

유통(비중확대)

Pending Upside Risk



SK INDUSTRY Analysis



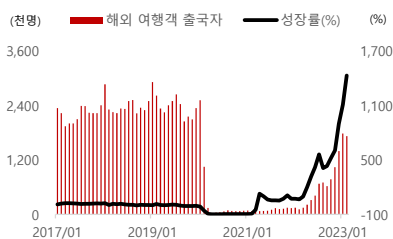
Analyst

박찬술

rightsearch@sk.com.kr

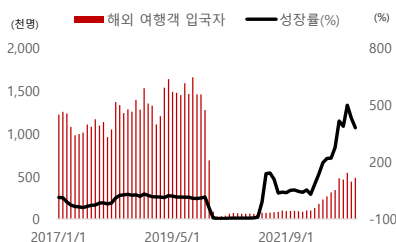
3773-9955

Outbound, 성장률(%)



자료 : 한국관광공사, SK 증권

Inbound, 성장률(%)



자료 : 한국관광공사, SK 증권

유통섹터(비중 확대)

Pending Upside Risk

- 현재 증시에서 주목하고 있는 것은 수요 반등. 수요에 선행하는 것은 심리
- 하반기 소비 심리 턴어라운드 가능성이 높다고 판단하는 이유는 5가지
- 올해 inbound/outbound 여행 시장과 관련된 채널 확보 여부에 따라 섹터 내 실적 차별화 나타날 것으로 예상. 여행 산업 반등 시 편의점/면세점 수혜
- 섹터 내 최선호주 BGF 리테일, 호텔신라 제시

23년, Buy 유동인구

23년 해외 여행 증가로 인구 순 유출이 예상된다. 하반기로 가면서 국내에도 외국인 입국자가 늘어나는데, 외국인 소비가 내수 업종의 기회 요인이 될 것으로 생각된다. 가장 유망하다고 생각하는 건 여행 등 서비스업이다. 코로나 19 기간 소비 패턴을 자세히 살펴보면 리오프닝 강도에 따라 소비자는 어디 가서 무엇을 할지 결정했다. 올해 실내 마스크 착용 의무 해제로 3년간 안해본 문화/레저 활동이 더욱 활발해 질 것으로 전망한다. 마스크 착용 의무 해제 후 대중 교통 탑승 인원이 크게 증가하는 등 유동인구가 2019년 수준으로 회복 중에 있다. 유동인구 증가는 편의점 실적으로 이어진다. 4월 비가 오는 날이 많아서 2분기 편의점 실적 우려가 있는 것이 사실이다. 다만 유동인구 증가의 온기 반영과, 하반기 해외 입국자(특히 일본인) 유입을 생각해보는다면 지금 시점에 편의점 투자가 유망해 보인다.

한-중 관계에 따라서 실적 회복 강도와 기간이 달라지겠지만, 면세점도 실적이 반등할 것이 분명하다. 하나 잡고 넘어 가야하는 점은 20년 9월부터 시행된 공항 임대료 매출액 연동제가 종료되고 여객수 연동 임대료가 적용된다는 것이다. 여객이 많이 없거나, 오는데 잘 안 사는 것이 면세점 사업자의 리스크이다. 다만 이런 구간을 지나 궁극적으로는 회복될 여행 채널에 대한 긍정적인 뷰를 가질 때라고 판단한다. 해외 여행객 입국자가 크게 감소하면서 면세점 주가가 과거 대비 할인되었다. 투자자 입장에서 이렇게 비대칭적인 기회를 앞으로 찾기 어려울 수 있기 때문이다.

소비 심리의 회복 탄력성

심리는 소비에 선행한다. 심리는 항상 회복한다. 섹터 투자에 핵심인 소비 심리지표가 2H23에 전년대비 플러스 전환할 가능성과 5가지 Upside Risk에 주목한다.

- 1) 국내외 여행 공급망 회복: 내국인 국내/해외 여행 증가 → 내국인 심리 방어
- 2) Inbound 시장 회복: 국내 입국 외국인 여행객 증가 → 서비스 섹터의 심리 개선
- 3) 상품 소비자물가지수 상승률 둔화: 지갑 압박 강도 감소 → 소비자 심리 개선
- 4) 미국 금리인상 동결: 과거 금리 동결 후 과거 미 증시 상승 → 소비 심리 개선
- 5) 기저 효과: 23년 6월, 10월, 12월에 기저 효과 발생 → 뉴스심리 턴어라운드 → Buy right before: 6월, 10월, 12월

시장은 불안 속에서 조용히 새로운 사이클을 시작한다. 현재 많은 위험이 있는 것이 사실이다. 만약 경제 위기 시나리오가 예상대로 흘러가지 않을 경우에 대한 섹터 대비책을 자료로 마련했다.

Contents

1. 23 년에 한정된 기회	3
2. 구조 + 사이클 모두 알고 사자	10
3. 23 년, 아직도 코로나 19 여파에서 벗어나는 중	20
4. 중국 상황(중국이 기회다)	31
5. 우리나라에 중국인이 몇 명 올까?	34
6. 투자전략: 소비 심리 반등 시	40

<Company Analysis>

편의점 최선호주: BGF 리테일

면세점 최선호주: 호텔신라

GS 리테일

신세계

이마트

현대백화점

롯데쇼핑

Compliance Notice

작성자(관리자)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 -> 매수 / -15%~-15% -> 중립 / -15%미만 -> 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 05 월 08 일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

1. 23년에 한정된 기회

(1) 새롭게 시작되는 여행/레저 소비

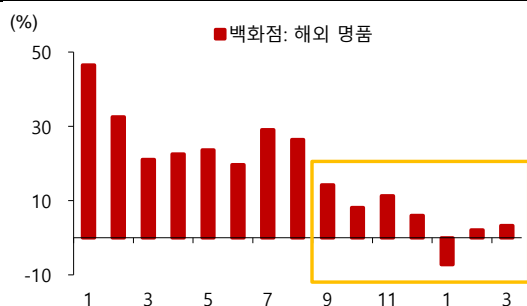
23년 실내(일부 시설 제외) 마스크 착용 의무 해제로 더 포괄적인 리오프닝이 일어나고 있다. 해외 항공편 증편과 함께, 우리나라 여행업계와 관련 산업도 올해 코로나 19 이전 모습으로 돌아갈 수 있다는 희망을 갖게 된다.

섹터도 이런 사회 변화의 흐름에 영향을 받을 것으로 생각된다. 해외 여행이 증가하고, 국내 여행산업이 추가적으로 회복되며 서비스 산업이 활성화될 것으로 보고 있다. 상품 중에는 여행과 관련된 (오프라인 채널)가방/신발/화장품 카테고리의 반등이 예상된다. 23년 다양한 오프라인 문화/컨텐츠 채널들도 회복할 것이고, 새로운 사람들과 새로운 경험을 하는 것이 조금 더 수월해지는 한 해가 될 것으로 보인다.

채널별로 보면 국내외 여행과 야외 활동 증가에 따라 편의점과 면세점이 유리하다. 편의점은 특수업지 회복이 진행 중이고, 면세점은 인바운드/아웃바운드 소비 모두의 회복 초기 단계이다. 할인점(마트), 준대형점포(SSM) 등은 성장이 지속될 것으로 보고 있지만, 높은 수준의 성장률(하이 싱글) 달성이 어려울 것으로 본다. 백화점은 22년 명품 소비에 따른 높은 기저가 지속되겠지만, 하반기부터는 부담이 감소할 것으로 예상된다. 온라인 채널의 경우에도 높은 기저 부담이 하반기로 갈수록 감소할 예정이다.

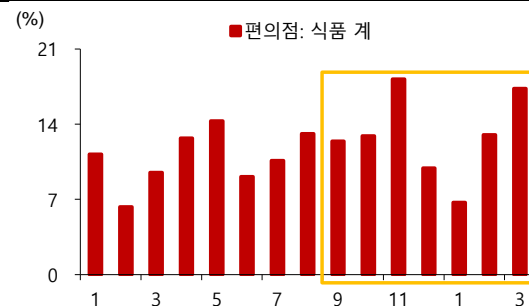
전체적인 소비 강도에 대해서는 아직 의문점이 많이 남아 있다. 3Q22부터 백화점 고가 제품들의 성장성이 둔화되는 반면, 편의점 식품 성장률은 견조하게 유지되고 있다. 22년 인플레이션 기조가 이어져, 소비할 때 가격이 다시 중요해지면서 나타나는 현상이다. 다행인 점은 채널 전반을 보면 여행 소비와 관련된 상품 품목이 선택적 소비라는 측면에서 이익률이 상대적으로 높다. 결국 여행이 활성화되는 23년, 업체들이 이런 현상을 얼마나 레버리지 할 수 있는지가 관건이다. 참고로 3월 기준 채널별 매출액 증감률(YoY)은 편의점 +9.7%, 백화점 +9.5%, 온라인 +6.1%, 대형마트 +1.2%, SSM -1.0%, 면세점 -31.5% 순이다.

백화점 해외 명품 매출액 증감률(22년 1월~23년 3월)



자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 식품 매출액 증가율(22년 1월~23년 3월)



자료: 산업통상자원부, SK 증권

(2) 전통 유통 증가, 왜 자꾸 빠질까? (Demand vs. Supply)

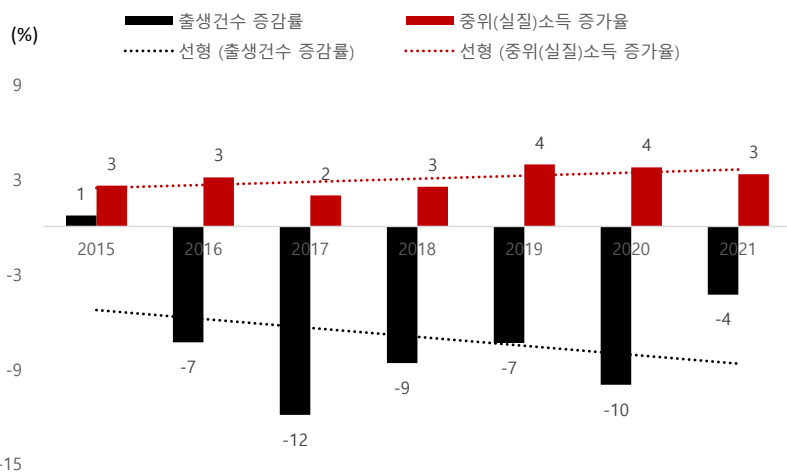
16년 이후 섹터의 성장을 제한하는 가장 중요한 요인은 인구감소이다. 다양한 상품/서비스 카테고리를 취급하는 사업 특성상 국내 경기 전반과 인구/산업구조에 직접적인 영향을 받는다.

출생 건수가 지속적으로 감소하면서 2020년부터 대한민국 인구 감소가 시작되었다. 22년 기준으로 19년 대비 인구가 3년간 약 -0.8% 감소했다. 함께 출산율도 함께 감소하고 있는 점을 감안할 때 인구 감소 속도가 가속화될 가능성을 배제할 수 없다. 국내 소비 인구가 감소하면서 판매량(Q)이 지속적인 하락 압력을 받게 된다.

그럼 성장하기 위해서 가격을 높이면 되지 않을까 생각해 본다. 가격 인상은 소비자 저항 등을 감안해서 중위 소득 등 일반적인 소득 증가율을 참고할 수 있다. 자산 가격 상승률을 제외한다면 소득 증가율이 업의 잠재성장률일 수 있다. 코로나 19 기간 동안 공급망 외해와 보복 소비로 인한 CPI 상승 등 cyclical 요인들이 중요했다. 이런 특수한 경우를 제외하면 소득 증가율 등 구조적인 요인들이 수수료(P) 인상과 탑라인 성장을 결정하는 요인이다.

시간이 지나면서 인구 구조에 따라서 Q(물량)보다는 비대칭적으로 P(가격)-Driven 성장이 강화될 수밖에 없다. 성장률이 나온다는 것은 새로운 것이 추가된다는 의미이다. 새 생명이 태어나는 속도가 감소하는 대한민국에서 M/S 싸움은 더욱 치열해질 뿐이다.

2015년 이후 국내 출생건수와 중위(실질) 소득 변화율(YoY)



자료: 통계청, SK 증권

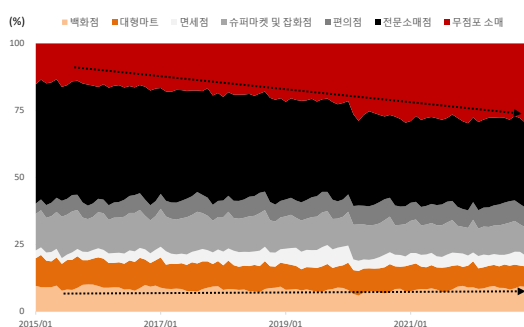
M/S 전쟁은 이커머스 성장으로 격화되었다. 업체별 국내 소매판매액을 확인해 보면 이커머스가 고성장하며 전통 유통의 입지가 축소되었다. 국내 시가총액 상위권 업체(호텔신라, BGF 리테일, GS 리테일, 이마트, 롯데쇼핑, 신세계, 현대백화점, 현대홈쇼핑, 롯데하이마트 등) 합산 시장가치는 2022년 연간 소매판매액의 3.0% 수준으로 위축됐다.

실적 대비 더 빠른 시장가치 감소의 원인으로는 출산율 등 인구통계가 구조적이기 때문이다. 출생 인구가 미래의 인구를 확정하는데, 출생인구가 감소하며 내수 시장의 구조를 확정하고 있다. 시장은 확정된 미래를 미리 반영하고 있다.

전통 유통은 업태 불문 시가총액이 대부분 2~3 조원 사이에 위치하게 되었으며, 내수 소매판매 시장에서 축소되는 입지를 반영하고 있다. 유사한 시가총액으로 수렴하는 것은 향후 전망을 알기 어려워 일종의 투자판단 보류 현상이라는 생각이다. 주식 시장에서 업체별로 핵심 차별화 포인트를 찾지 못했기 때문이다.

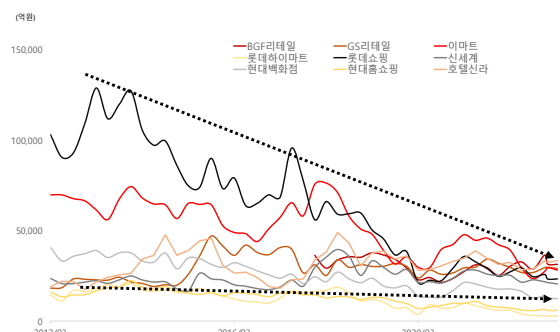
이커머스 시장은 가격/SKU 선택폭 메리트 + 차별화된 서비스(배송, 스트리밍)라는 두 축으로 성장한 가운데, 전통 업체들도 identity 구축이 무엇보다 중요해 보인다. 꼭 온라인 사업일 필요는 없겠지만 어차피 M/S 경쟁이라면 사업모델의 확장성이 중요할 것으로 생각된다. 만약 차별화에 성공한다면 시장 재평가가 가능할 것이다. 실적 대비 빠른 속도로 시장 가치가 하락했기 때문이다. 전통 유통이 모임의 장소가 된다는 점을 감안할 때 성장하는 문화 콘텐츠 서비스 + 유료 멤버십이 한가지 방법이겠지만, 아직까지 차별 포인트가 확인되지 않는다. 섹터 시가총액 축소는 중장기적으로 성장이 아닌 성장률을 높일 수 있는 비즈니스 모델이 필요하다는 걸 암시한다.

국내 소매 판매액(업체별 M/S 추이)



자료: 통계청, SK 증권
 주: 무점포소매는 통신판매와 직판으로 구분.
 통신판매: 홈쇼핑, 온라인, 모바일 커머스, T 커머스, 카탈로그
 직판: 방판, 다단계 등

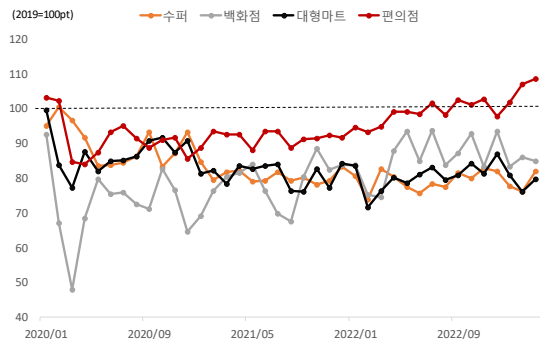
국내 시가총액 상위 유통사 시장가치 추이



자료: Dataguide, SK 증권

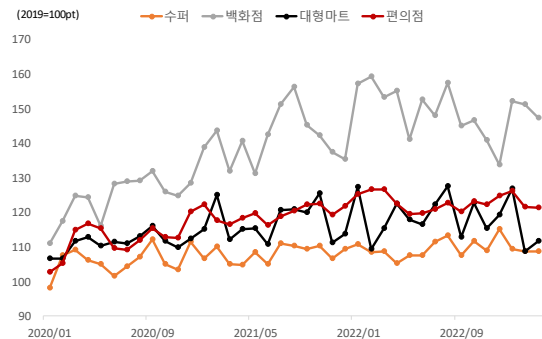
국내 대표 오프라인 소매 채널의 구매 건수(면세점은 구매 고객수)와 객단가를 보면 경쟁 상황이 잘 나타난다. 편의점을 제외한 채널은 코로나 19 기간에 가격 중심으로 성장했다. 편의점을 제외한 대부분 채널 구매 건수가 19년 수준도 아직 회복하지 못하고 있다. 1Q23 수퍼, 백화점, 대형마트 등의 구매 건수는 1Q19 과 비교할 때 80% 수준에 머무르고 있다. 3년간 잃어버린 20%를 되찾아 오려는 섹터의 필사적인 노력이 필요하다. 가격으로 성장하는 것이 점점 더 힘들어질 것이기 때문이다. 23년 19년 수준으로 회복되지 않는다면, 수요의 완전한 대체가 일어났다고 봐야 될 것 같다. 회복률뿐만 아니라 회복 속도도 중요한데, 반등 속도와 강도 모두 편의점이 우세하다. 코로나19 이후 모든 것이 제로 베이스에서 시작해서 어떤 업종이 먼저 반등하는지 보면 채널 경쟁력을 가늠할 수 있다. 락다운, 리오프닝, 재택근무, 인플레이션, 자산 상승과 하락 등 수많은 환경과 소비 사이클을 뚫고 반등한 편의점에 대한 수요는 구조적이라고 판단한다.

국내 소매 채널 구매 건수 추이(2019년 대비)



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

국내 소매 채널 객단가 추이(2019년 대비)



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

면세점 구매 고객수(2019년 동월 대비 회복률)



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

면세점 객단가(2019년 동월 대비 증가율)



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

(3) Q(물량)과 P(가격)의 밸런스

채널별로 매출 비중이 식품과 비식품으로 구분 가능하다. 수년간 대형마트/SSM/편의점에서 비식품 대비 식품 비중이 높아지고 있다. 백화점만 명품 비중이 높아지면서 비식품 비중이 높아졌다. 집객이 중요하기 때문이다. 대면 소비는 결국 사람이 와야 돈도 쓸 수 있고, 대형마트/SSM/편의점에서 식품, 백화점에서 명품의 비중이 높아지는 것도 그 카테고리 때문에 사람들이 해당 채널에 방문하고 있기 때문이다.

현재는 인플레이션의 상승률이 둔화되는 디스인플레이션 구간이다. 코로나 19 기간 동안 인플레이션이 발생하면서 P-Driven 성장을 지속했다면, 이제는 코로나 19 이전처럼 전체 실적에 조금씩 물량 성장의 기여도가 높아지는 구간이다.

코로나 19 이전인 2019 년도와 2018 년 구매건수와 구매단가의 월평균 전년동기비 성장률을 채널별로 살펴보면

〈구매건수 / 면세점은 구매인원 수〉

2019 년: 편의점 +2.3%, SSM -2.1%, 대형마트 -5.4%, 백화점 -7.3% / 면세점 +0.7%

2018 년: 편의점 +3.2%, SSM -2.0%, 대형마트 -3.3%, 백화점 -2.4% / 면세점 +5.0%

〈구매단가〉

2019 년: 편의점 +1.9%, SSM +0.6%, 대형마트 +0.4%, 백화점 +7.9%, 면세점 +22.9%

2018 년: 편의점 +5.3%, SSM +4.1%, 대형마트 +1.5%, 백화점 +4.0%, 면세점 +29.9%

편의점만과 면세점만이 구매건수(구매 인원수)와 구매단가 모두 증가했다.

그리고 면세점/백화점은 성장에 P(가격) 정책이 중요하다는 걸 알 수 있다.

〈연간 주가 수익률 - 마-중 무역분쟁 기간〉

* 2019 년: 면세점 +18.7%, 편의점 -10.0%, 백화점 -10.3%, 대형마트/SSM -30.1%

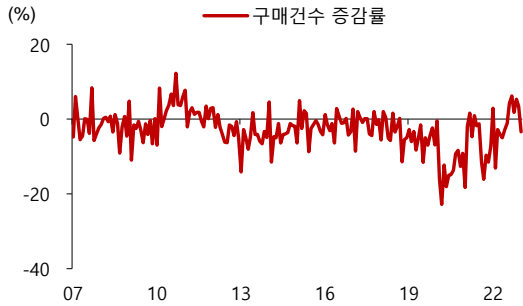
* 2018 년: 편의점 -1.2%, 백화점 -7.4%, 면세점 -9.9%, 대형마트/SSM -32.7%

결론: 코로나 19 이전에는 1) 편의점이 구조적인 요인들(1인 가구수 증가, 여가 시간 증가, 소비 양극화)로 섹터 내에서 아웃퍼폼했다. 2) 글로벌 소비여력(돈+시간)이 증가하며 가격 정책이 중요해지는 구간에는 면세점과 백화점의 성장 가능성이 높아지며 주가가 상승할 수 있다.

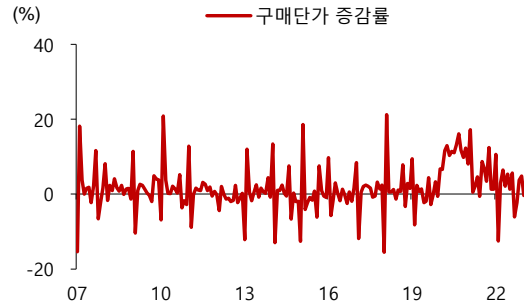
* 편의점(BGF 리테일/GS 리테일 평균), 호텔신라(면세점),

백화점(롯데쇼핑, 신세계, 현대백화점 평균), 대형마트/SSM(이마트)

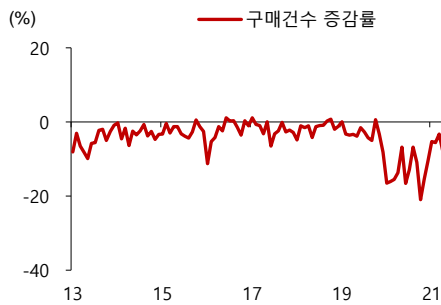
대형마트(오프라인) 구매건수 증감률



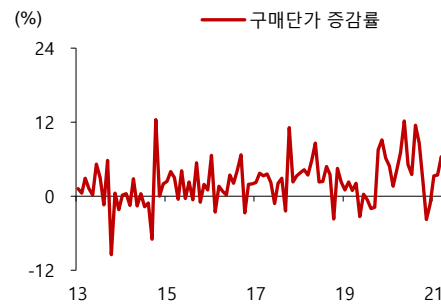
대형마트(오프라인) 구매단가 증감률



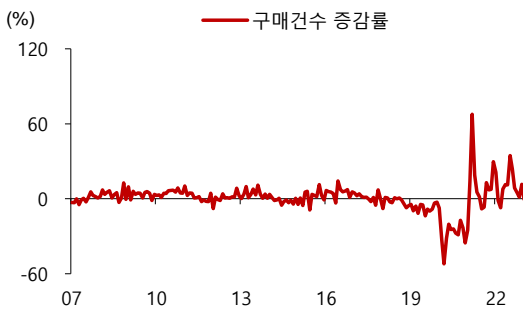
SSM(오프라인) 구매건수 증감률



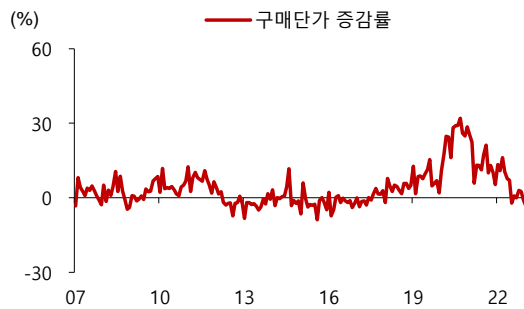
SSM(오프라인) 구매단가 증감률



백화점(오프라인) 구매건수 증감률



백화점(오프라인) 구매단가 증감률



편의점(오프라인) 구매건수 증감률



편의점(오프라인) 구매단가 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

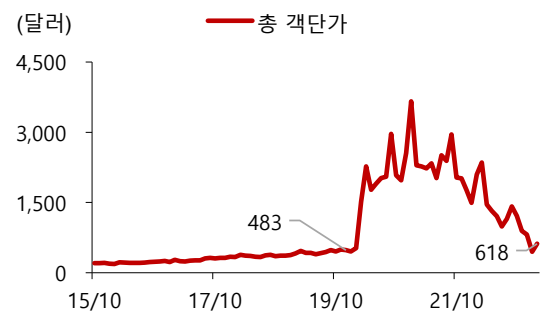
자료: 산업통상자원부, SK 증권

면세점 총 구매 인원 수



자료: 면세점협회, SK 증권

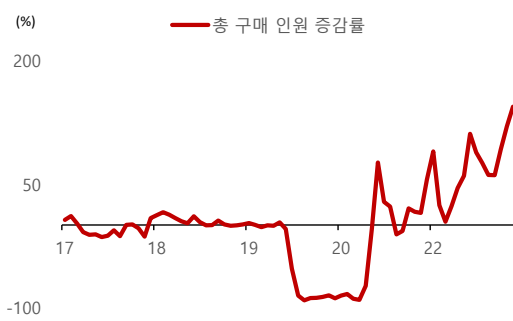
면세점 총 객단가



자료: 면세점협회, SK 증권

주: 코로나 19로 고객 중 다이공 비중 높아지면서 객단가 크게 상승

면세점 구매 인원 수 증감률



자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 구매단가 증감률



자료: 면세점협회, SK 증권

2. 구조적 + 사이클 모두 알고 사자

(1) 구조적인 요인과 cyclical 요인을 나눠 보기

<구조적 요인>

업에 영향을 줄 수 있는 환경적인 요인 점검이 필요하다. 중요하다고 판단되는 구조적 트렌드를 점검하고 기업에 미치는 영향을 파악해보려고 한다.

인구 감소: 이미 3년간 -0.8%의 인구가 감소했다. 우리나라 인구구조 감소로 업체의 물량성장이 어렵다는 건 이미 구매건수 데이터로 확인된다. 현재 출산율이 감소 이유로 주로 거론되는 것은 소득 대비 주택가격 상승, 여성 경력단절, 장기화되는 경제 저성장, 혼자 사는 것이 익숙해진 문화 등이다. 현재 이런 큰 흐름을 성공적으로 되돌릴 만한 정책이 확인되지 않는다. 따라서 관광이나 이민 등의 정책 활성화가 없다면 소비 가능 인구 감소는 더욱 가파르게 진행될 것으로 예상된다.

사회구조 변화(1인 가구 증가): 1인가구가 증가하는 주요 원인은 노년기 배우자 사별, 이혼, 청년층 직주근접(직장과 주거의 거리)을 위한 이사 등이 있다. 행정안전부에 따르면 22년 1인 가구수는 900만명을 넘었다. 국내 40%가 넘는 가구가 혼자 살고 있다는 것이다. 2019년도 조사 기준으로 1인가구 중 20대 16.8%, 30대 16.8%, 50대 16.3%, 60대 15.2%의 비중을 차지하고 있다. 다인 가구로 전환하는 이유는 혼인의 경우가 가장 많고, 외로움 등으로 가족이나 룸메이트와 살기로 결정하는 것으로 조사된다. 1인가구가 증가하면서 반려동물도 증가하고 있는데, 농림축산식품부 22년 반려동물 양육가구 비율 추정치는 25.4%(602만가구, 1,306만명)이다. 반려견 수는 545만마리, 반려묘 수는 254만 마리로 추정된다. 혼인건수도 매년 감소하고 있는 가운데, 반려동물이 외로움을 달랠 수 있는 대안이 되면서 1인 가구 증가세도 멈추지 않을 것으로 보고 있다. 또 개인의 행복과 자율을 추구하는 사회적 경향이 강해지고 있다. 20대가 다른 연령대 대비 1인 가구 증가에 긍정적인 인식을 갖고 있는 것으로 나타나고 있어, 1인 가구 증가세가 이어질 것으로 보인다.

양극화: 1~5 소득 분위의 실질 월 임금 변화를 보면 22년 양극화 현상은 축소된 것으로 보인다. 다만 분위간 소득 차이는 이미 크다. 분위별 소득의 큰 변화가 없다고 가정해도 시간이 지나면서 양극화는 확대될 것이다. 소득 말고도 자산 가격 상승과 하락이 양극화에 영향을 줄 수 있다. 부동산이나 주식의 경우 국내 특정 지역이나 섹터가 선호되는 쏠림 현상 등이 양극화를 심화시킬 수 있다.

양극화로 나타나는 현상 중에 하나가 중고 플랫폼의 성장이다. 당근마켓 중고거래 플랫폼 월간활성이용자수(MAU)가 2023년 초 1,800만명에 도달했다. 3년간 약 10배 성장했으며, 2020년 매출액이 118억원에서 2022년 499억원으로 300% 이상 성장했다. 가격만 높아진 동일 제품을 구매하지 않는 고객들에게 중고거래 플랫폼이 대안으로 떠올랐다. 22년 상품/서비스 가격이 오르면서 소비자들 식품은 대용량 벌크 제품, 채널은 창고형 매장을 선호하고 있는 것으로 나타난다. 22년 초 식품 배달요금 인상 등에는 공동구매로 대응하면서 제품/서비스의 unit 당 단가를 낮추려는 시도가 계속되고 있다.

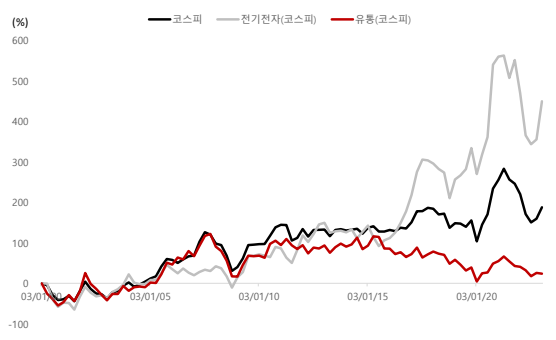
새로운 소비층(Z세대): Z세대(만 15-25세 기준, 1997~2007년생)는 경험과 개성 소비 성향이 강하다. Z세대는 과거 세대보다 3인 가족 비중이 높아졌을 것으로 추정된다(2000년대 평균 가구원수는 3.1명, 2005년에는 2.9명). Z세대가 '내가 가장 소중하다'라는 인식을 갖기 충분한 환경이다. 일단 사교육비 지출이 크게 늘면서 과거 대비 교육에 대한 투자를 더 많이 받았다. 많은 변화에도 익숙하다. 4년간 3차례나 대학 입시제도가 바뀌는 것을 경험했다. 코로나19 기간에는 재택 수업을 했다. 어린 나이에 스마트폰의 발전과 소셜 미디어 붐, 소비에 대한 정보 급증을 경험했다. 무한 정보 속 최적의 상품과 서비스를 찾는 것에 어려움이 없다. 구매 결정에 Z세대가 활동하는 Online Community를 다수 참고하는 것으로 나타난다. 또 한국은 2004년 저비용항공(LCC)의 출현, 2006년 1인 국민소득 2만달러를 달성했다. Z세대는 과거 대비 해외 여행비 부담이 감소하면서 일상적인 여가에 익숙하다. '취미/여가'는 Z세대의 중요한 관심사인데, 앞으로 Z세대 소비층이 성장하면서 개성 있는 취미와 여가를 제공하는 서비스 산업이 발전할 것으로 보인다.

온라인의 성장: 국내 이커머스 시장은 GMV 기준 상위 업체 쿠팡/네이버/신세계그룹(SSG.com+GMarket Global)으로 재편되었다. 3Q22 누적 기준 GMV는 쿠팡 32.3조원, 네이버 29.8조원, SSG.com+GMarket Global 16.2조원이다. MAU(22년 7월 기준)는 쿠팡 2,766만명(40.2%), 네이버 2,000만명(29.1%), SSG.com+GMarket 990만명(14.4%)으로 기사화된 바 있다. 현재 고금리 환경에서 수익성 관리가 국내 이커머스사 핵심 전략으로 자리잡고 있다. 2022년 연말 기준 소매판매액 대비 온라인쇼핑 거래액 비중이 37%(소매판매액 대비 온라인 상품 거래액은 27%) 수준으로 증가했다. 순수 이커머스 업체들의 M/S가 확대되는 환경에서 이커머스와 직접적으로 경쟁하는 전통 유통사의 경우 시장 멀티플 상향이 쉽지는 않을 것으로 판단한다.

<Cyclical 요인>

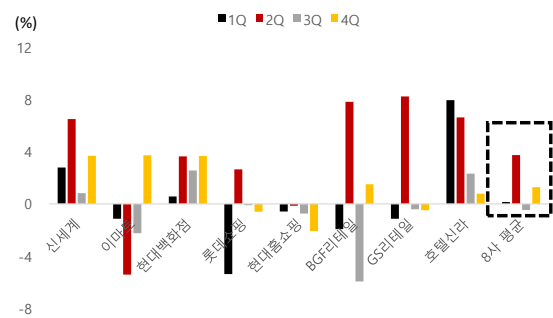
주가 Cycle(계절성): 섹터 주가의 분기별 계절성을 보면 2 분기가 유난히 강한 모습을 볼 수 있다. 평균치이기 때문에 어떤 이유 때문인지 자세히 들여다보아야 한다. 1) 편의점: BGF 리테일/GS 리테일은 2 분기에 주가가 상승하는 경향이 강하다. 그 이유는 편의점 사업부 때문이다. 편의점은 유통인구가 증가하면 실적에 긍정적이다. 연중 사람들의 활동량이 적다가 많아지는 구간은 겨울에서 봄 철로 계절이 바뀌는 구간이다. 주가가 실적을 선행하는 특성을 갖고 있어, 이런 변화율이 극대화될 수 있는 구간에 주가가 상승하는 경향을 보인다. 23년에는 편의점 업체 주가가 상승하지 못했다. 23년에 증가할 수 있는 실적에 대한 반영이 되고 있지 않다고 판단해, 기회 요인으로 생각한다. 아직 상승하지 못한 이유는 4월에 비가 오는 날이 많았기 때문이다. 날씨가 풀리고 다시 따뜻해지면서 주가가 상승할 것으로 기대된다. 2) 백화점: 순이익 적자를 기록하고 있는 롯데쇼핑을 제외한 백화점(신세계, 현대백화점)은 2 분기와 4 분기에 주가 상승률이 높은 경향이 있다. 명품이 중요한 카테고리이기 때문에 해외 명품 판매량을 1분기 실적으로 확인하고 투자하는 경향이 나타날 수 있다. 이런 흐름이 이어지면서 4분기 연말 소비 기대로 주가가 상승하는 것으로 보인다. 3) 면세점(호텔신라)는 상반기에 주가가 대체로 강한 모습을 보여왔다. 중국 때문이다. 중국 명절은 1분기(1-2월) 춘절, 2분기(4월 말~5월) 노동절 등이 휴일이 긴 편으로 중국인 해외 여행에 적합한 시기이다. 또 10월에 국경절이 있어 주가가 3분기까지도 상승하는 경향을 보여왔다. 다만 23년에는 흐름이 조금 다를 수 있다. 국내 외국인 입국자 증가 + 중국 리오프닝 흐름 및 한-중 관계에 따라서 주가가 반응할 것으로 본다.

코스피 유통 vs. 코스피, 코스피 전기전자



자료: Dataguide, SK 증권

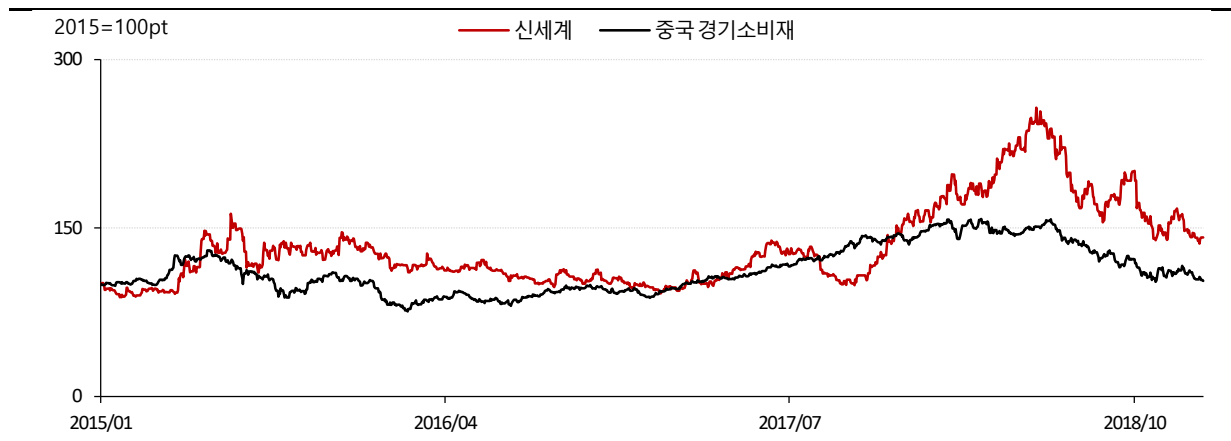
분기별(전분기 대비) 평균 주가 수익률



자료: Dataguide, SK 증권

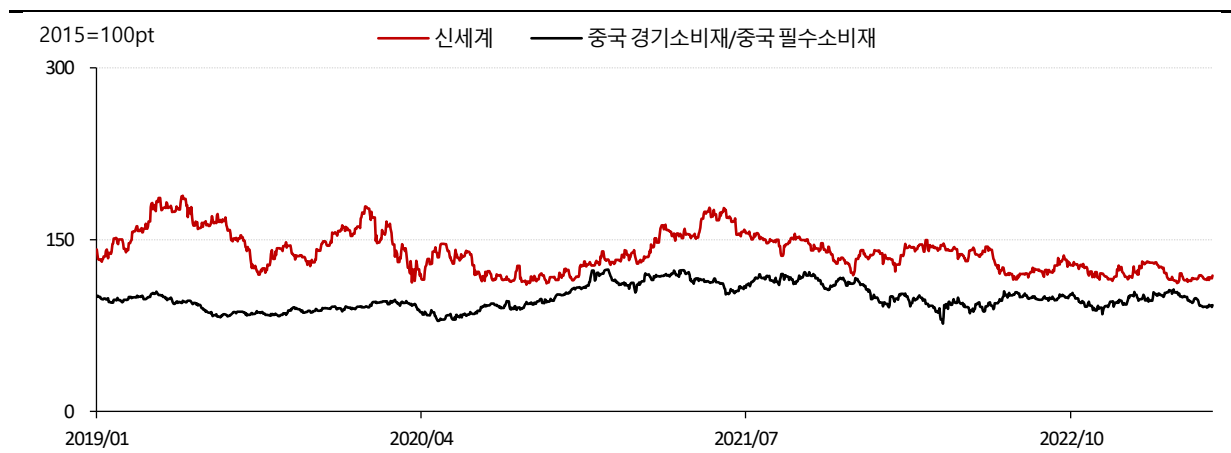
경기 Cycle: 섹터 주가는 국내 경기보다도 중국 경기에 민감하게 반응하는 것으로 보인다. 섹터 주가, 특히 신세계그룹과(이마트, 신세계), 호텔신라 등 삼성계열로 분류할 수 있는 업체들의 주가가 중국 경기에 6개월 ~ 1년 정도 후행한다. 이마트와 신세계의 특이한 부분은 2019년 이후부터 중국 경기소비재 ETF를 후행하지 않고, 중국 경기소비재가 중국 필수소비재를 아웃퍼폼할 때 후행했다. 2019년 이후부터 주식 시장은 신세계/이마트 주가를 판단할 때 단순히 중국 경기를 보는 것이 아니라 중국 필수소비재보다 경기소비가 더 좋은 경우에 주목하고 있다. 이마트가 2017년부터 중국에서 단계별로 철수하면서 이마트/신세계의 중국 사업 비중이 낮아진 영향으로 보고 있다. 결국 중국 GDP 성장률도 중요하지만, 중국 경기가 주변국 소비로 이어지는지가 더 중요해 보인다. 뻔한 얘기지만 국내 내수 경기에 영향을 미칠 수 있는 중국 입국자 증가가 중요한 지표이다.

