12.9   | 0.4    | 6.2          | 3.2    |
| *현대백화점  | BUY     | 98,000  | 2021F | 2,999  | 268  | 184   | 7,848  | 9.7    | 0.4    | 6.0          | 4.2    |
|         |         |         | 2022F | 3,173  | 344  | 228   | 9,757  | 7.8    | 0.4    | 5.1          | 5.0    |
| *GS리테일  | BUY     | 40,000  | 2021F | 9,675  | 243  | 867   | 9,529  | 3.4    | 1.1    | 7.5          | 32.1   |
|         |         |         | 2022F | 10,732 | 394  | 296   | 2,830  | 11.4   | 1.0    | 6.7          | 9.3    |
| *BCG리테일 | BUY     | 210,000 | 2021F | 6,720  | 195  | 145   | 8,404  | 18.0   | 3.3    | 6.2          | 19.4   |
|         |         |         | 2022F | 7,201  | 219  | 164   | 9,497  | 16.0   | 2.8    | 6.4          | 19.0   |
| 롯데하이마트  | Neutral | 29,000  | 2021F | 3,967  | 129  | 87    | 3,701  | 7.1    | 0.3    | 4.6          | 4.5    |
|         |         |         | 2022F | 4,099  | 130  | 91    | 3,840  | 6.8    | 0.3    | 4.4          | 4.5    |
| *호텔신라   | BUY     | 100,000 | 2021F | 3,643  | 114  | 56    | 1,412  | 56.0   | 4.1    | 16.2         | 8.7    |
|         |         |         | 2022F | 4,604  | 306  | 206   | 5,139  | 15.4   | 3.2    | 10.1         | 26.7   |

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

## Top Pick

---

현대백화점(069960)

31

2021년 11월 22일

# 현대백화점(069960)

## 위드 코로나는 백화점으로

### 3분기 영업이익 YoY 6% 증가

3분기 총매출과 연결 영업이익은 각각 전년 동기대비 23% 6% 증가한 2조 2,157억원과 475억원(YoY 6%)으로 시장 기대치(OP 610억원)에 미치지 못했다. 백화점 기존점 성장률은 YoY 6%, 면세점 매출 증가율은 YoY 46%로 선전했지만, 7월 코로나19 재확산에 따른 무역센터점 셋 다운 영향 고정비 부담이 컸다. 아울러, 매출을 만회하기 위한 광고관측비 증가도 판매비 증가 요인으로 작용했다. 백화점 매출에서 아동스포츠 매출이 18% 증가하면서 매출 비중을 올렸고, 면세점 일매출은 9월 99억원 수준까지 상승했다. 수입화장품 매출 비중은 70%에 달한다.

### 4분기 이후 위드 코로나 수혜 시작

4분기 연결 영업이익 980억원(YoY 44%) 수준이 가능할 전망이다. 10월 백화점 기존점은 9%에 이르렀는데, 패션은 물론 F&B까지 회복세로 접어들었다. 정세가 판매율이 높은 10~11월 매출이 양호하며, 기저효과도 크다. 전년도 11월 중순 이후 코로나19 재확산으로 12월 기존점 성장률은 -10%까지 하락한 바 있다. 4분기 백화점 사업 실적 모멘텀은 상당히 클 것으로 기대한다. 면세점 사업에 대한 우려가 있지만, 10월 알선수 수료가 안정화되고 있고, 동대문점 인수 이후 매출을 크게 늘리고 있는 만큼 경쟁사 대비 실적 우려가 제한적이다.

### 목표주가 9.8만원, 투자이견 '매수' 유지

백화점 업체는 위드 코로나 상황에서 컨슈머 업체들 가운데 가장 합리적인 투자 대안이 될 수 있다. 물론, 글로벌 여행 재개 시 피해가 예상되지만, 최근 각 국가별 상황을 볼 때 글로벌 여행 재개 시기는 아직 불투명하다. 반면, i) 소비심리가 개선되고 있고(10월 106.8, MoM 3p), ii) 상품믹스 개선과 견조한 외형성장으로 당분간 높은 실적 모멘텀이 가능하다. iii) 밸류에이션 측면에서 현대백화점의 현재 주가 수준은 12MF PER 8배로 부담 없는 상황이다. 저가 매수가 유효하다.

