하나금융투자 Retail Weekly

01.16 Retail Weekly Letter | 4분기 실적발표를 앞두고 생각해봐야 할 것들

Analyst 박종대(02-3771-8544) I RA 안도현(7776)

I. 주가 분석과 투자전략

1. Top Picks: 신세계/아모레퍼시픽
2. Neutral: 롯데쇼핑/롯데하이마트/현대홈쇼핑/애경산업
3. 주간 Top Picks: BGF리테일

★Investment Focus

1. 화장품 4분기 실적 발표 컨퍼런스 콜이 중요한 이유

4분기 LG생활건강은 물론 면세점 업체 실적 우려가 커졌다. 면세점 채널이 고마진인 만큼, LG생활건강 후 매출이 예상보다 천억원 내외 떨어진다면 4분기 LG생활건강 전체 영업이익에 200억원 내외 이익 훼손이 있을 것 같다. 면세점 매출 1위 브랜드가 '후' 이기 때문에 면세점 업체들에 대한 불안감이 커지는 것도 당연한 귀결이다. 하지만, 면세점은 '후'가 안되면 다른 브랜드를 팔면 된다. 랑콤/에스티로더/라메르/겔랑 글로벌 브랜드는 수요는 계속 증가하고 있다. 실제로 4분기 호텔신라/신세계 면세점 사업 실적에 큰 이상은 없는 듯 하다.

LG생활건강 주가 하락이 10% 이상으로 상당히 컸다. 2021년 연간 영업이익이 1조 3천억원을 넘어설 것으로 예상되는데, 200억원 이익 훼손이면 2%도 안되는 금액이다. 그에 비해 주가 하락 폭이 큰 것은 중장기 비용부담에 대한 불안감이다. 기업형 따이공이 계속 가격 후려치기를 하면 면세점과 화장품 업체들은 더 힘들어지는 것 아니냐에 대한 우려가 제기될 수 있다. 여기에는 아모레퍼시픽도 자유로울 수 없다. 지금 면세점 사업구조는 대단히 왜곡돼 있다. 중국 화장품 유통 시장의 '무역상사' 역할을 하고 있는 것도 문제고, 수요처가 기업형 따이공밖에 없다는 것은 협상력과 수익성 측면에서 큰 부담이다. 그래서, 글로벌 여행이 재개되어 어서 빨리 '여행객들의 핵심 쇼핑 채널'로 복귀해야 하는 것이다. 개별 여행객/패키지 여행객/소형 따이공/기업형 따이공으로 수요처가 다양화되고 많을 수록 면세점은 좋다. 아울러, 이번 후 매출 저하가 한국 럭셔리 화장품의 추세적인 수요 위축 시그널 아니냐는 불안감이다. '후'의 면세점 채널 매출이 줄어든 것은 사실인 듯 하지만, 그 이유는 명확히 모른다. 브랜드 관리를 위해서라는 말은 LG생활건강의 변명일 수도 있다. 만일, 1분기에 면세점 채널 매출이 계속 떨어진다면 심각한 문제다.

이런 이유들 때문에 LG생활건강뿐 아니라, 아모레퍼시픽, 신세계, 호텔신라 주가가 다 같이 하락한 것으로 분석한다. 이런 불확실성은 4분기 실적발표 때 각 회사들의 1분기 영업상황 업데이트를 통해서 완화될 수 있을 것으로 본다. 면세점 업체들의 경우 4분기 실적에서 추가적인 수익성 하락이 있었는지도 중요하다. 또한, 2월은 4분기 실적발표와 함께 '사치세' 부과 여부도 결정이 날 것으로 보인다. 어떤 방식으로도 불확실성은 해소될 수 있다. 1분기 영업상황이 큰 이상 없고, '사치세' 부과가 안된다면, 화장품/면세점 업체들의 주가는 추세적으로 반등할 것으로 본다. 1분기 영업상황이 이상 없고, 사치세 부과가 결정된다면, 주가는 한번 더 충격을 받은 후 실적 추이를 지켜볼 것으로 예상한다.

2. GS 리테일과 BGF 리테일 다른 투자 포인트

편의점 사업 자체만으로 본다면 BGF 리테일이 GS 리테일은 앞선다. 동일점 성장률은 3 분기 2.5%p 앞섰는데, 4 분기 들어 그 격차는 더 커지고 있다. 코로나 19 로 인한 혼술/안주류/즉석취식류 확대 등의 소비패턴 변화에 적극 대응하면서 상품 믹스를 개선한 결과다. 2020 년 4 분기 약 30 억원 정도 재고자산상각은 상품 믹스 개선 의지를 강하게 보여주는 지표다. 이번 4 분기에는 이런 비용이 기저효과로 작용, 2021 년 4 분기 연결 영업이익은 전년 동기대비 50% 이상 증가할 것으로 예상되고 있다. 이런 높은 실적 모멘텀에도 불구하고 BGF 리테일 주가는 계속 하락했다. 지금 주가는 12MF PER 15.4 배에 불과하다. 높은 실적 개선과 실적 가시성, 시장 점유율 상승, 코로나 19 완화 수혜 등을 감안하면 납득하기 힘든 주가 하락이다. 편의점 업종이 이전처럼 12MF PER 20 배 이상의 밸류에이션을 적용 받기 어렵다는 점을 감안해도 지나친 급락이다. 한국 주식 시장을 휩싸고 있는 수급 문제가 조금이라도 해결된다면 적정 밸류에이션 회복에 의한 가파른 주가 회복을 기대할 수 있는 업체다.