신세계 주가 vs. 중국경기소비재 ETF (15~18년)



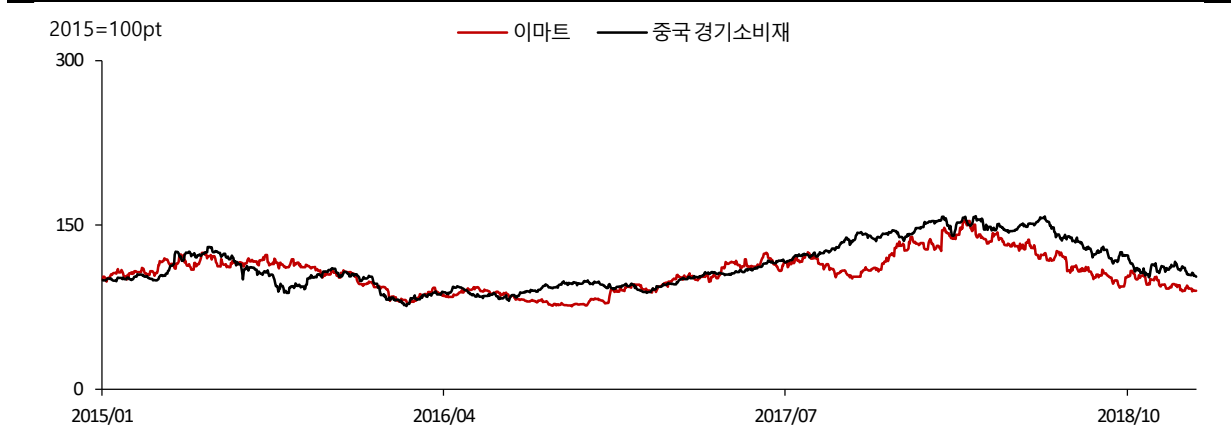
자료: Bloomberg, SK 증권

신세계 주가 vs. 중국경기소비재/중국 필수소비재 ETF (19~22년)



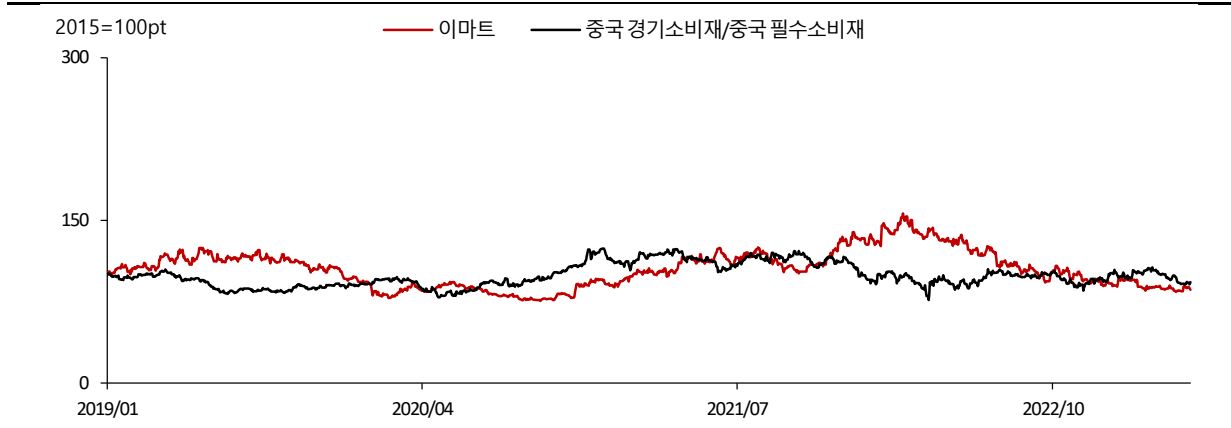
자료: Bloomberg, SK 증권

이마트 주가 vs. 중국경기소비재 ETF (15~18 년)



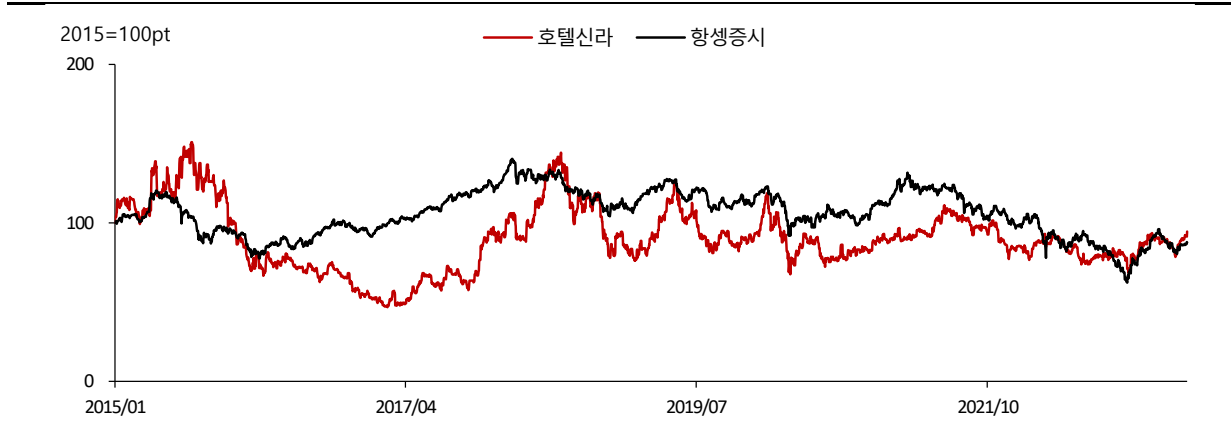
자료: Bloomberg, SK 증권

이마트 주가 vs. 중국경기소비재/중국 필수소비재 ETF (19~22 년)



자료: Bloomberg, SK 증권

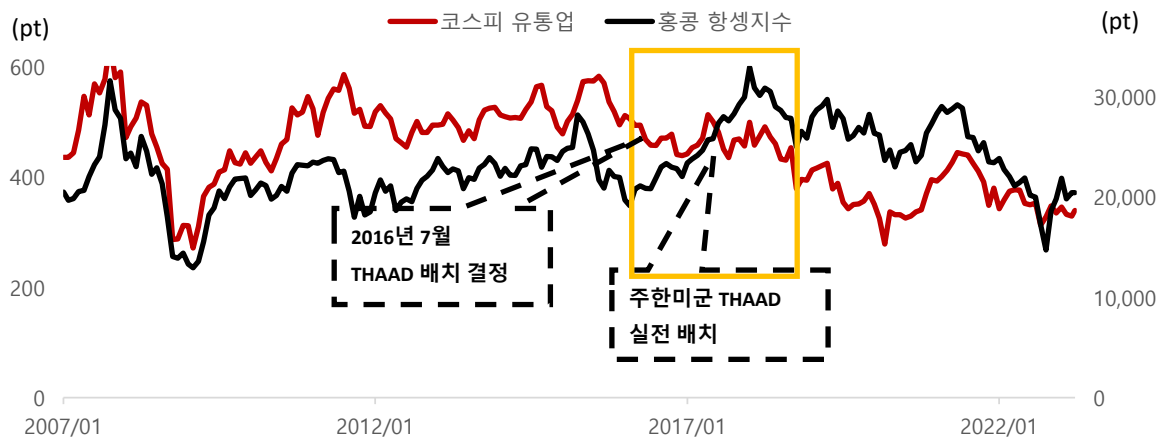
호텔신라 주가 vs. 홍콩 항셍증시 (15~22 년)



자료: Bloomberg, SK 증권

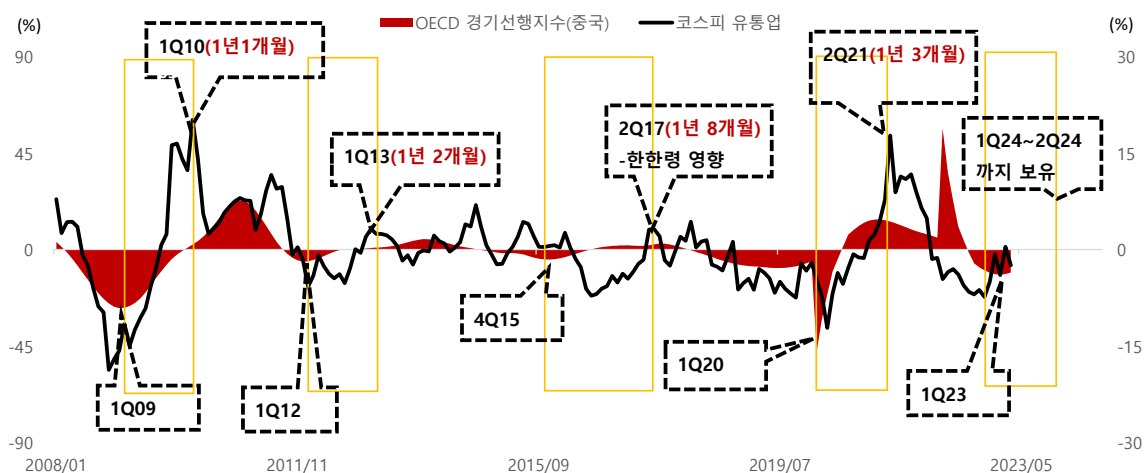
따라서 중국의 경기 사이클에 베팅을 하는 것도 검증된 투자 전략이다. 물론 최근 한-중의 관계에 불확실성이 높아진 건 사실이다. 한한령 당시에 섹터 주가 상승이 지연되었을 뿐 결국 2017 년 문재인 정권과 주가가 반등했다. 전략은 중국 경기선행지수(OECD) 전년대비 변화율이 사이클 바닥에서 반등하는 구간에서 매수해서 1 년 조금 넘게 보유하는 것이다. 중국 경기선행지수(OECD) 전년대비 변화율은 23 년 1 월에 바닥을 기록했으며, 중국 경기와 중국인 여행에 대한 사업 민감도 가장 높은 주식은 면세점과 호텔사업을 영위하는 호텔신라로 판단한다.

홍콩 항셱지수 vs. 코스피 유통업 지수(THAAD 배치 사태를 제외하면 유사한 지수 방향성)



자료: Bloomberg, SK 증권

OECD 중국 경기선행지수(YoY) vs. 코스피 유통업 지수(YoY)



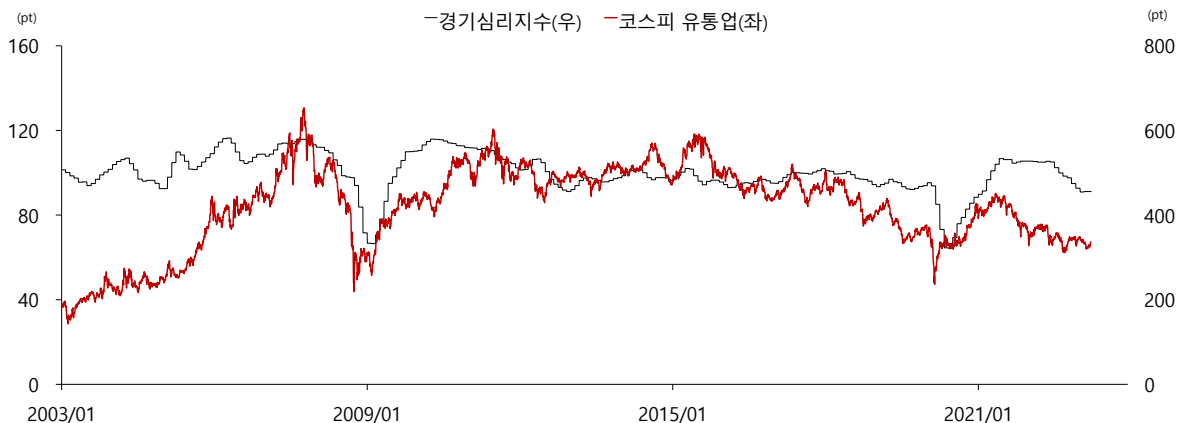
자료: Bloomberg, SK 증권

국제관계(지정학적인 리스크) Cycle: 우리나라는 지정학적 위치상 미국과 안보협력, 중국과 경제협력을 우선시하고 있다. 미국과 안보협력이 강화되면 한중 관계는 악화되는 모습을 보여왔다. 우리나라가 2016년 3월 7일 THAAD를 국내 실전 배치하면서(호텔신라 주가 저점은 2016년 3월 6일) 중국의 반한 감정이 고조되었다. 호텔신라 주가는 2017년 5월 9일 문재인 대통령이 당선되며 상승 반전했다. 정치외교적 영향이 섹터(면세)업에 미치는 영향이 크다는 걸 보여주는 사례다.

현재 한미일 안보 동맹체제를 강화해 나가고 있는 가운데, 한중 관계가 어떤 방향으로 발전할지 누구도 예단하기 힘든 상황이다. 현재 면세점을 제외하면 중국이 국내업체 실적에 직접적으로 영향을 미치는 부분이 크지 않다. 면세점의 경우 점차 비중이 축소되겠지만, 현재 시내 면세점은 기업형 다이공방 매출액이 대부분이다. 2023년 3월 13일 해외입국자 격리의무 해제, 입국 전후 코로나 검사 의무가 중단되었다. 향후 항공편 증편 등으로 중국인 기업형 다이공방에 대한 의존도는 낮아질 것이고, 중국 여행객과 개별 여행 다이공방의 입국이 면세사업 회복에 중요해질 것이다. 앞으로 심각한 한-중 관계 악화만 아니라면 면세업 업황 턴어라운드 속도가 붙을 것이다.

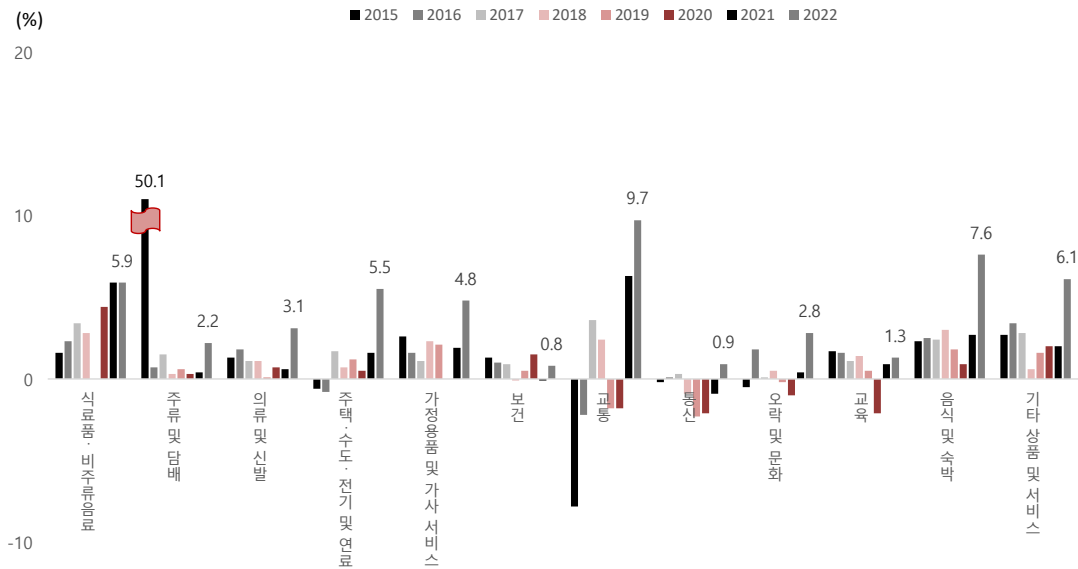
경기심리 Cycle: 이번 소비심리 사이클은 1Q21에 고점을 기록했다. 국내 상품 인플레이션이 상승하기 시작하면서 경기심리지수는 하락했다. 국내 소비자물가지수가 2021년 3월 2%를 돌파했고, 3월에는 3.4%를 기록했다. 21년 11월에는 5.4%, 22년 7월에 9.0%로 정점을 찍었다. 그 이후로 섹터를 포함해서 전체적인 시장이 반등을 모색하고 있다. 23년 7월이 되면 작년 물가의 높은 기저에 대한 심리적인 부담을 덜게 된다. 그 이후부터 국내 심리지표 턴어라운드가 나타날 것으로 예상되며, 산업 투자에 매우 중요한 기점으로 보고 있다.

국내 경기심리지수 vs. 코스피 유통업 지수



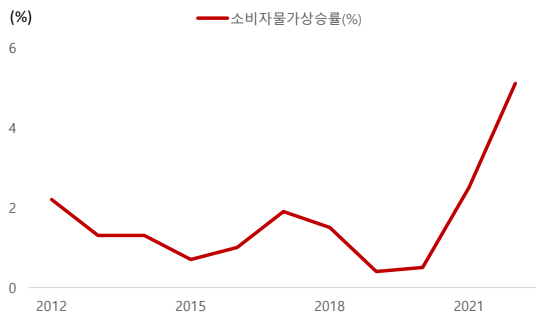
자료: Bloomberg, SK 증권

2015~2022년 소비자물가지수(YoY)



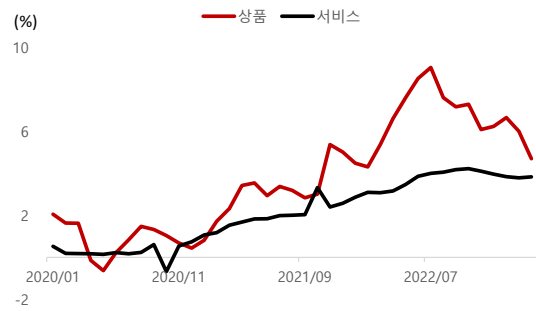
자료: 통계청, SK 증권

소비자물가상승률(YoY)



자료: 통계청, SK 증권
주: 연간 추이

상품/서비스 구분 소비자물가상승률(YoY)



자료: 통계청, SK 증권
주: 월간 추이

뉴스 심리 Cycle: 뉴스심리는 한국은행에서 운영하는 실험적 통계지표이다. 경기 선행 지표의 역할을 검증하는 단계에 있다. 뉴스 심리는 온라인 경제분야 뉴스 기사를 기반 해서 긍정과 부정 문장수 차이를 계산해서 지수화 된다. 22 년 하반기 뉴스심리를 억누른 요인은 3 가지였다. 3 가지 이벤트가 6 월, 10 월, 12 월 심리지수 바닥을 형성했다.

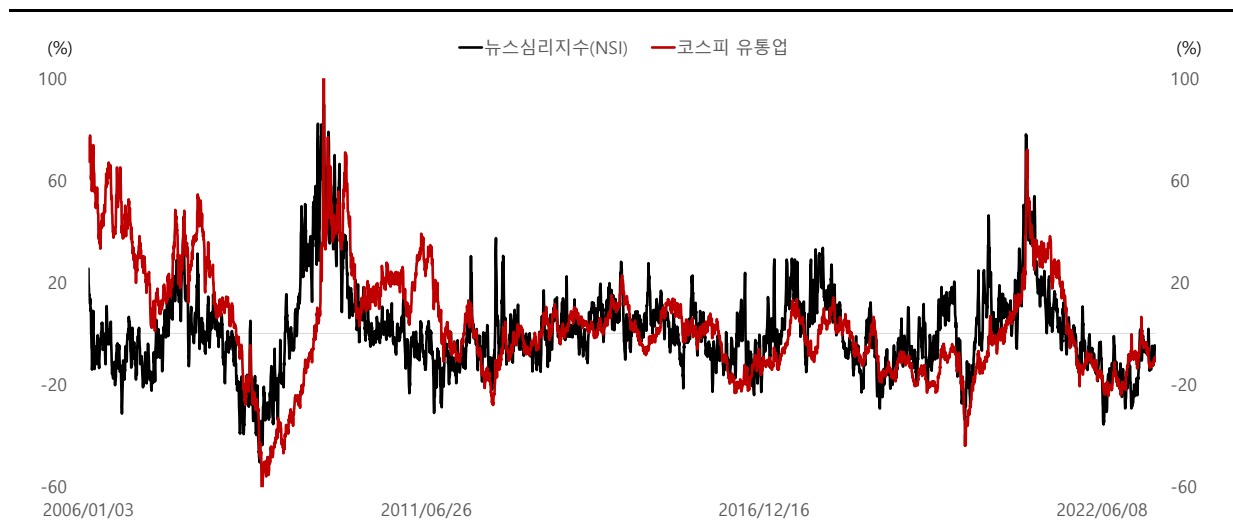
6월: 국내 상품 소비자물가 상승률이 8.5%를 기록하며 4개월 연속 상승세를 보였다. 7 월에 상품 물가가 고점을 기록하고, 8 월에 MoM 으로 하락 전환하면서 심리 지수가 급 반등했다(23 년 8 월은 높은 기저 영향권).

10 월: 이태원 할로윈 행사에서 국가 재난이 발생했다.

12 월: 미국에서 CBOE Put/Call Ratio 가 크게 상승했다. 이후 미국 인플레이션 상승률이 둔화된 가운데, 미국 2 년물 국채 금리가 22 년 11 월 고점을 경신 후 12 월에 하락 전환하면서 1Q23 코스피 반등과 함께 뉴스심리가 개선되었다. 국내에서 12 월 23 년 경제위기 관련 시사다큐가 여럿 방영되었다.

2H23, 22 년의 기저로 낮은 기저 영향으로 심리지수의 반등 및 + 전환을 예상한다.
업종 주가도 뉴스 심리와 반등할 것으로 예상된다.

국내 경기심리지수(YoY) vs. 코스피 유통업 지수(YoY)



자료: Bloomberg, SK 증권

(2) 구조+사이클에 대한 결론

<구조>

- 1) 인구감소와 이커머스 시장 성장은 업 경쟁 강도가 높아지는 요인이다.
 - 경쟁 강도가 높아지면서 오프라인 시장 내 편의점 M/S가 높아졌다.
- 2) 1인 가구 증가 등 사회구조 변화와 Z세대의 부상은 기회 요인이다.
 - 1인 가구 증가와 Z세대의 경험(여행) 소비 선호 현상으로 편의점 수혜가 확인된다.
- 3) 양극화는 실적 쏠림 현상이다.
 - P-Driven 성장에 중요한 면세점과 백화점 채널에 영향을 주는 현상이다.
 - 글로벌 소비여력(돈+시간)이 많아지면 두 채널이 성장한다.

<Cycle>

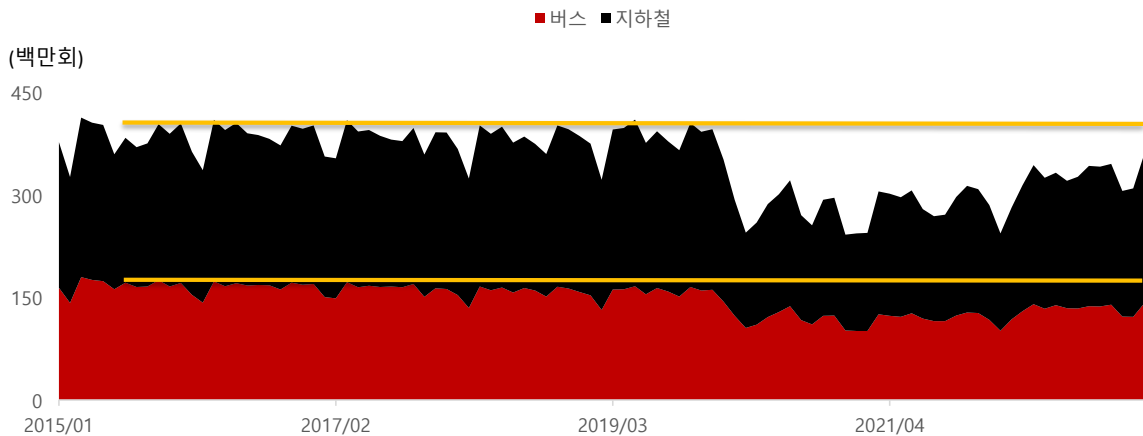
- 1) 주가 Cycle
 - 편의점 2분기, 백화점 2, 4분기, 면세점 1~3 분기에 주가가 강세를 보인다.
 - 다만 면세점의 경우 외국인 입국자 증가에 따라 2H23~1H24 강세가 예상된다.
- 2) 경기와 뉴스심리 Cycle
 - 중국 경기는 OECD 경기선행지수(YoY) 기준 23년 1월부터 반등 중이다.
 - 과거 2016년 THAAD 배치 상황을 제외하면 중국 경기 반등 후 섹터 주가가 약 1년 상승했다.
 - 22년에 뉴스 심리지수가 전년대비 (-)음전 했다. 인플레이션이 높아졌고, 연준은 유동성을 회수했으며, 자산시장이 하락했다. 하지만 7월에 국내 상품 물가가 고점을 기록하면서 이후 반등하는 추세에 있다. 23년 하반기에는 22년 기저 효과만 생각해도 (+) 양전 할 것으로 예상된다.
- 3) 국제관계 Cycle
 - 한-중 관계에 따라서 섹터 주가의 상승 강도가 달라질 것으로 예상된다.
 - 미-중 패권전쟁은 앞으로도 주가 변동성이 확대될 수 있는 사안이다.
 - 윤석열 대통령은 미국 방문 중 장진호 전투를 언급했다. 과거 사례를 참고할 때 섹터 투자에는 우호적인 한-중 관계가 도움이 되는 것으로 보인다. 한-중 관계가 발전하는 방향에 대한 모니터링 필요하다.

3. 23년, 아직도 코로나 19 여파에서 벗어나는 중

(1) 코로나 19 기간을 제대로 알아야 23년이 보인다

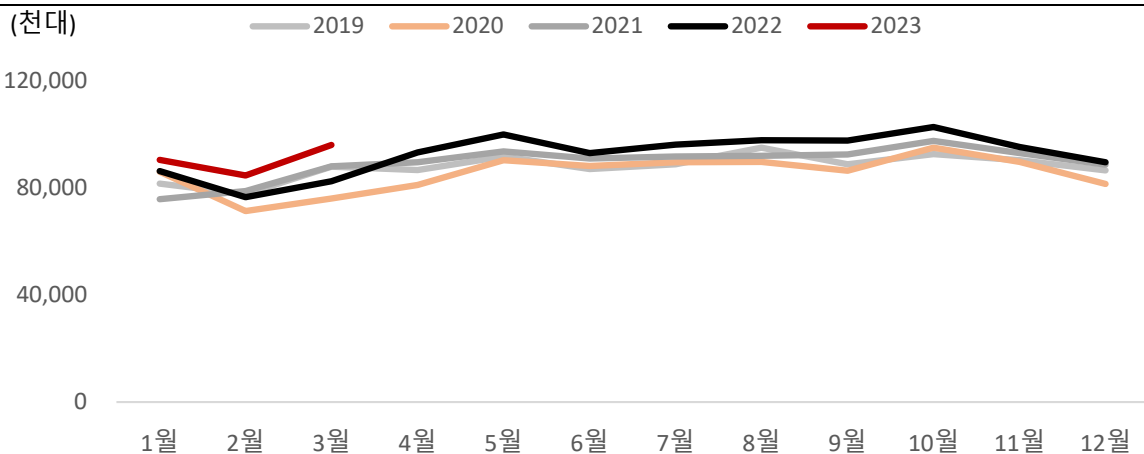
23년에 작년과 다른 점이 있다면 실내 마스크 착용 의무 해제이다. 마스크 착용 의무 해제가 사회 활동량에 큰 차이를 만들어 내고 있다. 23년 마스크를 소지하고 다니지 않아도 되면서 활동에 불편함에 줄어든 것도 있겠지만, 심리적인 효과도 클 것으로 보인다. 활동량 증가는 여행/해외 출장과 문화/공연 관련 산업의 반등 영향으로 추정된다.

월 기준 국내 대중교통 승차건수(사회적 거리두기의 완화와 리오프닝은 현재 진행형)



자료: 통계청, SK 증권

한국도로공사 입출구별 통행량



자료: 한국도로공사, SK 증권

(2) 코로나 19 기간 사람들은 뭘 하며 지냈을까?

코로나 19 가 Pandemic 에서 Endemic 이 되기까지 불확실한 국면이 지속되었다. 2019 년 12 월 발생한 바이러스가 알파/베타/감마/델타/오미크론 변이로 이어지면서 미래 예측력을 떨어뜨렸다. Lock-down 과 강력한 재정/통화 완화정책, 동유럽 전쟁과 공급망 불안, 자산가격 폭등과 인플레이션 등 모두 불확실성과 시장 변동성을 키우는 요소였다. 사람들의 스트레스에 대한 인지율은 낮게 나타나지만, 불확실성이 지속되면서 사람들의 정신적인 스트레스가 상당히 높아졌을 것으로 추정한다.

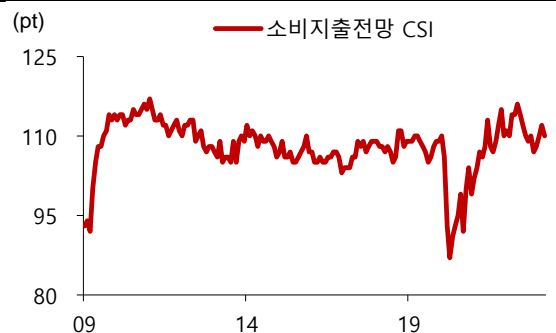
특히 코로나 19 에 걸린 이후 만성 코로나 19 증후군(Long Covid) 우울감과 불안장애, 호흡곤란 등을 호소하는 사람들이 많아졌다. 공황장애를 호소하는 사람들도 증가했다. 22 년 초부터 동유럽 전쟁에 대한 적나라한 보도, 22 년 8 월 폭우와 차량/건물 침수, 인플레이션 상승과 급격한 자산가격 하락, 이태원 참사로 심리적으로 어려울 수 있는 한 해였다. 소비지출전망 대비 소비자심리지수가 더 많이 하락하는 등 심리적인 측면의 위축이 크게 나타났다.

소비자심리지수



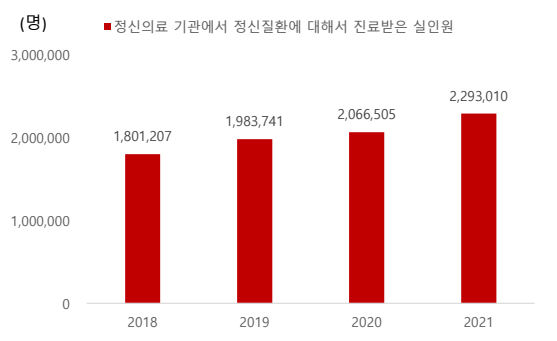
자료: 산업통상자원부, SK 증권

소비지출전망 CSI



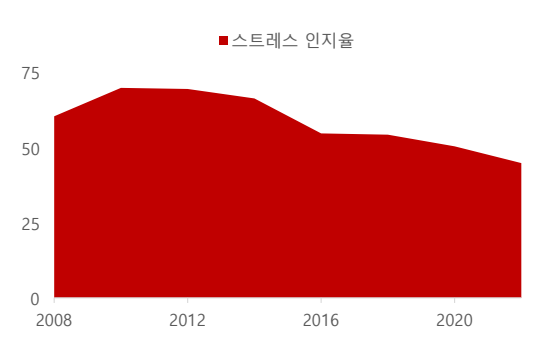
자료: 산업통상자원부, SK 증권

정신의료 기관에서 정신질환으로 진료받은 인원



자료: 보건복지부, SK 증권

국내 스트레스 인지율



자료: 통계청, SK 증권

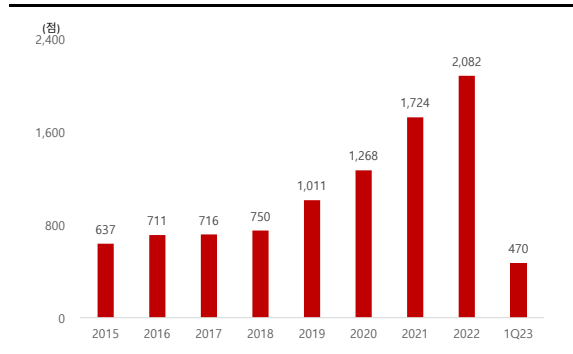
사람들은 스트레스에 어떻게 대응했을까? SNS 활동량을 보면 정신/신체 건강에 대한 관심이 크게 높아졌다. SNS 오운완(‘오늘의 운동을 완료했다’)를 인증하는 것이 하나의 문화로 정착했다. 또 국내에서 다양한 단백질 제품 판매량이 늘어나는 등 바쁜 일상 속에서 효율적으로 자기관리를 하려는 모습들이 나타났다.

반려동물 시장도 꾸준한 성장을 보였다. 동물을 가족처럼 여기고 사람처럼 대하는 펫 휴머니제이션(Pet Humanization) 현상도 확인된다. 반려동물을 키우는 것이 고령화로 인한 배우자 사별이나 사회적 거리두기 등에서 올 수 있는 외로움의 해결책이 되는 것으로 보인다.

야외 활동도 왕성 했던 것으로 파악된다. 배경에는 2020년부터 재택근무가 보편화 되면서 퇴근 시간이 단축되었고, 여가 시간이 증가했다. 2020 년과 2022 년 중국 도시 봉쇄로 국내 미세먼지 농도도 과거 대비 낮아져 외부 활동에 적합했다.

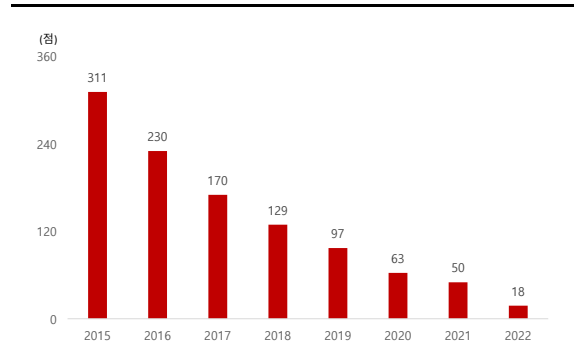
운동, 반려동물 기르기, 야외 활동 모두 큰 틀에서는 스트레스로부터 자기 자신을 돌보는 Self-Care 활동이었다고 보고 있다.

체력단련 사업장 인허가 수



자료: 행정안전부, SK 증권

영업중단 체력단련 사업장 수



자료: 행정안전부, SK 증권

주: 영업중단은 취소/말소/만료/정지/중지/폐업 포함

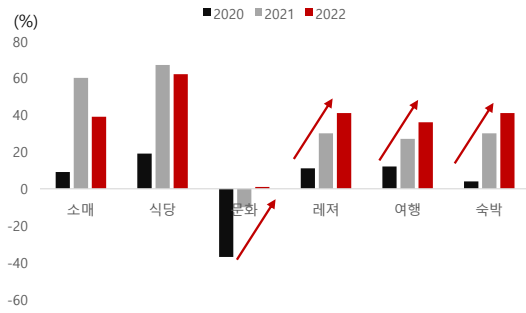
20년 사람들은 높은 인구 밀도를 피했다. 백화점/대형쇼핑몰/대형수퍼 트래픽이 급감했다. 21년 코로나19 변이 출현이 계속되며 코로나19 장기화를 인정하게 되었다. 집에서 머무는 시간이 길어지면서 홈라이프스타일 가구점/전자제품 전문점을 많이 방문했다. 인구 밀도가 낮은 편의점이 선호되기도 했다.

코로나19가 장기화되면서 회사 거리두기 방침 준수/재택근무 등을 위한 take out 전용 도시락 제품이 선호되었다. 레저의 경우 21년 볼링장/체육관/수영장 등 실내 시설보다는 야외 시설 방문이 많았다. 또 축구와/풋살이 유사한 성격의 운동이기 때문에 비교해 볼 수 있는데, 축구장 대비 풋살장에 방문하는 횟수가 많았다. 축구는 인원이 상대적으로 많아 시설 이용이 제한되었다.

숙박 업소의 경우 농촌이나 야외에서 정해진 소수 인원이 묵을 수 있는 숙박시설을 많이 방문했다. 여행/문화를 보더라도 밀폐된 공간보다는 공기 순환이 원활한 공원(자연)을 찾는 횟수가 많았다. 또 자동차 드라이브코스나 극장을 찾았다면 건강상태를 신뢰할 만한 지인과 함께 했을 가능성이 크다.

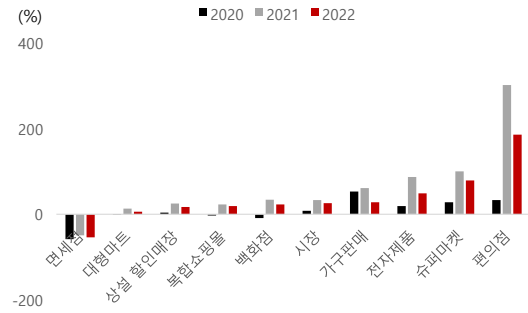
22년부터 상황이 변했다. 전파력이 높은 오미크론 확진자가 급증했고, 치명률이 높지 않은 것이 확인되었다. 백신 접종률도 높아지면서 점진적으로 사회거리 제한이 완화되었다. 23년에는 실내 마스크 착용 의무 해제로 22년의 트렌드가 더 강화될 것으로 보고 있다. 사람들은 더 많은 사람들을 만나고, 집에서부터 더 먼 곳으로 가보고, 해외 여행 등 코로나19 기간에 해보지 못한 경험들을 해보려고 할 것으로 생각한다.

라이프 스타일 분야별 이동 변화



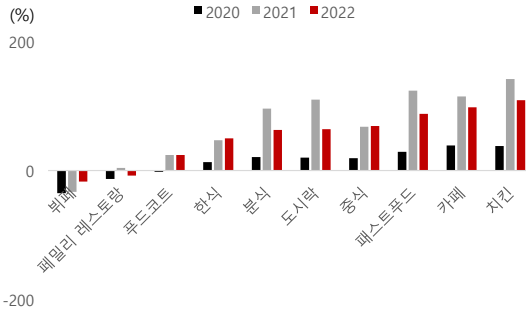
자료: 카카오모빌리티, SK 증권

소매(19년 대비 길 안내 횟수 증감률)



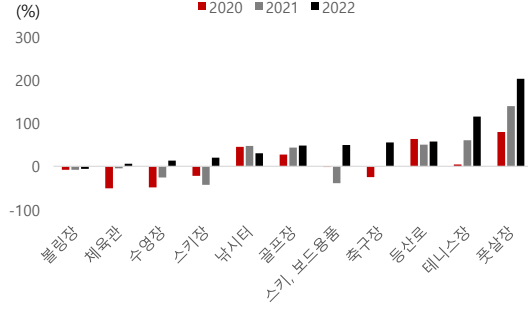
자료: 카카오모빌리티, SK 증권

식당(19년 대비 길 안내 횟수 증감률)



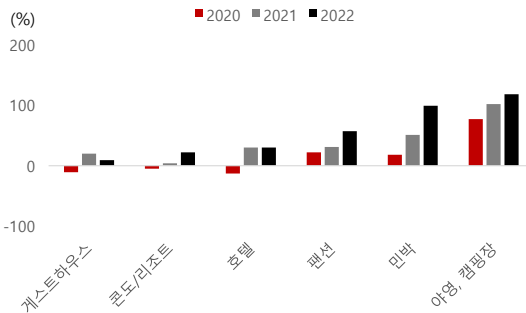
자료: 카카오모빌리티, SK 증권

레저(19년 대비 길 안내 횟수 증감률)



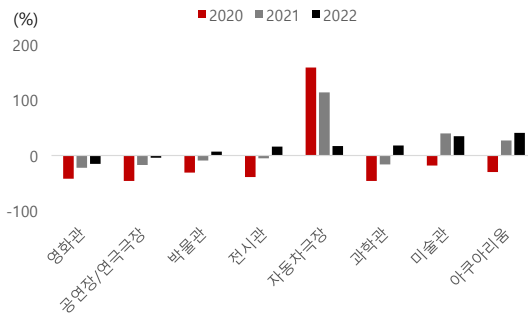
자료: 카카오모빌리티, SK 증권

숙박(19년 대비 길 안내 횟수 증감률)



자료: 카카오모빌리티, SK 증권

문화(19년 대비 길 안내 횟수 증감률)



자료: 카카오모빌리티, SK 증권

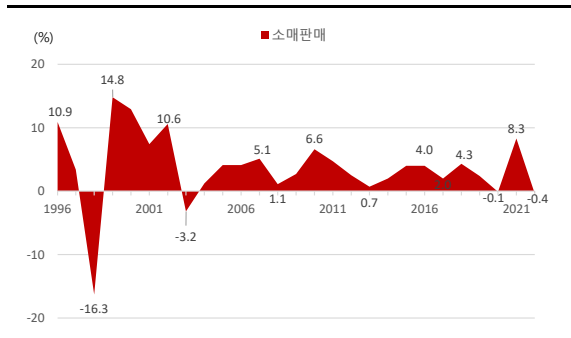
(3) 소비는 어떻게 변했을까?

20~21년 유동성 효과로 자산 시장이 상승했다. 주52시간 근무제 확대(52시간 근무제가 20년 1월부터 50~299인 사업장에 적용. 21년 7월에는 5인 이상 사업장으로 확대)와 코로나 19 재택 근무 증가로 출퇴근 시간이 줄었다. 사람들은 돈과 시간이 많아졌고, 소비로 이어졌다.

1) 채널: 22년 소비는 온라인에서 오프라인으로 이동했다. 비대면 소비에서 대면 소비로 이동하면서 온라인 매출액 성장률이 21년 +15.8%에서 22년 +9.5%로 둔화되었다. 반면 오프라인은 21년 7.4%에서 22년 8.9%로 성장률이 상승했다. 오프라인 채널별 22년 성장률은 백화점 +15.7%, 편의점 +10.8%, 대형마트 +1.4%, SSM -0.2%을 기록했다. 다만 22년 백화점은 전년대비 성장률이 -7.4%pt 감소하며 둔화되었다. 대형마트나 SSM의 성장률은 반등했지만, 만족스럽지 못한 수준을 기록하면서 채널의 수요가 높지 않음이 확인되었다. 편의점이 유일하게 회복 추세나 절대 성장률 기준으로 유의미한 성과를 보였다.

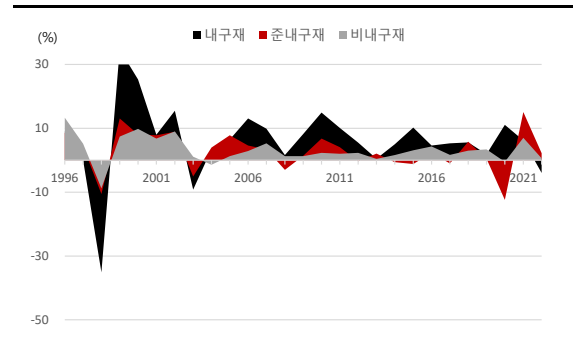
2) 카테고리: 22년에는 21년 대비 성장률이 둔화되는 카테고리가 많았다. 특히 사회거리두기 완화가 시작되면서 모바일(온라인) 시장 내 카테고리 성장률이 둔화되었다. 소비가 오프라인과 서비스로 이동한 것을 원인으로 보고 있다. 2019년 대비 아직 반등하지 못한 상품 카테고리는 오프라인 채널에서 신발/가방 악세서리와 화장품이다.

국내 소매판매(YoY) 증감률



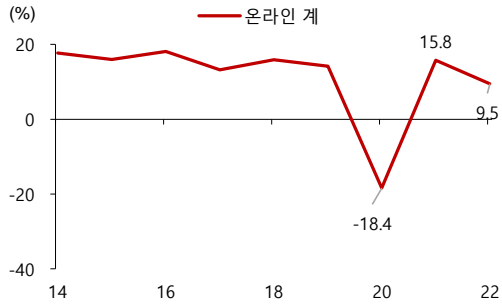
자료: 통계청, SK증권

국내 소매판매 세부(YoY) 증감률



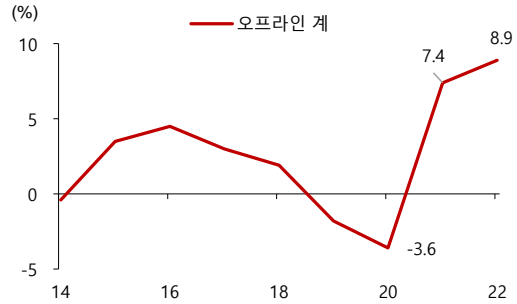
자료: 통계청, SK증권

연간 온라인 유통업 매출액 성장률



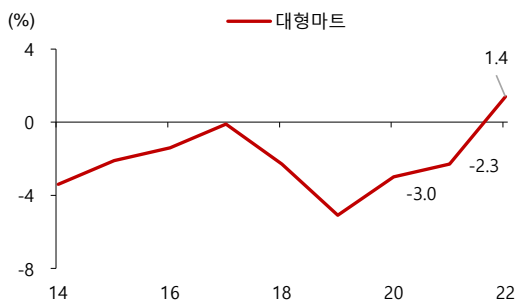
자료: 산업통상자원부, SK 증권

연간 오프라인 유통업 매출액 성장률



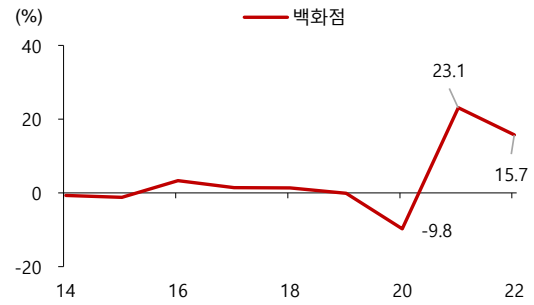
자료: 산업통상자원부, SK 증권

연간 오프라인(대형마트) 유통업 매출액 성장률



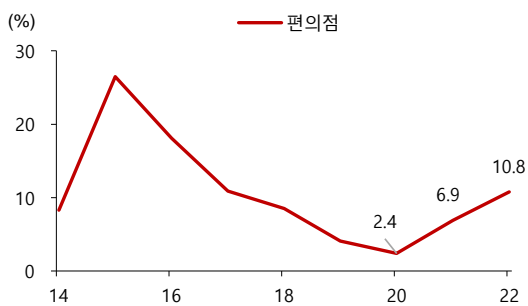
자료: 산업통상자원부, SK 증권

연간 오프라인(백화점) 유통업 매출액 성장률



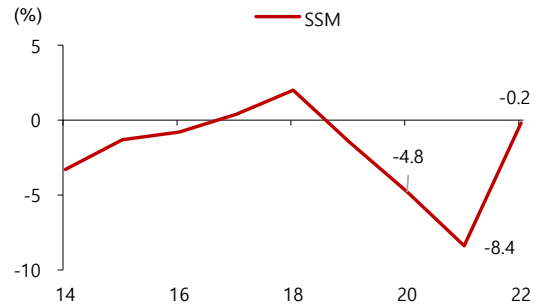
자료: 산업통상자원부, SK 증권

연간 오프라인(편의점) 유통업 매출액 성장률



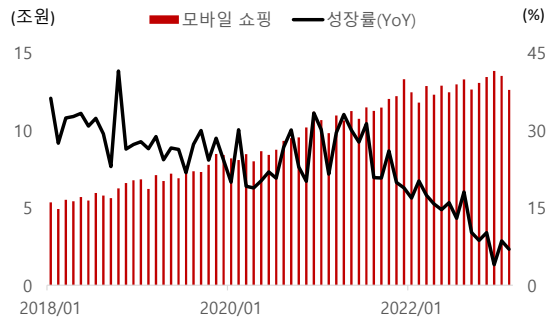
자료: 산업통상자원부, SK 증권

연간 오프라인(준대형점포) 유통업 매출액 성장률



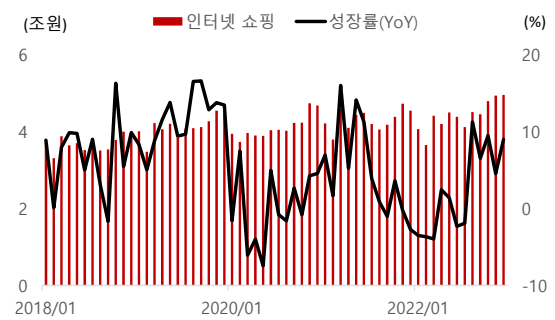
자료: 산업통상자원부, SK 증권

모바일 쇼핑 시장 성장률



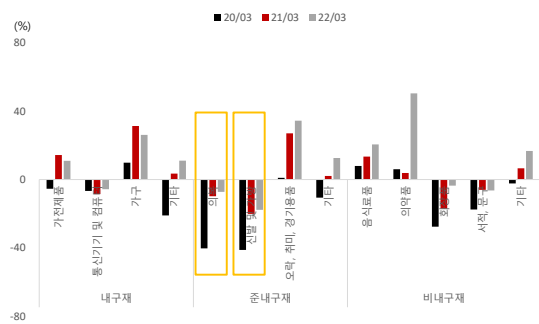
자료: 산업통상자원부, SK 증권

모바일 외 온라인 쇼핑 시장 성장률



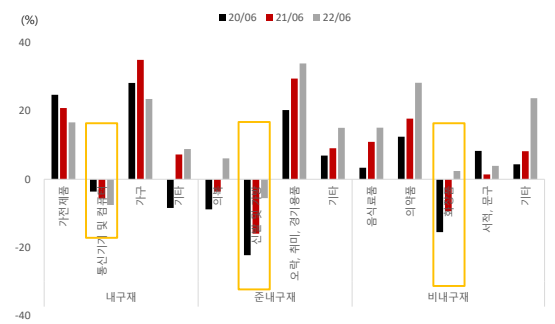
자료: 산업통상자원부, SK 증권

2019년 3월 대비 소매 판매액 증감률



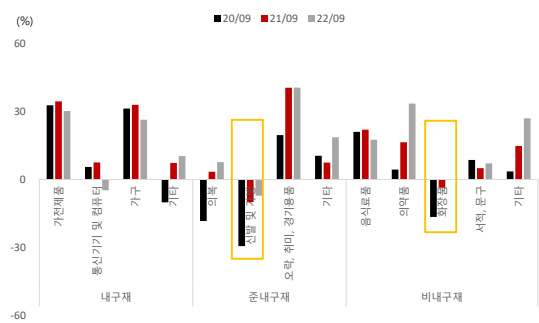
자료: 통계청, SK 증권

2019년 6월 대비 소매 판매액 증감률



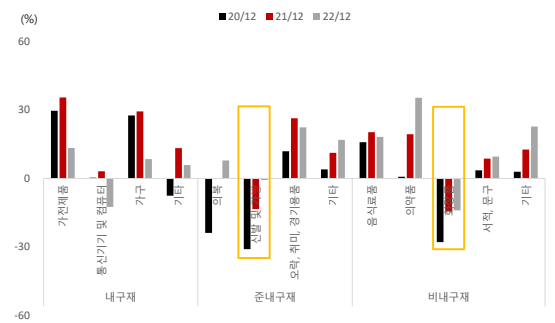
자료: 통계청, SK 증권

2019년 9월 대비 소매 판매액 증감률



자료: 통계청, SK 증권

2019년 12월 대비 소매 판매액 증감률



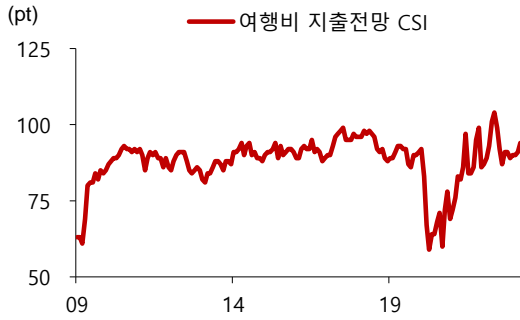
자료: 통계청, SK 증권

(4) 국경이 열리는 리오프닝 = 23년 해외 여행 강세

23년 소비는 국내 대비 해외에서 하는 소비 강세, 상품보다 서비스 강세, 실내 보다 야외에서 사용하는 것과 관련된 소비 강세를 예상한다. 다나와의 경우에도 23년 hard goods 카테고리 중 태블릿PC/자동차 용품/공구 등 외부 활동과 관련된 제품의 성장률이 상대적으로 높은 것으로 파악된다. 해외 소비는 프리미엄 혹은 차별화된 서비스, 국내 소비는 가성비 카테고리의 우세를 예상한다.