### Top Pick

**BUY**

TP(12M): 98,000원 | CP(11월19일): 76,500원

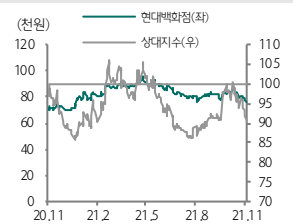
#### Key Data

|                  |                    |
|------------------|--------------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 2,971.02           |
| 52주 최고/최저(원)     | 96,700/69,700      |
| 시가총액(십억원)        | 1,790.3            |
| 시가총액비중(%)        | 0.08               |
| 발행주식수(천주)        | 23,402.4           |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 109.1              |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 8.9                |
| 21년 배당금(예상, 원)   | 1,000              |
| 21년 배당수익률(예상, %) | 1.11               |
| 외국인지분율(%)        | 18.55              |
| 주요주주 지분율(%)      |                    |
| 정지선 외 3인         | 36.08              |
| 국민연금공단           | 11.31              |
| 주가상승률            | 1M 6M 12M          |
| 절대               | (8.3) (17.1) 7.3   |
| 상대               | (6.5) (11.5) (8.0) |

#### Consensus Data

|           | 2021    | 2022    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 3,351.4 | 3,701.6 |
| 영업이익(십억원) | 273.4   | 367.6   |
| 순이익(십억원)  | 235.7   | 291.6   |
| EPS(원)    | 8,343   | 10,545  |
| BPS(원)    | 203,015 | 213,370 |

#### Stock Price



#### Financial Data

| 투자지표      | 단위  | 2019    | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-----------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 십억원 | 2,198.9 | 2,273.2 | 2,999.4 | 3,172.8 | 3,318.4 |
| 영업이익      | 십억원 | 292.2   | 135.9   | 268.2   | 343.6   | 409.4   |
| 세전이익      | 십억원 | 338.6   | 146.9   | 318.5   | 395.9   | 436.2   |
| 순이익       | 십억원 | 194.1   | 70.3    | 183.7   | 228.3   | 251.6   |
| EPS       | 원   | 8,296   | 3,005   | 7,848   | 9,757   | 10,749  |
| 증감율       | %   | (18.75) | (63.78) | 161.16  | 24.32   | 10.17   |
| PER       | 배   | 10.02   | 23.76   | 9.75    | 7.84    | 7.12    |
| PBR       | 배   | 0.45    | 0.38    | 0.39    | 0.37    | 0.36    |
| EV/EBITDA | 배   | 6.12    | 8.89    | 6.66    | 5.59    | 4.88    |
| ROE       | %   | 4.64    | 1.65    | 4.22    | 5.04    | 5.30    |
| BPS       | 원   | 186,688 | 188,430 | 195,334 | 204,157 | 213,972 |
| DPS       | 원   | 1,000   | 1,000   | 1,000   | 1,000   | 1,000   |



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

RA 안도연  
02-3771-7776  
dohyunahn@hanafn.com



4 분기 연결기준 영업이익  
980 억원(YoY 44%) 전망

표 1. 현대백화점 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

|             | 1Q20  | 2Q20  | 3Q20  | 4Q20  | 2020년 | 1Q21  | 2Q21  | 3Q21  | 4Q21F | 2021년 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 총매출         | 1,384 | 1,555 | 1,802 | 2,092 | 6,833 | 2,034 | 2,308 | 2,216 | 2,459 | 9,016 |
| 백화점         | 1,174 | 1,281 | 1,272 | 1,553 | 5,281 | 1,509 | 1,620 | 1,450 | 1,780 | 6,359 |
| 면세점         | 183   | 247   | 504   | 512   | 1,446 | 493   | 656   | 734   | 647   | 2,530 |
| 영업이익        | 15    | 8     | 45    | 68    | 136   | 65    | 58    | 48    | 98    | 268   |
| 백화점         | 34    | 26    | 56    | 82    | 199   | 76    | 65    | 59    | 106   | 306   |
| 면세점         | -19   | -18   | -12   | -16   | -66   | -11   | -8    | -11   | -8    | -38   |
| 세전이익        | 34    | 20    | 55    | 39    | 147   | 77    | 66    | 88    | 87    | 318   |
| 지배주주순이익     | 16    | 8     | 28    | 17    | 70    | 43    | 41    | 54    | 46    | 184   |
| 영업이익률(%)    | 1.1   | 0.5   | 2.5   | 3.3   | 2.0   | 3.2   | 2.5   | 2.1   | 4.0   | 3.0   |
| 백화점         | 2.9   | 2.0   | 4.4   | 5.3   | 3.8   | 5.0   | 4.0   | 4.0   | 6.0   | 4.8   |
| 면세점         | -10.6 | -7.3  | -2.3  | -3.2  | -4.5  | -2.3  | -1.2  | -1.5  | -1.2  | -1.5  |
| 총매출(YoY,%)  | -12.6 | -1.9  | 16.0  | 15.0  | 4.5   | 47.0  | 48.4  | 22.9  | 17.6  | 31.9  |
| 백화점         | -15.9 | -5.9  | -3.1  | -0.2  | -6.1  | 28.5  | 26.4  | 14.0  | 14.6  | 20.4  |
| 면세점         | 16.7  | 27.5  | 138.9 | 121.2 | 82.3  | 169.2 | 165.2 | 45.7  | 26.5  | 75.0  |
| 영업이익(YoY,%) | -80.2 | -84.0 | -26.5 | -35.5 | -53.5 | 336.3 | 609.6 | 6.2   | 43.8  | 97.4  |
| 백화점         | -65.2 | -62.5 | -27.4 | -31.9 | -45.8 | 122.2 | 149.2 | 3.9   | 29.9  | 54.1  |
| 면세점         | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    |
| 세전이익(YoY,%) | -63.4 | -70.9 | -25.8 | -63.0 | -56.6 | 128.6 | 232.5 | 60.5  | 126.3 | 116.8 |
| 순이익(YoY,%)  | -70.2 | -77.6 | -30.2 | -71.8 | -63.8 | 167.9 | 377.5 | 88.6  | 167.9 | 161.2 |

자료: 현대백화점, 하나금융투자

2021년 총매출  
전년 동기대비 32%  
증가한 9조 159억원,  
영업이익 97%  
증가한 2,682억원 전망

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

(단위: 십억원)

|           | 2019   | 2020   | 2021F  | 2022F  | 2023F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 총매출       | 6,541  | 6,833  | 9,016  | 9,537  | 9,975  |
| 백화점       | 5,626  | 5,281  | 6,359  | 6,627  | 6,786  |
| 면세점       | 793    | 1,446  | 2,530  | 2,783  | 3,061  |
| 매출총이익     | 1,627  | 1,428  | 2,281  | 2,461  | 2,603  |
| 영업이익      | 292    | 136    | 268    | 344    | 409    |
| 백화점       | 366    | 199    | 306    | 371    | 394    |
| 면세점       | -74    | -66    | -38    | -28    | 15     |
| 세전이익      | 339    | 147    | 318    | 396    | 436    |
| 지배주주 순이익  | 194    | 70     | 184    | 228    | 252    |
| 적정시가총액    | 1,941  | 703    | 1,837  | 2,283  | 2,516  |
| 주식수(천주)   | 23,404 | 23,404 | 23,404 | 23,404 | 23,404 |
| 적정주가(천원)  | 83     | 30     | 78     | 98     | 107    |
| 적정PER     | 10.0   | 10.0   | 10.0   | 10.0   | 10.0   |
| EPS(원)    | 8,295  | 3,005  | 7,847  | 9,757  | 10,748 |
| 매출총이익률(%) | 24.9   | 20.9   | 25.3   | 25.8   | 26.1   |
| 영업이익률(%)  | 4.5    | 2.0    | 3.0    | 3.6    | 4.1    |
| 백화점       | 6.5    | 3.8    | 4.8    | 5.6    | 5.8    |
| 면세점       | -9.4   | -4.5   | -1.5   | -1.0   | 0.5    |
| YoY %     |        |        |        |        |        |
| 총매출       | 11.3   | 4.5    | 31.9   | 5.8    | 4.6    |
| 영업이익      | -18.1  | -53.5  | 97.4   | 28.1   | 19.1   |
| 지배주주순이익   | -18.8  | -63.8  | 161.2  | 24.3   | 10.2   |