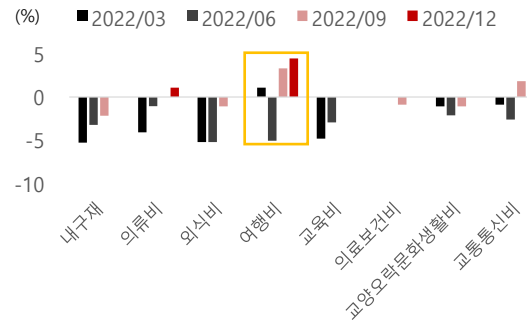
23년 항공편 증편이 계속되면서 해외 여행 강세가 예상된다. 1Q23 소비자지출전망(CSI) 중 여행과 관련 소비 전망이 다른 지표보다 빠르고 강하게 반등했다. 23년은 인력 등 부족으로 공급(Supply) 이슈가 지속될 수 있는 서비스 섹터의 강세가 예상된다. 이론적으로 서비스 섹터의 P와 Q 모두가 좋아질 수 있는 상황이다. 업체 중 해외 여행수요에 대한 사업 노출도가 가장 높은 (면세/호텔) 호텔신라를 23년 면세점 최선호주로 제시한다. 또 국내 여행/문화 채널의 활성화, 주가 및 실적 계절성, 외국인 인바운드 관광 반등을 감안해, BGF 리테일을 편의점 최선호주로 제시한다.

여행비 지출전망



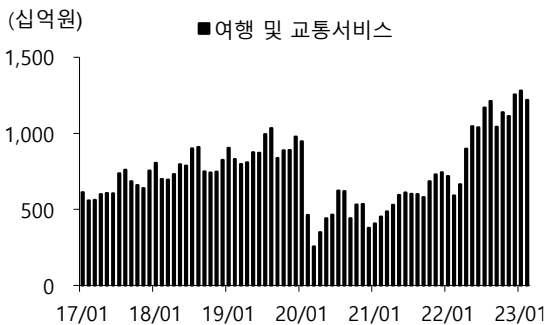
자료: 산업통상자원부, SK 증권

23년 3월과 각 기간 대비 지출 전망 변화율



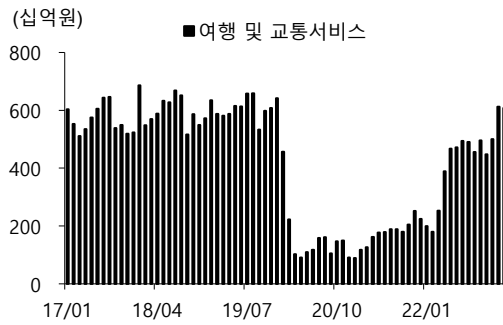
자료: 산업통상자원부, SK 증권

모바일 (온라인 여행 및 교통서비스 판매액)



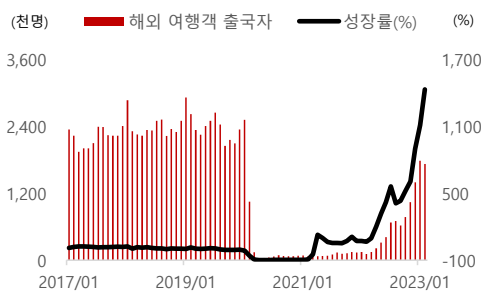
자료: 통계청, SK 증권

모바일 외 온라인(온라인 여행 및 교통서비스 판매액)



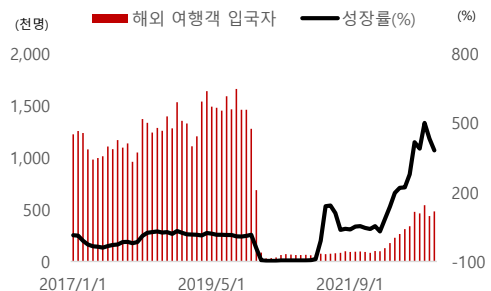
자료: 통계청, SK 증권

Outbound, 성장률(%)



자료: 한국관광공사, SK 증권

Inbound, 성장률(%)



자료: 한국관광공사, SK 증권

(5) 23 년 실적. 예상 성장률과 이익률

<기업>

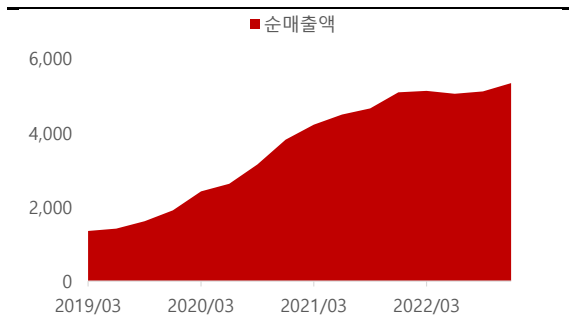
이마트는 전년대비 매출액 +3.5%, 영업이익 +84.3% 증가할 것으로 예상된다.

온라인 사업부 큰 폭의 영업적자 개선과 조선포텔의 투숙률 상승 등이 영업이익 증가에 기여할 것으로 보인다. 23년 SCK 컴퍼니의 영업이익은 달러 환율이 변수로 작용할 수 있다. **BGF 리테일**은 올해도 꾸준한 성장을 예상된다. 매출액 +9.6%, 영업이익 +13.8% 성장을 예상된다. **GS 리테일**은 매출액 +6.2%, 영업이익 +33.7% 성장을 전망한다. GS 리테일의 경우 편의점과 함께 호텔사업부가 영업이익 성장 기여할 것으로 예상된다. **신세계**는 매출액 +0.6%, 영업이익 +5.0% 성장할 것으로 예상된다. 하반기 면세점 채널이 정상화되고 백화점이 높은 기저 영향에서 벗어날 것으로 본다. **현대백화점**은 매출액 +7.3%, 영업이익 +3.8% 증가할 것으로 예상된다. 지누스 연결 편입 후 실적 온기 반영이 성장에 기여할 것으로 본다. **롯데쇼핑**은 매출액 +1.7%, 영업이익 +17.7% 증가할 것으로 예상된다. 온라인 사업부의 영업적자가 개선될 것으로 본다. **호텔신라** 매출액 -22.8%, 영업이익 +144.9% 기록을 예상된다. 매출액은 다이공과 수수료 협상 과정에서 감소하지만 영업이익은 국내 외국인 입국자 증가에 따라서 지속적으로 개선될 수 있다.

<23년 채널 체크 포인트>

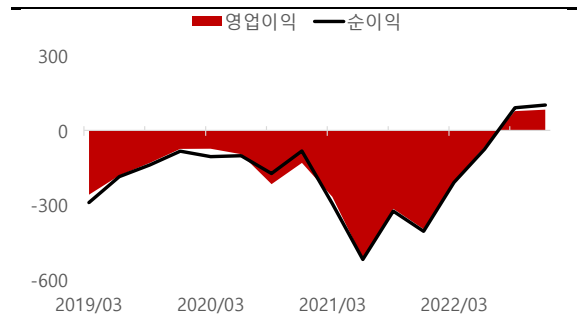
면세점: 국내 면세점 업계는 알선 수수료를 정상화를 위해서 다이공과의 협상에 공동 대응하고 있다. 외국인 입국자수가 증가하면서 하반기 알선 수수료가 개선될 수 있는 구조다. 1H24에는 영업이익률 크게 개선될 것으로 예상된다. **백화점**: 명품 성장률은 하반기로 가면서 1H22의 높은 기저 영향에서 벗어난다. **편의점**: 23년 내국인/외국인 유동인구 증가가 편의점 기존점 성장을 견인할 것으로 예상된다. **대형마트**: 고물가 영향으로 할인점 식료품에 대한 수요는 높아질 수 있다. 전년대비 대형마트의 성장이 예상된다. **호텔**: Staycation 트렌드, inbound 시장 반등에 힘입어 호텔 투숙률이 전반적으로 상승할 것으로 예상된다. **이커머스**: 올해 적자가 큰 폭으로 축소될 것으로 예상되며, 고금리가 유지되며 경쟁 강도가 한층 낮아질 전망이다.

쿠팡 매출액 추이



자료: 쿠팡, SK 증권

쿠팡 2분기 연속 흑자 기록



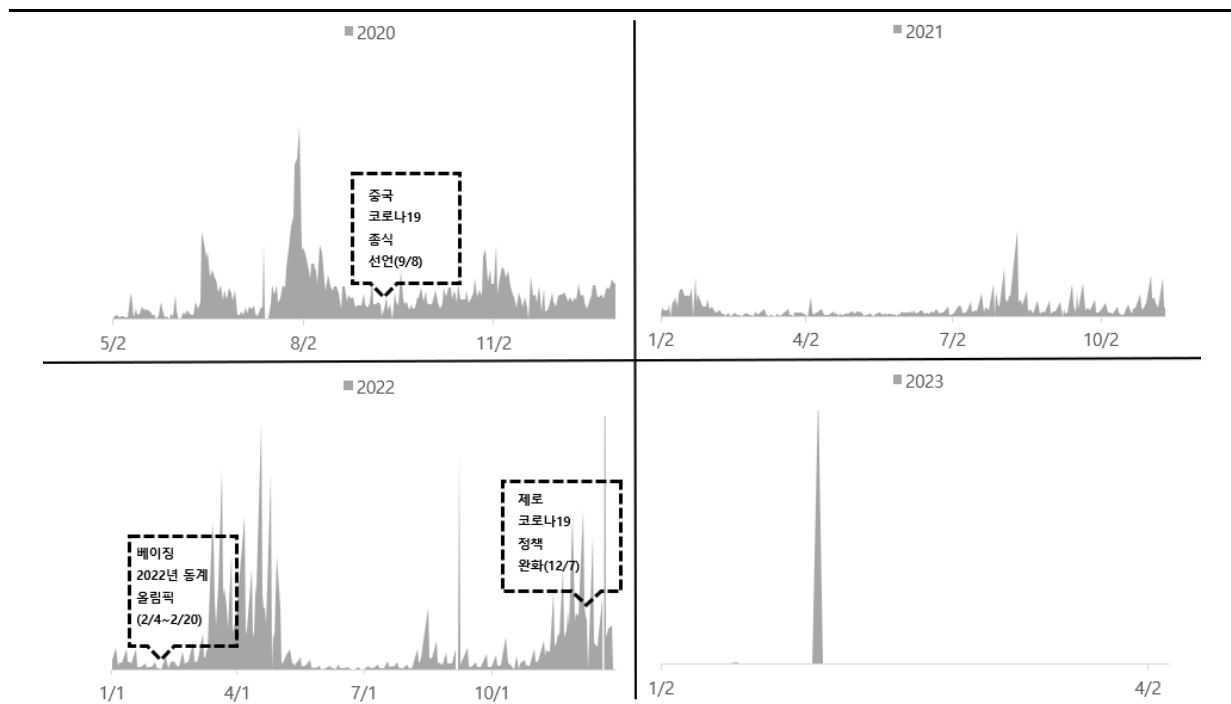
자료: 산업통상자원부, SK 증권

4. 중국 상황(중국이 기회다)

중국 서부 신장위구르 우루무치 아파트 화재 사건이 계기가 되어 Zero Covid 가 종료 되었다. 중국은 20년 봉쇄, 20~21년 리오프닝, 22년 봉쇄 이후 22년 말에 리오프닝이 다시 시작되었다. 22년 10월 16일 제 20차 당대회에서 시진핑 주석은 소비가 경제성장의 기본 동력이고, 중국 내수 확대가 미래 경제성장에 중요하다는 점을 분명히 했다. 중국 정부는 23년 경제성장률 목표를 5.0% 내외로 설정했는데, 22년 3.0% 대비 높은 목표치이다. 내수 확대를 위해서 고용과 소득증대 등이 중요할 것이다. 특히 23년 3월 20%대에 육박하는 청년 실업률을 끌어올리기 위한 노력이 있을 것으로 본다.

중국은 리오프닝 이후 제조업 PMI 대비 서비스 PMI의 반등세가 강하다. 12월부터 4개월 연속 전월 대비 상승 중이다. 중국 소비자 신뢰지수가 12월부터 반등에 성공한 가운데 서비스 섹터의 강세가 지속될 것으로 보고 있다. 현재 IT 제조업 부진에도 신규 주택 가격이 전월대비 반등하고 있고 광공업과 서비스업 등도 작년 말부터 상승 전환하는 등 비내구재 성격의 소비 반등이 이어질 것으로 보고 있다.

중국 코로나 확진자(전일 대비 증가율)



자료: 통계청, SK 증권

중국 리오프닝이 한국 소비에 어떤 영향을 미칠지 생각해 봐야 한다. 대한상의가 23년 4월 26일 발표한 외국인 관광객 선호 K-상품군 조사(기간: 23년 3/14~4/9, 한국 방문 후 출국하는 외국인 400명 대상)를 통해서 아이디어를 얻을 수 있다. 코로나 19 이전 국내 입국자 중 큰 비중을 차지하는 건 중국인, 일본인, 미국인, 대만인이었다. 이번 조사에서 중국/일본/미국인의 쇼핑 품목을 조사했다. 구매했다고 (복수) 응답한 카테고리로는 중국인(화장품/향수 75.8%, 의류/피혁류 19.4%), 일본인(식료품 41.9%, 화장품/향수 32.4%, 의류/피혁류 20.3%), 미국인 (의류/피혁류 43.4%, 화장품/향수 28.3%, 식료품 20.8%)이었다.

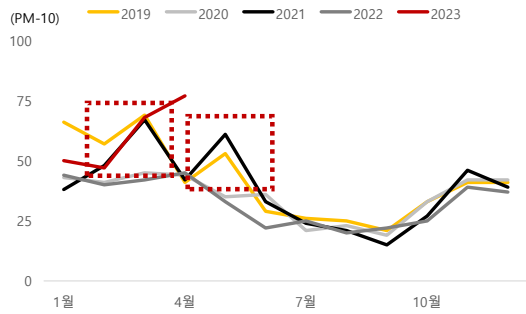
* 피혁류는 가방, 지갑, 벨트

지출규모는 평균 \$968를 기록했는데, 중국인 \$1,546, 미국인 \$844, 일본인 \$796이다 (2019년 한국관광공사 조사 수치 대비 소폭 감소). 상품 선택 기준은 중국인은 '브랜드', 일본인은 '한국적인 상품', 미국인은 '품질'이 우선적으로 고려되었다. 구매 채널(복수 응답)은 중국인이 백화점이 87.1%, 시내면세점 85.5%, 복합문화공간 72.6% 순이었다. 일본인은 편의점 86.5%, 소형소매점 52.7%, 대형할인점 51.4% 순이었다. 미국인은 편의점/백화점 각각 62.3%, 전통시장 58.5%이었다.

중국 노동절 연휴(4월 29~5월 3일) 기간 중국인의 본토/해외 관광 데이터가 중국인 소비에 대해서 많은 것으로 말해 줄 것으로 보고 있다(본토 기준 23년 노동절 연휴 관광객 수는 2019년 대비 20% 증가했지만, 1인당 소비액은 20% 감소한 것으로 나타나). 코로나 19 이전에 한국에서 소비하는 품목 중 꾸준히 사랑받는 카테고리로는 화장품/향수, 명품 패션이었다. 특히 화장품/향수에 관련해서 코로나 19 이전만큼 수요가 높을지 확인이 필요해 보인다. 중국인들은 코로나 19 기간 자국 제품과 유럽 하이엔드 제품을 선호하는 모습을 보였다.

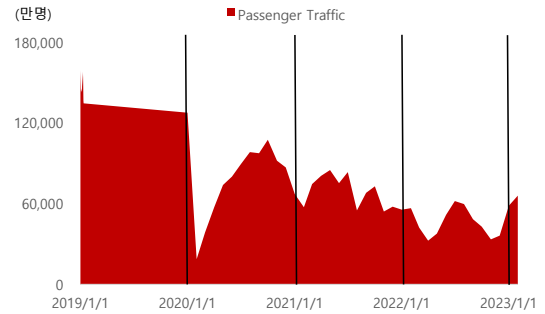
중국 22년 1~11월 화장품 소매판매가 전년대비 -3.1% 역 성장했다. 22년 도시 봉쇄와 22년 5월부터 시행된 새로운 라벨 규제안(라벨에 표준 중국어로 작성 필수 등)이 역성장에 영향을 미쳤다. 이런 점을 감안하면 화장품 시장이 부진했다고 단정하기 어렵다. 국내 화장품의 경우 23년에 경우 워낙 낮은 22년을 베이스로 시작하기 때문에 성장률의 반등이 유력하다고 보고 있다.

국내 미세먼지(PM-10) 농도 연도별 월간 추이



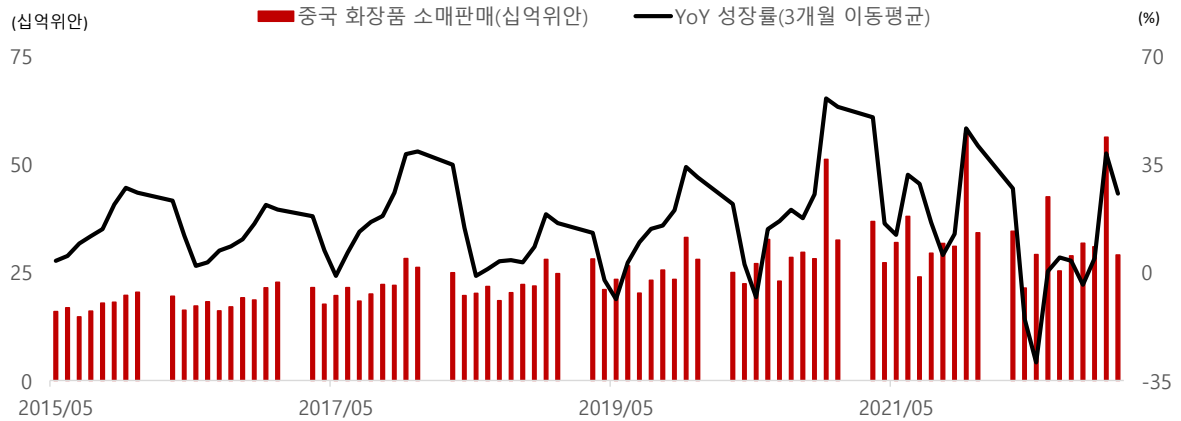
자료: 한국환경공단, SK 증권

중국 Passenger Traffic 추이



자료: National Bureau of Statistics of China, SK 증권

중국 화장품 소매판매 전년대비 증가율



자료: National Bureau of Statistics of China, SK 증권

5. 올해 우리나라에 중국인 몇명이 올까?

(1) 중국인 입국자 회복이 가장 중요

2019년 해외 여행객 입국자는 17,502,756명이다. 이중 아시아와 미국 지역의 해외 여행객이 90% 정도의 비중을 차지했다. 세부적으로 중국인 34.4%, 일본인 18.7%, 대만인 7.2%, 미국인 6.0%이다. 2022년 기준 2019년 대비 주요 국가별 입국자 회복률은 미국인(52.1%), 일본인(9.1%), 대만인(5.8%), 중국인(3.8%)를 기록했다. 1Q19 대비 1Q23을 회복률은 미국인(88.8%), 대만인(57.3%), 일본인(44.5%), 중국인(10.8%)이다. 국가별 평균 국내 지출 금액은 2019년 기준 쇼핑 경비 중국인 \$1,030, 대만인 \$439, 일본인 \$273, 미국인 \$209이다. 숙박비는 미국인 \$502, 대만인 \$250, 중국인 \$227, 일본인 \$180이다. 식음료비는 미국인 \$246, 중국인 \$220, 대만인 \$130, 일본인 \$115이다. 쇼핑/숙박/식음료 등 소비를 합산하면 중국인 인당 평균 지출금액이 대만인 대비 80%, 일본인 대비 160%, 미국인 대비 54% 많았다. 즉, 1인당 소비금액이 높은 중국 관광객 입국자 수가 회복되는 것이 국내 인바운드 시장의 진정한 회복을 의미한다 (2019년 국내 여행 시 평균 지출 금액: 중국인 \$1,632.6, 미국인 \$1,148.6, 대만인 \$1,034.8, 일본인 \$758.9).

중국 해외 여행객 회복이 시작되었다. 중국은 22년 12월 7일 제로 코로나 19 정책을 완화하면서 리오프닝을 시작했다. 23년 12월 홍콩매체는 2023년 1월 3일부터는 중국 입국자의 격리시설 집중 검역 단계를 없애고, 자택 3일 의학 관찰로 코로나 19 단속 정책을 변경했다. 기존 지정시설 5일 격리와 3일 자가관찰로부터 완화된 조치다. 중국 당국은 12월 26일 공식적인 창구를 통해서 1월 8일부터 시설 격리를 폐지한다고 공지했다.

23년 1~2월 누적 중국 민간항공기 탑승객 수는 2019년 1~2월 누적 대비 77.3% 수준으로 회복했다. 씨트립은 23년 중국 내 여행자수가 2019년 대비 76%, 여행수입이 71%으로 회복한다고 전망했다. 해외 관광객 수는 코로나 19 이전 대비 31.5%으로 회복할 수 있다는 봤지만, 피서관광의 경우 2019년 수준에 근접할 가능성이 높다고 전망했다.

중국 문화체육부는 1월 27일 춘절 연휴 기간(1월 21~27일) 중국 내 여행 건수가 2019년 춘절 대비 88.6% 수준으로 회복했다고 발표했다. 중국 문화관광부(1월 20일)는 2월 6일 시범적으로 20개 지정 국가(아랍에미리트(UAE)·태국, 인도네시아, 캄보디아, 몰디브, 스리랑카, 필리핀, 말레이시아, 싱가포르, 라오스, 이집트, 케냐, 남아프리카 공화국, 러시아, 스위스, 헝가리, 뉴질랜드, 피지, 쿠바, 아르헨티나)에 대해서 전국 여행사와 온라인 여행업체의 단체 여행과 항공/호텔 운영을 재개했다. 3월 10일 단체관광 허용국 40개국을 추가했다(프랑스, 이탈리아, 스페인, 포르투갈, 그리스, 덴마크, 아이슬란드, 세르비아, 크로아티아, 알바니아, 슬로베니아, 베트남, 네팔, 브루나이, 몽골, 이란, 요르단, 탄자니아, 나미비아, 모리셔스, 짐바브웨, 우간다, 잠비아, 세네갈, 카자흐스탄, 우즈베키스탄, 조지아, 아제르바이잔, 아르메니아, 바누아투, 통가, 사모아, 브라질, 칠레, 우루과이, 파나마, 도미니카공화국, 엘살바도르, 도미니카연방, 바하마).

리스트에는 한국/일본/미국 등은 리스트에 포함되지 않았다. 1차 명단 발표 때와는 다르게, 2차 명단 발표에 한국이 제외된 것은 예상 밖이었다. 한국과 중국은 비자 발급을 정상화했고 방역 강화 조치도 서로 해제한 상황이었기 때문이다. 한국이 2차 리스트에서 제외된 것과 관련한 한국 기자 질문에 중국은 외교부는

〈왕원빈 / 중국 외교부 대변인〉

"단체 해외여행을 재개했으며 전반적으로 순조롭게 진행되고 있습니다...(중략) 국제선 운항이 꾸준히 증가하며 인적교류가 더욱 편리해졌음을 알려드립니다...(중략) 우리는 외국 인적 교류에 유리한 조건을 만들기를 희망합니다"라는 원론적인 답변을 내놓았다.

중국의 1,2차 단체관광 허용국가 60개국의 명단에는 중국과 최근에 패권 경쟁에 있는 미국 및 우방국들이 제외되었다. 미국의 동맹국 한국/일본, 중국과 무역분쟁을 해온 호주, 중국의 러시아 무기지원에 대한 경고를 한 독일이 단체관광 허용국에서 제외되었다.

일단 이런 조치에도 자율여행에는 큰 영향이 없을 것으로 보고 있다. 씨트립 춘절 기간에 중국인 예정 Top 여행지는 호주/태국/일본이었다. 중국 개별 여행 수요는 무역분쟁 상황과는 별개로 나타난다. 그러나 단체 관광재개는 한-중 항공기 증편과 국내 중국인 관광객 회복 속도에 영향을 미칠 중요한 이벤트이다. 정치외교적 결과에 따라서 국내 면세 사업자의 실적 회복 속도가 좌우될 가능성이 크다.

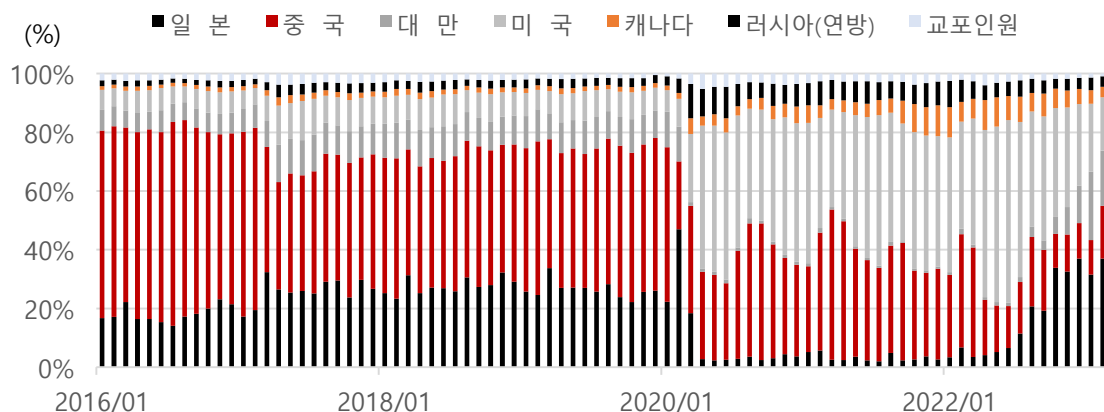
〈한국과 중국이 비자 발급을 정상화, 방역 강화 조치가 서로 해제되기까지〉

중국은 2023년 1월 3일 중국 입국자의 격리 등 코로나 19 관리 정책을 폐지/완화를 발표했다. 또 1월 8일부터 폐지를 공식화했다. 한국정부는 같은 시기에 중국에서 오미크론 확진자가 크게 늘자 국내 대규모 확진자 발생 가능성에 대비하는 조치를 취한다. 2023년 1월 2일 중국발 입국자에 대한 전원 PCR 검사를 실행하고 단기 비자 발급을 제한했다. 이후 한국 정부는 중국인 단기 비자 제한 조치를 2월말까지 연장했는데, 이에 대한 보복성 조치로 중국정부가 한국발 입국자 전원에게 코로나 19 검사 실시를 발표했다.

한국 정부는 중국발 단기체류 입국자의 PCR 검사 양성률이 1% 수준으로 하락하면서 2월 10일 중대본 회의를 열고 중국인 단기비자 발급 중단 조치를 해제했다. 단, 두 차례 PCR 검사와 QR 코드(검역정보사전입력시스템) 의무는 2월 말까지 유지했다. 3월 1일부터는 PCR 검사가 없어졌고, 인천공항 외 다른 공항을 통한 입국이 허가되었다. 다만 입국 전 PCR 검사와 검사결과를 큐코드에 등록하는 조치는 3월 초까지 유지되었다. 3월 11일부터 중국/홍콩/마카오 등 중화권 지역의 입국자에 대해서 입국 전 코로나19 PCR 검사와 QR 코드 의무가 전면 폐지되었다. 미국 시간 3월 8일 미국 CDC가 중국발 입국자에 대한 비행기 탑승 48시간 전 PCR 음성증명서 제출을 폐지하면서 국내에서도 비슷한 시기에 의무가 폐지되었다.

중국의 경우 한국인 입국자에 대해서 3월 18일 단기 비자 발급을 재개 했다. 다만 여전히 모든 입국자들을 상대로 48시간 이내 실시한 PCR 검사 음성증명서가 요구되고 있다. 이런 점이 국내 단기 체류 후에 중국으로 돌아가는 중국 다이공에게 부담으로 작용하는 것으로 추정된다.

국내 해외 여행객 입국자, 2차 세부 구분 국가별 비중(일본 비중이 증가하는 추세)



자료: 한국관광공사, SK 증권

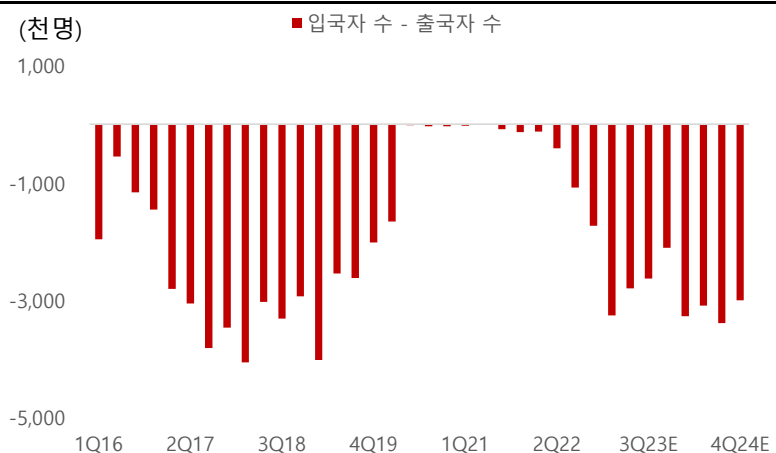
(2) 항공노선이 국내 중국인 입국자 증가의 Bottleneck

23년 1~2월 누적 중국인 입국자 수는 19년 1~2월 누적 대비 8%대이다. 항공 운항 편수를 보면 최근까지 주 52회, 23년 1월 중국 노선 여객수도 2019년 대비 8% 수준이다. 중국 노선 여객 수가 중국 입국자 수 증가의 Bottleneck 으로 작용하고 있다는 걸 알 수 있다. 23년 1분기 기준으로 보면 국제선 운항편이 2019년 1분기 대비 63.1%까지 회복했다. 다만 중국의 경우 14.5% 수준이다.

긍정적인 것은 3월부터 국제 항공편 증편되고 있다는 점이다. 한중 국제선 증편 재개 합의하면서 국내 항공사들이 중국 노선을 확대 중이다. 3월 3일 국토교통부가 코로나 이전 수준으로 한중 노선 운항을 확대하기로 중국과 합의했다. 최근까지 한중 노선은 운항 제한으로 주 52회까지 운항이 가능했다면, 2019년 수준인 각국 주 608회까지 운항이 가능하도록 합의했다(2019년 주 1.1천회 운항. 국제선의 24% 수준). 3월 말까지 한중 노선이 주 200회 이상, 수요에 따라서 10월 28일까지 순차적으로 증편된다. 한국 정부는 23년 9월까지 2019년의 80~90% 수준을 목표하고 있다(중국 86.7%, 일본 92.0%, 동남아 90.5%).

대한항공은 3월 주 13편 운항 중인 한국-중국 노선을 5월말까지 주 99회로 확대한다. 2019년과 비교하면 5월 43% 수준의 운항 노선 회복이다. 아시아나 항공의 경우 중국 노선을 기존 주 10회에서 향후 89회까지 확대할 예정이다. 23년 대한항공/아시아나항공은 2019년 항공기 보유 대수로 회복할 계획을 갖고 있다.

2023~2024년 예상 국내 출국자 대비 입국자 순증감 추정

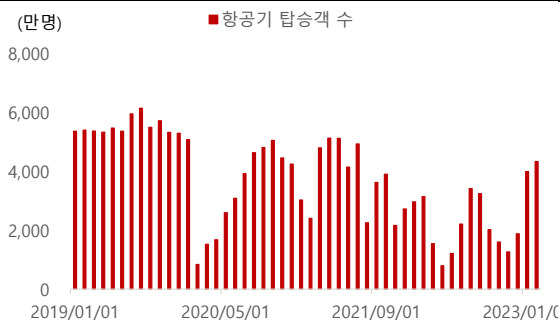


자료: SK 증권 추정치

(3) 중국의 여객기 운항 계획

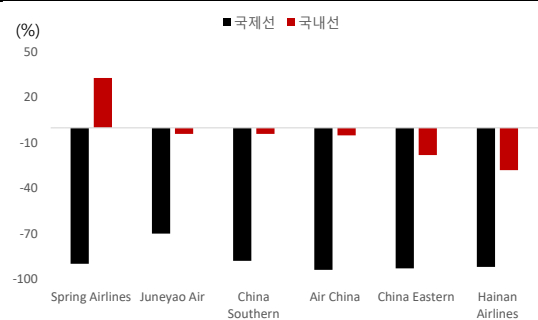
중국민용항공총국(CAAC) 자료에 따르면 1Q23 중국 총 여객 운항횟수 129 백만회 중 127 백만회인 97.7%가 중국 내륙에서 발생했다. 코로나 19 이전의 88.6% 수준이다. 2 백만회만이 국제 운항 횟수이며, 2019 년 대비 12.4%이다. 1 월 8 일부터 국가별로 항공편 증편을 협의하면서 중국으로 운항하는 항공운항 횟수가 증가하고 있다. 현지 조사 업체에 따르면 국제 여객 좌석수는 1 월 1.8 백만, 2 월 2.0 백만, 3 월 2.7 백만에서 4 월 4.3 백만으로 증가했다. 4 월 기준 2019 년의 25% 수준이다. CAAC 는 2023 년 중국 국내/국제 합산 항공 여객 운항이 2019 년의 75~80%로 회복을 전망한다(항공 데이터업 Flight Master 는 23 년 3 월 중순 기준 중국 국내 항공 여객 실적이 2019 년 수준을 이미 넘었고, 국제 항공은 2019 년의 30% 수준이라고 발표). CAAC 가 제시한 2019 년 대비 75~80%까지는 23 년 회복 가능할 것으로 보인다. 다만 현재 승무원 수가 2019 년 대비 약 11% 감소해 있다. 중국에서 신규 승무원 교육부터 실무 투입까지 1.5 년이 필요하다. 따라서 승무원 인력 병목현상으로 2019 년 수준을 회복하려면 2H24 까지도 시간이 필요할 수 있다. 현재 승무원이 중국 내에서 각광받는 직업이라는 점과, 높은 청년 실업률, 중국 정책 당국의 항공/여행 산업 회복에 대한 지원으로 회복 시기가 앞당겨 질 것으로 기대하고 있다.

중국 민항기 탑승객 수



자료: National Bureau of Statistics of China, SK 증권

2019 년 대비 km 당 매출액(2023 년 1 월과 비교)



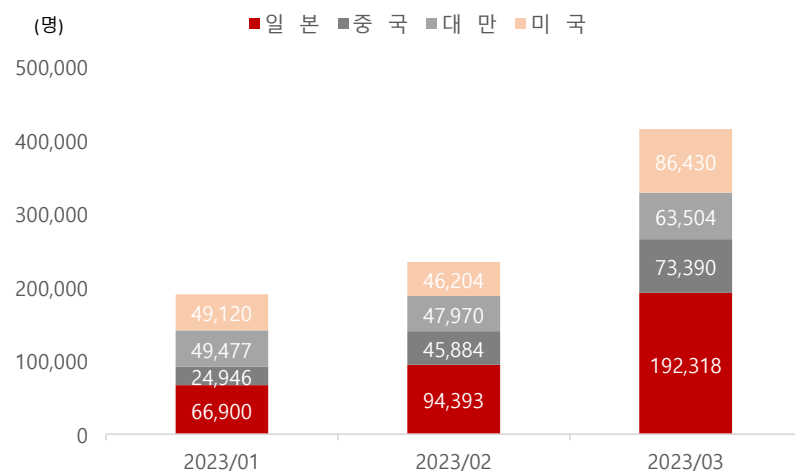
자료: Financial Times, SK 증권

(4) 방한 중국 여행객수 전망

2019년 방한 중국인은 602.3만명이다. 2017년 3월 금한령을 시행했지만 문재인 대통령 당선 이후 3Q17부터 꾸준히 중국인 입국자수가 늘고 있던 상황이었다. 2020년 시진핑 주석 방한 가능성까지 언급되면서 한중 관계가 개선되는 분위기였다. 그러나 코로나 19 발생 이후 중국인 입국자 수는 2020년 68.6만명, 2021년 17.0만명, 2022년 22.7만명으로 감소해서 크게 반등하지 못했다(1Q23 입국자 수는 14.4만명).

23년 9월까지 국내 정부의 한중 노선 회복 목표는 2019년의 86.7% 수준이다. 중국 정부의 23년 목표는 19년 대비 국제/국내선의 75~80% 수준이다. 23년 연말까지 각 국가가 한중 노선의 약 80%로 회복을 달성한다고 가정하고, 노선이 회복되는 속도를 유지한다고 하면 가정하면 약 240만명이 입국할 가능성이 있다. 2019년 602.3만명 중에서 단체 여행이 15.2%를 구성한 점을 생각해보면 약 200~240만명이 방문할 것으로 추정한다. 24년에는 중국 단체관광 허가가 없다고 가정해도, 한-중 항공 증편으로 운항 횟수가 어느정도 정상궤도에 오르면 400만명 이상이 가능해 보인다.

2023년 1~3월 주요 외국인 입국자 추이



자료: Dataguide, SK증권

6. 투자전략: 소비 심리 반등 시

1) 국내외 여행 섹터의 회복: 내국인 국내/해외 여행 증가 → 내국인 심리 개선

22년 뉴스심리 지수 전년대비 하락율은 과거 2008년 글로벌 경제위기, 코로나 19 Pandemic 위기 등과 유사한 수준으로 하락했다. 소비자물가 상승, 고금리, 자산가격 하락 등이 지속된 영향이지만 상당히 이례적인 심리 위축이다. 국내에서 4Q23부터 본격적으로 해외 여행이 증가하기 시작했다. 1Q23에만 우리나라 국민 약 10%가 해외로 출국했다. 해외여행과 휴식이 추가적인 심리 하락을 막는 역할을 할 것으로 기대한다.

2) 실내 마스크 의무가 해제되었고, inbound 시장도 회복 중: 마스크 의무 해제 후 사유동인구와 국내 외국인 여행객 증가 → 서비스 섹터의 심리 개선

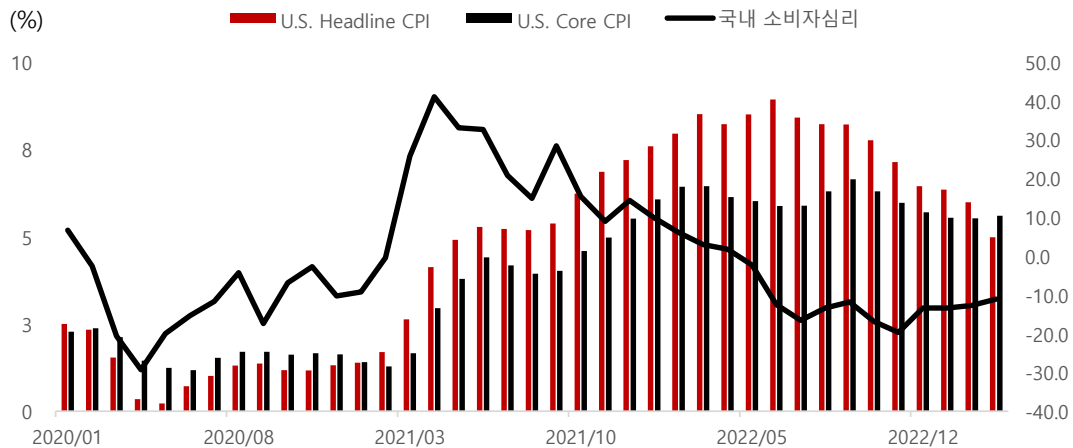
실내 마스크 해제 후 국내 대중교통 이용객수가 증가하고 있다. 국내 외국인 여행객 증가도 예상되면서 국내 서비스업의 반등이 예상된다. 22년 12월 발표된 21년 기준 서비스 종사자는 1,380만명이다. 그 중 도매/소매업 367만명, 보건/사회복지업 235만명, 숙박/음식점업이 211만명으로 높은 비중을 차지한다. 국내 여행객 증가로 도소매와 음식 숙박 서비스업 종사자의 심리 개선이 예상된다. 정부의 *내수활성화 정책도 심리 개선 흐름에 기여할 것으로 본다.

*다음 페이지

3) 상품 소비자물가지수 상승률 하락: 지갑 압박 강도 하락 → 소비자 심리 개선

국내 상품 물가지수는 22년 7월 고점 후 하락 중이다. 미국 Headline inflation은 6월 고점을 기록하고 하락 중이다. 소비자 심리가 인플레이션 상승으로 악화된 만큼, 6월 이후에는 22년의 높은 기저 영향으로 심리가 반등할 가능성이 높아진다.

미국 소비자물가지수(YoY) 증가율 추이



자료: FRED, SK증권

<기획재정부 제 15 차 비상경제민생회의: 내수활성화 대책 발표>

*업계에 영향을 줄 수 있는 정책 위주로 정리:

A. 민관합동 내수붐업 패키지로 국내 관광을 본격 활성화

- 1) 코로나 이후 3 년만에재개하는 국내관광 활성화 분위기를 조성(50 여개 메가 이벤트를 연달아 개최 등). 백화점·대형마트·패션·가전 등 다양한 업계에서 전방위적 대규모 민간 할인행사 추진
- 2) 정부도 최대 600 억원의 효율적 재정지원을 통해 내수붐업 뒷받침
 - 일반국민 134 만명에게 1 인당 숙박비 3 만원, 놀이시설 1 만원 등 필수 여행비 할인을 제공하고
 - 중소기업 근로자, 소상공인 등 최대 19 만명에게 휴가비 10 만원씩을 지원

B. 국내 관광 및 소비여건 개선을 위한 인센티브 확충 및 여행편의 제고방안 등도 추진

- 1) 문화비와 전통시장 지출에 대한 소득공제율을 4 월부터 연말까지 한시적으로 10%p 상향하고 기업의 문화 업추비 인정항목에 유원시설, 수목원입장권 등을 추가하는 등 국내 관광 활성화 유인을 확대
- 2) 대체공휴일을 부처님오신날, 기독탄신일까지 확대하고, 공무원 연가사용, 학교 재량휴업 촉진 등 공공과 민간의 휴가 사용을 적극 권장

C. 23 년 방한관광객 1,000 만명 목표. 비자·항공편 등 방한여건 개선, K-콘텐츠 개발

- 1) 22 개국 대상으로 K-ETA 를 한시 면제하고, 중국·동남아·일본 등 국제항공 노선을 적극 증편하여 코로나 이전의 80~90% 수준까지 회복할 계획
- 2) 크루즈 입항 재개에 맞춰 출입국 등 행정서비스 지원을 강화하고 외국인이 국내 기차·고속버스를 예매할 때, 해외 결제서비스를 이용할 수 있도록 하는 결제 편의 제고방안 추진
- 3) K-pop·먹거리·의료·쇼핑·뷰티 등 즐길거리 업그레이드.