자료: 현대백화점, 하나금융투자

추정 재무제표

| 손익계산서          | (단위:십억원)       |                |                |                |                |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                | 2019           | 2020           | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
| <b>매출액</b>     | <b>2,198.9</b> | <b>2,273.2</b> | <b>2,999.4</b> | <b>3,172.8</b> | <b>3,318.4</b> |
| 매출원가           | 572.1          | 845.0          | 718.4          | 712.2          | 715.0          |
| 매출총이익          | 1,626.8        | 1,428.2        | 2,281.0        | 2,460.6        | 2,603.4        |
| 판매비            | 1,334.6        | 1,292.3        | 2,012.9        | 2,117.0        | 2,194.1        |
| <b>영업이익</b>    | <b>292.2</b>   | <b>135.9</b>   | <b>268.2</b>   | <b>343.6</b>   | <b>409.4</b>   |
| 금융손익           | 0.2            | (15.3)         | (11.8)         | (10.6)         | (9.5)          |
| 종속/관계기업손익      | 27.0           | 21.1           | 39.3           | 40.3           | 13.7           |
| 기타영업외손익        | 19.2           | 5.2            | 22.7           | 22.6           | 22.6           |
| <b>세전이익</b>    | <b>338.6</b>   | <b>146.9</b>   | <b>318.5</b>   | <b>395.9</b>   | <b>436.2</b>   |
| 법인세            | 95.6           | 41.9           | 86.0           | 106.9          | 117.8          |
| 계속사업이익         | 243.0          | 105.1          | 232.5          | 289.0          | 318.4          |
| 중단사업이익         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>당기순이익</b>   | <b>243.0</b>   | <b>105.1</b>   | <b>232.5</b>   | <b>289.0</b>   | <b>318.4</b>   |
| 비배주주지분 손이익     | 48.9           | 34.7           | 48.8           | 60.7           | 66.9           |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>194.1</b>   | <b>70.3</b>    | <b>183.7</b>   | <b>228.3</b>   | <b>251.6</b>   |
| 지배주주지분포괄이익     | 162.2          | 63.1           | 150.1          | 186.6          | 205.5          |
| NOPAT          | 209.7          | 97.1           | 195.8          | 250.9          | 298.8          |
| EBITDA         | 504.3          | 377.5          | 512.8          | 591.2          | 659.9          |
| <b>성장성(%)</b>  |                |                |                |                |                |
| 매출액증가율         | 18.08          | 3.38           | 31.95          | 5.78           | 4.59           |
| NOPAT증가율       | (18.53)        | (53.70)        | 101.65         | 28.14          | 19.09          |
| EBITDA증가율      | (1.43)         | (25.14)        | 35.84          | 15.29          | 11.62          |
| 영업이익증가율        | (18.08)        | (53.49)        | 97.35          | 28.11          | 19.15          |
| (지배주주)순이익증가율   | (18.79)        | (63.78)        | 161.31         | 24.28          | 10.21          |
| EPS증가율         | (18.75)        | (63.78)        | 161.16         | 24.32          | 10.17          |
| <b>수익성(%)</b>  |                |                |                |                |                |
| 매출총이익률         | 73.98          | 62.83          | 76.05          | 77.55          | 78.45          |
| EBITDA이익률      | 22.93          | 16.61          | 17.10          | 18.63          | 19.89          |
| 영업이익률          | 13.29          | 5.98           | 8.94           | 10.83          | 12.34          |
| 계속사업이익률        | 11.05          | 4.62           | 7.75           | 9.11           | 9.59           |

| 대차대조표          | (단위:십억원)       |                |                |                |                 |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
|                | 2019           | 2020           | 2021F          | 2022F          | 2023F           |
| <b>유동자산</b>    | <b>1,365.3</b> | <b>1,985.9</b> | <b>2,462.9</b> | <b>2,604.4</b> | <b>2,755.5</b>  |
| 금융자산           | 526.7          | 1,052.6        | 1,456.0        | 1,591.8        | 1,710.6         |
| 현금성자산          | 53.7           | 34.6           | 1,202.4        | 1,279.6        | 1,396.0         |
| 매출채권           | 584.3          | 545.0          | 528.6          | 512.7          | 528.1           |
| 재고자산           | 183.7          | 233.7          | 308.3          | 326.1          | 341.1           |
| 기타유동자산         | 70.6           | 154.6          | 170.0          | 173.8          | 175.7           |
| <b>비유동자산</b>   | <b>6,257.8</b> | <b>6,721.1</b> | <b>6,966.9</b> | <b>7,187.1</b> | <b>7,408.9</b>  |
| 투자자산           | 682.3          | 715.5          | 805.9          | 873.7          | 946.0           |
| 금융자산           | 155.5          | 178.5          | 215.2          | 223.9          | 231.3           |
| 유형자산           | 5,059.3        | 5,299.9        | 5,465.8        | 5,627.0        | 5,783.9         |
| 무형자산           | 40.9           | 81.2           | 70.7           | 62.0           | 54.6            |
| 기타비유동자산        | 475.3          | 624.5          | 624.5          | 624.4          | 624.4           |
| <b>자산총계</b>    | <b>7,623.1</b> | <b>8,707.0</b> | <b>9,429.8</b> | <b>9,791.5</b> | <b>10,164.4</b> |
| <b>유동부채</b>    | <b>1,443.4</b> | <b>2,276.2</b> | <b>2,689.1</b> | <b>2,764.6</b> | <b>2,826.0</b>  |
| 금융부채           | 61.2           | 904.9          | 885.8          | 858.1          | 833.0           |
| 매입채무           | 46.5           | 52.5           | 69.3           | 73.3           | 76.7            |
| 기타유동부채         | 1,335.7        | 1,318.8        | 1,734.0        | 1,833.2        | 1,916.3         |
| <b>비유동부채</b>   | <b>1,200.4</b> | <b>1,398.5</b> | <b>1,504.2</b> | <b>1,529.4</b> | <b>1,550.6</b>  |
| 금융부채           | 871.4          | 1,067.9        | 1,067.9        | 1,067.9        | 1,067.9         |
| 기타비유동부채        | 329.0          | 330.6          | 436.3          | 461.5          | 482.7           |
| <b>부채총계</b>    | <b>2,643.8</b> | <b>3,674.7</b> | <b>4,193.3</b> | <b>4,294.0</b> | <b>4,376.6</b>  |
| <b>지배주주지분</b>  | <b>4,242.0</b> | <b>4,266.6</b> | <b>4,428.1</b> | <b>4,634.6</b> | <b>4,864.3</b>  |
| 자본금            | 117.0          | 117.0          | 117.0          | 117.0          | 117.0           |
| 자본잉여금          | 612.1          | 612.1          | 612.1          | 612.1          | 612.1           |
| 자본조정           | (144.2)        | (160.4)        | (160.4)        | (160.4)        | (160.4)         |
| 기타포괄이익누계액      | 8.7            | 3.1            | 3.1            | 3.1            | 3.1             |
| 이익잉여금          | 3,648.4        | 3,694.8        | 3,856.3        | 4,062.8        | 4,292.5         |
| <b>비지배주주지분</b> | <b>737.3</b>   | <b>765.7</b>   | <b>808.4</b>   | <b>862.9</b>   | <b>923.6</b>    |
| <b>자본총계</b>    | <b>4,979.3</b> | <b>5,032.3</b> | <b>5,236.5</b> | <b>5,497.5</b> | <b>5,787.9</b>  |
| 순금융부채          | 405.9          | 920.2          | 497.7          | 334.2          | 190.3           |

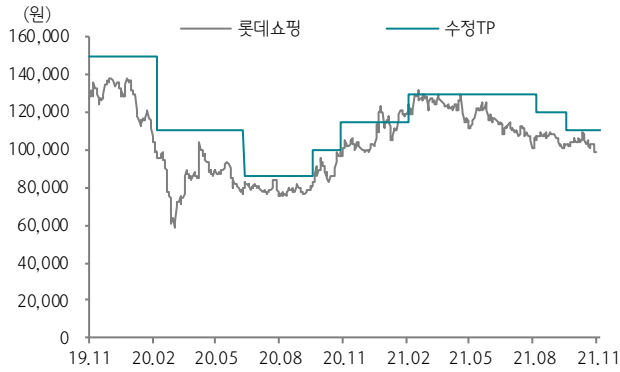
| 투자지표           | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|----------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|                | 2019     | 2020    | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
| <b>주당지표(원)</b> |          |         |         |         |         |
| EPS            | 8,296    | 3,005   | 7,848   | 9,757   | 10,749  |
| BPS            | 186,688  | 188,430 | 195,334 | 204,157 | 213,972 |
| CFPS           | 23,653   | 18,453  | 24,392  | 27,604  | 29,328  |
| EBITDAPS       | 21,551   | 16,129  | 21,912  | 25,264  | 28,197  |
| SPS            | 93,962   | 97,133  | 128,166 | 135,577 | 141,796 |
| DPS            | 1,000    | 1,000   | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| <b>주기지표(배)</b> |          |         |         |         |         |
| PER            | 10.02    | 23.76   | 9.75    | 7.84    | 7.12    |
| PBR            | 0.45     | 0.38    | 0.39    | 0.37    | 0.36    |
| PCFR           | 3.51     | 3.87    | 3.14    | 2.77    | 2.61    |
| EV/EBITDA      | 6.12     | 8.89    | 6.66    | 5.59    | 4.88    |
| PSR            | 0.88     | 0.74    | 0.60    | 0.56    | 0.54    |
| <b>재무비율(%)</b> |          |         |         |         |         |
| ROE            | 4.64     | 1.65    | 4.22    | 5.04    | 5.30    |
| ROA            | 2.66     | 0.86    | 2.03    | 2.38    | 2.52    |
| ROIC           | 4.74     | 2.06    | 3.99    | 5.16    | 6.05    |
| 부채비율           | 53.10    | 73.02   | 80.08   | 78.11   | 75.62   |
| 순부채비율          | 8.15     | 18.29   | 9.50    | 6.08    | 3.29    |
| 이자보상배율(배)      | 16.31    | 4.45    | 6.49    | 8.42    | 10.17   |