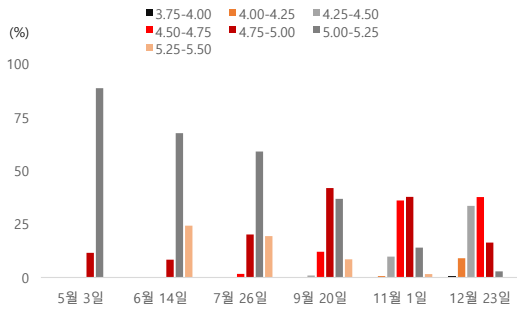
4) 미국 금리인상 동결: 과거 금리 동결 후 과거 미 증시 상승 → 동결 후 심리 개선
 Fed Fund Futures 시장은 연준이 5월 3일 25bp 금리 인상 이후 9월 20일까지 동결, 9월 20일 25bp 인하를 할 것으로 예상하고 있다. 금리 인하 전에 금리 인상 중단이 먼저 온다는 점에 주목한다. 금리 인상 중단 후에는 상황이 어떻게 변할지 알 수 없기 때문이다. 과거 금리 인상 사이클과 미국 주식 시장의 관계를 보면 (2000년도에는 상대적으로 짧음) 금리를 마지막으로 인상한 이후 증시가 매번 반등했다. 만약 지금이 2000년도만 아니라면 미국 주식 시장이 오를 가능성과 소비 심리 개선 upside risk 가 발생한다.

미국 recession 이 오면 어떻게? 우크라이나 대통령 젤렌스키를 사칭한 러시아 코미디언의 파월과의 장난전화를 통해서 파월이 생각하는 recession 에 대한 아이디어를 얻을 수 있다. **성장률:** 파월(연준)은 미국이 0~1%인 below trend line growth 를 달성하는 것과, 0% 미만 성장을 할 가능성을 거의 유사하게 보고 있다. 인플레이션을 통제하기 위해서는 노동시장을 cool off(진정시켜야)한다고 보고 있는 의견에 변함이 없다. **고용률:** 3월 연준 SEP(미국 경제전망 요약본)을 보면 23년 실업률 전망이 4.6%이다. 하지만 23년 4월 발표된 미국 실업률은 3.5%이다. 실업률을 선행하는 실업수당청구건수도 크게 오르지 못하는 모습이다. 2022년 2~3 분기에서 그랬던 것처럼 IT 섹터 부문에서 해고된 인력을 고용하려는 수요가 높아 여러 산업으로 다시 흡수되고 있는 것으로 보인다. 23년 3월 미국 경제활동 인구는 166,731,000 명이다. 현재 실업률 3.5%에서 4.6% 이 되려면 178만명 정도가 실업해야 한다. Big Tech 인력은 감원이 되도 다시 흡수되고 있는 영향까지 감안하면, 다른 섹터에서 대규모 실업사태가 발생해야 한다. 미국에서 심각한 노동 인력 부족이 지속되면서 이런 대규모 실업사태를 예측하기 어렵다.

또 코로나 19 라는 black swan 이벤트를 제외한다면 실업률은 대체로 천천히 오르는 경향을 보인다. 23년 실업률 전망이 4.6%라면 지금부터 8개월만에 1%pt 넘게 올라야 하는데, 강한 쇼크가 필요하다. 현재 시장에서 recession risk 에 대한 경계심이 높은 가운데, 미국에서 recession 이 늦어진다면 upside risk 가 발생할 것에 대비가 필요하다.

그리고 시장에서 23년에 대한 recession 베팅은 22년 12월에 이미 한 차례 진행되었다. CBOE put/call ratio 는 급등했으며, position 은 청산되었다. 이미 시장에서 베팅이 끝난 거라면 bad news → good news 가 될 가능성도 있다. 연준 3월 전망을 통해 실업률이 오를 것이라는 점을 시장과 충분히 공유했다. 실업률이 급증하지 않고 서서히 오르면 인플레이션이 감소하는 요인이다. Mild recession 이 오면 시장이 반등할 upside risk 에 주목한다.

23년 Fed Funds Futures Monitor



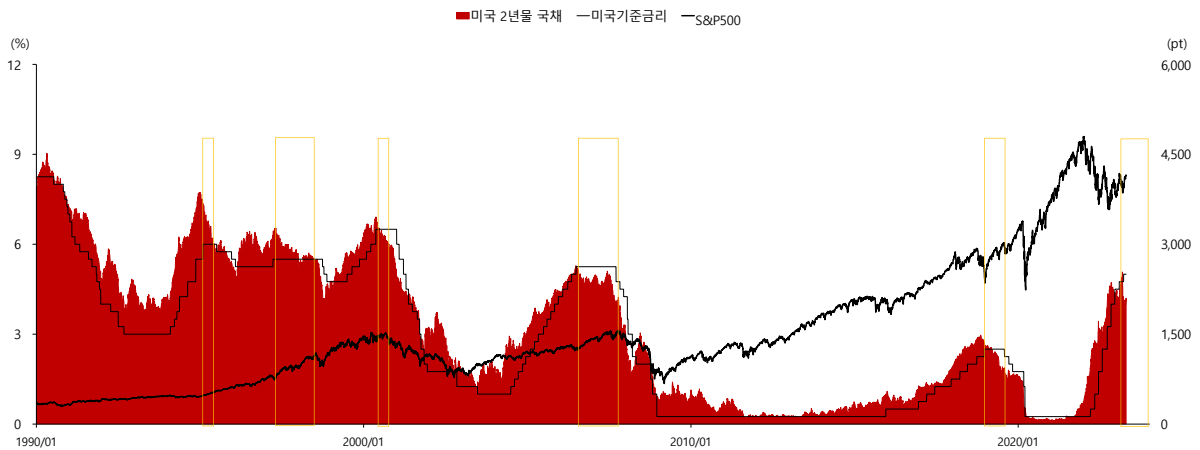
자료: CME, SK 증권

CBOE Equity Put/Call Ratio vs. QQQ(Nasdaq)



자료: CBOE, SK 증권

미국 금리 인상 중단 vs. S&P500

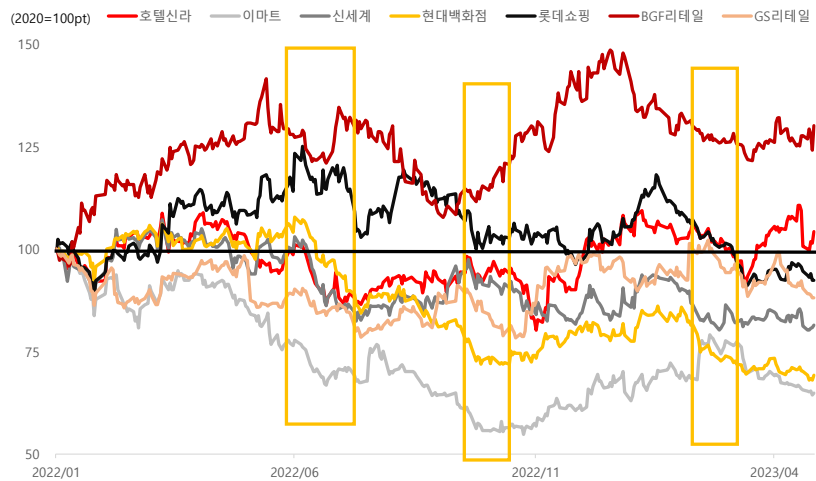


자료: Bloomberg, SK 증권

5) 기저 효과: 23년 6월, 10월, 12월에 기저 효과 발생 → 뉴스심리 턴어라운드
 현재 주요 업체의 22년 이후 주가를 보면 심리위축과 함께 하락한 구간을 3개로 나눌 수 있다. 1) 미국 CPI 고점 경신, 2) 이태원 참사, 3) 23년 recession risk 부각이다. 각각 6월, 10월, 12월이다.

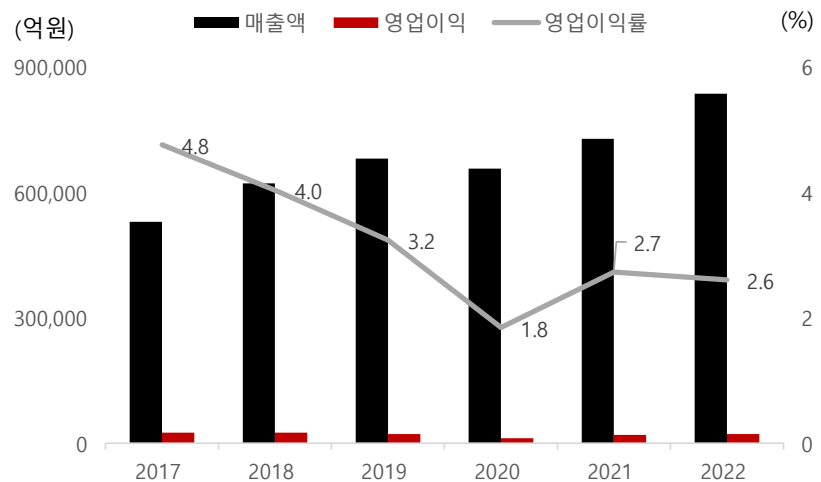
국내 종합소득세 신고 구간인 5월과 미국 CPI 고점을 확인하고 22년 심리지표가 크게 반등한 8월의 높은 기저는 23년 섹터의 risk off 구간이 될 공산이 크다. Risk off 이후 6/7월과 10월, 12월을 앞두고 섹터 upside risk 방어를 위한 매수를 추천한다.

업체 주가 하락 후 반등하기 전 구간



자료: Dataguide, SK 증권

코스피 유통 8사 합산 실적 추이



자료: Dataguide, SK 증권

Peer Valuation

구분		BGF 리테일	GS 리테일	현대백화점	롯데쇼핑	신세계	호텔신라	이마트
Bloomberg Ticker		282330 KS Equity	007070 KS Equity	069960 KS Equity	023530 KS Equity	004170 KS Equity	008770 KS Equity	139480 KS Equity
시가총액(조원)		3.1	2.8	1.2	2.3	2.0	3.1	2.7
매출액(조원)	2019	5.9	9.0	2.2	17.6	6.4	5.7	19.1
	2020	6.2	8.9	2.3	16.2	4.8	3.2	22.0
	2021	6.8	9.7	3.6	15.6	6.3	3.8	24.9
	2022	7.6	11.2	5.0	15.5	7.8	4.9	29.3
영업이익(조원)	2019	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5	0.3	0.2
	2020	0.2	0.3	0.1	0.3	0.1	-0.2	0.2
	2021	0.2	0.2	0.3	0.2	0.5	0.1	0.3
	2022	0.3	0.2	0.3	0.4	0.6	0.1	0.1
영업이익률(%)	2019	3.3%	2.7%	13.3%	2.4%	7.3%	5.2%	0.8%
	2020	2.6%	2.8%	6.0%	2.1%	1.9%	-5.8%	1.1%
	2021	2.9%	2.3%	7.4%	1.3%	8.2%	3.1%	1.3%
	2022	3.3%	2.2%	6.4%	2.5%	8.3%	1.6%	0.5%
EPS(원)	2019	8763	1729	8639	-31705	52658	4483	7620
	2020	7103	2187	3172	-27800	-11011	-7487	12378
	2021	8547	9096	8652	-10363	31193	714	56152
	2022	11203	395	6593	-11772	41282	-1325	37528
EPS 성장률(%)	2019	0.0	0.1	-0.2	0.6	1.2	0.5	-0.5
	2020	-0.2	0.3	-0.6	-0.1	-1.2	-2.7	0.6
	2021	0.2	3.2	1.7	-0.6	-3.8	-1.1	3.5
	2022	0.3	-1.0	-0.2	0.1	0.3	-2.9	-0.3
PER(배)	2019	19.4	22.7	10.0	N/A	5.4	21.4	15.2
	2020	19.1	15.8	23.8	N/A	N/A	N/A	11.7
	2021	17.0	3.4	9.3	N/A	8.2	115.3	2.7
	2022	18.8	72.9	9.6	N/A	5.3	N/A	2.7
PBR(배)	2019	4.7	1.4	0.4	0.4	0.7	3.7	0.4
	2020	3.4	1.2	0.4	0.3	0.7	4.9	0.5
	2021	3.1	0.8	0.4	0.2	0.7	5.1	0.4
	2022	3.8	0.7	0.3	0.3	0.5	5.8	0.2
EV/EBITDA(배)	2019	5.7	7.0	6.0	9.4	7.8	8.5	9.8
	2020	4.8	6.3	8.6	10.5	11.7	114.7	8.6
	2021	4.8	6.8	6.1	10.6	7.0	16.8	10.7
	2022	6.0	6.5	7.4	9.9	6.1	20.2	8.8

자료: Bloomberg, SK 증권

SK COMPANY Analysis



Analyst

박찬술

rightsearch@skks.co.kr
3773-9955

Company Data

자본금	17 십억원
발행주식수	1,728 만주
자사주	1 만주
액면가	1,000 원
시가총액	3,263 십억원
주요주주	
비지엠프(외17)	53.73%
국민연금공단	8.12%
외국인지분율	33.80%
배당수익률	2.3%

Stock Data

주가(23/05/04)	189,800 원
KOSPI	2,500.94 pt
52주 Beta	-0.45
52주 최고가	213,000 원
52주 최저가	154,500 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.5%	3.3%
6개월	2.9%	-4.2%
12개월	1.0%	8.2%

BGF 리테일 (282330/KS | 매수(신규편입) | T.P 250,000 원(신규편입))

I see you

- 23년 매출액 8.35 조원(+9.6%), 영업이익 2,952 억원(+13.8%) 예상
- 1인 가구 성장 등 사회 구조 변화에 따른 수혜 지속될 것
- 이커머스의 빠른 성장에도 높은 접근성이 강점되며 채널 M/S 확대 중
- 꾸준한 구매 건수 성장률에 주목. 탄탄한 수요를 기반으로 성장하고 있음
- 19년 12MF PER 19.3 배, 목표주가 25 만원으로 유통 업종 Top Pick 커버리지 개시

구조: 구매건수가 늘어나는 채널

편의점은 말 그대로 소비자 편의를 제공하는 채널이다. 업 성공에는 한정된 공간에서 최적의 SKU 를 찾아내는 것과 접근성이 중요하다. 위축되는 내수 시장에서 편의점 채널은 구매 건수가 꾸준히 증가하고 있다. 그리고 이런 탄탄한 수요가 기반이 되면 가격 인상이 지속가능하다. 1인 가구 증가와 가성비 소비 선호 트렌드를 타고 구조적인 성장을 지속하고 있다. 이커머스의 배송 서비스 확대에도 편의점은 접근성을 무기로 성장했다. 편의성과 속도를 중요시하는 국내 정서에 적합한 채널로도 보인다. 주요 채널 중 편의점이 M/S 를 확대하고 있는 이유이다.

Why BGF 리테일

유사업종 전환율이 40%대이다. 유사업종군에서 이미 BGF 리테일을 경쟁력 있는 채널로 판단하고 있다. 또 19년 대비 22년 매출액 성장률을 비교해 보면 어느정도 규모를 이룬 선두업체임에도 지난 3년간 시장과 유사한 성장률을 기록했다. 시장을 압도하는 것으로 보인다.

투자기회 및 밸류에이션

23년 마스크 착용 의무 해제와 본격적인 국경 리오픈으로 일반 + 특수 채널 모두 성장이 예상된다. 특히 최근 국내 소비 채널 중 편의점을 선호하는 일본인 입국자가 늘고 있다. 3월만 벌써 19.2만명이다. 5월 기사다 일본 총리가 방한했다. 한일 관계가 개선된다면 더 빠른 속도로 입국자가 늘 것으로 예상되고 편의점 업계 성장에 기여할 것으로 예상된다. 23년 지배주주순이익 2,228 억원에 PER 19.3 배를 적용해 목표주가 25 만원으로 커버리지를 개시하며, BGF 리테일을 유통 섹터 Top Pick 으로 제시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	5,946	6,181	6,781	7,616	8,349	8,989
yoy	%	2.9	4.0	9.7	12.3	9.6	7.7
영업이익	십억원	197	162	199	252	295	312
yoy	%	3.7	-17.5	23.0	26.6	16.9	5.7
EBITDA	십억원	526	515	582	673	666	746
세전이익	십억원	201	163	193	254	292	308
순이익(지배주주)	십억원	151	123	148	194	223	236
영업이익률%	%	3.3	2.6	2.9	3.3	3.5	3.5
EBITDA%	%	8.9	8.3	8.6	8.8	8.0	8.3
EPS(계속사업)	원	876	710	854	1,120	1,289	1,363
PER	배	19.4	19.1	17.0	18.8	13.9	13.1
PBR	배	4.7	3.4	3.1	3.8	2.8	2.4
EV/EBITDA	배	6.0	5.1	5.1	6.3	5.6	4.8
배당수익률	%	1.6	1.8	2.1	1.9	2.3	2.3
ROE	%	26.5	18.6	19.6	21.8	21.4	19.7
순차입금	십억원	250	281	467	589	620	512
부채비율	%	248.9	240.3	220.8	206.1	187.2	170.4

목표주가 산정 테이블

구분	내용
2023년 지배주주순이익(억원)	2,228
19년 12MF PER 수준: Target PER	193
목표 시가총액(억원)	42,992
총 발행주식수(보통주)	17,283,906
목표주가(원)	248,741
현재주가(원)	189,000
상승 여력(%)	32.3%

자료: SK 증권

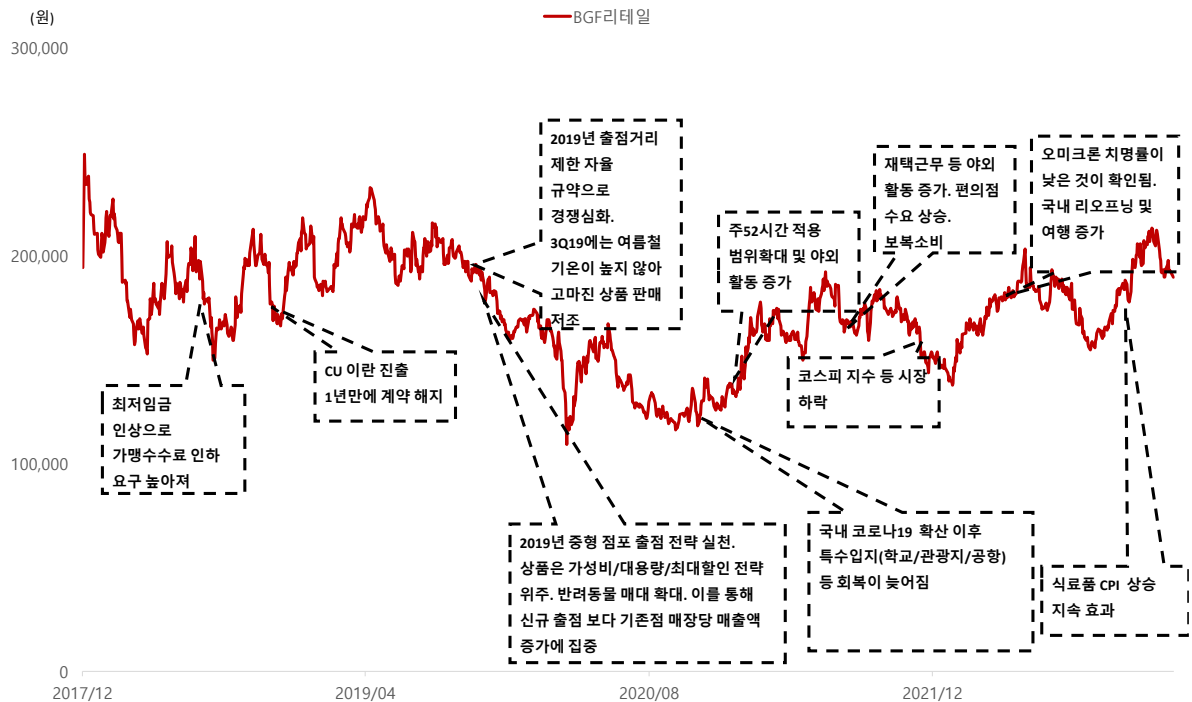
BGF 리테일 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23(P)	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	1,692	1,919	2,056	1,949	1,850	2,104	2,266	2,130	6,781	7,616	8,349
YoY(%)	12.7%	12.8%	11.9%	11.8%	9.3%	9.6%	10.2%	9.3%	9.7%	12.3%	9.6%
영업이익	38	71	92	52	37	78	109	71	199	252	295
OPM(%)	2.2%	3.7%	4.5%	2.7%	2.0%	3.7%	4.8%	3.3%	2.9%	3.3%	3.5%
세전이익	35	75	91	54	36	77	108	70	193	254	292
지배주주순이익	26	57	69	41	28	59	83	54	148	194	223
기말 점포수	16,055	16,255	16,455	16,787	16,987	17,187	17,387	17,587	15,855	16,787	17,587
점포 순증(QoQ YoY)	200	200	200	332	200	200	200	200	932	932	800
점포 성장률 YoY(%)	6%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	5%

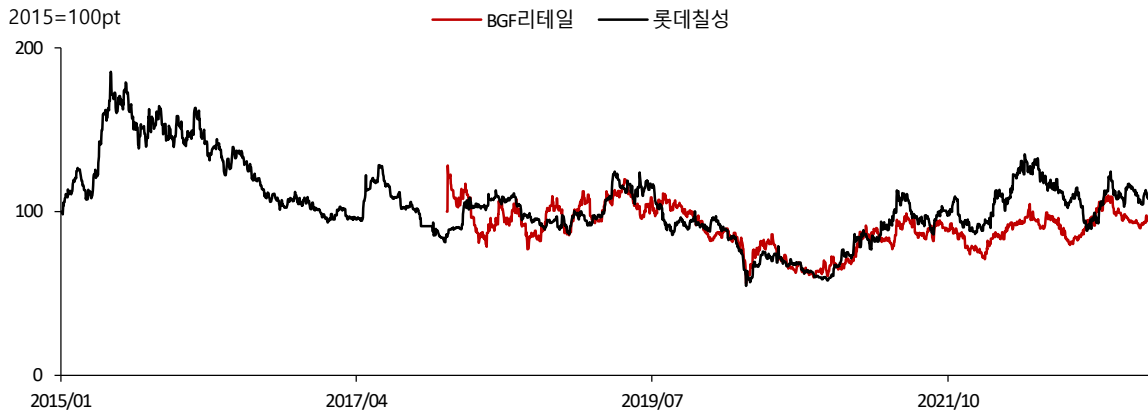
자료: SK 증권 추정

BGF 리테일 주가 히스토리



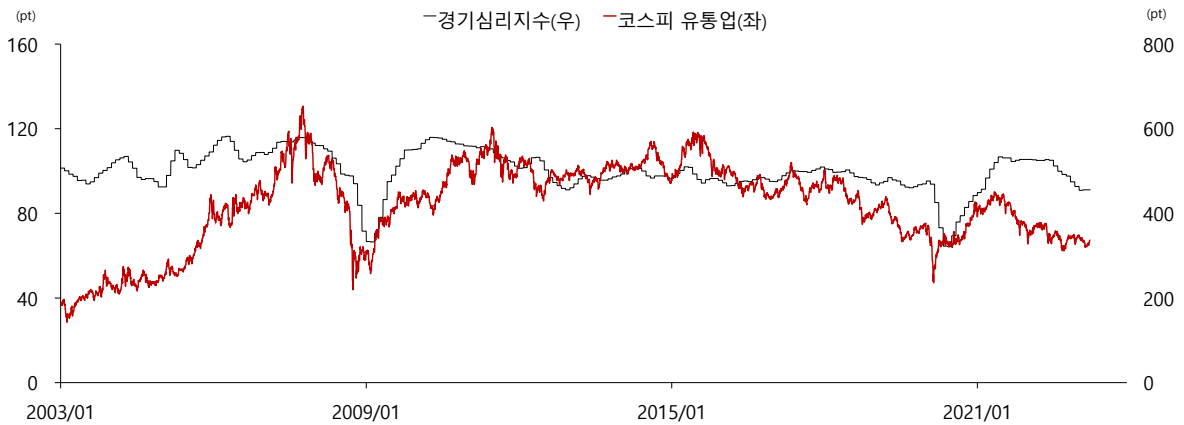
자료: 언론사, BGF 리테일, SK 증권 추정

BGF 리테일 vs. 롯데칠성 주가 (15~22년)



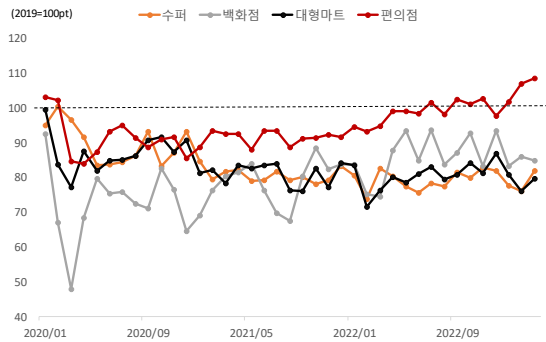
자료: Bloomberg, SK 증권

국내 경기심리지수 vs. 코스피 유통업 지수



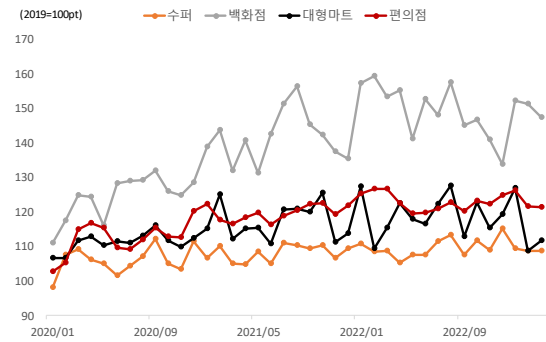
자료: Bloomberg, SK 증권

국내 소매 채널 구매 건수 추이(2019년 대비)



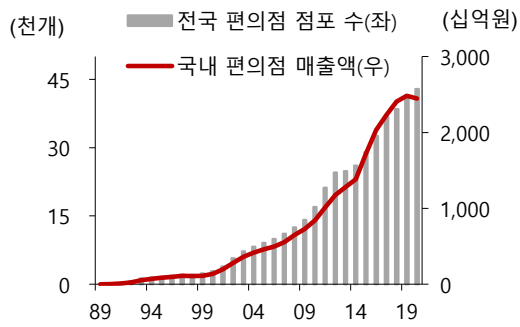
자료 : 산업통상자원부, SK 증권

국내 소매 채널 객단가 추이(2019년 대비)



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

전국 편의점(오프라인) 점포 수와 매출액 추이



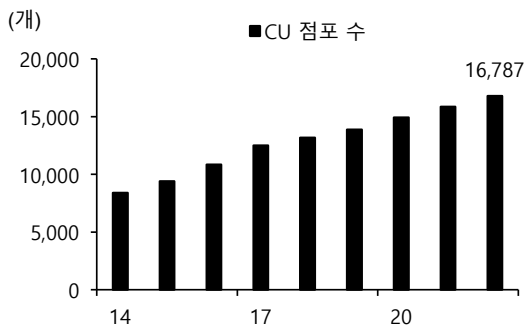
자료: 편의점협회, SK 증권

편의점 점포 증가율



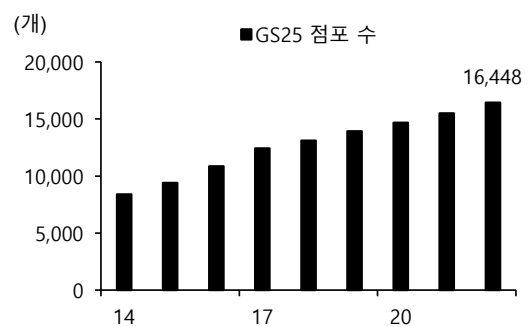
자료: 편의점협회, SK 증권

편의점(CU) 매장 수 추이



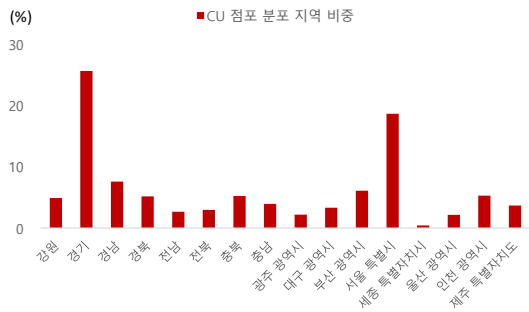
자료: 편의점협회, SK 증권

편의점(GS25) 매장 수 추이



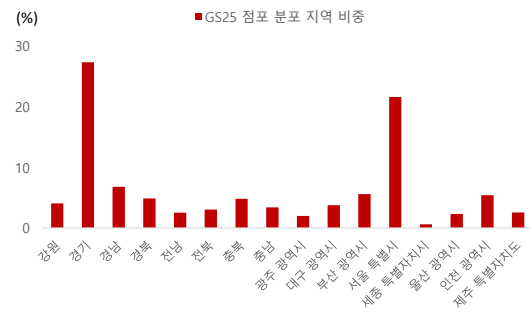
자료: 편의점협회, SK 증권

CU 점포 지역별 비중 추정(2022)



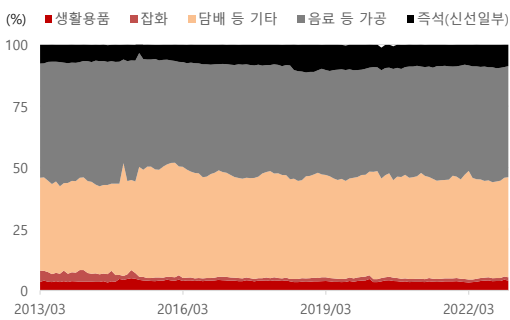
자료: 산업통상자원부, SK 증권

GS25 점포 지역별 비중 추정(2022)



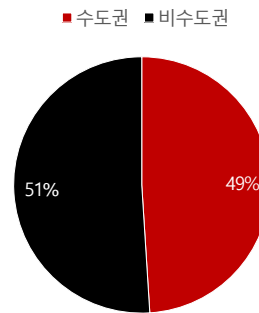
자료: BGF 리테일, SK 증권

국내 편의점 업계 취급 상품의 매출 비중 추이



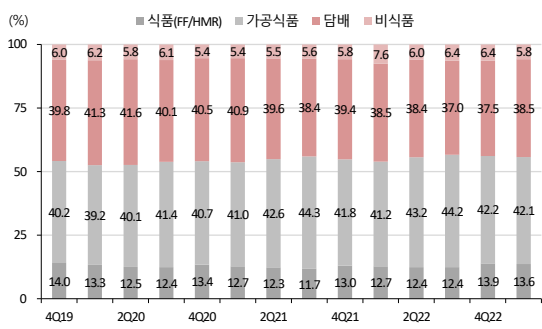
자료: 산업통상자원부, SK 증권

BGF 리테일 점포 수도권/비수도권 비중(1Q21)



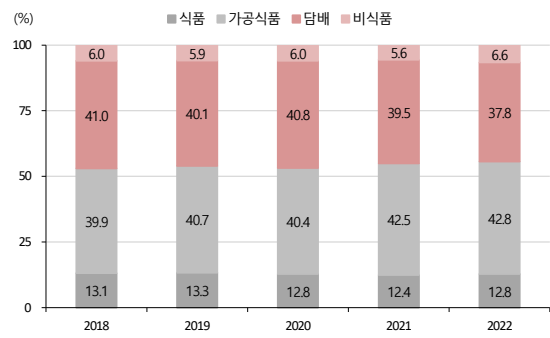
자료: BGF 리테일, SK 증권

BGF 리테일 카테고리 분기별 매출 비중 변화



자료: 산업통상자원부, SK 증권

BGF 리테일 카테고리 연간 매출 비중 변화



자료: BGF 리테일, SK 증권

편의점 비식품 매출 비중 추이



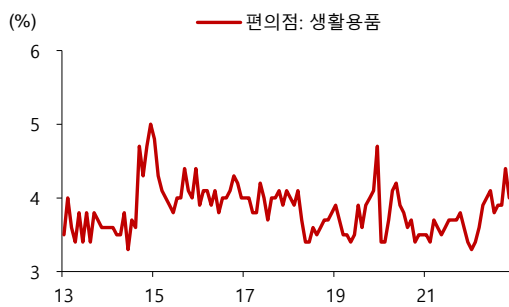
자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 식품 매출 비중 추이



자료: 산업통상자원부, SK 증권

비식품(생활용품) 매출 비중 상승 중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

식품(음료 등 가공) 매출 비중 상승 중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 비식품 합산 판매 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 식품 합산 판매 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 구매건수 증감률



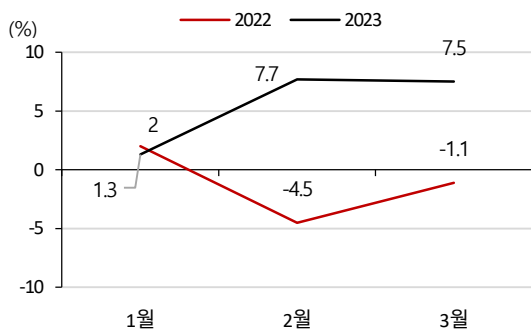
자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 구매단가 증감률



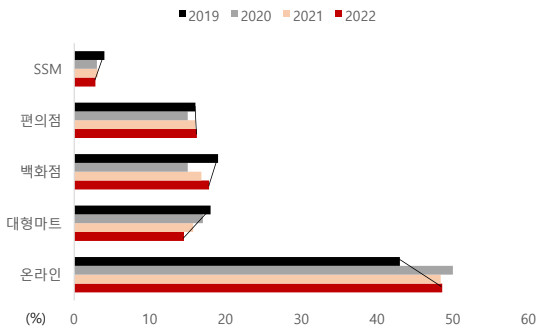
자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 동일점 객수 증감률



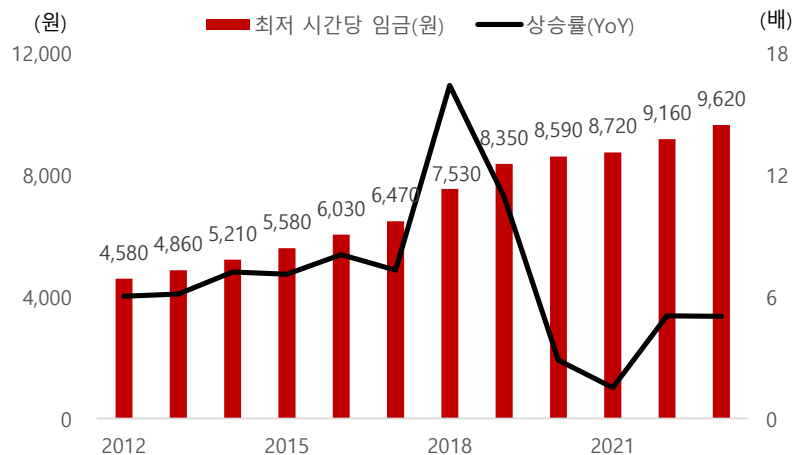
자료: 산업통상자원부, SK 증권

유통채널별 3년간 M/S 변화



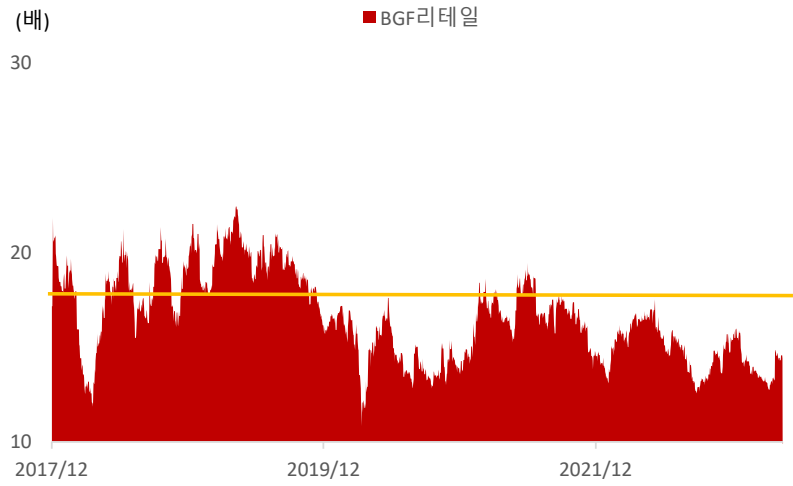
자료: 통계청, SK 증권

국내 시간당 최저임금 추이



자료: 최저임금위원회, SK 증권

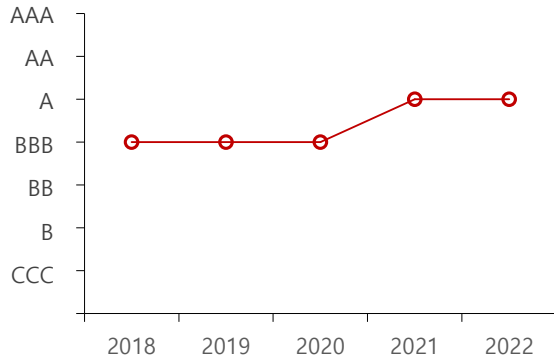
BGF 리테일 12MF 컨센서스 PER 추이



자료: Dataguide, SK 증권

ESG 하이라이트

BGF 리테일의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
BGF 리테일 종합 등급	A	D-	50.0
환경(Environment)	16.0	D-	34.4
사회(Social)	57.9	D-	37.8
지배구조(Governance)	60.6	D+	77.8
<비교업체 종합 등급>			
GS 리테일	A	D+	59.9
이마트	A	C	43.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 BGF 리테일 ESG 평가

2021년 2월 ESG 경영위원회를 발족하여 운영. 2025년까지 3대 중장기 목표 달성을 통해 환경사회적 책임을 수행해 나갈 것으로 공표했으며, 달성을 위한 노력 지속될 것

2025년 중장기 목표는:

- 1) 일회용품 및 플라스틱 소모품 사용량 50% 감축, 간편식 패키지 PLA 소재 전환, 생수 전품목 무라벨화
- 2) 동반성장지수 최우수 등급 달성, 고용 취약계층 일자리 연 2,000개 창출, 기업 및 기관 연계 아이CU 얼라이언스 발족
- 3) 인권경영강화, 유통-제조사 품질 안전 관리 협업체계 구축

자료: SK 증권

BGF 리테일의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: KRX, SK 증권

BGF 리테일의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2020.5.20	사회 (Social)	코로나로 CU 김포물류센터 멈춰 점포 600곳 상품입고 차질
2020.2.13	사회 (Social)	편의점 CU, N+1 행사비용 전가 "덜미"
2019.3.21	지배 (Governance)	BGF 그룹, 간접 지분 형태로 공정위 눈 피한 내부거래...배당잔치는 덤
2019.3.6	사회 (Social)	편의점 CU 도시락 수세미 조각 추정 이물질 발견
2017.5.28	사회 (Social)	편의점 1위 BGF 리테일, 알바 사망치아 김밥...잇단 악재로 몸살
2017.5.26	사회 (Social)	골목상권 생존권 침해? 등 터지는 소비자

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	829	808	890	952	1,117
현금및현금성자산	24	54	269	239	348
매출채권 및 기타채권	96	117	180	196	212
재고자산	122	108	125	136	147
비유동자산	1,542	1,788	2,056	2,248	2,342
장기금융자산	247	288	335	365	392
유형자산	591	614	690	828	901
무형자산	38	34	38	29	22
자산총계	2,371	2,596	2,946	3,201	3,459
유동부채	1,003	1,016	1,102	1,201	1,293
단기금융부채	239	288	306	335	361
매입채무 및 기타채무	665	612	661	799	861
단기충당부채	15	20	26	29	31
비유동부채	671	771	881	885	887
장기금융부채	650	747	847	847	847
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	2	2	2
부채총계	1,674	1,787	1,984	2,086	2,180
지배주주지분	697	809	963	1,115	1,279
자본금	17	17	17	17	17
자본잉여금	322	322	322	322	322
기타자본구성요소	22	22	22	22	22
자기주식	-2	-2	-2	-2	-2
이익잉여금	336	446	600	752	917
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	697	809	963	1,115	1,279
부채와자본총계	2,371	2,596	2,946	3,201	3,459

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	506	537	629	639	711
당기순이익(손실)	123	148	194	223	236
비현금성항목등	403	449	498	537	604
유형자산감가상각비	338	371	411	362	427
무형자산상각비	14	12	10	9	7
기타	51	66	77	166	170
운전자본감소(증가)	28	-18	-9	46	42
매출채권및기타채권의감소(증가)	2	-19	-52	-17	-15
재고자산의감소(증가)	-29	13	-16	-12	-11
매입채무및기타채무의증가(감소)	32	-67	16	68	62
기타	23	55	43	7	6
법인세납부	-48	-42	-53	-69	-73
투자활동현금흐름	-264	-237	-96	-590	-553
금융자산의감소(증가)	-12	87	246	-28	-25
유형자산의감소(증가)	-173	-162	-222	-500	-500
무형자산의감소(증가)	-3	-5	-9	0	0
기타	-76	-157	-111	-62	-28
재무활동현금흐름	-210	-244	-283	-42	-45
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	28	26
장기금융부채의증가(감소)	-163	-202	-230	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-47	-41	-52	-71	-71
기타	0	-1	-1	1	0
현금의 증가(감소)	-4	30	214	-30	109
기초현금	28	24	54	269	239
기말현금	24	54	269	239	348
FCF	333	375	407	139	211

자료 : BGF리테일, SK증권 추정

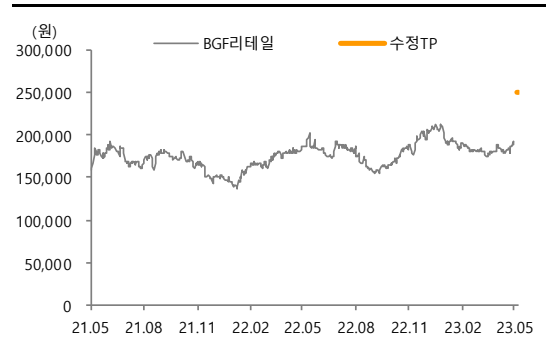
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	6,181	6,781	7,616	8,349	8,989
매출원가	5,130	5,604	6,230	6,817	7,342
매출총이익	1,052	1,177	1,386	1,532	1,647
매출총이익률(%)	17.0	17.4	18.2	18.4	18.3
판매비와 관리비	890	978	1,134	1,237	1,335
영업이익	162	199	252	295	312
영업이익률(%)	2.6	2.9	3.3	3.5	3.5
비영업손익	1	-7	2	-4	-4
순금융손익	-8	-9	-14	-97	-97
외환관련손익	-1	1	1	-0	-0
관계기업등 투자손익	0	0	-1	74	0
세전계속사업이익	163	193	254	292	308
세전계속사업이익률(%)	2.6	2.8	3.3	3.5	3.4
계속사업법인세	40	45	61	69	73
계속사업이익	123	148	194	223	236
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	123	148	194	223	236
순이익률(%)	2.0	2.2	2.5	2.7	2.6
지배주주	123	148	194	223	236
지배주주귀속 순이익률(%)	2.0	2.2	2.5	2.7	2.6
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	121	154	205	223	236
지배주주	121	154	205	223	236
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	515	582	673	666	746

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	4.0	9.7	12.3	9.6	7.7
영업이익	-17.5	23.0	26.6	16.9	5.7
세전계속사업이익	-18.9	18.0	32.0	14.8	5.8
EBITDA	-2.2	13.0	15.7	-1.1	11.9
EPS	-18.9	20.3	31.1	15.1	5.8
수익성 (%)					
ROA	5.4	5.9	7.0	7.2	7.1
ROE	18.6	19.6	21.8	21.4	19.7
EBITDA마진	8.3	8.6	8.8	8.0	8.3
안정성 (%)					
유동비율	82.6	79.5	80.7	79.3	86.4
부채비율	240.3	220.8	206.1	187.2	170.4
순차입금/자기자본	40.3	57.8	61.2	55.6	40.0
EBITDA/이자비용(배)	28.6	31.1	23.8	5.5	6.0
배당성향	33.8	35.1	36.6	31.8	30.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	7,100	8,542	11,198	12,887	13,630
BPS	40,416	46,925	55,795	64,584	74,117
CFPS	27,507	30,665	35,555	34,349	38,721
주당 현금배당금	2,400	3,000	4,100	4,100	4,100
Valuation지표 (배)					
PER	19.1	17.0	18.8	13.9	13.1
PBR	3.4	3.1	3.8	2.8	2.4
PCR	4.9	4.7	5.9	5.2	4.6
EV/EBITDA	5.1	5.1	6.3	5.6	4.8
배당수익률	1.8	2.1	1.9	2.3	2.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.08	매수	250,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(박찬솔)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 08일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
박찬술

rightsearch@sksec.co.kr
3773-9955

Company Data

자본금	200 십억원
발행주식수	3,925 만주
자사주	94 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,367 십억원
주요주주	
삼성생명보험(외5)	17.34%
국민연금공단	10.42%
외국인지분율	21.10%
배당수익률	0.3%

Stock Data

주가(23/05/04)	84,100 원
KOSPI	2,500.94 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	87,300 원
52주 최저가	62,700 원
60일 평균 거래대금	26 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.0%	2.8%
6개월	36.8%	27.4%
12개월	6.6%	14.2%

호텔신라 (008770/KS | 매수(신규편입) | T.P 110,000 원(신규편입))

좋은 기업, 더 좋은 주식

- 23년 면세점 Top Pick으로 제시
- 외국인 입국자 증가에 따라 호텔신라의 알선 수수료 관련 협상력이 상승하는 구조
- 23년 연말 기준으로 국내 입국자수는 19년의 75~85% 수준이 될 것으로 예상
- 객단가와 선호 품목 고려할 때 중국인 입국자수 회복이 가장 중요
- 23년 지배주주순이익 1,284 억원에 18년 PER 적용해 11 만원으로 커버리지 개시

1Q23 실적 발표

매출액 7,521 억원(-31.3%), 영업이익 345 억원(+128.0%)을 기록했다. 다이공과 알선수수료 협상 과정에서 시내 면세점 매출액이 전년 대비 -62.7% 감소했다. 면세점 영업이익은 252 억원을 기록하면서 지난해 대비 +98.4% 증가했다. 이중 130 억원은 특허 수수료 감면 등에 따른 효과로 실질적인 이익률 개선은 전분기 대비 3%pt로 추정된다. 알선수수료율은 전분기 대비 미드 싱글 수준에서 조정되었다. 향후 외국인 입국자 증가로 호텔신라의 협상력이 상승해 더 큰 폭의 수수료율 조정이 가능해질 것으로 보인다.