| 현금흐름표            | (단위:십억원)       |                  |                |                |                |
|------------------|----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|
|                  | 2019           | 2020             | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>377.5</b>   | <b>259.4</b>     | <b>908.0</b>   | <b>639.5</b>   | <b>656.3</b>   |
| 당기순이익            | 243.0          | 105.1            | 232.5          | 289.0          | 318.4          |
| 조정               | 18             | 24               | 24             | 25             | 25             |
| 감가상각비            | 212.1          | 241.6            | 244.6          | 247.6          | 250.5          |
| 외환거래손익           | (0.2)          | (3.4)            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 지분법손익            | (27.0)         | (21.1)           | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타               | (166.9)        | (193.1)          | (220.6)        | (222.6)        | (225.5)        |
| 영업활동자산부채변동       | (45.4)         | (81.9)           | 430.9          | 102.9          | 87.4           |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>(502.0)</b> | <b>(1,084.7)</b> | <b>(498.5)</b> | <b>(476.1)</b> | <b>(480.8)</b> |
| 투자자산감소(증가)       | 36.4           | (33.2)           | (96.5)         | (74.0)         | (78.5)         |
| 자본증가(감소)         | (272.5)        | (512.7)          | (400.0)        | (400.0)        | (400.0)        |
| 기타               | (265.9)        | (538.8)          | (2.0)          | (2.1)          | (2.3)          |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>(62.9)</b>  | <b>806.3</b>     | <b>(41.1)</b>  | <b>(49.5)</b>  | <b>(47.0)</b>  |
| 금융부채증가(감소)       | 433.4          | 1,040.2          | (19.0)         | (27.7)         | (25.1)         |
| 자본증가(감소)         | 0.0            | 0.0              | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 기타재무활동           | (476.0)        | (211.6)          | 0.0            | 0.1            | 0.0            |
| 배당지급             | (20.3)         | (22.3)           | (22.1)         | (21.9)         | (21.9)         |
| <b>현금의 증감</b>    | <b>(187.4)</b> | <b>(19.0)</b>    | <b>1,167.8</b> | <b>77.2</b>    | <b>116.5</b>   |
| Unlevered CFO    | 553.5          | 431.9            | 570.8          | 646.0          | 686.4          |
| Free Cash Flow   | 104.0          | (255.4)          | 508.0          | 239.5          | 256.3          |

자료: 하나금융투자

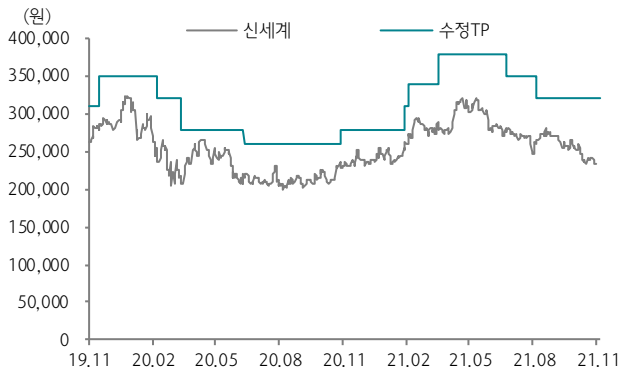
투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

롯데쇼핑



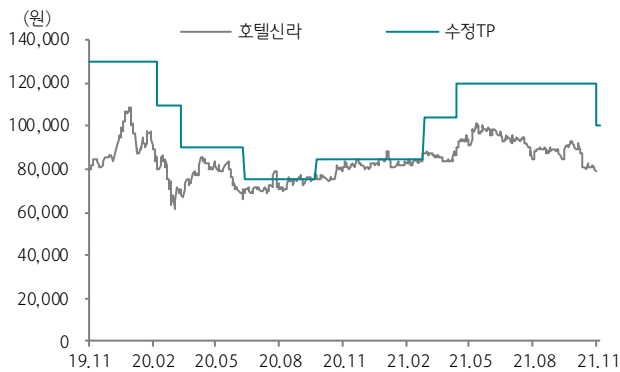
| 날짜       | 투자이견    | 목표주가    | 괴리율     |        |
|----------|---------|---------|---------|--------|
|          |         |         | 평균      | 최고/최저  |
| 21.10.8  | Neutral | 110,000 |         |        |
| 21.8.26  | Neutral | 120,000 | -11.63% | -9.17% |
| 21.2.24  | Neutral | 130,000 | -8.89%  | 1.15%  |
| 21.1.12  | Neutral | 115,000 | 0.54%   | -8.26% |
| 20.11.17 | BUY     | 115,000 | -11.17% | -1.30% |
| 20.10.8  | BUY     | 100,000 | -9.92%  | -1.00% |
| 20.7.1   | Neutral | 86,000  | -7.87%  | -2.09% |
| 20.2.27  | Neutral | 110,000 | -22.90% | -5.45% |
| 19.8.27  | Neutral | 150,000 | -14.31% | -6.67% |

신세계



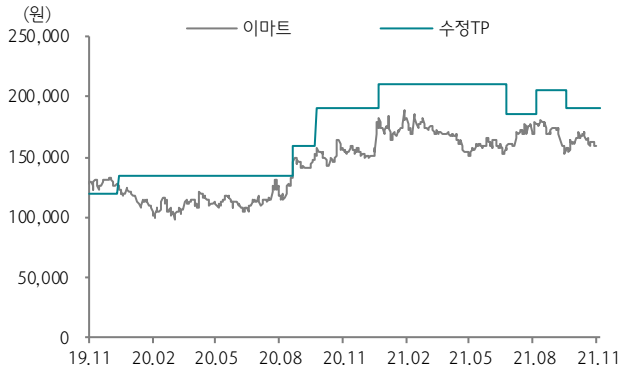
| 날짜       | 투자이견 | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|------|---------|---------|---------|
|          |      |         | 평균      | 최고/최저   |
| 21.8.26  | BUY  | 320,000 |         |         |
| 21.7.15  | BUY  | 350,000 | -23.51% | -19.43% |
| 21.4.8   | BUY  | 380,000 | -22.37% | -15.26% |
| 21.2.24  | BUY  | 340,000 | -16.88% | -13.24% |
| 21.2.18  | BUY  | 310,000 | -14.68% | -11.61% |
| 20.11.17 | BUY  | 280,000 | -14.24% | -8.93%  |
| 20.7.1   | BUY  | 260,000 | -18.04% | -8.85%  |
| 20.4.1   | BUY  | 280,000 | -14.79% | -5.36%  |
| 20.2.27  | BUY  | 320,000 | -26.75% | -17.34% |
| 19.12.6  | BUY  | 350,000 | -17.39% | -7.43%  |
| 19.8.27  | BUY  | 310,000 | -18.31% | -8.55%  |

호텔신라



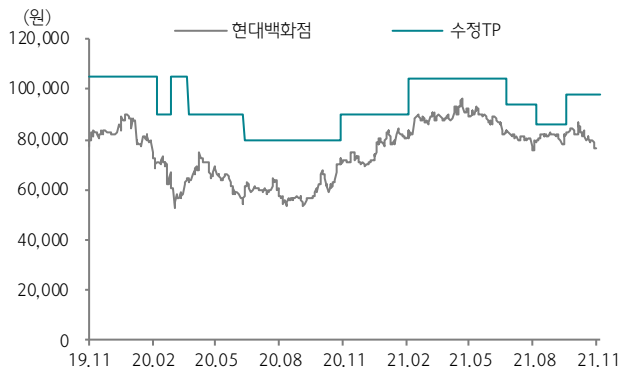
| 날짜       | 투자이견    | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|
|          |         |         | 평균      | 최고/최저   |
| 21.11.21 | BUY     | 100,000 |         |         |
| 21.5.3   | BUY     | 120,000 | -23.87% | -15.42% |
| 21.3.17  | BUY     | 104,000 | -17.59% | -14.81% |
| 20.10.13 | Neutral | 85,000  | -4.27%  | 4.12%   |
| 20.7.1   | Neutral | 75,000  | -3.11%  | 5.20%   |
| 20.4.1   | BUY     | 90,000  | -14.19% | -5.33%  |
| 20.2.27  | BUY     | 110,000 | -31.81% | -21.18% |
| 19.11.25 | 1년 경과   | -       | -       | -       |
| 18.11.25 | BUY     | 130,000 | -34.04% | -11.54% |

이마트



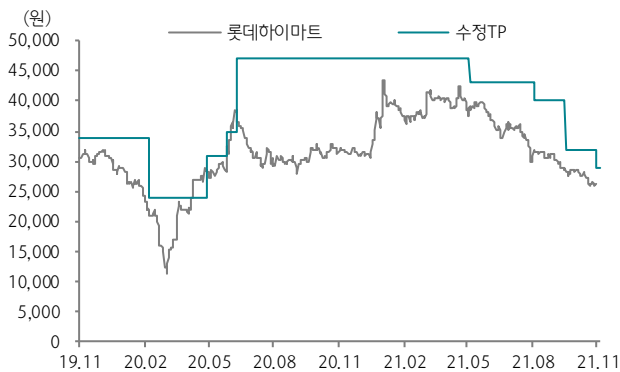
| 날짜       | 투자의견    | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|
|          |         |         | 평균      | 최고/최저   |
| 21.10.8  | BUY     | 190,000 |         |         |
| 21.8.26  | BUY     | 205,000 | -16.63% | -11.71% |
| 21.7.15  | BUY     | 185,000 | -8.34%  | -3.51%  |
| 21.1.12  | BUY     | 210,000 | -20.20% | -10.00% |
| 20.10.13 | BUY     | 190,000 | -18.71% | -5.79%  |
| 20.9.9   | BUY     | 160,000 | -9.33%  | -5.00%  |
| 20.2.27  | BUY     | 135,000 | -16.11% | -1.48%  |
| 20.1.2   | Neutral | 135,000 | -15.51% | -8.15%  |
| 19.8.11  | Neutral | 120,000 | -0.04%  | 12.08%  |