2019년까지 회복에는 시간이 필요

국가간 코로나 19 관련 규제 철폐, 항공편 증편으로 해외 입국자가 빠르게 회복될 것이다. 2019년 수준으로 회복은 2H24까지 볼 필요가 있다. 공급망 이슈가 병목 현상으로 작용할 것으로 보인다. 다만 코로나 19 기간을 지나면서 내국인 입국자 면세 한도가 기존 \$600에서 \$800으로 상향되는 등 면세업계에 긍정적인 부분도 있다. 호텔신라는 공항 면세 사업자 DF1(향수, 화장품, 주류, 담배), DF3(패션, 부티크)에 최종 선정되면서 외형 확장을 통해서 장기적인 사업 우위도 확보했다.

Why 호텔신라. 투자기회 및 밸류에이션

국내 유통 섹터 중 해외 여행 관련 사업 노출도가 가장 높은 호텔신라의 수익성이 23년부터 회복될 것으로 기대된다. 공항 면세점의 여객수 연동 임대료 구조도 기존 매출액 연동제보다는 아니지만 고정비 형태보다는 불확실성 대비에 긍정적이다. 23년 지배주주순이익에 1,284 억원에 한한영 이후 중국 입국자 증가하던 18년 시기 PER 33.0 배를 적용했다. 목표주가 11 만원으로 Top Pick 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

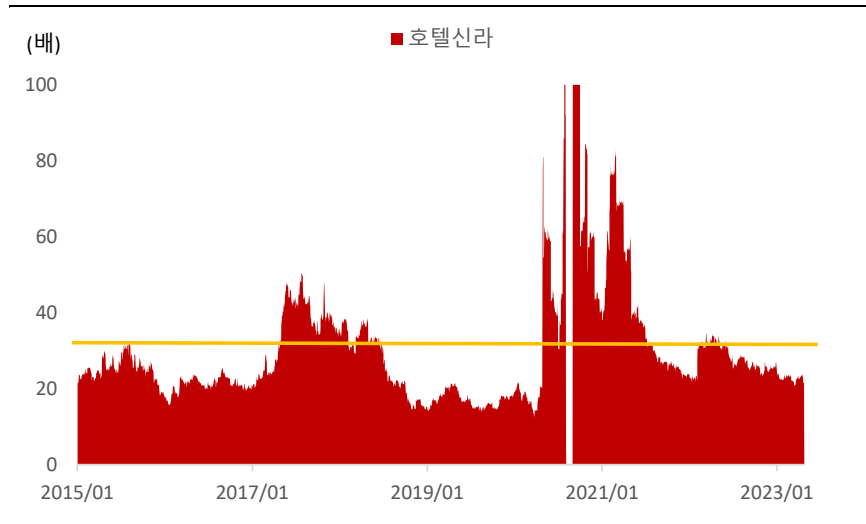
구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	5,717	3,188	3,779	4,922	3,801	5,448
yoy	%	21.3	-44.2	18.5	30.2	-22.8	43.3
영업이익	십억원	296	-185	119	78	191	270
yoy	%	41.5	0.0	0.0	-34.1	143.7	41.6
EBITDA	십억원	515	39	246	205	309	393
세전이익	십억원	226	-361	48	-60	164	260
순이익(지배주주)	십억원	170	-283	27	-50	128	198
영업이익률%	%	5.2	-5.8	3.1	1.6	5.0	5.0
EBITDA%	%	9.0	1.2	6.5	4.2	8.1	7.2
EPS(계속사업)	원	424	-7,085	677	-1,254	3,210	4,959
PER	배	21.4	-11.6	115.3	-66.3	26.7	17.3
PBR	배	3.5	4.5	4.6	5.2	4.5	3.6
EV/EBITDA	배	9.0	117.3	17.7	21.2	13.8	10.1
배당수익률	%	0.4	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
ROE	%	20.2	-36.7	4.5	-9.0	21.4	26.2
순차입금	십억원	1,018	1,244	1,243	1,038	1,100	827
부채비율	%	283.6	363.8	360.5	444.4	342.7	308.3

목표주가 산정 테이블

구분	내용
2023년 지배주주순이익(억원)	1,284
한한령 이후 중국 입국자가 증가하던 18년도 12MF PER	33.0
목표 시가총액(억원)	42,375
총 발행주식수(보통주)	39,248,121
목표주가(원)	107,966
현재주가(원)	84,100
상승 여력(%)	30.8%

자료: SK 증권

호텔신라 12MF 컨센서스 PER 추이



자료: Dataguide, SK 증권

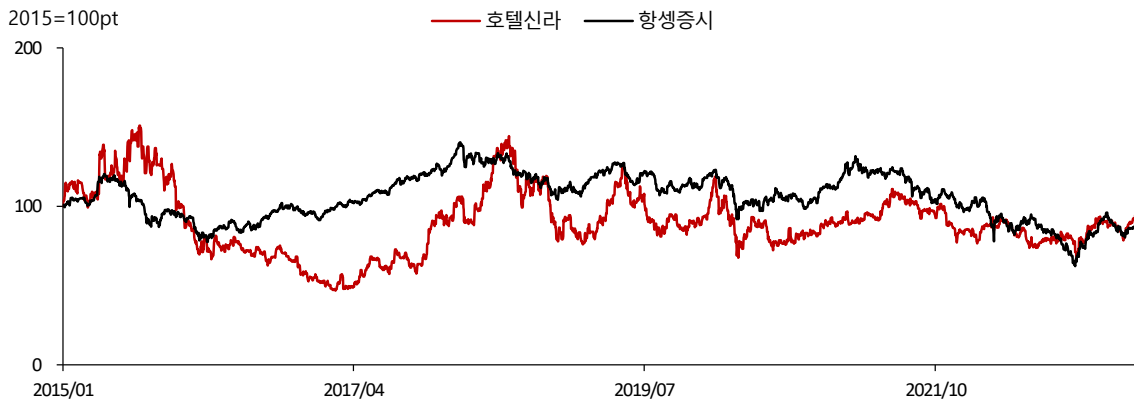
호텔신라 실적 추정

(단위 : 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
연결 매출액	1,094	1,166	1,362	1,300	752	852	1,038	1,158	5,717	3,188	3,779	4,922	3,801	5,448
YoY(%)	50.5%	22.3%	40.6%	15.0%	-31.3%	-26.9%	-23.8%	-10.9%	21.3%	-44.2%	18.5%	30.2%	-22.8%	43.3%
면세점	979	1,010	1,198	1,140	609	709	879	1,006	5,201	2,802	3,344	4,326	3,203	4,835
시내	897	884	1,053	955	335	432	567	681	3,274	2,296	3,041	3,789	2,014	3,060
공항	82	126	145	185	274	277	313	325	1,927	506	303	538	1,189	1,775
호텔레저	116	156	164	160	146	143	159	152	516	386	435	596	600	612
서울	35	50	52	53	46	46	53	53	164	117	132	190	199	193
제주	22	24	25	19	17	26	26	23	78	70	85	90	91	91
스테이	31	30	47	53	42	31	38	40	141	94	116	161	151	166
레저	21	28	33	33	34	32	34	35	126	95	90	116	135	134
기타	6	24	7	2	7	8	8	2	8	10	12	39	25	27
연결 영업이익	15	43	27	-7	35	36	58	63	296	-185	119	78	191	270
OPM(%)	1.4%	3.7%	2.0%	-0.5%	4.6%	4.2%	5.6%	5.4%	5.2%	-5.8%	3.1%	1.6%	5.0%	5.0%
면세점	13	15	1	-20	25	26	44	49	267	-127	132	9	145	221
호텔 & 레저	2	28	26	13	9	10	13	13	29	-58	-13	70	46	50
지배주주순이익	-8	25	14	-81	53	27	13	35	170	-283	27	-50	128	198

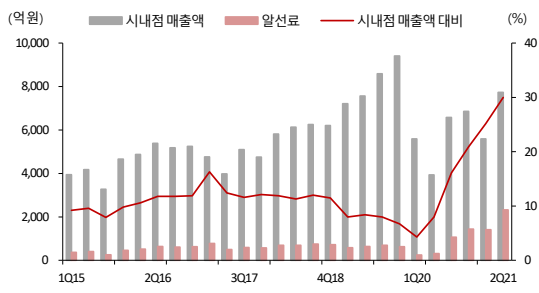
자료 : SK 증권

호텔신라 주가 vs. 홍콩 항셱증시 (15~22년)



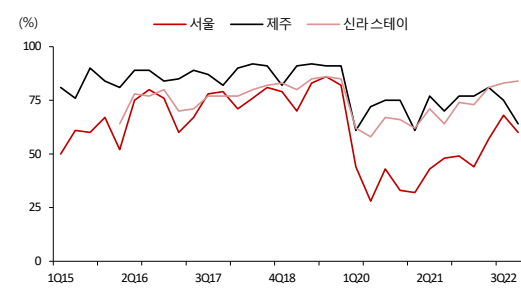
자료: Bloomberg, SK 증권

알선 수수료율 추이



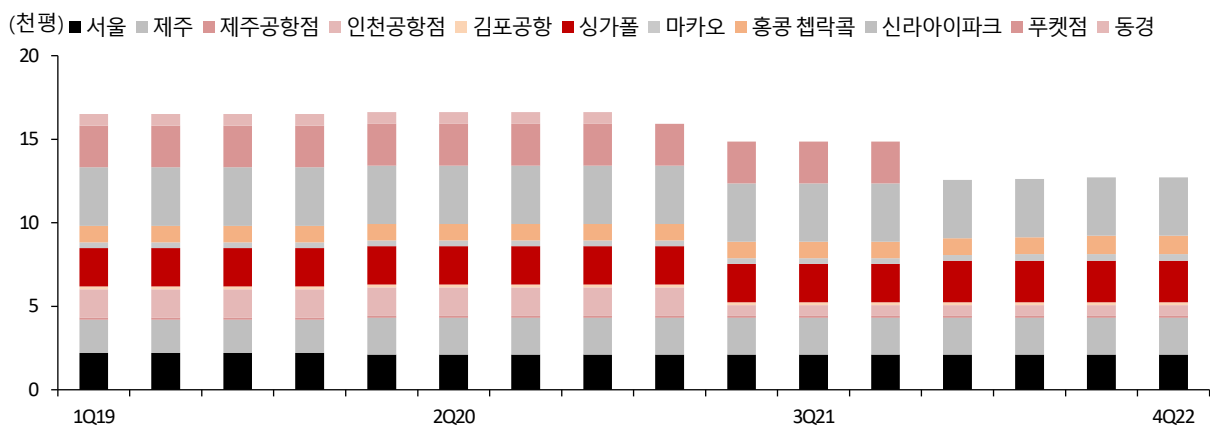
자료: 호텔신라, SK 증권

신라 호텔 투숙율 추이



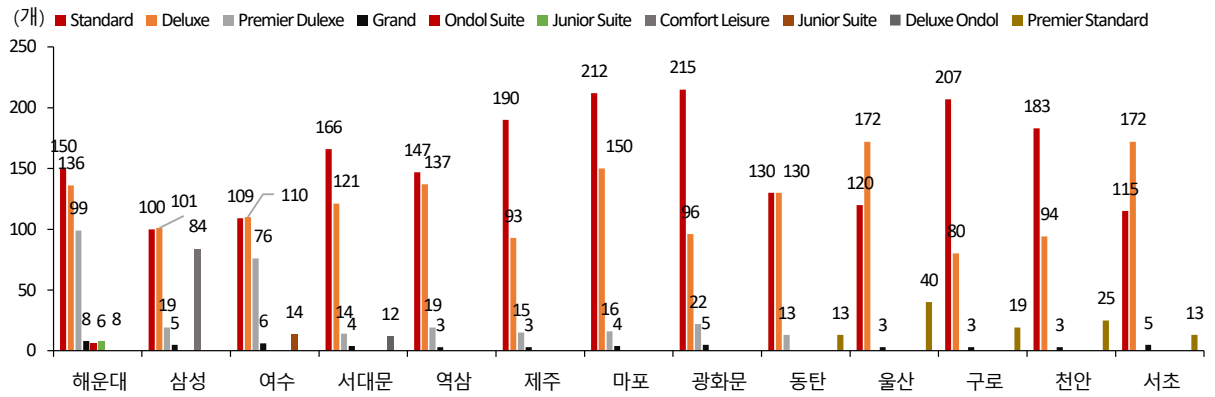
자료: 호텔신라, SK 증권

호텔신라 면세 사업장 면적 추이



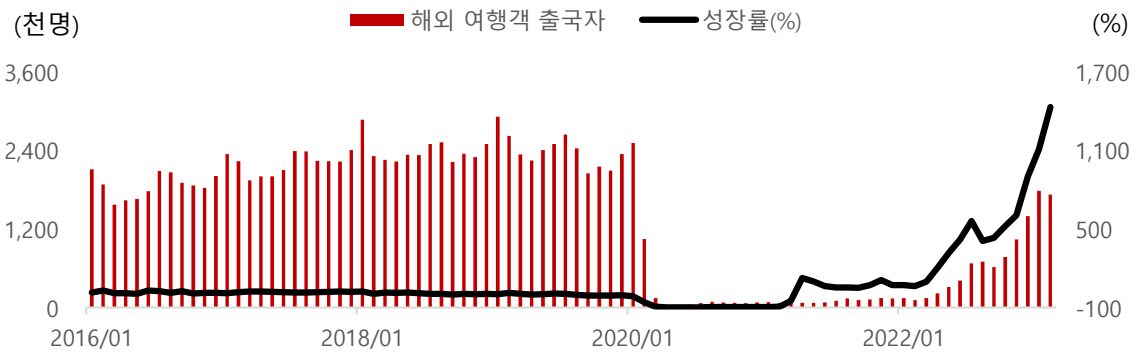
자료: 호텔신라, SK 증권

호텔신라 신라 스테이 타입별 객실수



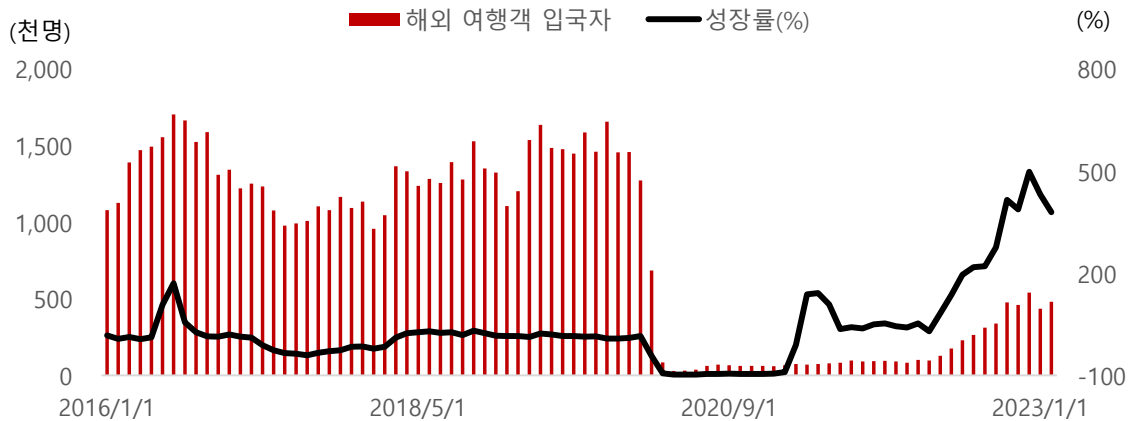
자료: 신라스테이, SK 증권

국내 해외 여행객 출국자 및 전년동기 대비 성장률



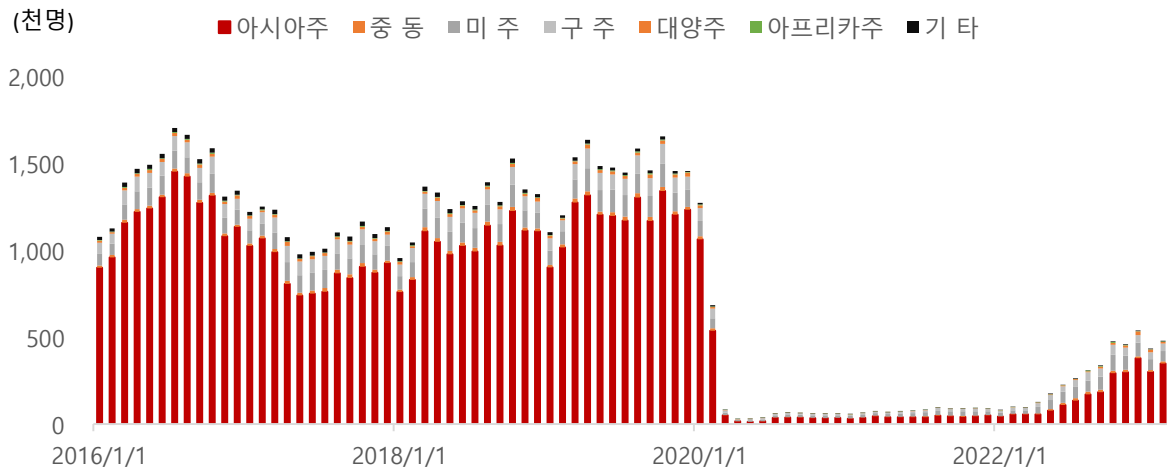
자료: 한국관광공사, SK 증권

국내 해외 여행객 입국자 및 전년동기 대비 성장률



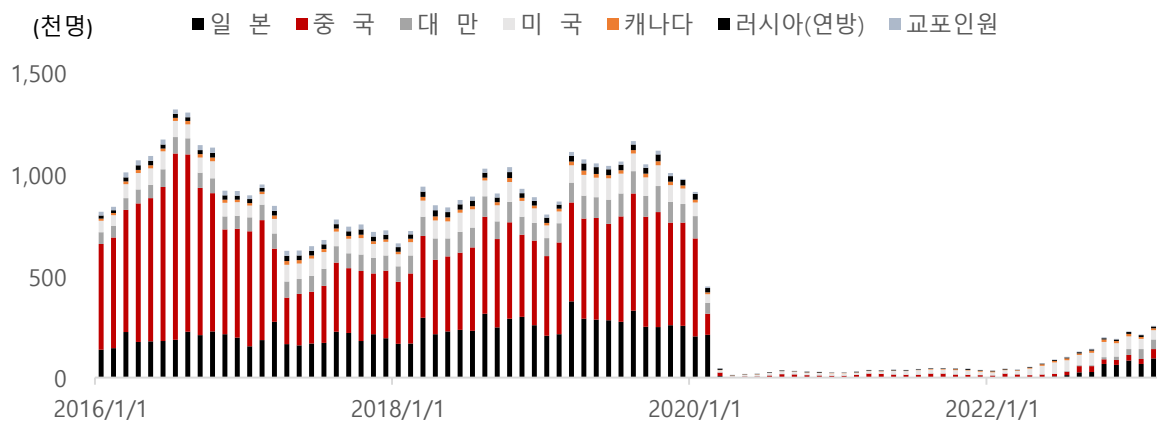
자료: 한국관광공사, SK 증권

국내 해외 여행객 입국자, 1차 세부 구분



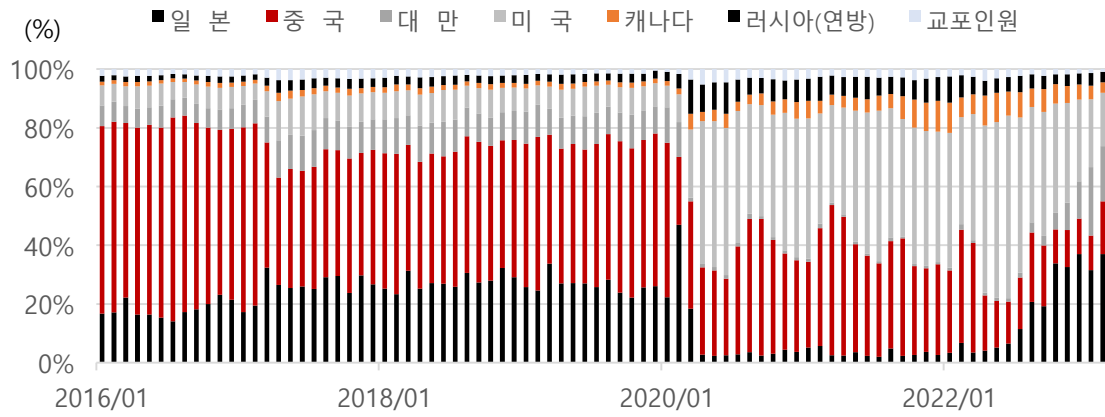
자료: 한국관광공사, SK 증권

국내 해외 여행객 입국자, 2차 세부 구분



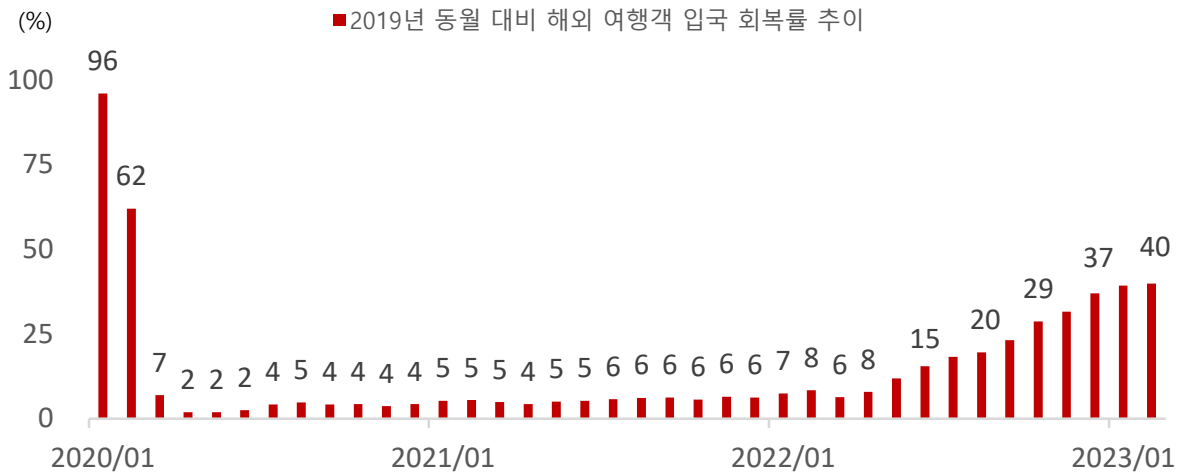
자료: 한국관광공사, SK 증권

국내 해외 여행객 입국자, 2차 세부 구분 국가별 비중



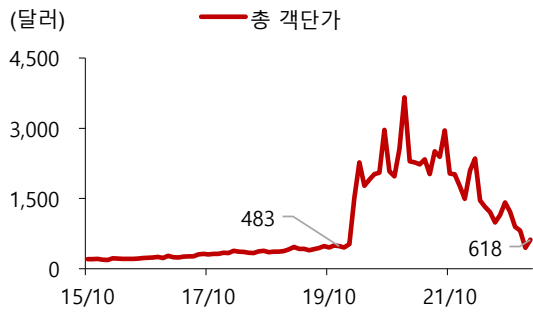
자료: 한국관광공사, SK 증권

코로나 19 이전 대비 해외 여행객 입국 회복률 추이



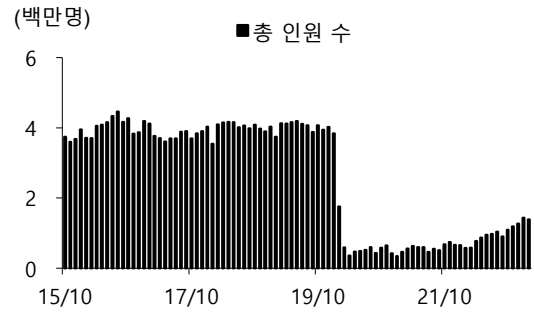
자료: 한국관광공사, SK 증권

면세점 총 객단가



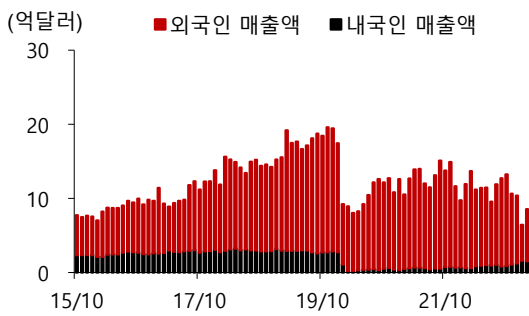
자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 총 고객 수



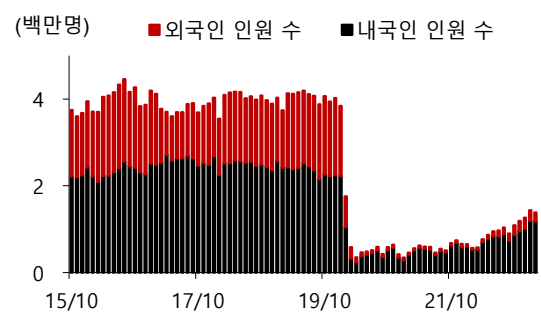
자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 외국인/내국인 매출액 구분



자료: 면세점협회, SK 증권

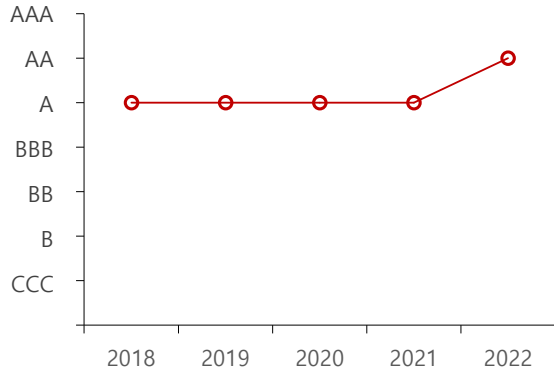
면세점 고객 외국인/내국인 구분



자료: 면세점협회, SK 증권

ESG 하이라이트

호텔신라의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
호텔신라 종합 등급	AA	D+	37.8
환경(Environment)	59.5	D-	19.8
사회(Social)	53.4	D-	16.1
지배구조(Governance)	62.0	A-	77.3
<비교업체 종합 등급>			
신세계	AA	C+	45.2
현대백화점	BBB	D+	56.4
롯데쇼핑	A	C+	47.3

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 호텔신라 ESG 평가

호텔신라는 22년 10월 이사회에서 ESG 위원회를 신설하는 안건을 의결. 22년 ESG 위원회에 대한 성과는 1Q23 보고서를 통해서 확인 가능할 예정으로 평가를 보류함.

자료: SK 증권

호텔신라의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)

자료: KRX, SK 증권

호텔신라의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
23.1.19	지배구조 (Governance)	신라면세점, 명품시계 횡령 직원 적발... "외부 판매나 유통된 것 없어"
22.2.15	사회 (Social)	호텔신라 성희롱 피해자 "상사도, 인사팀도, 고용노동부도 믿지마세요"
21.7.23	지배구조 (Governance)	대법원 판결 기다리는 지분 논란... 국내 1호 면세점 운명은
21.7.14	환경 (Environment)	산 채로 상어 지느러미 자르는 삭스핀 판매 여전
21.3.22	지배구조 (Governance)	이부진 호텔신라 사장 작년 연봉 49억원 받았다
20.10.28	환경 (Environment)	서울 온실가스 배출량 전년대비 약 5% 증가... 병원→대학→호텔 많아

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,164	1,087	1,479	1,421	1,931
현금및현금성자산	240	243	534	425	725
매출채권 및 기타채권	136	178	249	222	295
재고자산	620	626	555	495	441
비유동자산	1,730	1,569	1,460	1,503	1,545
장기금융자산	249	242	188	168	223
유형자산	625	590	592	635	620
무형자산	54	42	35	24	16
자산총계	2,894	2,656	2,939	2,924	3,476
유동부채	775	1,012	1,306	1,171	1,531
단기금융부채	162	463	550	490	651
매입채무 및 기타채무	279	227	299	526	698
단기충당부채	5	6	7	6	9
비유동부채	1,495	1,068	1,093	1,092	1,094
장기금융부채	1,466	1,040	1,068	1,068	1,068
장기매입채무 및 기타채무	19	21	20	20	20
장기충당부채	6	6	5	4	6
부채총계	2,270	2,080	2,399	2,264	2,624
지배주주지분	624	576	540	661	851
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	197	197	197	197	197
기타자본구성요소	-104	-104	-104	-104	-104
자기주식	-104	-104	-104	-104	-104
이익잉여금	342	289	242	363	554
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	624	577	540	661	851
부채외자본총계	2,894	2,656	2,939	2,924	3,476

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	-53	40	213	312	564
당기순이익(손실)	-283	27	-50	128	198
비현금성항목등	336	221	256	189	218
유형자산감가상각비	205	111	112	107	115
무형자산상각비	19	16	14	11	8
기타	112	93	130	70	95
운전자본감소(증가)	-63	-207	13	13	182
매출채권및기타채권의감소(증가)	95	-15	-5	27	-73
재고자산의감소(증가)	218	-2	71	61	54
매입채무및기타채무의증가(감소)	-294	29	-6	-64	172
기타	-82	-219	-47	-11	28
법인세납부	-44	-1	-5	-35	-62
투자활동현금흐름	-258	137	-74	-150	-298
금융자산의감소(증가)	-4	-5	-8	12	-133
유형자산의감소(증가)	-46	6	-54	-150	-100
무형자산의감소(증가)	-0	0	0	0	0
기타	-208	137	-12	-12	-65
재무활동현금흐름	48	-180	146	-120	92
단기금융부채의증가(감소)	-178	-87	-105	-60	160
장기금융부채의증가(감소)	260	-64	283	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-13	-8	-8	-8	-8
기타	-21	-22	-25	-52	-61
현금의 증가(감소)	-268	3	291	-110	300
기초현금	508	240	243	534	425
기말현금	240	243	534	425	725
FCF	-100	45	160	162	464

자료 : 호텔신라, SK증권 추정

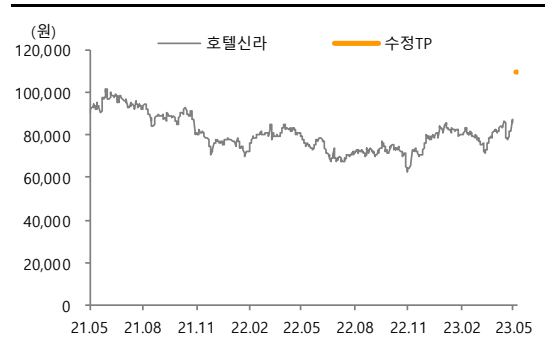
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	3,188	3,779	4,922	3,801	5,448
매출원가	2,093	2,056	2,161	1,865	2,538
매출총이익	1,095	1,723	2,761	1,935	2,910
매출총이익률(%)	34.4	45.6	56.1	50.9	53.4
판매비와 관리비	1,281	1,604	2,683	1,745	2,639
영업이익	-185	119	78	191	270
영업이익률(%)	-5.8	3.1	1.6	5.0	5.0
비영업손익	-175	-71	-138	-27	-10
순금융손익	-37	-33	-30	-35	-33
외환관련손익	-11	-6	-9	-15	-0
관계기업등 투자손익	0	0	0	128	0
세전계속사업이익	-361	48	-60	164	260
세전계속사업이익률(%)	-11.3	1.3	-1.2	4.3	4.8
계속사업법인세	-77	21	-9	35	62
계속사업이익	-283	27	-50	128	198
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-283	27	-50	128	198
순이익률(%)	-8.9	0.7	-1.0	3.4	3.6
지배주주	-283	27	-50	128	198
지배주주귀속 순이익률(%)	-8.9	0.7	-1.0	3.4	3.6
비지배주주	0	-0	-0	-0	-0
총포괄이익	-282	28	-29	128	198
지배주주	-282	28	-29	128	198
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	39	246	205	309	393

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-44.2	18.5	30.2	-22.8	43.3
영업이익	적전	흑전	-34.1	143.7	41.6
세전계속사업이익	적전	흑전	적전	흑전	59.0
EBITDA	-92.5	537.8	-16.9	51.2	27.0
EPS	적전	흑전	적전	흑전	54.5
수익성 (%)					
ROA	-8.8	1.0	-1.8	4.4	6.2
ROE	-36.7	4.5	-9.0	21.4	26.2
EBITDA마진	1.2	6.5	4.2	8.1	7.2
안정성 (%)					
유동비율	150.1	107.5	113.2	121.3	126.1
부채비율	363.8	360.5	444.4	342.7	308.3
순차입금/자기자본	199.3	215.5	192.3	166.5	97.1
EBITDA/이자비용(배)	0.9	6.2	4.8	6.0	6.5
배당성향	-2.7	28.1	-15.2	5.9	3.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-7085	677	-1,254	3,210	4,959
BPS	18,200	17,022	16,106	19,126	23,895
CFPS	-1,487	3,868	1,905	6,175	8,027
주당 현금배당금	200	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	115.3	-66.3	26.7	17.3
PBR	4.5	4.6	5.2	4.5	3.6
PCR	-55.3	20.2	43.6	13.9	10.7
EV/EBITDA	117.3	17.7	21.2	13.8	10.1
배당수익률	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.08	매수	110,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(박찬술)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 08일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
박찬솔

rightsearch@sksc.co.kr
3773-9955

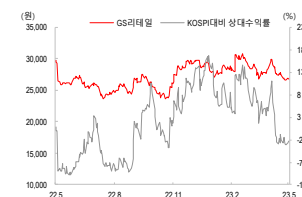
Company Data

자본금	105 십억원
발행주식수	10,472 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	2,806 십억원
주요주주	
GS(외1)	57.90%
국민연금공단	10.01%
외국인지분율	9.06%
배당수익률	1.5%

Stock Data

주가(23/05/04)	26,700 원
KOSPI	2,500.94 pt
52주 Beta	0.41
52주 최고가	30,850 원
52주 최저가	23,650 원
60일 평균 거래대금	6 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.1%	-9.1%
6개월	1.7%	-5.3%
12개월	-8.8%	-2.3%

GS 리테일 (007070/KS | 매수(신규편입) | T.P 42,000 원(신규편입))

여러 채널이 동시에 회복되는 해

- 매출액 11.9 조원(+6.2% YoY), 영업이익 3,278 억원(+33.7% YoY)을 예상
- 이커머스 및 신사업 적자폭 축소와 호텔 부문 회복이 이익 성장에 기여할 것
- 편의점은 높은 기저에도 불구하고 꾸준한 실적 성장을 예상
- 수퍼는 4Q22 이래적으로 흑자 기록, 23년도 이익 성장 지속될 것
- 19년 기준 12MF PER 18배 적용, 목표주가 4.2 만원으로 커버리지 개선

23년 GS 리테일 실적 전망

매출액 11.9 조원(+6.2% YoY), 영업이익 3,278 억원(33.7% YoY)을 예상한다. 모든 사업부의 성장이 예상되는 해이며, 영업이익은 이커머스 사업부 적자폭 축소의 기여도 높을 것으로 본다. 성장성: 편의점 객단가와 객수 증가를 예상하며 매출액 성장률 7.8%를 예상한다. 수퍼도 국내 리오프닝이 효과로 4Q22 성장률이 16.1%로 높아졌다, 23년에 성장률은 둔화되겠지만 성장이 이어질 것으로 전망한다. 파르나스는 해외 입국자 증가로 실적 성장이 지속될 것으로 판단한다. 특히 22년 7월 오픈한 파르나스 제주의 실적 기여가 기대된다. 수익성: 홈쇼핑 송출 수수료가 부담으로 작용하고 있어, 홈쇼핑 영업이익은 전년대비 감익을 예상한다. 또 기타 부문 신사업 및 온라인 사업부의 경우 6월 이후 적자 개선 폭이 확대될 것으로 전망한다.

WHY GS 리테일

온라인 어플리케이션은 서비스는 크게 3개로 통합되었다. GS SHOP(종합쇼핑몰), GS Fresh Mall(온라인 식품), 우리동네 GS(오프라인 서비스)이다. GS PAY 고객수도 22년 12월 162만명으로 꾸준히 확대 중이다. 회원 통합관리와 플랫폼 사업 고도화로 사업간 시너지 창출 효과를 기대한다.

투자의견 및 밸류에이션

올해 거의 모든 부문의 실적 회복이 기대된다. 특히 하반기에 온라인 사업부 관련 영업적자 축소 효과가 크게 나타날 가능성이 있다. 23년 지배주주순이익 2,446 억원에 2019년 12MF PER 18.0 적용, 목표주가 4.2 만원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	9,007	8,862	9,691	11,226	11,924	12,593
yoy	%	3.6	-1.6	9.3	15.8	6.2	5.6
영업이익	십억원	239	253	220	245	328	497
yoy	%	32.5	5.7	-13.1	11.7	33.7	51.8
EBITDA	십억원	898	921	901	941	857	821
세전이익	십억원	200	201	915	75	328	497
순이익(지배주주)	십억원	133	168	815	40	245	370
영업이익률%	%	2.7	2.8	2.3	2.2	2.7	4.0
EBITDA%	%	10.0	10.4	9.3	8.4	7.2	6.5
EPS(계속사업)	원	1,729	2,187	7,892	352	2,336	3,537
PER	배	22.7	15.7	3.9	80.1	11.5	7.6
PBR	배	1.4	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	6.8	6.1	6.8	6.5	7.0	7.1
배당수익률	%	1.9	2.6	3.9	1.5	1.5	1.5
ROE	%	6.2	7.5	25.6	1.0	5.9	8.4
순차입금	십억원	2,696	2,593	2,581	2,797	2,758	2,704
부채비율	%	174.6	169.1	114.2	122.5	127.0	129.4

GS 리테일 실적 추정

(단위 : 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
매출액	2,598	2,802	2,938	2,888	2,772	3,014	3,143	2,995	9,691	11,226	11,924
YoY(%)	23.7%	22.6%	7.8%	12.0%	6.7%	7.6%	7.0%	3.7%	9.3%	15.8%	6.2%
편의점	1,756	1,953	2,083	1,988	1,889	2,118	2,249	2,128	7,211	7,780	8,384
슈퍼마켓	317	313	353	339	316	320	361	345	1,215	1,322	1,342
호텔(Pamas)	61	82	104	122	98	103	111	110	216	369	421
홈쇼핑	302	327	289	321	308	334	295	327	620	1,239	1,264
개발	16	16	18	15	15	14	18	15	58	65	61
기타	147	125	108	104	147	125	108	70	424	484	451
영업이익	27	40	92	85	26	74	130	97	220	245	328
OPM(%)	1.1%	1.4%	3.1%	3.0%	1.0%	2.5%	4.1%	3.2%	2.3%	2.2%	2.7%
편의점	34	67	75	43	27	75	84	46	214	219	232
슈퍼마켓	8	0	9	4	10	3	15	4	22	22	33
호텔(Pamas)	9	8	23	31	12	13	36	35	3	71	96
홈쇼핑	26	32	26	58	25	31	24	56	67	143	136
개발	6	7	8	3	6	9	7	2	23	23	24
기타	-55	-67	-54	-54	-54	-56	-38	-46	-122	-229	-194
지배주주순이익	9	50	41	-60	18	59	95	72	815	40	245

자료: SK 증권 추정

GS 리테일 주가 히스토리



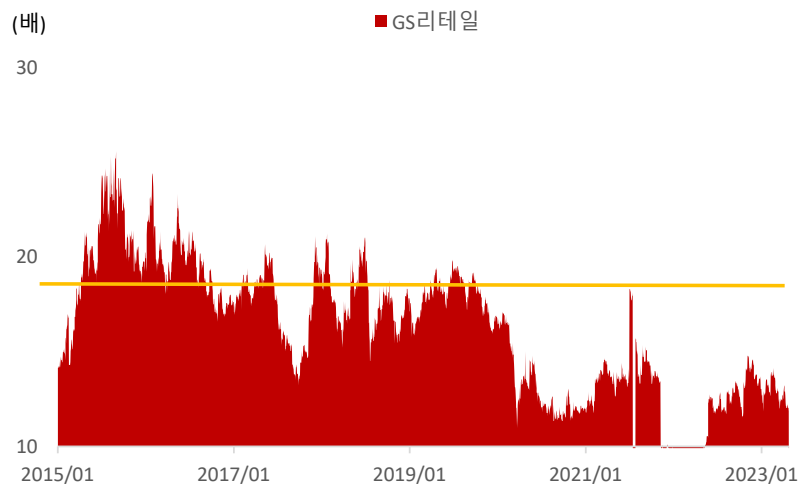
자료: GS 리테일, SK 증권

목표주가 산정 테이블

구분	내용
2023년 지배주주순이익(억원)	2,446
19년 12MF PER: Target PER(배)	18
목표 시가총액(억원)	44,028
총 발행주식수(보통주)	104,717,922
목표주가(원)	42,044
현재주가(원)	26,700
상승 여력(%)	57.3%

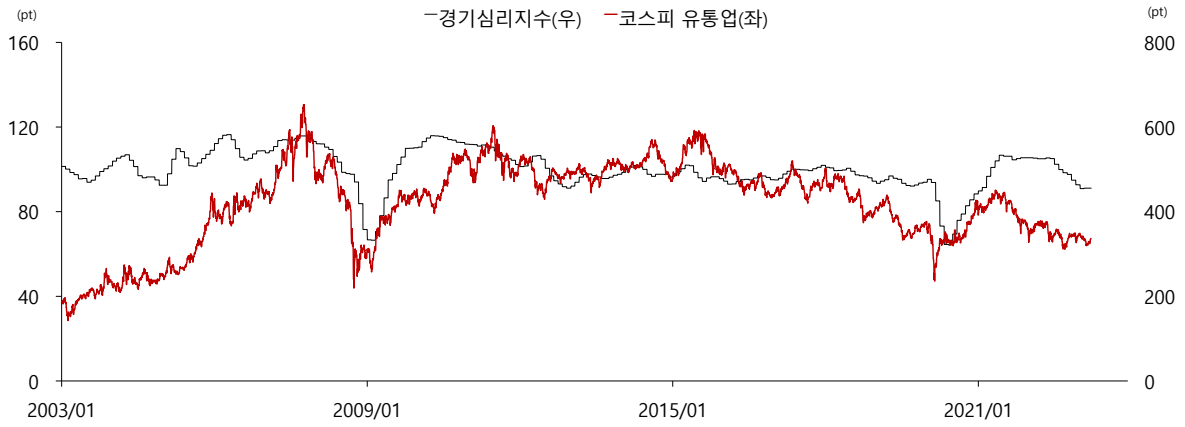
자료: SK 증권

GS 리테일 12MF 컨센서스 PER 추이



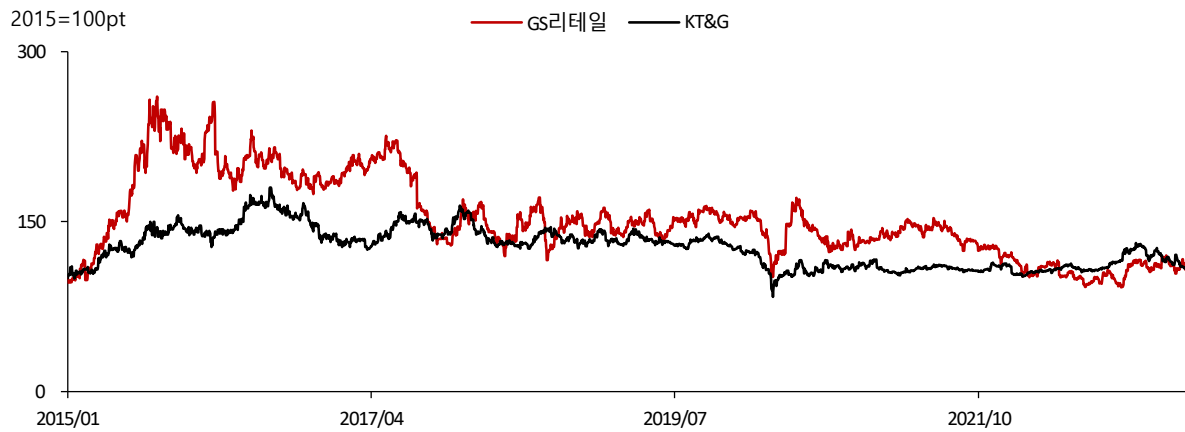
자료: Dataguide, SK 증권

국내 경기심리지수 vs. 코스피 유통업 지수



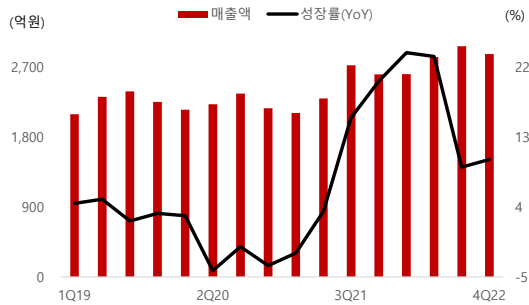
자료: Bloomberg, SK 증권

GS 리테일 vs. KT&G 주가 (15~22년)