현대백화점



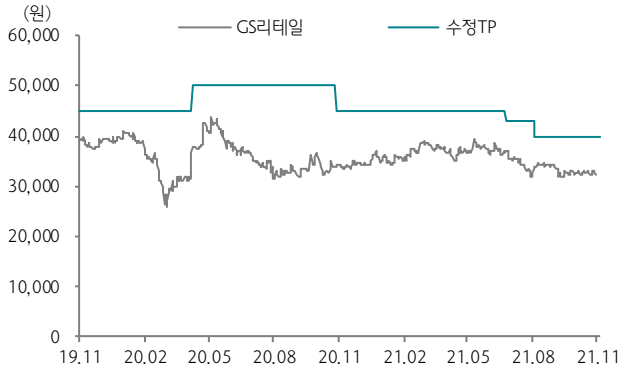
| 날짜       | 투자의견    | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|
|          |         |         | 평균      | 최고/최저   |
| 21.10.8  | BUY     | 98,000  |         |         |
| 21.8.26  | Neutral | 86,000  | -5.51%  | -3.37%  |
| 21.7.15  | BUY     | 94,000  | -14.63% | -11.60% |
| 21.2.24  | BUY     | 104,000 | -14.79% | -7.02%  |
| 20.11.17 | BUY     | 90,000  | -15.60% | -6.33%  |
| 20.7.1   | BUY     | 80,000  | -25.05% | -11.88% |
| 20.4.12  | BUY     | 90,000  | -27.95% | -16.44% |
| 20.3.18  | BUY     | 105,000 | -43.63% | -38.67% |
| 20.2.27  | BUY     | 90,000  | -23.28% | -18.56% |
| 19.8.29  | BUY     | 105,000 | -24.10% | -14.29% |

롯데하이마트



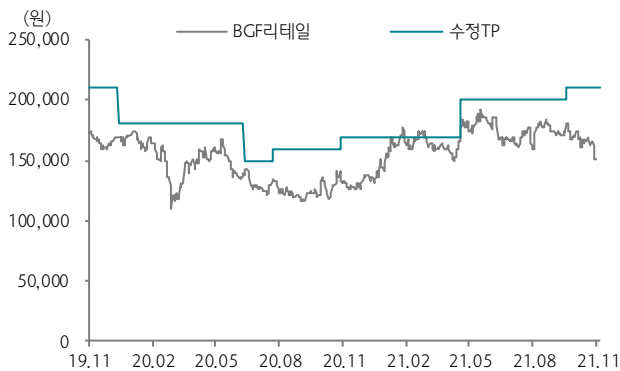
| 날짜       | 투자의견    | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|---------|--------|---------|---------|
|          |         |        | 평균      | 최고/최저   |
| 21.11.21 | Neutral | 29,000 |         |         |
| 21.10.8  | Neutral | 32,000 | -13.97% | -10.31% |
| 21.8.26  | BUY     | 40,000 | -23.68% | -20.88% |
| 21.7.15  | BUY     | 43,000 | -20.14% | -15.35% |
| 21.5.26  | Neutral | 43,000 | -12.96% | -7.44%  |
| 20.7.1   | BUY     | 47,000 | -26.49% | -7.66%  |
| 20.6.17  | BUY     | 35,000 | 2.84%   | 10.00%  |
| 20.5.20  | Neutral | 31,000 | -7.54%  | -3.23%  |
| 20.2.27  | Neutral | 24,000 | -13.38% | 20.21%  |
| 19.8.27  | Neutral | 34,000 | -12.49% | -1.32%  |

GS리테일



| 날짜       | 투자의견  | 목표주가   | 괴리율     |         |
|----------|-------|--------|---------|---------|
|          |       |        | 평균      | 최고/최저   |
| 21.8.26  | BUY   | 40,000 |         |         |
| 21.7.15  | BUY   | 43,000 | -19.70% | -14.07% |
| 20.11.17 | BUY   | 45,000 | -19.19% | -12.78% |
| 20.4.28  | BUY   | 50,000 | -28.02% | -12.30% |
| 20.2.25  | 1년 경과 |        | -       | -       |
| 19.2.25  | BUY   | 45,000 | -13.79% | -6.67%  |

BGF리테일



| 날짜       | 투자의견    | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|---------|---------|---------|---------|
|          |         |         | 평균      | 최고/최저   |
| 21.10.8  | BUY     | 210,000 |         |         |
| 21.7.15  | BUY     | 200,000 | -13.78% | -8.25%  |
| 21.5.26  | Neutral | 200,000 | -10.57% | -4.00%  |
| 21.5.10  | BUY     | 200,000 | -10.60% | -7.75%  |
| 21.2.24  | Neutral | 170,000 | -4.43%  | 2.65%   |
| 20.11.17 | BUY     | 170,000 | -15.25% | 4.41%   |
| 20.8.12  | BUY     | 160,000 | -21.78% | -11.88% |
| 20.7.1   | Neutral | 150,000 | -13.55% | -5.00%  |
| 20.4.7   | BUY     | 180,000 | -16.64% | -7.22%  |
| 20.1.2   | Neutral | 180,000 | -14.73% | -3.33%  |
| 19.1.2   | Neutral | 210,000 | -6.26%  | 10.71%  |

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 | 95.00%  | 5.00%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2021년 11월 21일

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 2021년 11월 21일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 11월 21일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- M&A의 중개·주선·대리·조언 관련 업무위탁 법인 및 상대법인(5%이하

본 조사자료는 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.