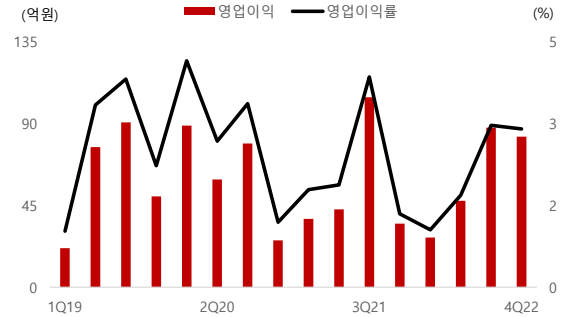
자료: Bloomberg, SK 증권

GS 리테일 매출액 추이



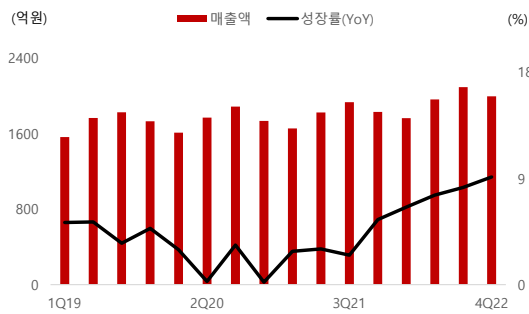
자료: GS 리테일, SK 증권

GS 리테일 영업이익 및 이익률 추이



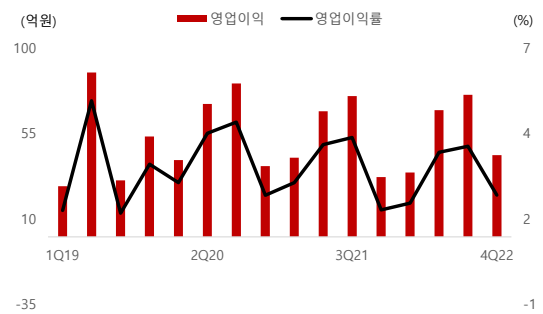
자료: GS 리테일, SK 증권

GS 리테일 편의점 부문 매출액 추이



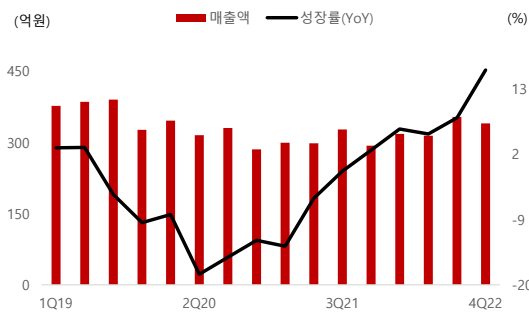
자료: GS 리테일, SK 증권

GS 리테일 편의점 부문 영업이익 및 이익률 추이



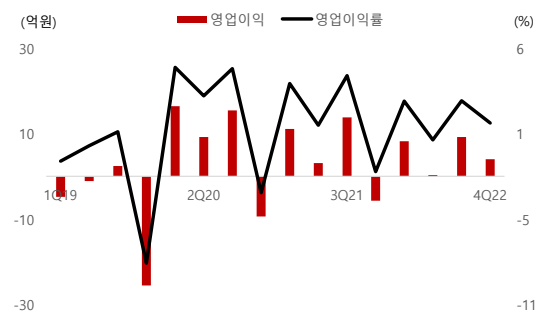
자료: GS 리테일, SK 증권

GS 리테일 슈퍼 부문 매출액 추이



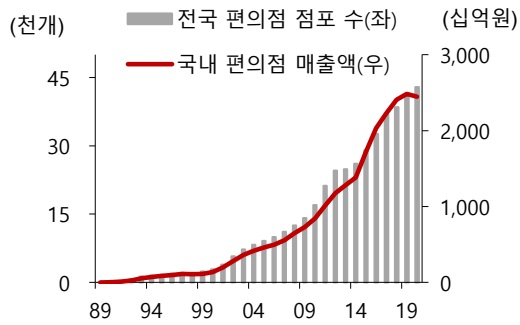
자료: GS 리테일, SK 증권

GS 리테일 슈퍼 부문 영업이익 및 이익률 추이



자료: GS 리테일, SK 증권

전국 편의점(오프라인) 점포 수와 매출액 추이



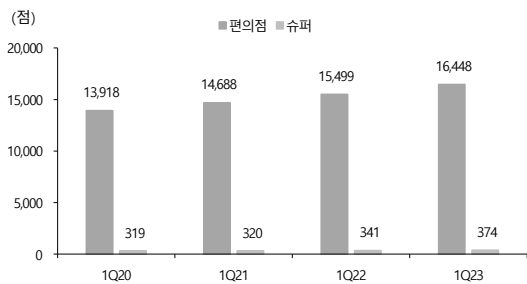
자료: 편의점협회, SK 증권

편의점 점포 증가율



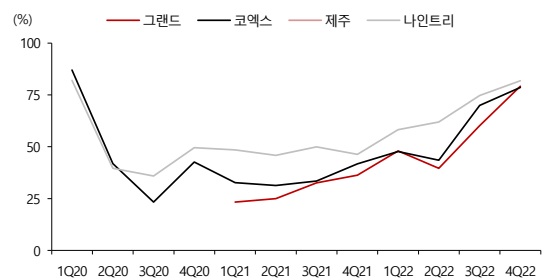
자료: 편의점협회, SK 증권

편의점+슈퍼 매장 수 추이



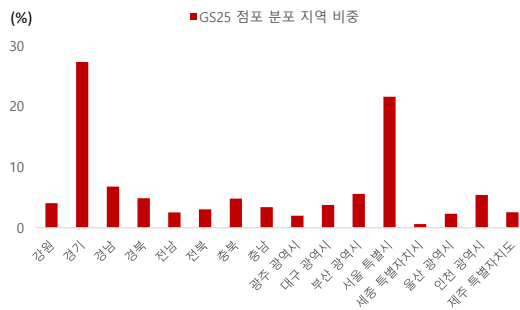
자료: GS 리테일, SK 증권

파르나스 호텔 부문 투숙율 추이



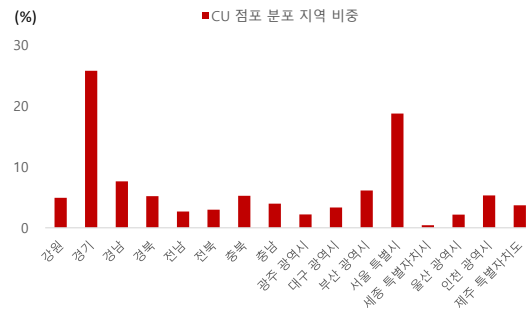
자료: GS 리테일, SK 증권

GS25 점포 지역별 비중 추정(2022)



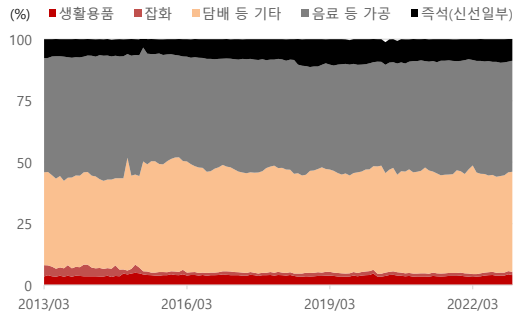
자료: GS 리테일, SK 증권

CU 점포 지역별 비중 추정(2022)



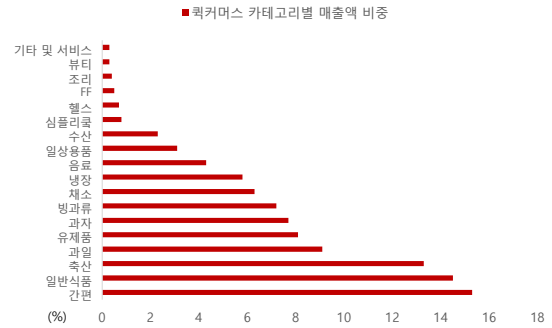
자료: BGF 리테일, SK 증권

국내 편의점 업계 취급 상품의 매출 비중 추이



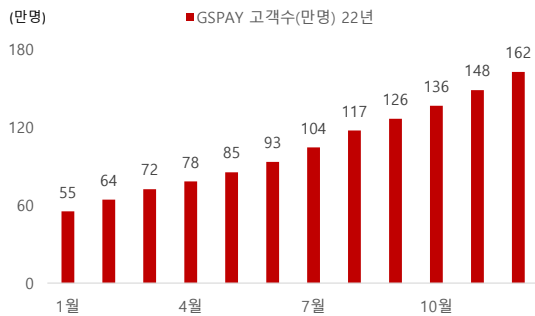
자료: 산업통상자원부, SK 증권

3Q22 기준 쿼터머스 주문 카테고리 비중



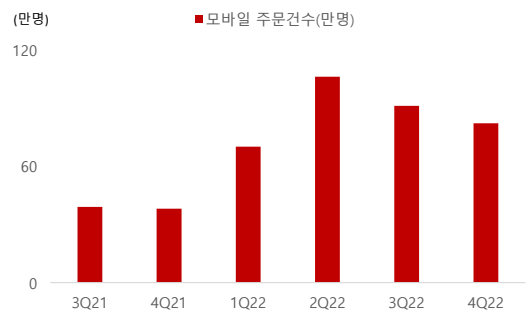
자료: GS 리테일, SK 증권

GS PAY 고객수 추이



자료: GS 리테일, SK 증권

모바일 주문건수



자료: GS 리테일, SK 증권
주: 요기요, 요기요 픽업, 우딜, 카카오 주문 등 포함

편의점 비식품 매출 비중 추이



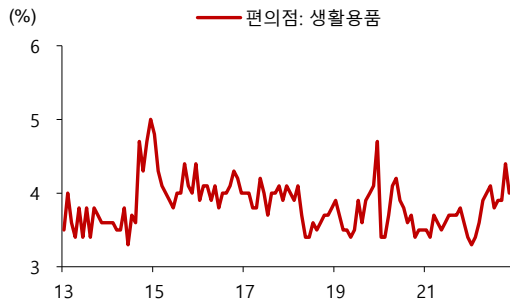
자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 식품 매출 비중 추이



자료: 산업통상자원부, SK 증권

비식품(생활용품) 매출 비중 상승 중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

식품(음료 등 가공) 매출 비중 상승 중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 비식품 합산 판매 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 식품 합산 판매 증감률



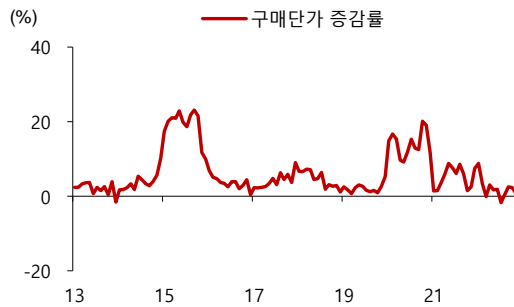
자료: 산업통상자원부, SK 증권

편의점 구매건수 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

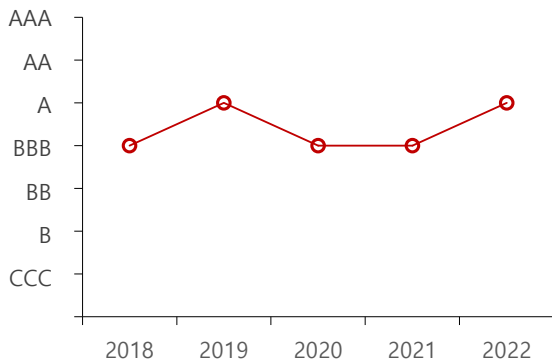
편의점 구매단가 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

ESG 하이라이트

GS 리테일의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
GS 리테일 종합 등급	A	D+	59.9
환경(Environment)	10.3	D-	47.4
사회(Social)	51.3	D	45.0
지배구조(Governance)	65.4	B-	87.2
<비교업체 종합 등급>			
이마트	A	C	43.8
롯데쇼핑	A	C+	47.3
롯데하이마트	BBB	D	62.5

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 GS 리테일 ESG 평가

GS 리테일은 21년 새로운 ESG 전략체계를 수립함. 'Green Life Together'라는 속가능력영 증장기 비전 아래, 이를 실현하기 위한 환경·사회 2대 Pillar (Green Together, Life Together)를 전략과제를 선정.

성과로는 21년 친환경 제품/서비스 판매량이 20년 1,758 억원에서, 3,245 억원으로 확대되었고, 친환경 스마트 에너지 관리 시스템 도입 매장도 20년 누적 72%에서 21년 74%로 상승.

자료: SK 증권

GS 리테일의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2022/05/04	사회적채권	100,000	3.89700

자료: KRX, SK 증권

GS 리테일의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2023.4.12	사회 (Social)	한국 ESG 기준원, 횡령 발생 등 4곳 등급 하향
2023.3.08	사회 (Social)	버터 없어 고발 당한 버터맥주..."곰표맥주에도 곰 안 들어가"
2023.2.22	사회 (Social)	도시락 업체 등에 판촉비 222억 등친 GS 리테일...검찰 수사 착수
2023.1.12	사회 (Social)	요기요 속 요면의점엔 GS25 상품만 보인다?...업계 와글와글
2023.1.08	사회 (Social)	홈쇼핑 방송 전후 맘대로 판촉행사 비용 떠넘긴 GS 리테일, 과징금 16억원
2022.9.28	사회 (Social)	편의점 식품위생법 위반 5년간 1994건...GS25 1위 불명예

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	923	1,184	1,366	1,786	2,184
현금및현금성자산	37	91	390	729	1,071
매출채권 및 기타채권	279	343	478	496	524
재고자산	189	193	227	235	249
비유동자산	6,254	8,272	8,466	8,547	8,770
장기금융자산	261	1,047	959	965	976
유형자산	2,299	2,735	2,767	2,781	2,990
무형자산	112	278	255	212	179
자산총계	7,178	9,456	9,832	10,333	10,954
유동부채	1,682	2,055	2,174	2,253	2,379
단기금융부채	738	742	830	861	909
매입채무 및 기타채무	548	693	816	1,245	1,316
단기충당부채	4	12	9	9	10
비유동부채	2,828	2,986	3,239	3,528	3,801
장기금융부채	2,217	2,265	2,528	2,800	3,045
장기매입채무 및 기타채무	270	235	237	237	237
장기충당부채	9	9	13	13	14
부채총계	4,511	5,042	5,412	5,781	6,180
지배주주지분	2,304	4,069	4,049	4,250	4,576
자본금	77	105	105	105	105
자본잉여금	156	1,205	1,209	1,209	1,209
기타자본구성요소	-6	-113	-127	-127	-127
자기주식	0	-98	-98	-98	-98
이익잉여금	2,083	2,853	2,809	3,010	3,336
비지배주주지분	363	345	371	302	198
자본총계	2,667	4,414	4,420	4,552	4,774
부채와자본총계	7,178	9,456	9,832	10,333	10,954

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	849	756	763	742	650
당기순이익(손실)	155	801	48	176	266
비현금성항목등	820	129	924	678	521
유형자산감가상각비	631	638	646	487	291
무형자산상각비	37	44	50	43	33
기타	152	-553	228	149	197
운전자본감소(증가)	-40	-81	-139	40	64
매출채권및기타채권의감소(증가)	-1	-20	-122	-18	-28
재고자산의감소(증가)	-5	38	-34	-8	-13
매입채무및기타채무의증가(감소)	20	-34	30	44	71
기타	-54	-66	-13	22	35
법인세납부	-86	-93	-70	-152	-231
투자활동현금흐름	-348	-237	61	-610	-549
금융자산의감소(증가)	-166	155	47	-3	-5
유형자산의감소(증가)	-281	-347	-349	-500	-500
무형자산의감소(증가)	-4	-10	-5	0	0
기타	103	-35	369	-107	-44
재무활동현금흐름	-499	-555	-526	258	250
단기금융부채의증가(감소)	-623	-670	-582	31	49
장기금융부채의증가(감소)	250	244	255	272	245
자본의증가(감소)	1	1,077	4	0	0
배당금지급	-62	-69	-123	-44	-44
기타	-65	-1,137	-80	0	0
현금의 증가(감소)	-21	55	299	338	342
기초현금	58	37	91	390	729
기말현금	37	91	390	729	1,071
FCF	568	409	414	242	150

자료 : GS리테일, SK증권 추정

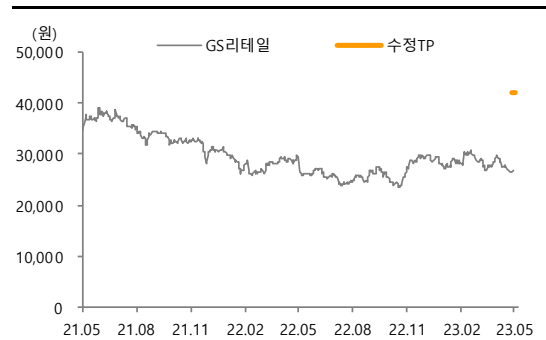
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	8,862	9,691	11,226	11,924	12,593
매출원가	7,031	7,494	8,357	8,876	9,375
매출총이익	1,831	2,197	2,869	3,047	3,219
매출총이익률(%)	20.7	22.7	25.6	25.6	25.6
판매비와 관리비	1,579	1,978	2,624	2,720	2,721
영업이익	253	220	245	328	497
영업이익률(%)	2.8	2.3	2.2	2.7	4.0
비영업손익	-52	696	-170	0	0
순금융손익	-33	-25	-41	-0	31
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	-7	42	-15	0	100
세전계속사업이익	201	915	75	328	497
세전계속사업이익률(%)	2.3	9.4	0.7	2.7	4.0
계속사업법인세	46	103	31	152	231
계속사업이익	155	812	44	176	266
중단사업이익	0	-11	4	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	155	801	48	176	266
순이익률(%)	1.7	8.3	0.4	1.5	2.1
지배주주	168	815	40	245	370
지배주주귀속 순이익률(%)	1.9	8.4	0.4	2.1	2.9
비지배주주	-14	-14	7	-69	-104
총포괄이익	163	850	123	176	266
지배주주	177	863	113	-50	-75
비지배주주	-14	-13	9	225	341
EBITDA	921	901	941	857	821

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-1.6	9.3	15.8	6.2	5.6
영업이익	5.7	-13.1	11.7	33.7	51.8
세전계속사업이익	0.5	355.6	-91.8	336.7	51.8
EBITDA	2.6	-2.1	4.4	-8.9	-4.2
EPS	26.5	260.8	-95.5	564.3	51.4
수익성 (%)					
ROA	2.2	9.6	0.5	1.7	2.5
ROE	7.5	25.6	1.0	5.9	8.4
EBITDA마진	10.4	9.3	8.4	7.2	6.5
안정성 (%)					
유동비율	54.9	57.6	62.8	79.3	91.8
부채비율	169.1	114.2	122.5	127.0	129.4
순차입금/자기자본	97.2	58.5	63.3	60.6	56.6
EBITDA/이자비용(배)	13.4	14.7	11.3	8.0	7.1
배당성향	41.1	15.0	108.7	18.0	11.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,187	7,892	352	2,336	3,537
BPS	29,928	39,794	39,604	41,520	44,638
CFPS	10,870	14,297	7,030	7,393	6,630
주당 현금배당금	900	1,200	430	430	430
Valuation지표 (배)					
PER	15.7	3.9	80.1	11.5	7.6
PBR	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6
PCR	3.2	2.1	4.0	3.6	4.0
EV/EBITDA	6.1	6.8	6.5	7.0	7.1
배당수익률	2.6	3.9	1.5	1.5	1.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.08	매수	42,000원	6개월		
2023.05.08	담당자 변경				
2022.11.10	매수	31,000원	6개월	-7.77%	-0.48%



Compliance Notice

작성자(박찬술)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 08일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
박찬솔

rightsearch@skks.co.kr
3773-9955

Company Data

자본금	49 십억원
발행주식수	985 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,058 십억원
주요주주	
정유경(외2)	28.56%
국민연금공단	12.34%
외국인지분율	17.53%
배당수익률	1.8%

Stock Data

주가(23/05/04)	208,000 원
KOSPI	2,500.94 pt
52주 Beta	0.47
52주 최고가	260,500 원
52주 최저가	203,000 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.3%	-3.5%
6개월	-1.6%	-8.4%
12개월	-15.0%	-9.0%

신세계 (004170/KS | 매수(신규편입) | T.P 360,000 원(신규편입))

하반기로 가면서 개선될 실적 모멘텀

- 매출액 7.86 조원(+0.6 YoY), 영업이익 6,731 억원(+5.0% YoY) 예상
- 백화점은 22년 높은 기저 영향권에서 벗어나는데 시간 필요
- 면세점 또한 하반기에 다이공과의 알선수수료 협상 속도가 가속화될 것으로 판단
- 센트럴시티는 실내 마스크 착용 의무 해제로 유동인구 증가 수혜가 예상됨
- 목표주가 36만원으로 커버리지 개시(지배주주순이익 4,345 억원, PER 8.1 배)

23년 신세계 실적 전망

연결 매출액 7.86 조원, 영업이익 6,731 억원을 예상하며, 매출액과 영업이익 모두 전년 대비 소폭 성장하는 수준에 머무를 것으로 예상된다. 먼저 22년도 보복소비 효과로 백화점(별도+대구/대전/광주) 매출액과 영업이익 모두 상당히 높은 기저를 형성하고 있다. 따라서 올해 신세계 백화점 성장률 로우~미드 상급 수준으로 예상하며, 4Q23에 높은 기저효과에서 벗어나게 될 것으로 본다. 신세계 DF는 다이공 알선 수수료 조율 진행에 따라 상반기에는 전년 대비 역 성장하는 것으로 추정했다. 공항 면세 특허수수료 환입에 따라 1Q23 영업이익은 전분기 대비 반등할 것으로 보이며, 하반기부터 이익률 개선세가 확인될 것으로 예상된다. 신세계인터는 22년 높은 기저 영향으로 역성장이 전망되며, 까사미아는 부동산 경기 둔화로 영업 적자 지속이 예상된다. 센트럴시티는 마스크 착용 해제로 올해도 성장이 지속될 것으로 본다.

Why 신세계. 투자 의견 및 밸류에이션

신세계는 국내 하이엔드 명품 매장을 다수 보유한 백화점 사업자이며, 명동/부산/인천공항점을 보유한 면세점 사업자이다. 국내 가치분 소득 증가, 하이엔드 시장 트렌드와 함께 성장하는 경향을 보인다. 올해는 22년의 높은 기저 영향에 따라 높은 성장률을 기록하는 것이 어렵다는 판단이다. 그러나 4Q23부터 주요 사업부분 성장률 반등 가능성이 높아질 것으로 판단하고 있다. 23년 지배주주순이익 4,345 억원에, 19년 12MF PER 멀티플 8.1 배를 적용, 목표주가 36만원으로 신세계 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	6,394	4,769	6,316	7,813	7,862	8,522
yoy	%	23.3	-25.4	32.4	23.7	0.6	8.4
영업이익	십억원	468	88	517	645	673	818
yoy	%	17.7	-81.1	484.7	24.7	4.3	21.5
EBITDA	십억원	1,136	745	1,169	1,224	1,130	1,348
세전이익	십억원	798	-118	518	522	673	998
순이익(지배주주)	십억원	526	-103	307	406	434	1,020
영업이익률%	%	7.3	1.9	8.2	8.3	8.6	9.6
EBITDA%	%	17.8	15.6	18.5	15.7	14.4	15.8
EPS(계속사업)	원	53,472	-10,512	31,165	41,245	44,128	103,604
PER	배	5.4	-22.8	8.2	5.3	4.7	2.0
PBR	배	0.7	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	7.7	11.5	7.3	6.4	7.5	7.2
배당수익률	%	0.7	0.6	1.2	1.7	1.8	1.8
ROE	%	14.2	-2.8	8.5	10.3	10.1	20.4
순차입금	십억원	4,328	4,594	4,003	3,538	4,124	5,092
부채비율	%	136.1	152.5	136.8	129.5	124.4	122.6

신세계 실적 추정

(단위 : 십억원, %)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
연결 순매출액	1,767	1,877	1,955	2,214	1,655	1,843	2,039	2,325	6,316	7,813	7,862
YoY(%)	33.8%	34.5%	17.3%	14.5%	-6.3%	-1.8%	4.3%	5.0%	32.5%	23.7%	0.6%
신세계(별도)	443	467	458	498	462	488	479	530	1,672	1,866	1,959
대구	63	69	66	73	63	71	68	76	236	270	278
대전	37	39	42	49	38	41	44	51	59	166	173
광주	43	49	44	49	45	46	48	49	170	185	188
신세계 DF	772	813	857	997	627	742	936	1,109	2,660	3,439	3,413
신세계인터	352	384	388	430	327	360	368	421	1,451	1,554	1,475
센트럴시티	70	80	85	89	72	84	91	62	263	295	309
까사미아	73	68	68	59	66	63	62	55	230	268	246
라이브 쇼핑	0	0	43	69	44	45	45	46	0	112	180
연결 영업이익	164	187	153	141	166	146	158	202	517	645	673
OPM(%)	9.3%	10.0%	7.8%	6.4%	10.0%	7.9%	7.8%	8.7%	8.2%	8.3%	8.6%
신세계(별도)	87	83	75	103	85	84	78	108	262	348	355
대구	19	19	20	22	20	20	13	21	50	79	74
대전	1	0	1	8	3	2	2	4	-3	9	10
광주	15	19	14	17	16	17	15	18	61	66	66
신세계 DF	-2	29	5	-26	9	-1	10	17	78	5	36
신세계인터	33	39	24	19	19	25	21	26	92	115	91
센트럴시티	15	7	23	19	20	10	27	18	52	63	75
까사미아	0	-4	-6	-18	-3	-8	-5	-6	-32	-28	-21
라이브 쇼핑	0	0	1	3	1	1	1	2	0	4	6
지배주주순이익	121	51	68	166	91	139	74	130	307	406	434

자료 : 신세계, SK 증권

목표주가 산정 테이블

구분	내용
2023년 지배주주순이익(억원)	4,345
19년 12MF PER: Target PER(배)	8.1
목표 시가총액(억원)	35,190
총 발행주식수(보통주)	9,845,181
목표주가(원)	357,439
현재주가(원)	208,000
상승 여력(%)	73.1%

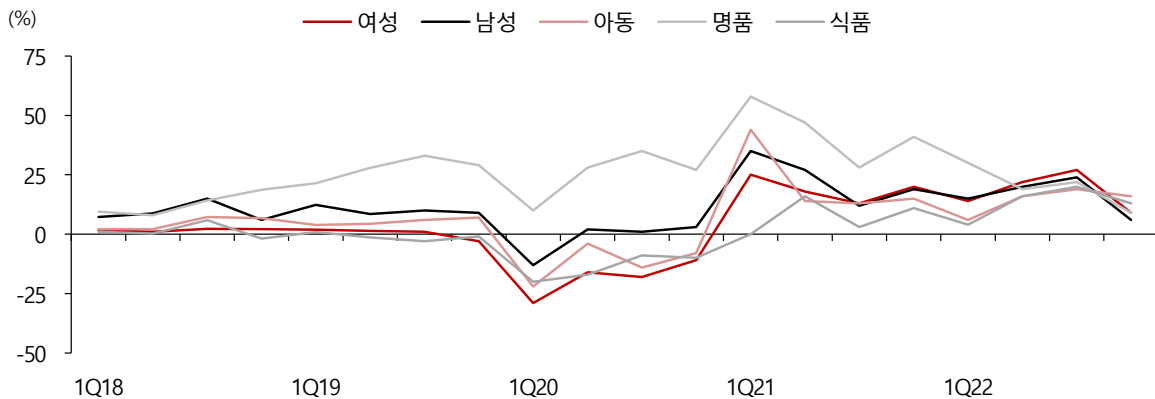
자료: SK 증권

신세계 주가 히스토리



자료: 신세계, SK 증권

신세계 백화점 제품 카테고리 성장률 추이



자료: 신세계, SK 증권

국내 백화점 연도별 매출액 순위 변동

매출액 순위	2018	2019	2020	2021	2022
1	신세계 강남점	신세계 강남점	신세계 강남점	신세계 강남점	신세계 강남점
2	롯데 본점	롯데 본점	롯데 본점	롯데 잠실점	롯데 잠실점
3	롯데 잠실점	롯데 잠실점	롯데 잠실점	롯데 본점	롯데 본점
4	신세계 센텀시티점	신세계 센텀시티점	신세계 센텀시티점	신세계 센텀시티점	신세계 센텀시티점
5	롯데 부산본점	롯데 부산본점	현대 판교점	현대 판교점	현대 판교점
6	현대 판교점	현대 판교점	롯데 부산본점	신세계대구점	신세계대구점
7	현대 무역점	현대 무역점	현대 무역점	현대 무역점	현대 본점
8	현대 본점	현대 본점	현대 본점	현대 본점	갤러리아 압구정
9	신세계대구점	신세계대구점	갤러리아 명품관	롯데 부산본점	현대 무역점
10	신세계 본점	신세계 본점	신세계대구점	갤러리아 명품관	롯데 부산본점

자료: 언론사 취합, SK 증권

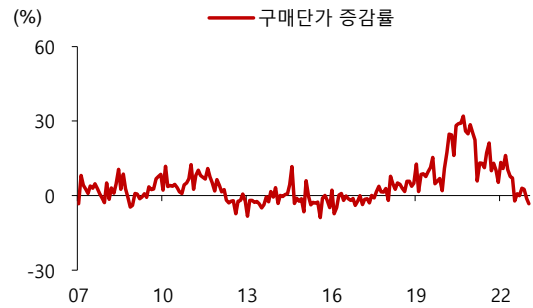
주 : 랭킹 볼드 처리는 Hermes, Louis Vuitton, Chanel 을 모두 보유한 매장

백화점 구매건수 증감률



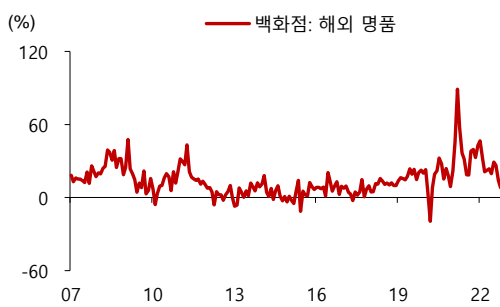
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 구매단가 증감률



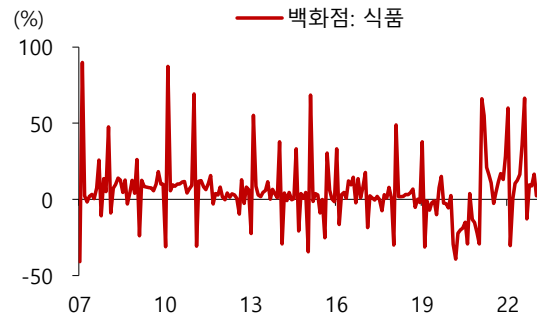
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 해외 명품 매출액 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 식품 합산 매출액 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 해외 명품 매출액 비중



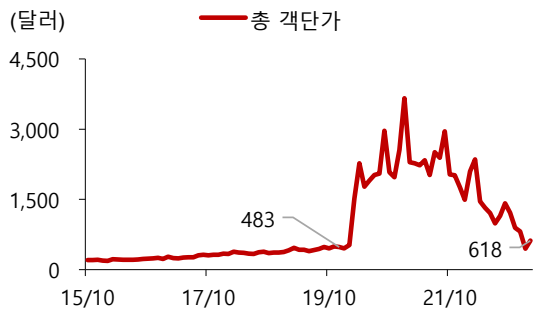
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 식품 합산 매출액 비중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

면세점 총 객단가



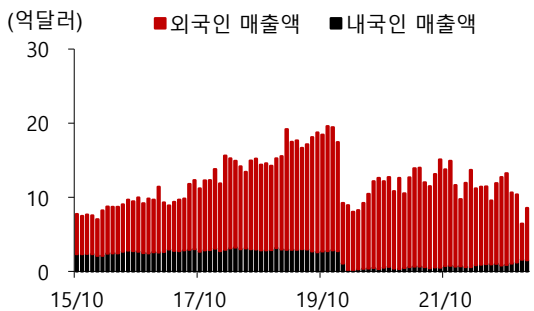
자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 총 고객 수



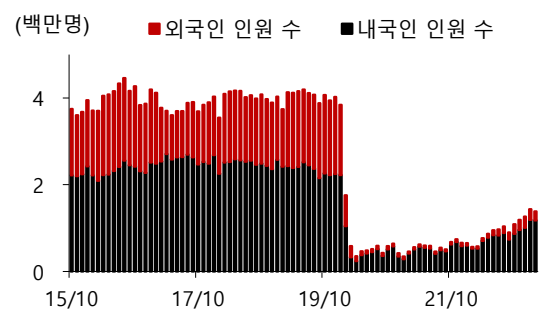
자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 외국인/내국인 매출액 구분



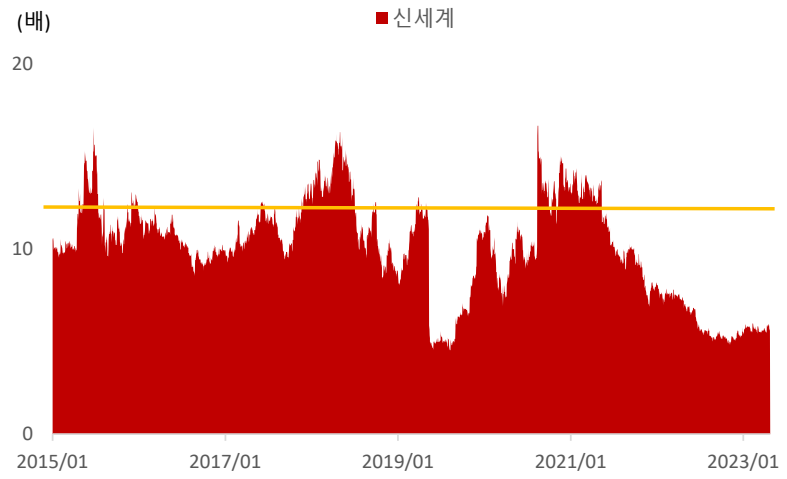
자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 고객 외국인/내국인 구분



자료: 면세점협회, SK 증권

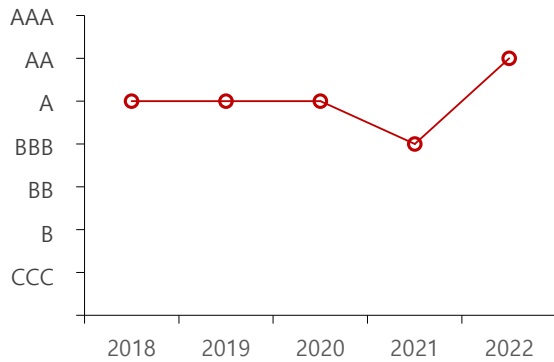
신세계 12MF 컨센서스 PER 추이



자료: Dataguide, SK 증권

ESG 하이라이트

신세계의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
신세계 종합 등급	AA	C+	45.2
환경(Environment)	56.7	B-	30.3
사회(Social)	56.6	C	17.8
지배구조(Governance)	62.1	B-	87.2
<비교업체 종합 등급>			
호텔신라	AA	D+	37.8
현대백화점	BBB	D+	56.4
롯데쇼핑	A	C+	47.3

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 신세계 ESG 평가

신세계는 미래를 위한 리테일, 모두를 위한 책임이라는 슬로건 아래 4C 전략을 구축함. 4C는 Circular Retail, Carbon-Free Retail, Care for Employee, Co-Prosperity with Community이다. 사회성과 지표 중 육아휴직 복귀 인원 중 12개월 이상 근무자는 21년 94%로 전년 대비 감소했지만, 90% 이상으로 높은 수준을 유지하고 있는 점은 긍정적이라는 평가

자료: SK 증권

신세계의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021/10/07	녹색채권	60,000	2.43900

자료: KRX, SK 증권

신세계의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
23.4.06	사회 (Social)	"오빠라 불러" 신세계 G마켓 성추행 가해자 정직 1개월 처분 논란
22.9.26	사회 (Social)	대전시, NC.신세계.갤러리아 백화점 등 안전진단 규정 위반 적발
22.8.11	사회 (Social)	발암물질 검출 서머 캐리백...신세계그룹, 스타벅스 감사 착수
22.1.15	지배구조 (Governance)	정용진의 멸공 리스크, 이사회는 뭐 하고 있었나
21.12.23	사회 (Social)	서울 영등포 신세계백화점 지하 변전실 불..1명 부상
21.12.01	사회 (Social)	대경경자청 무리한 추진에... 경산 신세계 아울렛 끝내 무산

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,664	1,910	2,654	2,485	2,870
현금및현금성자산	389	578	938	534	767
매출채권 및 기타채권	362	472	559	587	635
재고자산	863	756	865	909	983
비유동자산	11,105	11,734	11,695	12,752	15,172
장기금융자산	559	1,121	1,296	1,335	1,401
유형자산	6,604	6,943	7,011	7,939	10,237
무형자산	382	428	621	586	558
자산총계	12,769	13,645	14,348	15,237	18,042
유동부채	3,609	3,571	4,850	5,309	6,035
단기금융부채	1,889	1,352	2,214	2,546	3,055
매입채무 및 기타채무	817	1,115	1,387	1,773	1,918
단기충당부채	4	5	26	27	30
비유동부채	4,103	4,312	3,247	3,139	3,903
장기금융부채	3,102	3,291	2,445	2,300	3,000
장기매입채무 및 기타채무	73	57	55	55	55
장기충당부채	11	8	5	5	5
부채총계	7,712	7,882	8,097	8,447	9,938
지배주주지분	3,442	3,744	4,114	4,511	5,495
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	348	403	403	403	403
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	2,788	3,084	3,479	3,877	4,860
비지배주주지분	1,615	2,018	2,138	2,279	2,609
자본총계	5,057	5,762	6,252	6,790	8,104
부채외자본총계	12,769	13,645	14,348	15,237	18,042

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	643	1,175	964	1,125	2,040
당기순이익(손실)	-69	389	548	575	1,351
비현금성항목등	681	482	559	662	325
유형자산감가상각비	634	627	546	423	502
무형자산상각비	22	24	32	34	29
기타	25	-170	-20	205	-205
운전자본감소(증가)	98	333	-39	93	159
매출채권및기타채권의감소(증가)	35	-103	-80	-28	-48
재고자산의감소(증가)	182	110	-94	-43	-74
매입채무및기타채무의증가(감소)	-134	264	237	85	145
기타	15	63	-101	79	136
법인세납부	-67	-29	-104	-98	353
투자활동현금흐름	-361	-796	-719	-2,220	-2,959
금융자산의감소(증가)	-10	-31	-131	-5	-9
유형자산의감소(증가)	-418	-583	-378	-2,050	-2,800
무형자산의감소(증가)	-7	-10	-10	0	0
기타	74	-172	-201	-164	-150
재무활동현금흐름	412	319	120	150	1,173
단기금융부채의증가(감소)	-122	-66	359	332	509
장기금융부채의증가(감소)	688	507	-70	-145	700
자본의증가(감소)	-50	55	0	0	0
배당금지급	-35	-22	-54	-37	-37
기타	-69	-155	-115	-0	0
현금의 증가(감소)	211	189	360	-404	232
기초현금	178	389	578	938	534
기말현금	389	578	938	534	767
FCF	225	592	586	-925	-760

자료 : 신세계, SK증권 추정

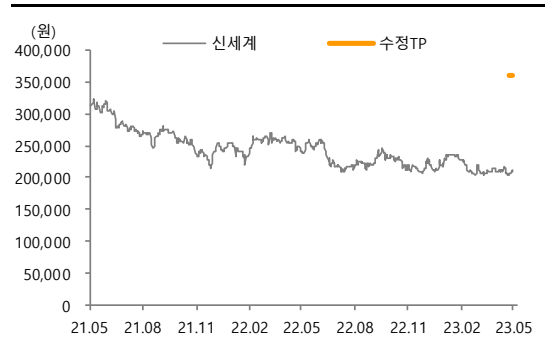
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	4,769	6,316	7,813	7,862	8,522
매출원가	2,369	2,607	2,728	3,395	4,250
매출총이익	2,400	3,709	5,085	4,466	4,272
매출총이익률(%)	50.3	58.7	65.1	56.8	50.1
판매비와 관리비	2,312	3,192	4,440	3,793	3,454
영업이익	88	517	645	673	818
영업이익률(%)	1.9	8.2	8.3	8.6	9.6
비영업손익	-207	0	-124	0	180
순금융손익	-121	-100	-95	-108	-149
외환관련손익	55	-33	-35	0	0
관계기업등 투자손익	-2	-11	-23	0	0
세전계속사업이익	-118	518	522	673	998
세전계속사업이익률(%)	-2.5	8.2	6.7	8.6	11.7
계속사업법인세	-49	129	-26	98	-353
계속사업이익	-69	389	548	575	1,351
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세외과	0	0	0	0	0
당기순이익	-69	389	548	575	1,351
순이익률(%)	-1.4	6.2	7.0	7.3	15.8
지배주주	-103	307	406	434	1,020
지배주주귀속 순이익률(%)	-2.2	4.9	5.2	5.5	12.0
비지배주주	34	82	142	141	331
총포괄이익	-60	345	546	575	1,351
지배주주	-93	261	399	453	1,064
비지배주주	33	85	146	122	287
EBITDA	745	1,169	1,224	1,130	1,348

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-25.4	32.4	23.7	0.6	8.4
영업이익	-81.1	484.7	24.7	4.3	21.5
세전계속사업이익	적전	흑전	0.8	29.0	48.2
EBITDA	-34.5	57.0	4.7	-7.7	19.3
EPS	적전	흑전	32.3	7.0	134.8
수익성 (%)					
ROA	-0.5	2.9	3.9	3.9	8.1
ROE	-2.8	8.5	10.3	10.1	20.4
EBITDA마진	15.6	18.5	15.7	14.4	15.8
안정성 (%)					
유동비율	46.1	53.5	54.7	46.8	47.6
부채비율	152.5	136.8	129.5	124.4	122.6
순차입금/자기자본	90.8	69.5	56.6	60.7	62.8
EBITDA/이자비용(배)	5.9	10.9	10.2	5.8	6.8
배당성향	-14.3	9.6	9.1	8.4	3.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-10,512	31,165	41,245	44,128	103,604
BPS	350,013	380,661	418,199	458,581	558,465
CFPS	56,150	97,352	99,975	90,521	157,488
주당 현금배당금	1,500	3,000	3,750	3,750	3,750
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	8.2	5.3	4.7	2.0
PBR	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4
PCR	4.3	2.6	2.2	2.3	1.3
EV/EBITDA	11.5	7.3	6.4	7.5	7.2
배당수익률	0.6	1.2	1.7	1.8	1.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.08	매수	360,000원	6개월		
2023.05.08	담당자 변경				
2022.07.05	매수	262,000원	6개월	-16.41%	-5.92%



Compliance Notice

작성자(박찬솔)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 08일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
박찬솔

rightsearch@sksec.co.kr
3773-9955

Company Data

자본금	139 십억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,715 십억원
주요주주	
정용진(외1)	28.56%
국민연금공단	8.92%
외국인지분율	31.64%
배당수익률	1.9%

Stock Data

주가(23/05/04)	97,700 원
KOSPI	2,500.94 pt
52주 Beta	0.59
52주 최고가	129,500 원
52주 최저가	82,500 원
60일 평균 거래대금	12 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.3%	-7.4%
6개월	13.9%	6.1%
12개월	-24.8%	-19.4%

이마트 (139480/KS | 매수(신규편입) | T.P 120,000 원(신규편입))

온라인과 오프라인의 이익단 회복

- 23년 매출액 30.4조(+3.5%, YoY), 영업이익 2,500(+84.3%, YoY)
- 올해 오프라인 채널의 회복이 이어지는 가운데, 이커머스로 적자폭 축소 중
- SCK 컴퍼니의 원재료 매입가격은 영업이익단 추정에 변수가 될 것으로 보임
- 이커머스 사업부는 수익성을 확보하는 과정에서 M/S가 축소되지 않는 것이 중요
- 이마트는 목표주가 12만원으로 커버리지 개시. 이커머스 영업이익 개선세에 주목

23년 이마트 실적 전망

매출액 30.4조(+3.5%, YoY), 영업이익 2,500(+84.3%, YoY)을 예상한다. 쿠팡이 2분기 연속 영업 흑자를 기록하는 등 이커머스 시장도 고금리 환경에서 수익성 확보가 중요해졌다. 이마트 이커머스 사업도 올해 공격적인 적자 축소 가이드를 제시했으며, 이커머스 사업부가 영업이익 반등에 크게 기여할 것으로 생각된다. 올해 inbound 시장 회복으로 조선호텔도 영업이익 성장에 기여할 것으로 예상된다. 현재 변수로 남은 것은 SCK 컴퍼니다. 영업 기여도가 높은 SCK 컴퍼니는 4Q22 전년 대비 원두 가격 상승과 환율 영향으로 영업이익 부진했다. 최근 원 대비 달러가 상승하는 가운데, 하반기에 수익성에도 영향을 줄지 지켜볼 필요가 있다.

Why 이마트. 투자이견 및 밸류에이션

이마트는 SSG.com, G마켓 연결 편입 등 외형 성장을 지속하며 연결 매출액 기준 더블 디지 성장을 지속해왔다. 별도 기준으로 보면 지난 3년간 로우에서 미드 싱글 성장을 하면서 산자부 기준 대형마트 시장 성장률 대비 크게 아웃퍼폼 했다. 올해는 성장성 보다는 수익성에 집중하는 해이다. 얼마나 빠르게 수익성을 회복할 수 있는가 중요하다. 현재 현재 SSG.com+Gmarket 글로벌이 GMV 기준 쿠팡, 네이버에 이어서 국내 이커머스 3위다. 수익성 확보 과정에서 M/S가 크게 축소되지 않는 것도 동일하게 중요해 보인다. 23년 지배주주순이익 1,173억원에, 2019년 12MF PER 멀티플 대비 할인된 2.8배를 적용, 목표주가 12만원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	19,063	22,033	24,933	29,332	30,370	31,483
yoy	%	11.8	15.6	13.2	17.6	3.5	3.7
영업이익	십억원	151	237	317	136	250	299
yoy	%	-67.4	57.4	33.6	-57.2	84.3	19.6
EBITDA	십억원	1,033	1,223	1,454	1,696	1,739	1,755
세전이익	십억원	282	622	2,114	1,252	1,355	1,410
순이익(지배주주)	십억원	234	362	1,571	1,029	1,173	1,213
영업이익률%	%	0.8	1.1	1.3	0.5	0.8	0.9
EBITDA%	%	5.4	5.6	5.8	5.8	5.7	5.6
EPS(계속사업)	원	839	12,979	56,348	36,924	42,091	43,524
PER	배	15.2	11.7	2.7	2.7	2.3	2.2
PBR	배	0.4	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	배	9.5	8.5	10.5	8.7	8.0	8.0
배당수익률	%	1.6	1.3	1.3	2.0	1.9	1.9
ROE	%	2.8	4.0	16.2	9.6	10.0	9.4
순차입금	십억원	4,847	4,755	8,857	9,802	9,076	9,345
부채비율	%	106.7	112.8	151.9	146.2	140.2	138.6

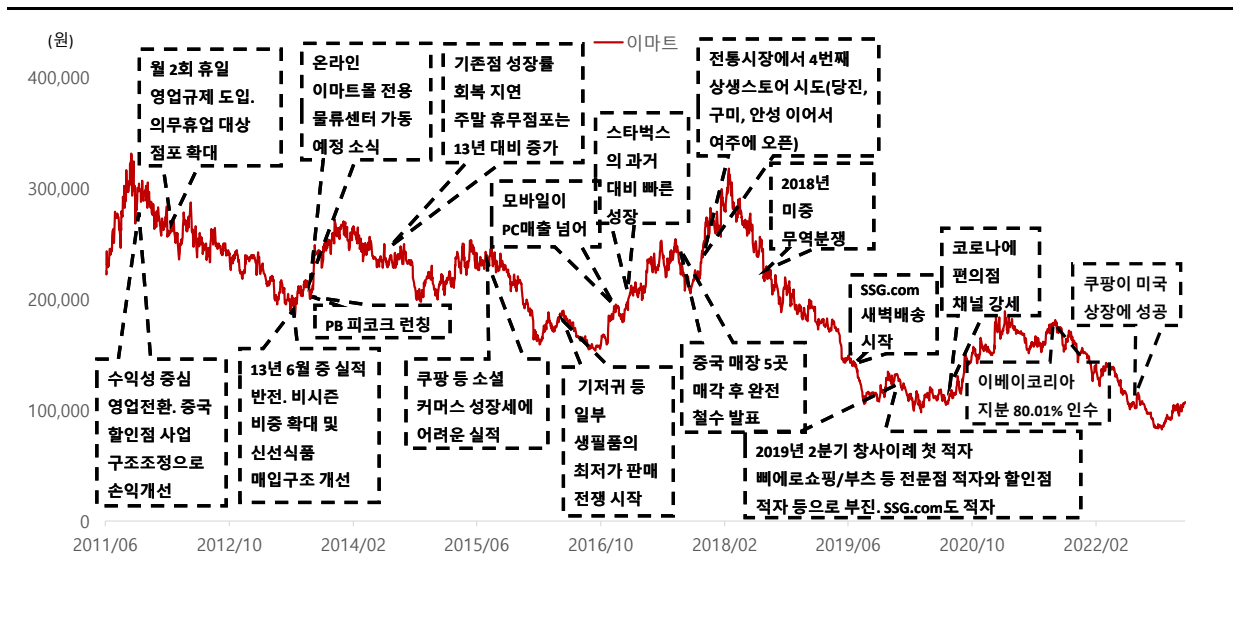
이마트 실적 추정

(단위 : 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022	2023E
연결 순매출액	7,004	7,147	7,707	7,474	7,090	7,460	8,019	7,801	24,933	29,332	30,370
YoY(%)	18.8%	21.9%	22.1%	8.9%	1.2%	4.4%	4.0%	4.4%	13.2%	17.6%	3.5%
이마트(별도) 순매출액	3,876	3,618	4,161	3,832	3,774	3,740	4,286	3,982	15,054	15,487	15,782
SSG.com	425	423	441	456	453	450	468	481	1,494	1,745	1,852
G마켓	316	337	331	334	317	338	335	345	118	1,318	1,336
SCK 컴퍼니	602	666	658	668	622	687	673	690	658	2,594	2,672
이마트 24	484	536	564	534	526	577	613	575	1,918	2,118	2,292
이마트에브리데이	332	339	352	336	350	357	363	344	1,292	1,358	1,415
프라퍼티	60	76	72	81	63	76	71	80	233	289	290
미국(PKR, GFH, NSM)	433	472	501	543	476	516	543	584	1,693	1,948	2,119
신세계푸드	324	354	374	360	349	380	402	377	1,333	1,412	1,509
조선호텔&리조트	91	117	133	140	97	120	139	145	311	480	501
연결 영업이익	34	-12	101	13	42	-3	140	71	317	136	250
OPM(%)	2.1%	0.1%	1.7%	1.1%	0.5%	-0.2%	1.3%	0.2%	1.3%	0.5%	0.8%
이마트(별도) 영업이익	92	-19	105	81	79	-10	128	76	266	259	272
SSG.com	-26	-41	-23	-22	-23	-27	-9	-4	-108	-111	-62
G마켓	-19	-18	-15	-13	-17	-12	-6	-2	4	-66	-37
SCK 컴퍼니	29	48	27	19	16	21	14	55	58	123	106
이마트 24	0	4	6	-3	-4	3	6	-4	-3	7	2
이마트에브리데이	6	6	8	4	8	8	10	6	23	23	32
프라퍼티	-9	9	2	2	3	3	2	2	20	4	11
미국(PKR, GFH, NSM)	2	7	3	7	4	11	5	8	27	20	27
신세계푸드	4	9	4	4	5	8	8	8	29	21	29
조선호텔&리조트	-7	1	13	15	10	12	12	11	-49	22	45
지배주주순이익	811	-61	106	173	294	528	286	66	1,571	1,029	1,173

자료 : SK 증권 추정치

이마트 주가 히스토리



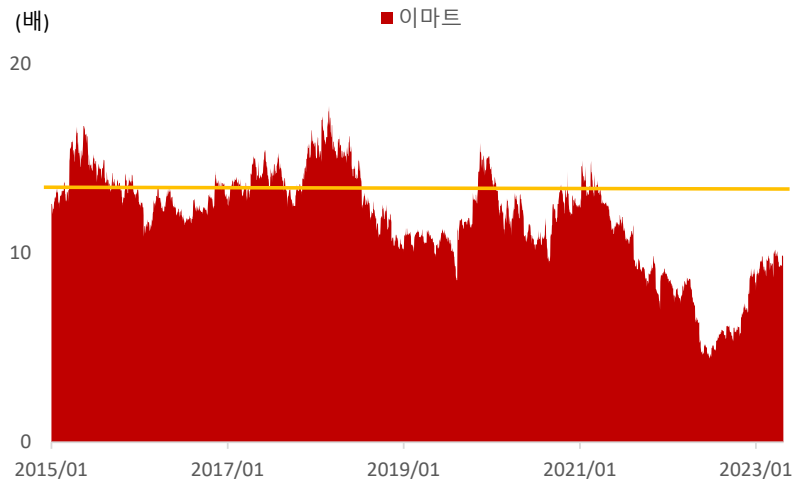
자료: 이마트, SK 증권

목표주가 산정 테이블

구분	내용
2023년 지배주주순이익(억원)	11,733
이커머스와의 직접적인 경쟁으로 2019년 12MF PER 수준 대비 65% 할인	2.8
목표 시가총액(억원)	33,264
총 발행주식수(보통주)	27,875,819
목표주가(원)	119,329
현재주가(원)	97,700
상승 여력(%)	22.8%

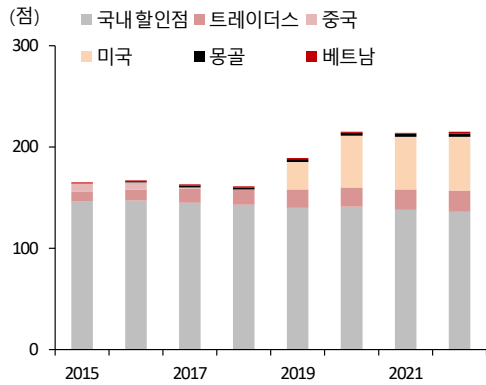
자료: SK 증권

이마트 12MF 컨센서스 PER 추이



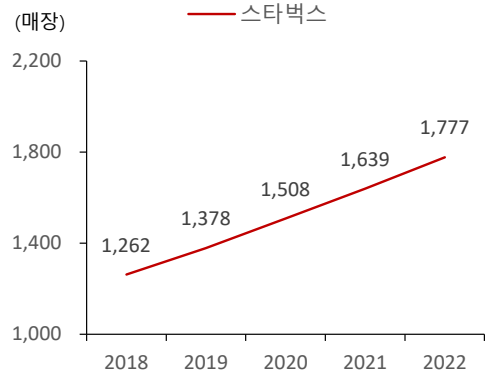
자료: Dataguide, SK 증권

이마트 매장 수 추이



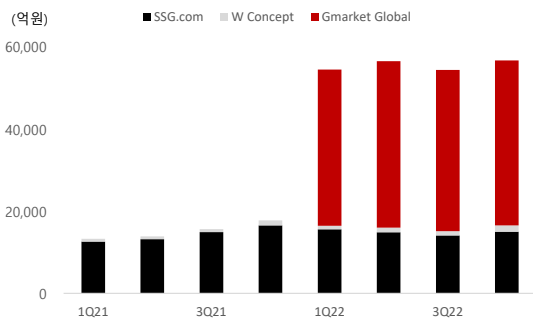
자료: 이마트, SK 증권

스타벅스(SCK) 매장 수 추이



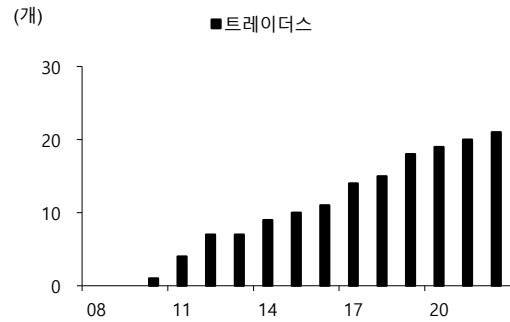
자료: 이마트, SK 증권

온라인 사업부 GMV 추이



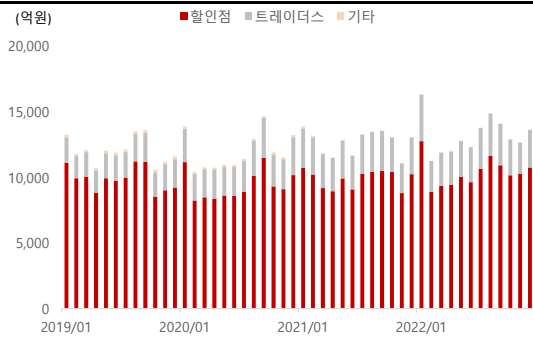
자료: 이마트, SK 증권
주: Wconcept 21년 1Q, 2Q는 추정치

트레이더스 매장 수 추이



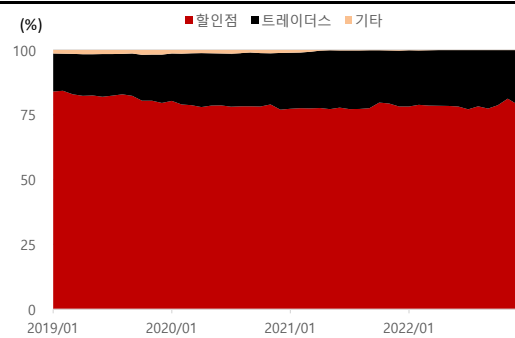
자료: 산업통상자원부, SK 증권

이마트(별도) 총매출액 추이



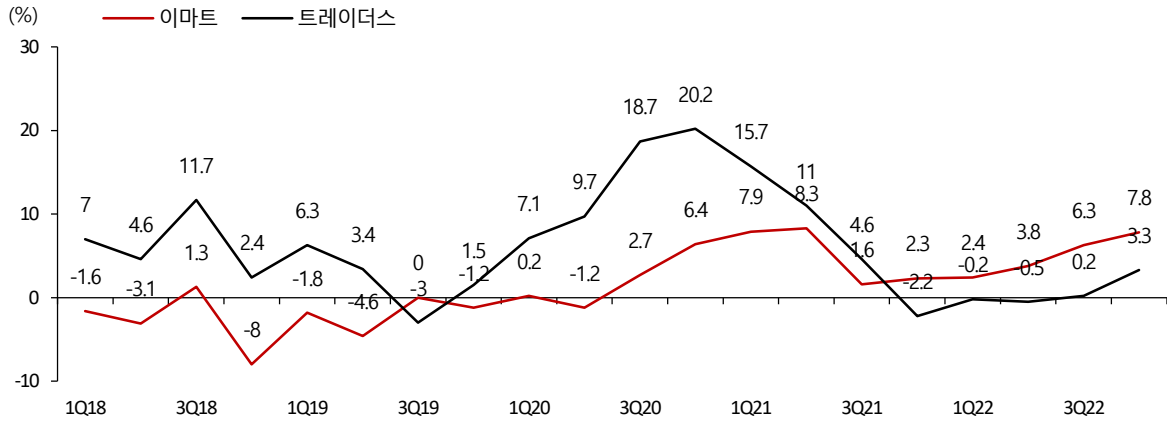
자료: 이마트, SK 증권

이마트(별도) 총매출액 기준 매출 비중 추이



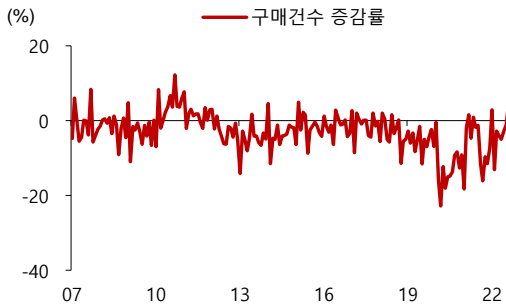
자료: 이마트, SK 증권

이마트/트레이더스 기준점 성장률



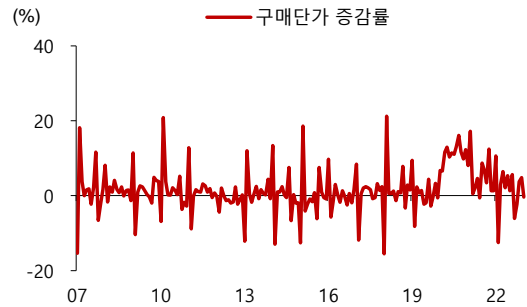
자료: 이마트, SK 증권

대형마트 구매건수 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

대형마트 구매단가 증감률



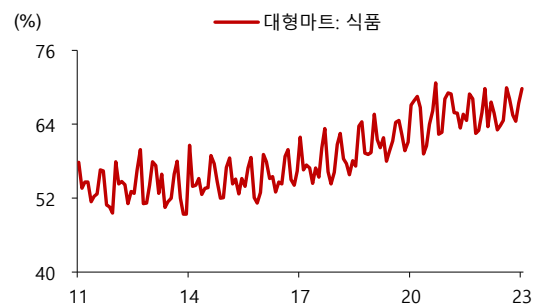
자료: 산업통상자원부, SK 증권

대형마트 비식품 합산 매출 비중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

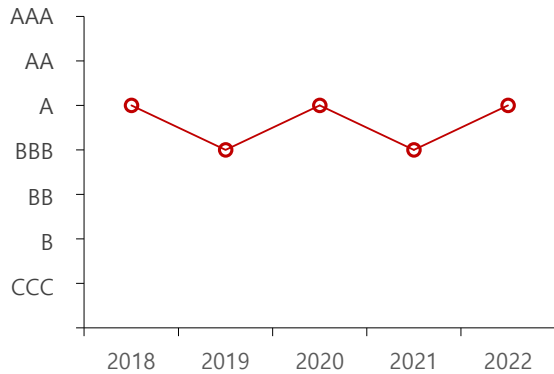
대형마트 식품 합산 매출 비중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

ESG 하이라이트

이마트의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
이마트 종합 등급	A	C	43.8
환경(Environment)	43.9	C	30.3
사회(Social)	45.9	D	19.9
지배구조(Governance)	58.3	B+	81.0
<비교업체 종합 등급>			
롯데쇼핑	A	C+	47.3
롯데하이마트	BBB	D	62.5
GS 리테일	A	D+	59.9

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 이마트 ESG 평가

이마트의 추진전략은 1) 탄소중립 비전 수립 및 이행, 2) 건강 상품 및 지속가능 인증상품 확대, 3) 협력사 ESG 리스크 관리 및 지원 강화, 4) 대내/외 사회적 책임 경영 체계 고도화.

이마트의 여성 육아휴직 복귀 후 12개월 근속률이 2019~2021년 95%를 상회하고 있다는 점은 긍정적인 현상. 같은 기간 임직원 평균 근속년수도 성별 무관 증가. 21년 SKU는 건강/안전 상품 487개, 원재료/소싱 인증상품 535개, 친환경 상품 1,397개이며, 향후 지속적인 SKU 증가가 예상.

자료: SK 증권

이마트의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021/08/11	사회적채권	50,000	2.34800

자료: KRX, SK 증권

이마트의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
23.3.28	사회 (Social)	인기 끌던 미니 카스테라, 긴급 판매중단...금지된 방부제 나왔다
23.3.25	사회 (Social)	실수로 세탁기에 돌린 상품권...소송 비화 이유는?
23.3.01	사회 (Social)	이마트 인천 연수점 직원 50명 타점 발령...노조 반발 시위
23.1.14	사회 (Social)	눈 작은 아이들 외모 조롱한 문화센터 강사...“얼굴 기억하려는 것” 주장
22.12.19	사회 (Social)	이마트 노브랜드 김가루 리콜...“재발 방지 대책 강구할 것”
22.12.13	사회 (Social)	“전화 대신 챗봇 이용하세요”...편리함에 소외되는 시각장애인

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	4,063	5,188	5,849	7,380	8,026
현금및현금성자산	1,113	1,010	1,269	1,925	2,350
매출채권 및 기타채권	778	1,646	1,691	1,765	1,842
재고자산	1,262	1,559	2,032	2,121	2,213
비유동자산	18,277	26,054	27,353	27,175	28,528
장기금융자산	2,124	2,824	3,562	3,638	3,717
유형자산	9,667	10,007	10,345	9,804	11,248
무형자산	1,655	7,778	7,760	7,542	7,342
자산총계	22,340	31,242	33,202	34,556	36,554
유동부채	5,988	9,817	9,942	10,364	10,803
단기금융부채	1,595	3,085	3,213	3,353	3,499
매입채무 및 기타채무	2,058	2,355	2,585	4,570	4,769
단기충당부채	11	24	30	31	33
비유동부채	5,856	9,025	9,777	9,807	10,433
장기금융부채	4,671	7,514	8,454	8,431	9,000
장기매입채무 및 기타채무	140	84	88	88	88
장기충당부채	32	88	95	99	103
부채총계	11,844	18,842	19,718	20,171	21,235
지배주주지분	9,074	10,260	11,208	12,327	13,487
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,277	4,277	4,277	4,277
기타자본구성요소	971	678	435	435	435
자기주식	-106	-10	-145	-145	-145
이익잉여금	3,071	4,578	5,691	6,811	7,971
비지배주주지분	1,423	2,141	2,276	2,058	1,832
자본총계	10,497	12,400	13,483	14,385	15,319
부채외자본총계	22,340	31,242	33,202	34,556	36,554

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	829	-1,042	-309	2,617	2,623
당기순이익(손실)	363	1,589	1,008	955	988
비현금성항목등	816	-488	749	2,177	2,138
유형자산감가상각비	947	1,063	1,341	1,271	1,255
무형자산상각비	40	74	220	218	200
기타	-171	-1,625	-812	688	683
운전자본감소(증가)	206	-256	-582	173	180
매출채권및기타채권의감소(증가)	-41	-22	-306	-74	-77
재고자산의감소(증가)	20	-182	-431	-89	-92
매입채무및기타채무의증가(감소)	146	-92	289	191	199
기타	81	39	-134	144	150
법인세납부	-193	-298	-476	-400	-422
투자활동현금흐름	14	-3,783	-616	-1,699	-2,830
금융자산의감소(증가)	-128	79	-43	-187	-21
유형자산의감소(증가)	413	66	-1,061	-930	-2,700
무형자산의감소(증가)	-16	-24	-40	0	0
기타	-255	-3,904	528	-582	-109
재무활동현금흐름	2,727	4,564	1,544	63	662
단기금융부채의증가(감소)	0	0	0	140	146
장기금융부채의증가(감소)	2,992	4,806	1,664	-23	570
자본의증가(감소)	0	40	0	0	0
배당금지급	-107	-102	-128	-54	-54
기타	-158	-180	8	0	0
현금의 증가(감소)	432	-103	259	656	426
기초현금	681	1,113	1,010	1,269	1,925
기말현금	1,113	1,010	1,269	1,925	2,350
FCF	1,242	-976	-1,370	1,687	-77

자료 : 이마트, SK증권 추정

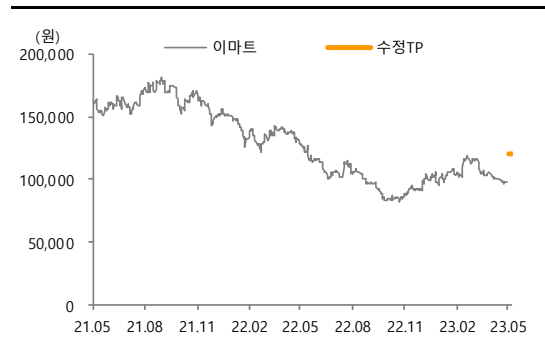
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	22,033	24,933	29,332	30,370	31,483
매출원가	16,224	18,184	21,010	21,210	21,510
매출총이익	5,809	6,749	8,323	9,159	9,973
매출총이익률(%)	26.4	27.1	28.4	30.2	31.7
판매비와 관리비	5,572	6,432	8,187	8,909	9,674
영업이익	237	317	136	250	299
영업이익률(%)	1.1	1.3	0.5	0.8	0.9
비영업손익	385	1,797	1,117	1,105	1,111
순금융손익	-124	-166	-258	-300	-272
외환관련손익	63	-90	-88	-52	-47
관계기업등 투자손익	71	84	11	0	0
세전계속사업이익	622	2,114	1,252	1,355	1,410
세전계속사업이익률(%)	2.8	8.5	4.3	4.5	4.5
계속사업법인세	259	525	245	400	422
계속사업이익	363	1,589	1,008	955	988
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	363	1,589	1,008	955	988
순이익률(%)	1.6	6.4	3.4	3.1	3.1
지배주주	362	1,571	1,029	1,173	1,213
지배주주귀속 순이익률(%)	1.6	6.3	3.5	3.9	3.9
비지배주주	1	18	-22	-218	-226
총포괄이익	354	1,540	1,261	955	988
지배주주	357	1,513	1,262	988	1,022
비지배주주	-3	26	-1	-33	-34
EBITDA	1,223	1,454	1,696	1,739	1,755

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	15.6	13.2	17.6	3.5	3.7
영업이익	57.4	33.6	-57.2	84.3	19.6
세전계속사업이익	120.4	239.9	-40.7	8.2	4.1
EBITDA	18.4	18.8	16.7	2.5	0.9
EPS	54.7	334.2	-34.5	14.0	3.4
수익성 (%)					
ROA	1.7	5.9	3.1	2.8	2.8
ROE	4.0	16.2	9.6	10.0	9.4
EBITDA마진	5.6	5.8	5.8	5.7	5.6
안정성 (%)					
유동비율	67.9	52.9	58.8	71.2	74.3
부채비율	112.8	151.9	146.2	140.2	138.6
순차입금/자기자본	45.3	71.4	72.7	63.1	61.0
EBITDA/이자비용(배)	7.4	6.8	5.3	4.5	3.7
배당성향	14.9	3.5	5.2	4.6	4.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,979	56,348	36,924	42,091	43,524
BPS	329,309	368,409	407,239	447,408	489,010
CFPS	48,360	97,142	92,913	95,511	95,747
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER	11.7	2.7	2.7	2.3	2.2
PBR	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2
PCR	3.1	1.6	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	8.5	10.5	8.7	8.0	8.0
배당수익률	1.3	1.3	2.0	1.9	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.08	매수	120,000원	6개월		
2023.05.08	담당자 변경				
2022.11.11	매수	132,000원	6개월	-21.90%	-9.85%



Compliance Notice

작성자(박찬솔)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 08일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
박찬술

rightsearch@skks.co.kr
3773-9955

Company Data

자본금	117 십억원
발행주식수	2,340 만주
자사주	8 만주
액면가	5,000 원
시가총액	1,222 십억원
주요주주	
정지선(외3)	36.08%
국민연금공단	6.93%
외국인지분율	22.26%
배당수익률	2.5%

Stock Data

주가(23/05/04)	51,300 원
KOSPI	2,500.94 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	80,500 원
52주 최저가	50,800 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.7%	-5.9%
6개월	-4.7%	-11.3%
12개월	-30.7%	-25.7%

현대백화점 (069960/KS | 매수(신규편입) | T.P 65,000 원(신규편입))

모든 모멘텀은 하반기에

- 매출액 5.38 조원(+7.3%), 영업이익 3,330 억원(+3.8%) 예상
- 실적은 하반기로 가면서 반등하는 모습 나타날 것으로 예상
- 백화점은 성장률, 면세점은 영업이익, 지누스는 재고 이슈가 하반기에 개선될 것
- 영업적자를 지속 중인 면세점은 국내 해외 여행객 증가로 24년 이전 흑자전환 예상
- 23년 지배주주순이익에 PER 8.0 배를 적용, 목표주가 6.5 만원으로 커버리지 개시

현대백화점 23년 실적 전망

매출액 5.38 조원(+7.3%), 영업이익 3,330 억원(+3.8%) 기록을 예상한다. 백화점은 22년의 높은 기저 영향으로 로우 싱글 성장을 예상하지만, 하반기로 가면서 기저 영향에서 벗어나면서 미드 싱글 수준의 성장률을 회복할 것으로 전망한다. 특히 23년 8월로 목표하는 대전점 영업 재개가 이익단 반등에 기여할 것으로 보인다. 면세점은 다이공 수수료 협상이 진행되는 가운데 하반기 영업폭 적자가 크게 개선될 것으로 예상된다. 현대백화점이 공항 면세점 DF 5 구역 사업자로 확정되었다. 구역 임대료를 객당 1,109 원으로 낮게 제시했는데도 선정되면서 우수한 비용 구조를 확보하게 되었다. 24년 국내 면세 사업이 여객 회복과 함께 2019년 수준으로 상당 부분 회복하며 면세점 사업의 흑자전환을 예상한다. 현재 지누스는 미국에서 재고 이슈가 지속되고 있다. 미국 유통사의 재고 할인이 진행되며 마진율에도 영향을 주고 있다. PPA 상각비는 충당할 수 있는 이익 레벨은 유지될 것을 보고 있다. 재고 소진 후 3Q23부터 실적이 개선되는 모습을 기대한다.

투자 의견 및 밸류에이션

현대백화점의 실적 모멘텀은 모두 하반기에 있다. 요약하면 백화점의 성장률 반등, 면세점의 적자폭 축소, 지누스의 재고 해결이다. 실적 개선세에 진입하는 현대백화점 매수 의견과 목표주가 6.5 만원을 제시한다. 목표주가 산출에는 23년 지배주주순이익 1,894 억원에, 19년 12MF PER 8.0 배를 적용했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	2,199	2,273	3,572	5,014	5,381	6,326
yoy	%	18.1	3.4	57.2	40.4	7.3	17.6
영업이익	십억원	292	136	264	321	333	372
yoy	%	-18.1	-53.5	94.6	21.4	3.8	11.8
EBITDA	십억원	504	377	568	682	753	753
세전이익	십억원	339	147	317	247	262	296
순이익(지배주주)	십억원	194	70	189	144	189	209
영업이익률%	%	13.3	6.0	7.4	6.4	6.2	5.9
EBITDA%	%	22.9	16.6	15.9	13.6	14.0	11.9
EPS(계속사업)	원	830	3,005	8,092	6,157	8,093	8,952
PER	배	10.0	23.8	9.3	9.6	6.4	5.8
PBR	배	0.4	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	배	6.1	8.9	6.4	7.5	5.7	4.9
배당수익률	%	1.2	1.4	1.5	2.2	2.5	2.5
ROE	%	4.6	1.7	4.4	3.2	4.1	4.3
순차입금	십억원	406	920	1,073	1,949	1,328	718
부채비율	%	53.1	73.0	71.6	89.6	95.0	100.5

목표주가 산정 테이블

구분	내용
2023년 지배주주순이익(억원)	1,894
19년 기준 12MF PER	8.0
목표 시가총액(억원)	15,218
총 발행주식수(보통주)	23,402,441
목표주가(원)	65,027
현재주가(원)	51,300
상승 여력(%)	26.7%

자료: SK 증권

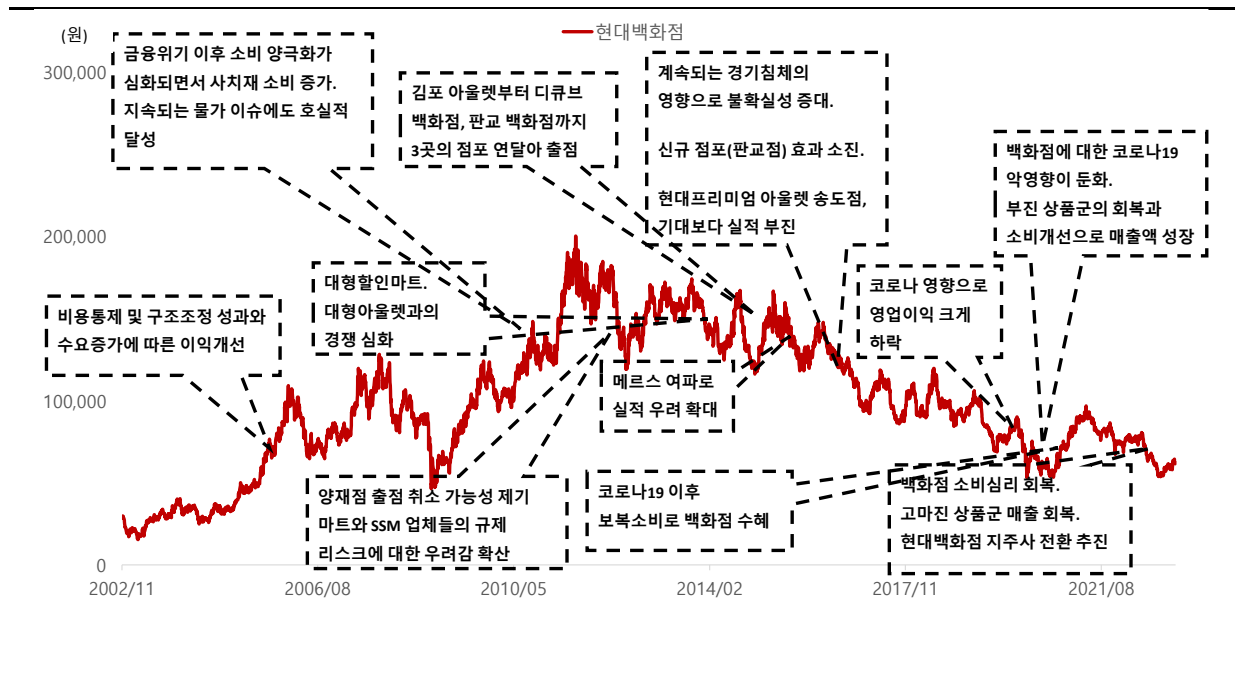
현대백화점 실적 추정

(단위 : 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023E
순매출액	934	1,125	1,372	1,582	1,115	1,332	1,359	1,575	3,572	5,014	5,381
YoY(%)	36.8%	30.3%	48.4%	43.8%	19.4%	18.4%	-0.9%	-0.5%	57.2%	40.4%	7.3%
백화점	543	589	561	597	546	610	584	627	2,103	2,290	2,366
면세점	424	570	558	704	360	495	532	670	1,591	2,257	2,057
지누스	-	-	286	318	247	264	283	318	-	605	1,112
영업이익	89	71	92	69	63	60	87	123	264	321	333
OPM(%)	9.5%	6.3%	6.7%	4.3%	5.6%	4.5%	6.4%	7.8%	7.4%	6.4%	6.2%
백화점	103	85	97	95	80	74	89	106	305	379	349
면세점	-14	-14	-15	-23	-15	-7	-3	-1	-47	-66	-27
지누스	-	-	11	17	8	3	12	28	-	28	52
지배주주순이익	62	46	50	-14	61	45	65	19	189	144	189

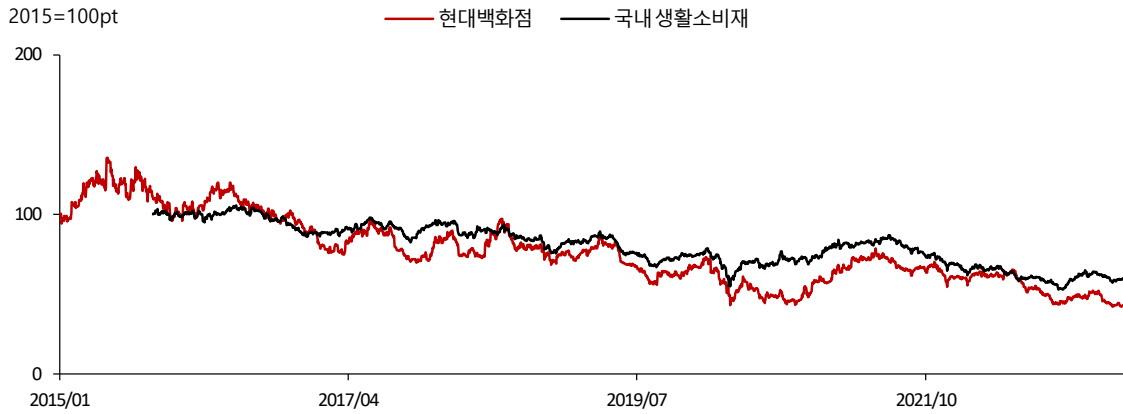
자료: SK 증권

현대백화점 주가 히스토리



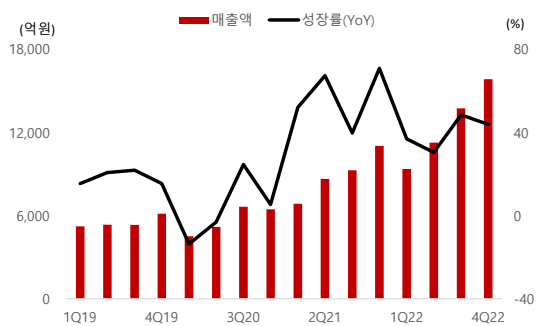
자료: 현대백화점, SK 증권

현대백화점 주가 vs. 국내 생활소비재 ETF (15~22년)



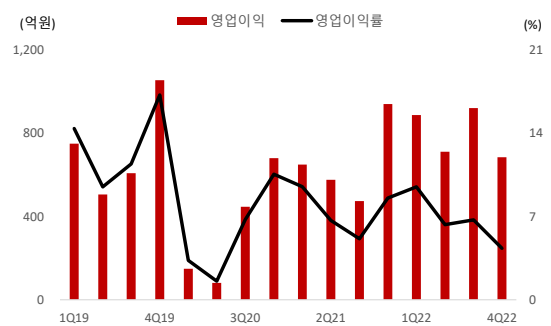
자료: Bloomberg, SK 증권

현대백화점 매출액 추이



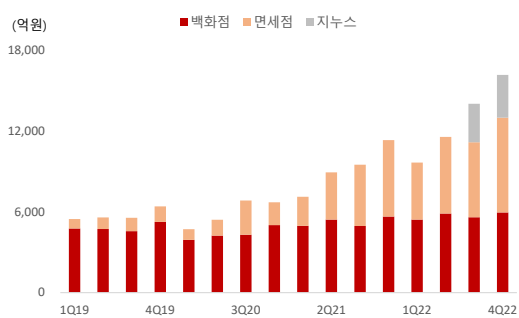
자료: 현대백화점, SK 증권

현대백화점 영업이익 및 이익률 추이



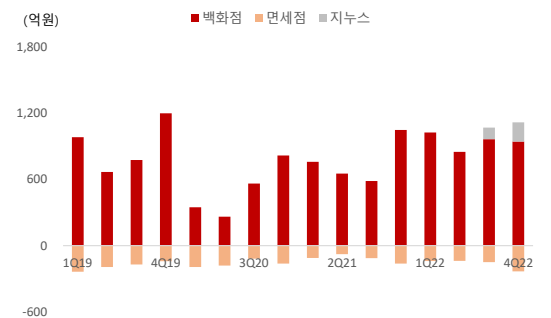
자료: 현대백화점, SK 증권

현대백화점 부문별 매출액 추이



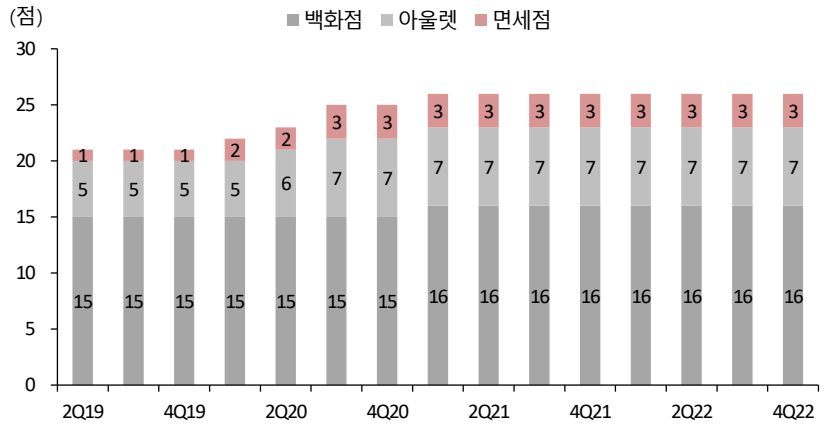
자료: 현대백화점, SK 증권

현대백화점 부문별 영업이익 추이



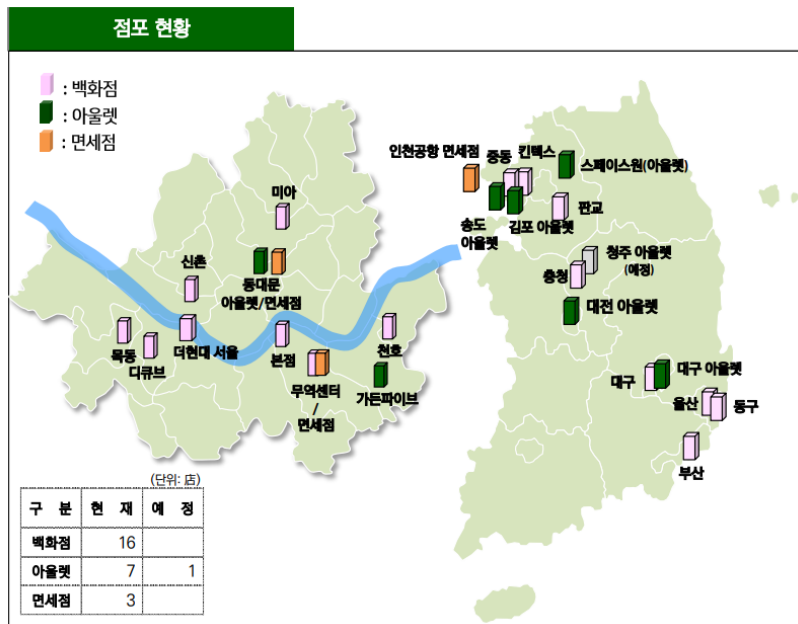
자료: 현대백화점, SK 증권

현대백화점 매장 수 추이



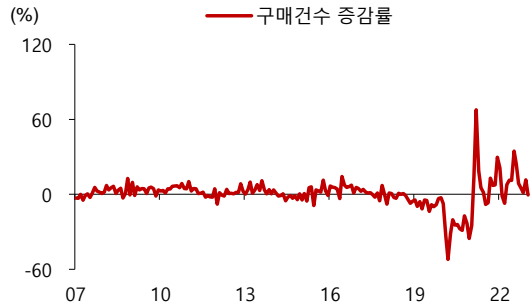
자료: 현대백화점, SK 증권

현대백화점 매장 위치(4Q22)



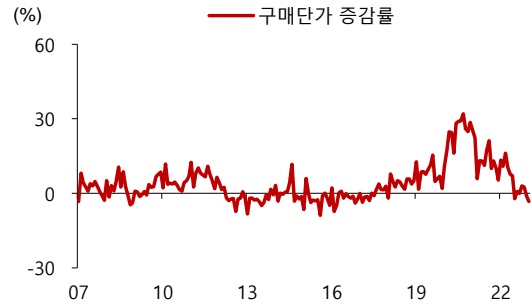
자료: 현대백화점, SK 증권

백화점 구매건수 증감률



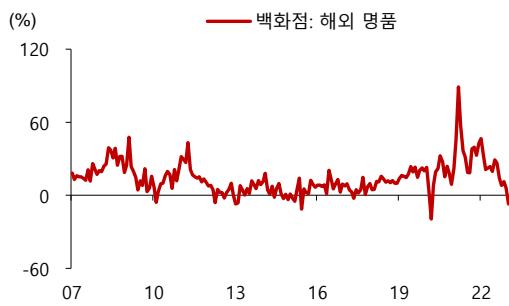
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 구매단가 증감률



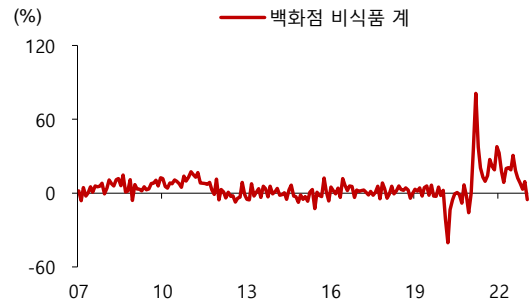
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 해외 명품 매출액 증감률



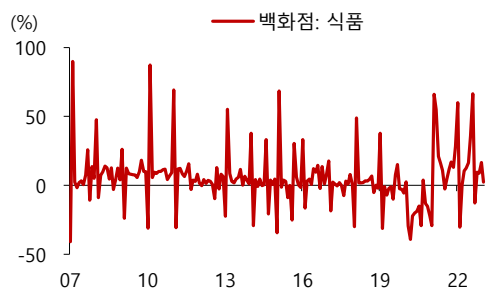
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 비식품 합산 매출액 증감률



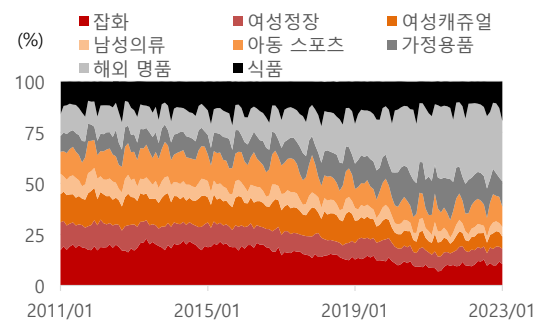
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점(오프라인) 식품 합산 매출액 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 카테고리별 매출액 비중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

면세점 총 객단가



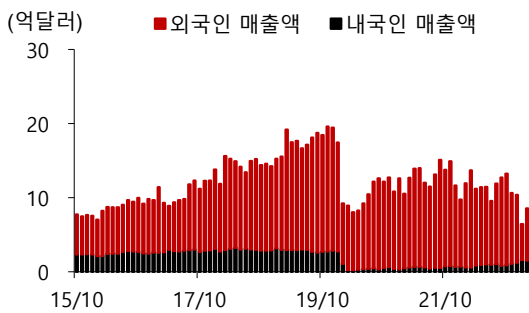
자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 총 고객 수



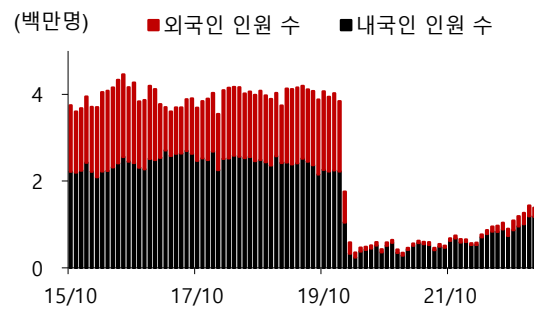
자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 외국인/내국인 매출액 구분



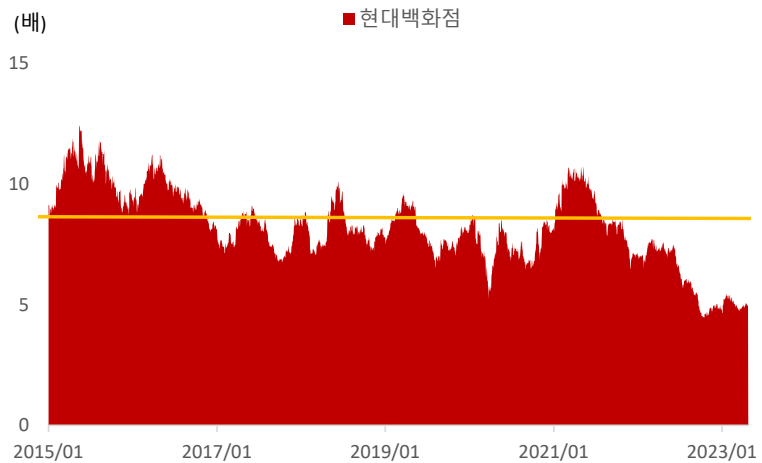
자료: 면세점협회, SK 증권

면세점 고객 외국인/내국인 구분



자료: 면세점협회, SK 증권

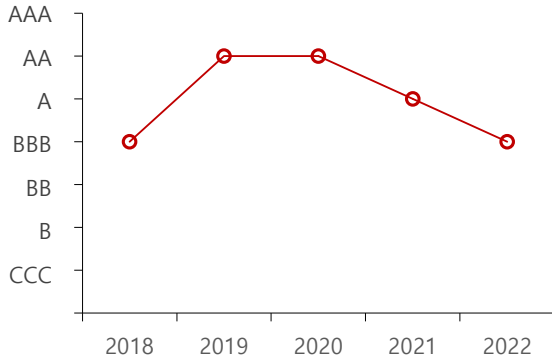
현대백화점 12MF 컨센서스 PER 추이



자료: Dataguide, SK 증권

ESG 하이라이트

현대백화점의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
현대백화점 종합 등급	BBB	D+	56.4
환경(Environment)	43.5	D+	52.4
사회(Social)	43.2	D	27.5
지배구조(Governance)	54.0	C	89.3
<비교업체 종합 등급>			
호텔신라	AA	D+	37.8
신세계	AA	C+	45.2
롯데쇼핑	A	C+	47.3

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 현대백화점 ESG 평가

2018년 면세점 업계 최초로 친환경 물류박스를 도입해, 물류 이동시 사용하던 포장용 비닐 사용을 60%이상을 절감한 바 있음. 또 2021년 6월부터 면세업계 최초로 고객에서 제공한 비닐백 사용을 중단하고, 종이봉투로 교체했음. 해외 여행이 향후 증가하면 연간 60ton 이상으로 비닐백 사용량을 줄어드는 효과가 있다는 내부 전망을 발표함.

육아휴직 후 복귀하여 12개월 간 고용 상태를 유지한 여성 직원 고용 유지율은 2019년 74%에서 2020년 86%, 2021년 88%로 증가하며 사회지표 개선 추세가 확인됨.

자료: SK 증권

현대백화점의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
-----	-------	---------------	-------------

자료: KRX, SK 증권

현대백화점의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
23.1.10	지배구조 (Governance)	이재명 오늘 오전 10시 30분 檢 출석...성남 FC 후원금 의혹 조사
22.12.27	사회 (Social)	현대아울렛 대전점 화재 경찰 수사 속도 내나... 본사 확대 가능성
22.11.14	사회 (Social)	현대아울렛 참사에도...복합쇼핑몰 42% 안전 위태
22.11.04	사회 (Social)	현대백 사장 등 3명 중대재해법 위반 입건
22.10.05	사회 (Social)	현대백화점그룹, 현대아울렛 대전점 화재사고 보상안 발표
22.10.04	지배구조 (Governance)	검찰, 성남 FC 후원금 의혹 능협현대백화점 등 압수수색

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	1,986	1,945	3,116	4,167	5,212
현금및현금성자산	35	47	195	1,308	2,107
매출채권 및 기타채권	608	794	1,161	1,155	1,297
재고자산	234	365	707	703	789
비유동자산	6,721	7,024	8,954	8,519	8,139
장기금융자산	179	223	310	309	339
유형자산	5,300	5,298	5,614	5,193	4,805
무형자산	81	78	1,555	1,456	1,364
자산총계	8,707	8,969	12,069	12,686	13,351
유동부채	2,276	1,978	3,660	3,642	4,082
단기금융부채	905	343	1,588	1,580	1,774
매입채무 및 기타채무	648	686	913	1,289	1,447
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,399	1,765	2,042	2,539	2,609
장기금융부채	1,068	1,459	1,441	1,941	1,941
장기매입채무 및 기타채무	17	16	20	20	20
장기충당부채	2	2	2	2	2
부채총계	3,675	3,744	5,702	6,181	6,691
지배주주지분	4,267	4,421	4,584	4,745	4,926
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
기타자본구성요소	-160	-185	-185	-185	-185
자기주식	-143	-163	-163	-163	-163
이익잉여금	3,695	3,869	4,030	4,191	4,372
비지배주주지분	766	805	1,783	1,760	1,734
자본총계	5,032	5,226	6,367	6,505	6,660
부채외자본총계	8,707	8,969	12,069	12,686	13,351

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	266	509	524	583	653
당기순이익(손실)	105	233	186	166	184
비현금성항목등	327	402	544	582	539
유형자산감가상각비	229	288	320	320	289
무형자산상각비	13	15	41	100	92
기타	85	98	183	162	159
운전자본감소(증가)	-82	-77	-94	-4	88
매출채권및기타채권의감소(증가)	19	-188	-181	6	-142
재고자산의감소(증가)	-51	-134	-23	4	-86
매입채무및기타채무의증가(감소)	-22	86	53	-6	158
기타	-28	158	57	-6	158
법인세납부	-83	-49	-112	-96	-112
투자활동현금흐름	-1,058	74	-1,097	-86	-106
금융자산의감소(증가)	-521	332	-183	0	-5
유형자산의감소(증가)	-513	-260	-257	0	0
무형자산의감소(증가)	-7	-3	-2	0	0
기타	-17	5	-654	-86	-101
재무활동현금흐름	795	-545	733	464	165
단기금융부채의증가(감소)	483	-739	533	-8	194
장기금융부채의증가(감소)	368	257	294	500	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-22	-22	-24	-28	-28
기타	-34	-41	-70	0	-0
현금의 증가(감소)	-19	12	148	1,113	799
기초현금	54	35	47	195	1,308
기말현금	35	47	195	1,308	2,107
FCF	-246	249	266	583	653

자료 : 현대백화점, SK증권 추정

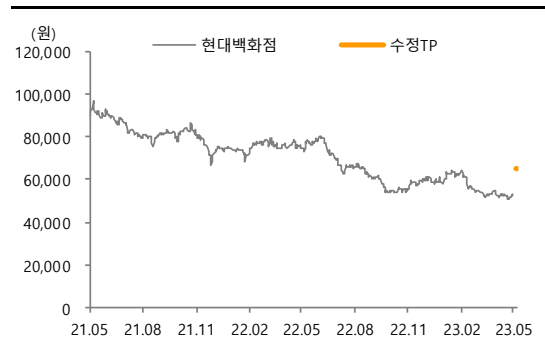
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	2,273	3,572	5,014	5,381	6,326
매출원가	845	1,232	1,677	2,304	2,304
매출총이익	1,428	2,340	3,337	3,077	4,022
매출총이익률(%)	62.8	65.5	66.6	57.2	63.6
판매비와 관리비	1,292	2,076	3,017	2,744	3,650
영업이익	136	264	321	333	372
영업이익률(%)	6.0	7.4	6.4	6.2	5.9
비영업손익	11	52	-74	-71	-76
순금융손익	-15	-18	-43	-66	-46
외환관련손익	3	-7	-0	-0	-0
관계기업등 투자손익	21	39	18	0	0
세전계속사업이익	147	317	247	262	296
세전계속사업이익률(%)	6.5	8.9	4.9	4.9	4.7
계속사업법인세	42	83	61	96	112
계속사업이익	105	233	186	166	184
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	105	233	186	166	184
순이익률(%)	4.6	6.5	3.7	3.1	2.9
지배주주	70	189	144	189	209
지배주주귀속 순이익률(%)	3.1	5.3	2.9	3.5	3.3
비지배주주	35	44	42	-23	-26
총포괄이익	98	247	220	166	184
지배주주	63	201	188	-99	-110
비지배주주	35	45	32	265	293
EBITDA	377	568	682	753	753

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	3.4	57.2	40.4	7.3	17.6
영업이익	-53.5	94.6	21.4	3.8	11.8
세전계속사업이익	-56.6	115.7	-22.1	6.4	12.8
EBITDA	-25.2	50.4	20.1	10.4	-0.0
EPS	-63.8	169.3	-23.9	31.5	10.6
수익성 (%)					
ROA	1.3	2.6	1.8	1.3	1.4
ROE	1.7	4.4	3.2	4.1	4.3
EBITDA마진	16.6	15.9	13.6	14.0	11.9
안정성 (%)					
유동비율	87.2	98.3	85.1	114.4	127.7
부채비율	73.0	71.6	89.6	95.0	100.5
순차입금/자기자본	18.3	20.5	30.6	20.4	10.8
EBITDA/이자비용(배)	12.1	13.8	9.7	6.8	6.3
배당성향	31.4	12.7	19.7	15.0	13.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,005	8,092	6,157	8,093	8,952
BPS	188,430	195,859	202,842	209,721	217,459
CFPS	13,329	21,055	21,581	26,038	25,205
주당 현금배당금	1,000	1,100	1,300	1,300	1,300
Valuation지표 (배)					
PER	23.8	9.3	9.6	6.4	5.8
PBR	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
PCR	5.4	3.6	2.7	2.0	2.1
EV/EBITDA	8.9	6.4	7.5	5.7	4.9
배당수익률	1.4	1.5	2.2	2.5	2.5

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.08	매수	65,000원	6개월		



Compliance Notice

작성자(박찬술)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 08일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------

SK COMPANY Analysis



Analyst
박찬술

rightsearch@sksec.co.kr
3773-9955

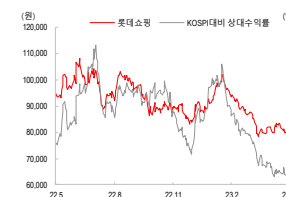
Company Data

자본금	141 십억원
발행주식수	2,829 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	2,260 십억원
주요주주	
롯데지주(외29)	61.17%
국민연금공단	5.00%
외국인지분율	11.74%
배당수익률	4.2%

Stock Data

주가(23/05/03)	79,600 원
KOSPI	2,500.94 pt
52주 Beta	0.52
52주 최고가	108,000 원
52주 최저가	78,500 원
60일 평균 거래대금	5 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.7%	-3.8%
6개월	-10.2%	-16.4%
12개월	-15.3%	-9.2%

롯데쇼핑 (023530/KS | 매수(신규편입) | T.P 127,000 원(신규편입))

내실 다지기

- 매출액 15.7 조원(+1.7%), 영업이익 4,548 억원(+17.7%)을 예상
- 하반기 외국인 입국자가 증가하면서 백화점 사업부 성장을 반등에 기여할 것
- 하이마트는 재고 이슈 지속되며 마진을 압박 계속될 것으로 예상
- 23년 이커머스 사업부의 적자폭 축소가 진행되며 이익 개선을 도울 것
- 올해도 순이익 흑전에 대한 관심 지속. 목표주가 12.7 만원으로 커버리지 개시

롯데쇼핑 23년 실적 전망

매출액 15.7 조원(+1.7%), 영업이익 4,548 억원(+17.7%)을 예상한다. 롯데쇼핑 국내 백화점은 성장률이 로우 싱글 수준으로 둔화될 것으로 예상된다. 다만 하반기 외국인 입국자가 증가하면서 성장률 반등 가능성이 있어 보인다. 국내 할인점은 리오프닝 이후 실적이 반등 중이며, 23년에 로우 싱글 수준의 성장을 하며 회복을 지속할 것으로 예상된다. 하이마트는 재고 부담으로 역성장할 가능성이 높으며, 마진을 압박에서도 자유롭지 못할 것으로 본다. 수퍼는 성장할 것으로 예상되며 매출액, 영업이익 회복이 지속될 것으로 전망한다. 홈쇼핑은 성장하지만 송출 수수료 부담으로 영업이익은 감익으로 추정한다. 컬처웍스는 마스크 실내 의무 착용 해제 등 리오프닝으로 효과로 반등을 이어갈 것으로 예상된다. 이커머스 사업부는 적자폭 축소가 예상된다.

Why 롯데쇼핑. 투자의견 및 밸류에이션

롯데쇼핑은 국내 오프라인 대표 쇼핑 플랫폼이며, 23년 백화점 8대 점포 리브랜딩 등 내실 다지기와 전자 수익성 강화 활동이 지속될 것이다. 현재 보유 자산에 대한 영업권 상각과 주식/사용권자산 손상차손이 발생하며 영업이익 흑자를 기록해도 순이익이 적자가 지속되고 있다. 23년에 순이익 흑자전환 가능성이 있다고 추정했으며, 실적 턴어라운드에 대한 관심을 지속할 필요가 있다. 롯데쇼핑은 23년 지배주주순이익 2,973 억원, PER 12.9 배를 적용, 목표주가 12.7 만원으로 커버리지를 개시한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	십억원	17,622	16,184	15,574	15,476	15,733	16,210
yoy	%	-1.1	-8.2	-3.8	-0.6	1.7	3.0
영업이익	십억원	428	346	208	386	455	467
yoy	%	-28.3	-19.1	-40.0	86.0	17.7	2.6
EBITDA	십억원	1,947	1,621	1,424	1,611	1,469	1,303
세전이익	십억원	-1,134	-771	-638	-567	439	449
순이익(지배주주)	십억원	-896	-786	-292	-325	279	285
영업이익률%	%	2.4	2.1	1.3	2.5	2.9	2.9
EBITDA%	%	11.0	10.0	9.1	10.4	9.3	8.0
EPS(계속사업)	원	-34,060	-28,620	-10,332	-11,473	9,866	10,089
PER	배	N/A	-3.6	-8.4	-7.9	8.1	7.9
PBR	배	0.4	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	배	9.2	10.3	11.0	9.8	10.0	10.4
배당수익률	%	2.8	2.7	3.2	3.6	4.2	4.2
ROE	%	-8.0	-7.7	-2.9	-3.3	2.9	2.9
순차입금	십억원	12,868	12,478	11,487	11,745	10,866	9,787
부채비율	%	188.1	196.1	183.3	187.3	186.3	184.3

목표주가 산정 테이블

구분	내용
2023년 지배주주순이익(억원)	2,791
19년 기준 12MF PER	12.9
목표 시가총액(억원)	36,020
총 발행주식수(보통주)	28,288,755
목표주가(원)	127,330
현재주가(원)	79,600
상승 여력(%)	59.5%

자료: SK 증권

롯데쇼핑 실적 추정

(단위 : 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023E
연결 순매출액	3,771	3,902	4,013	3,790	3,796	3,956	4,074	3,907	15,574	15,476	15,733
YoY(%)	-2.8%	0.0%	0.2%	0.2%	-2.8%	1.4%	1.5%	3.1%	-3.8%	-0.6%	1.7%
백화점	740	828	769	890	762	855	808	907	2,888	3,227	3,332
할인점	1,481	1,441	1,560	1,422	1,524	1,480	1,629	1,476	5,716	5,904	6,109
하이마트	841	887	874	734	712	800	757	691	3,877	3,336	2,960
수퍼	349	332	352	310	339	321	386	301	1,453	1,343	1,348
홈쇼핑	275	272	256	274	295	284	264	283	1,104	1,077	1,126
컬처웍스	73	121	188	115	95	141	158	171	234	497	565
e커머스	26	26	25	36	29	29	26	40	109	113	125
기타	-15	-7	-10	9	40	46	46	37	201	-23	168
연결 영업이익	69	74	150	93	93	77	133	152	208	386	455
OPM(%)	1.8%	1.9%	3.7%	2.5%	2.5%	2.0%	3.3%	3.9%	1.3%	2.5%	2.9%
백화점	105	104	109	177	107	87	102	203	349	495	500
할인점	16	-7	32	12	10	-1	23	-3	-31	53	29
하이마트	-8	0	1	-45	-15	-4	3	-10	114	-52	-26
수퍼	3	-6	6	-5	5	-4	10	-7	-5	-2	5
홈쇼핑	31	28	21	-2	20	26	15	8	102	78	69
컬처웍스	-29	11	21	-2	-2	6	5	5	-133	1	14
e커머스	-45	-49	-38	-24	-28	-28	-24	-35	-156	-156	-114
기타	-4	-6	-2	-11	-4	-6	-2	-11	-24	-23	-23
지배주주순이익	48	25	-113	-285	81	32	81	85	-292	-325	279

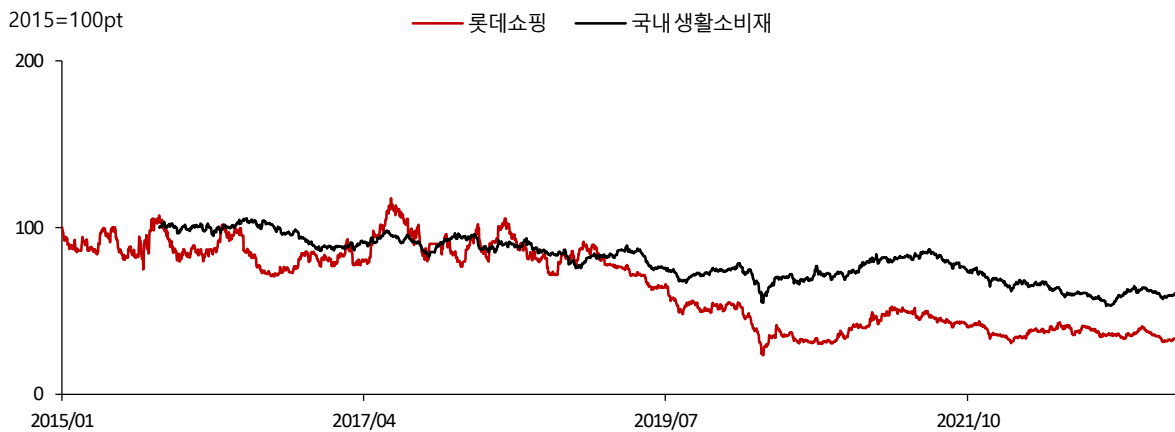
자료: SK 증권 추정

롯데쇼핑 주가 히스토리



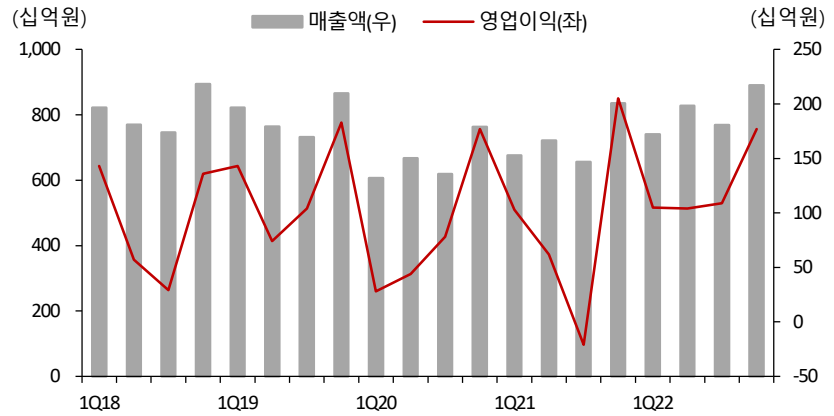
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

롯데쇼핑 주가 vs. 국내 생활소비재 ETF (15~22년)



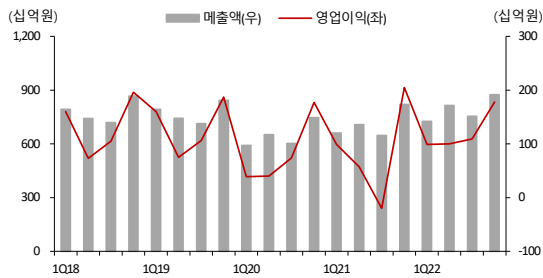
자료: Bloomberg, SK 증권

백화점 합계 실적 추이



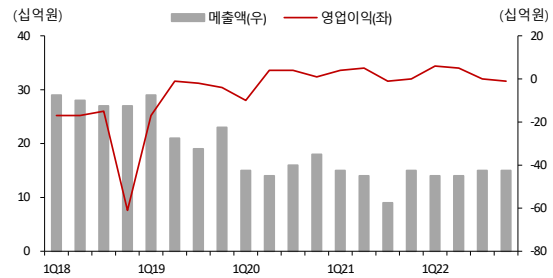
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

백화점 국내 실적 추이



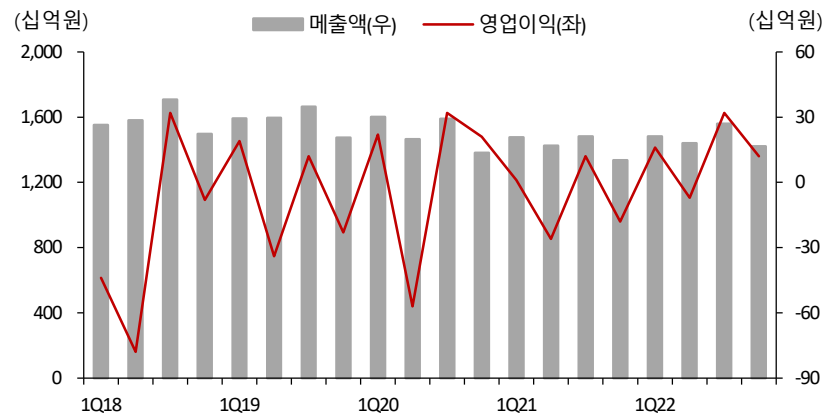
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

백화점 해외 실적 추이



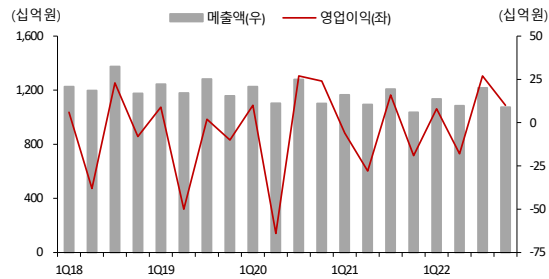
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

할인점 합계 실적 추이



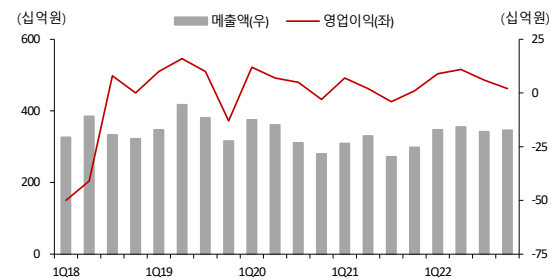
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

할인점 국내 실적 추이



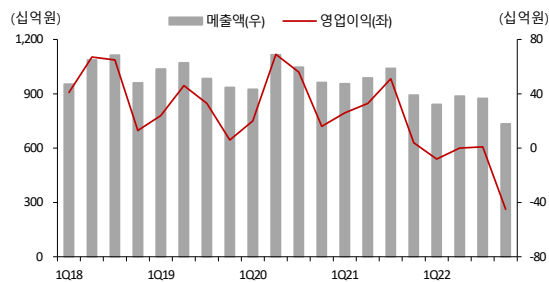
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

할인점 해외 실적 추이



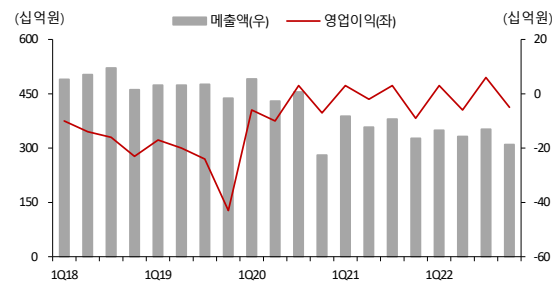
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

국내 하이마트 실적 추이



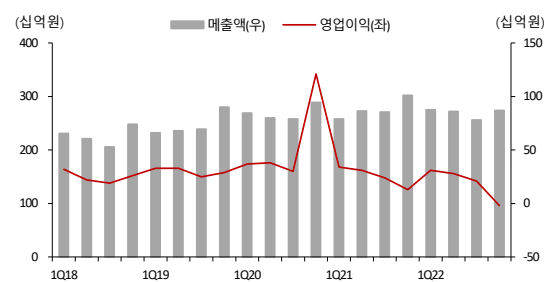
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

국내 슈퍼 실적 추이



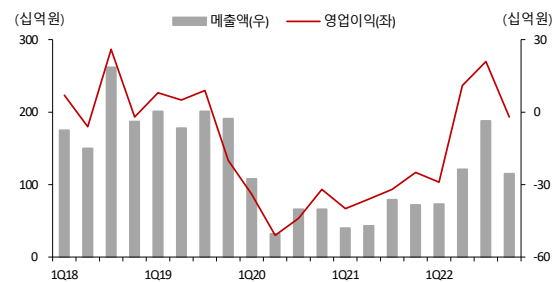
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

국내 컬처웍스 실적 추이



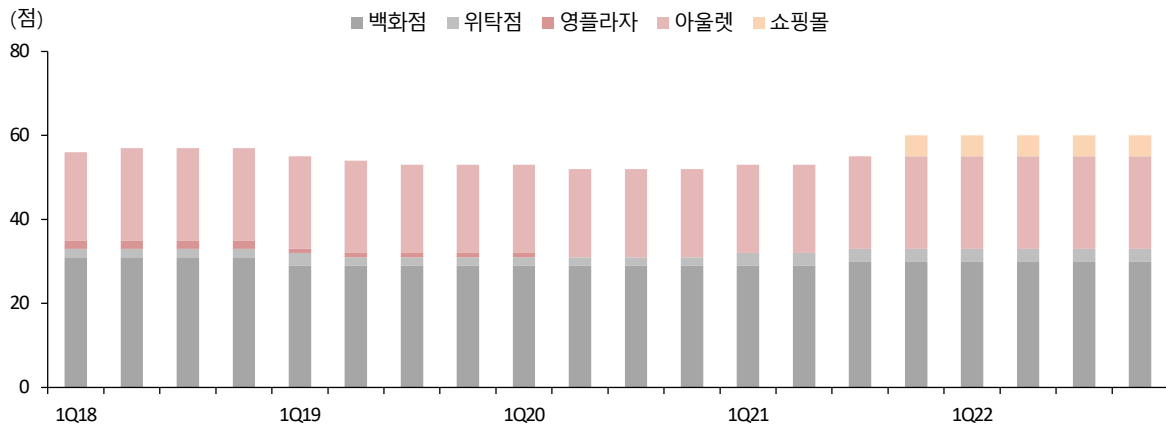
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

이커머스 실적 추이



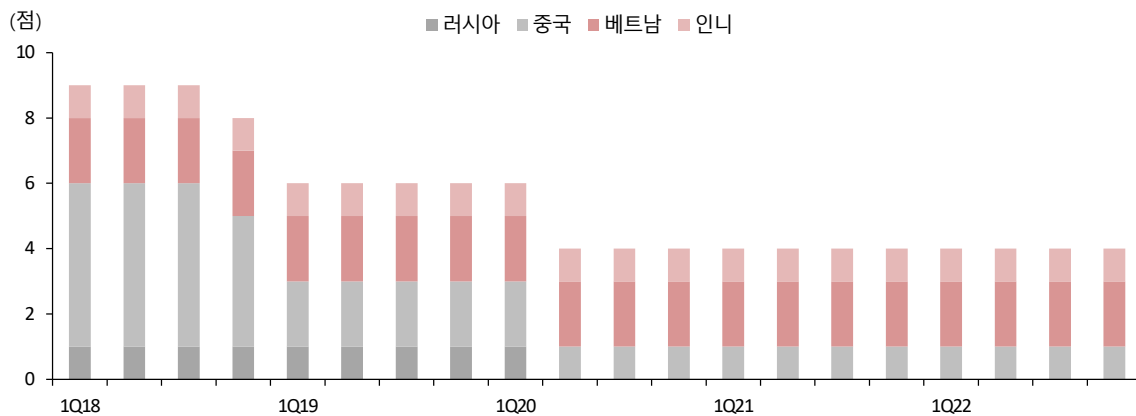
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

국내 점포 수 추이



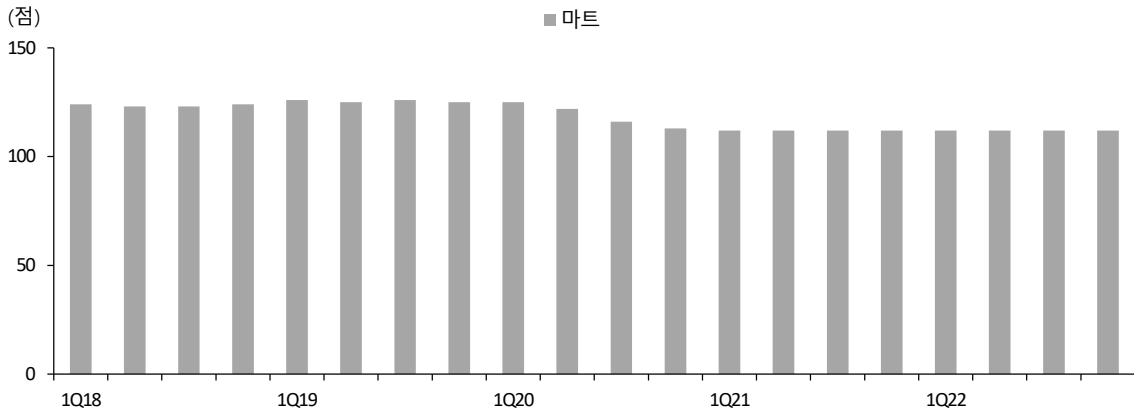
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

해외 백화점 점포 수 추이



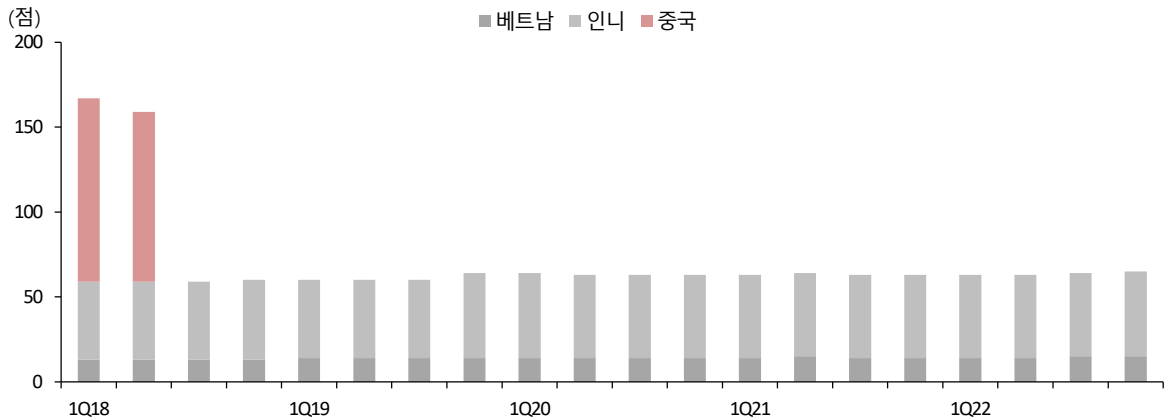
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

국내 할인점 매장 수 추이



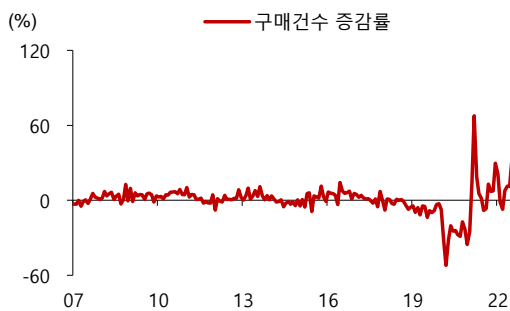
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

해외 할인점 매장 수 추이



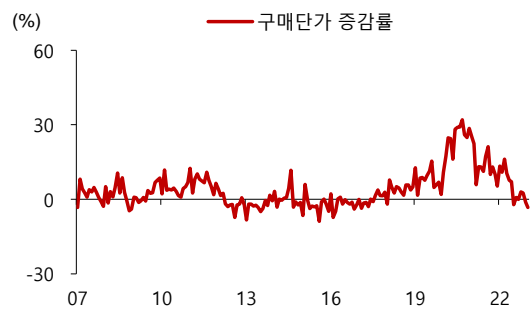
자료: 롯데쇼핑, SK 증권

백화점 구매건수 증감률



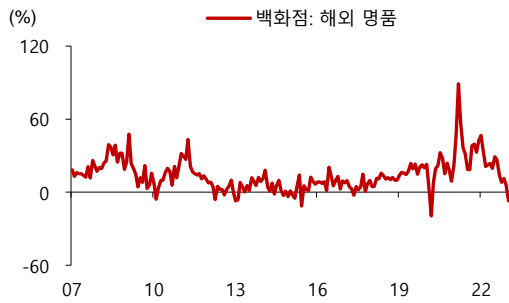
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 구매단가 증감률



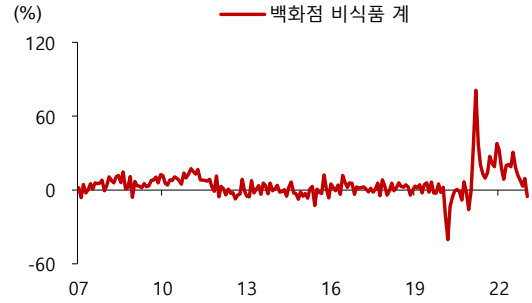
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 해외 명품 매출액 증감률



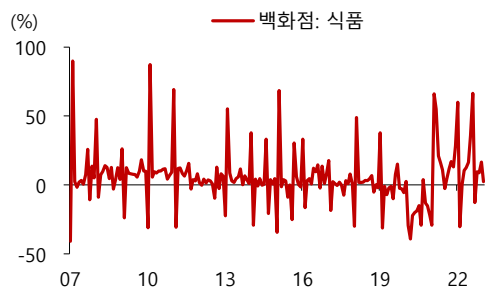
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점 비식품 합산 매출액 증감률



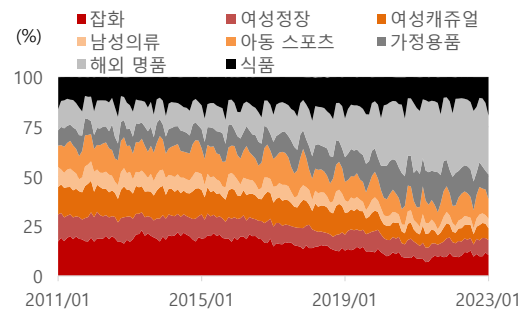
자료: 산업통상자원부, SK 증권

백화점(오프라인) 식품 합산 매출액 증감률



자료: 산업통상자원부, SK 증권

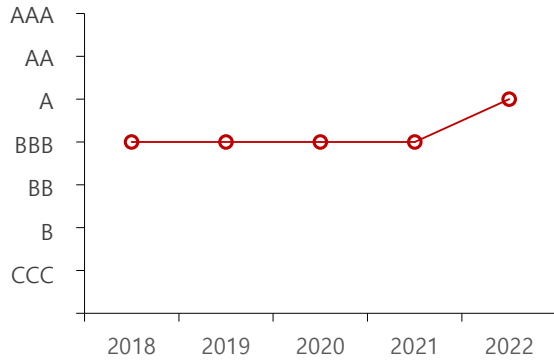
백화점 카테고리별 매출액 비중



자료: 산업통상자원부, SK 증권

ESG 하이라이트

롯데쇼핑의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
롯데쇼핑 종합 등급	A	C+	47.3
환경(Environment)	55.9	C	30.3
사회(Social)	53.4	C+	22.2
지배구조(Governance)	52.0	B	89.3
<비교업체 종합 등급>			
이마트	A	C	43.8
롯데하이마트	BBB	D	62.5
GS 리테일	A	D+	59.9

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 롯데쇼핑 ESG 평가

롯데쇼핑 ESG 5대 우선순위는 1) 책임 있는 상품 유통, 2) 지속가능한 환경 조성, 3) 다양한 포용 사회 구축, 4) 함께 가는 파트너십 강화, 5) 기업투명성 제고다. 롯데쇼핑이 내수 중심의 사업을 영위하는 만큼 성과지표 중 육아휴직 종료 후 업무에 복귀해 12개월 간 근속한 여성 구성원 비율이 18~21년 기간 매년 상승했다는 점은 긍정적이라는 평가이다.

자료: SK 증권

롯데쇼핑의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021/04/16	사회적채권	170,000	1.63100

자료: KRX, SK 증권

롯데쇼핑의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
23.2.21	지배구조 (Governance)	송도 롯데몰 공사 지연 롯데쇼핑...재산세 부과 취소 행정소송
23.2.02	사회 (Social)	롯데, 의무휴업일 회피 꼼수 논란... 마트 폐점 후 백화점 식품관으로 변경
23.1.03	사회 (Social)	깊어지는 유통-제조사 갈등...쿠팡에 이어 롯데마트도 CJ 제일제당 발주 중단
22.12.27	사회 (Social)	납품 단가 갈등...롯데, CJ-풀무원대상과 거래 중단
22.12.13	지배구조 (Governance)	송출료·블랙아웃 검약재 만난 롯데홈쇼핑...내년 향방은?
22.12.12	사회 (Social)	롯데마트 인천터미널점, 나홀로 영업 특혜 논란

자료: 주요 언론사, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
유동자산	6,291	7,000	6,180	7,414	8,660
현금및현금성자산	1,913	2,399	1,801	2,803	3,965
매출채권 및 기타채권	640	608	789	813	829
재고자산	1,247	1,395	1,386	1,429	1,458
비유동자산	26,539	26,426	25,524	24,863	24,088
장기금융자산	1,724	2,503	2,110	2,157	2,188
유형자산	14,373	14,579	14,325	13,389	12,607
무형자산	1,632	1,520	1,141	1,063	1,008
자산총계	32,829	33,427	31,704	32,277	32,749
유동부채	8,780	8,994	10,623	10,947	11,165
단기금융부채	4,597	4,203	5,656	5,831	5,949
매입채무 및 기타채무	2,177	2,420	2,566	3,248	3,314
단기충당부채	39	31	41	42	43
비유동부채	12,961	12,635	10,046	10,058	10,066
장기금융부채	11,899	11,709	9,506	9,506	9,506
장기매입채무 및 기타채무	24	48	102	102	102
장기충당부채	132	138	132	136	139
부채총계	21,741	21,630	20,668	21,004	21,231
지배주주지분	9,802	10,083	9,568	9,753	9,946
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
기타자본구성요소	-3,013	-2,893	-2,850	-2,850	-2,850
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	9,177	8,997	8,641	8,827	9,019
비지배주주지분	1,287	1,714	1,467	1,519	1,573
자본총계	11,089	11,797	11,035	11,273	11,518
부채외자본총계	32,829	33,427	31,704	32,277	32,749

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,490	1,828	1,628	1,797	1,542
당기순이익(손실)	-687	-273	-319	331	339
비현금성항목등	2,434	1,845	2,070	1,480	1,250
유형자산감가상각비	1,178	1,128	1,104	936	782
무형자산상각비	97	89	121	78	54
기타	1,159	628	846	466	414
운전자본감소(증가)	-138	471	-98	94	63
매출채권및기타채권의감소(증가)	202	-42	-122	-24	-16
재고자산의감소(증가)	243	72	18	-43	-29
매입채무및기타채무의증가(감소)	-53	142	5	97	66
기타	-530	299	1	64	43
법인세납부	-119	-214	-26	-108	-110
투자활동현금흐름	-519	336	-429	-231	137
금융자산의감소(증가)	-336	210	487	-52	-35
유형자산의감소(증가)	-489	-9	-550	0	0
무형자산의감소(증가)	-22	-45	-16	0	0
기타	328	180	-350	-179	172
재무활동현금흐름	-312	-1,759	-1,623	-450	-513
단기금융부채의증가(감소)	3	-1,761	-1,034	175	118
장기금융부채의증가(감소)	353	580	42	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-160	-139	-148	-93	-93
기타	-508	-439	-484	-531	-538
현금의 증가(감소)	327	486	-598	1,003	1,161
기초현금	1,587	1,913	2,399	1,801	2,803
기말현금	1,913	2,399	1,801	2,803	3,965
FCF	1,000	1,819	1,078	1,797	1,542

자료 : 롯데쇼핑, SK증권 추정

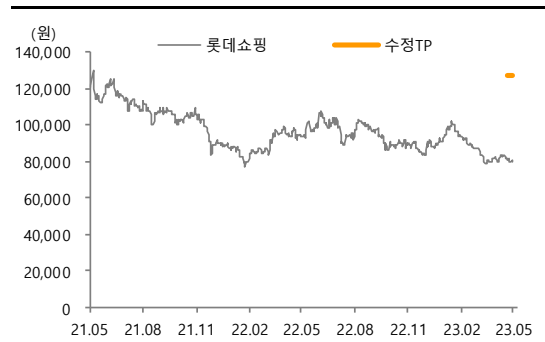
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	16,184	15,574	15,476	15,733	16,210
매출원가	9,644	9,031	8,663	8,485	8,485
매출총이익	6,541	6,542	6,813	7,247	7,725
매출총이익률(%)	40.4	42.0	44.0	46.1	47.7
판매비와 관리비	6,195	6,335	6,427	6,793	7,258
영업이익	346	208	386	455	467
영업이익률(%)	2.1	1.3	2.5	2.9	2.9
비영업손익	-1,117	-846	-954	-16	-18
순금융손익	-409	-410	-382	-358	-305
외환관련손익	62	-73	-53	-0	-0
관계기업등 투자손익	13	96	130	0	0
세전계속사업이익	-771	-638	-567	439	449
세전계속사업이익률(%)	-4.8	-4.1	-3.7	2.8	2.8
계속사업법인세	-61	-365	-249	108	110
계속사업이익	-710	-273	-319	331	339
중단사업이익	24	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-687	-273	-319	331	339
순이익률(%)	-4.2	-1.8	-2.1	2.1	2.1
지배주주	-786	-292	-325	279	285
지배주주귀속 순이익률(%)	-4.9	-1.9	-2.1	1.8	1.8
비지배주주	99	19	6	52	53
총포괄이익	-540	597	-649	331	339
지배주주	-704	242	-475	298	305
비지배주주	165	355	-175	33	33
EBITDA	1,621	1,424	1,611	1,469	1,303

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	-8.2	-3.8	-0.6	1.7	3.0
영업이익	-19.1	-40.0	86.0	17.7	2.6
세전계속사업이익	적지	적지	적지	흑전	2.1
EBITDA	-16.7	-12.1	13.1	-8.8	-11.3
EPS	적지	적지	적지	흑전	2.3
수익성 (%)					
ROA	-2.1	-0.8	-1.0	1.0	1.0
ROE	-7.7	-2.9	-3.3	2.9	2.9
EBITDA마진	10.0	9.1	10.4	9.3	8.0
안정성 (%)					
유동비율	71.6	77.8	58.2	67.7	77.6
부채비율	196.1	183.3	187.3	186.3	184.3
순차입금/자기자본	112.5	97.4	106.4	96.4	85.0
EBITDA/이자비용(배)	3.3	2.9	3.2	2.8	2.4
배당성향	-10.1	-27.1	-28.7	33.4	32.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-28,620	-10,332	-11,473	9,866	10,089
BPS	346,618	356,583	338,348	344,917	351,708
CFPS	17,279	32,675	31,826	45,719	39,648
주당 현금배당금	2,800	2,800	3,300	3,300	3,300
Valuation지표 (배)					
PER	N/A	-8.4	-7.9	8.1	7.9
PBR	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2
PCR	5.9	2.7	2.9	1.7	2.0
EV/EBITDA	10.3	11.0	9.8	10.0	10.4
배당수익률	2.7	3.2	3.6	4.2	4.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.08	매수	127,000원	6개월		
2023.05.08	담당자 변경				
2022.07.05	매수	122,000원	6개월	-26.15%	-15.57%



Compliance Notice

작성자(박찬솔)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 05월 08일 기준)

매수	92.67%	중립	7.33%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------