GS 리테일은 성격이 다르다. 실적이 좋지 않다. 홈쇼핑 사업을 제외하면 연결 영업이익이 170 억원 정도에 불과하고, 실질적으로 30% 이상 감익이다. 편의점 사업은 동일점 성장률이 YoY 1% 감소하고, 슈퍼와 GS 프레시도 부담이 적지 않다. GS 리테일 주가는 이런 실적 부진을 충분히 반영하고 있다. 사실 GS 리테일의 2021 년 과제는 실적보다 사업구조 개편에 있었다고 보는 게 맞다. 홈쇼핑을 합병하고 요기요를 인수하면서 중장기 유통 시장 주도권 확보를 위한 포석을 까는 해였다. 편의점 시장에서 시장 점유율 1~2 위 지위가 흔들릴 가능성은 제한적이다. 호텔과 홈쇼핑 사업은 안정적인 캐시카우다. 불안한 건 슈퍼와 GS 프레시다. 요기요 인수와 올해 하반기 요마트 출시가 슈퍼와 GS 프레시 사업에 분기점이 돼 줄 것인지 관건이다. 만일, 두 사업간 시너지가 가시화된다면, 나아가 요기요가 편의점과 홈쇼핑 사업까지도 배송 경쟁력을 제고하는 역할을 할 수 있다면, 중장기 실적 개선 여력을 높이면서 높은 주가 모멘텀이 될 수 있다.

결국, BGF 리테일은 주식 시장 수급 정상화에 GS 리테일은 사업구조 개선 가시화에 주목할 필요가 있다. 시기적으로 BGF 리테일 주가 모멘텀 시기가 더 빠를 것으로 본다. 코스피 PER 이 11 배까지 하락했고, LG 에너지솔루션 상장도 1 월 말이면 마무리 된다.

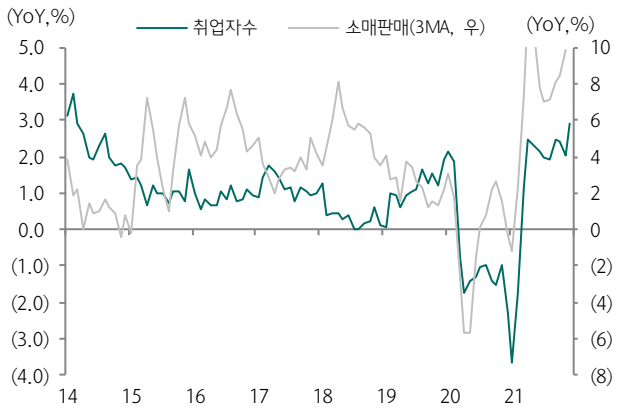
3. 신세계/이마트 12 월 실적발표

12월 신세계 이마트와 신세계 실적은 예상치를 크게 벗어나지 않았다. 이마트 할인점 기존점 YoY -0.3%, 트레이더스 기존점 -6.7%, 전문점 -16.1%, 신세계 기존점 26.9%, 대구점은 47.7%나 총매출이 증가했다. 전년도 12월 코로나19 재확산으로 생필품 중심 이마트는 실적이 좋았고, 백화점은 부진했기 때문에 기저효과가 크다.

주간 Top Picks	BGF리테일 (TP 18만원)	4분기 높은 실적 모멘텀, 편의점 시장 1위 사업자로 격차 확대, 밸류에이션 여유

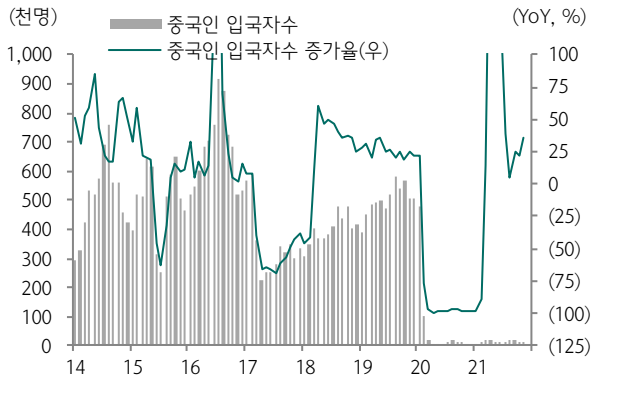
II. 산업동향과 매크로 분석

그림 1. 소매판매(차량,연료 제외,3MA)&취업자



자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 중국인 입국자수



자료: 한국관광공사, 하나금융투자

- 12월 취업자 수 YoY 2.9%
- 11월 출입국자 수 24만명(YoY 83%), 내국인 출국자수 YoY 109%, 외래객 입국자수 YoY 53%, 중국인 입국자수 YoY 36%

표 1. 유통 업종 판매 동향

(단위: %)

구 분	2020년		2021년										
	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	8월	7월	8월	9월	10월	11월
전체 유통업체 매출 증가율(%)	6.3	9.0	6.1	10.0	18.5	13.7	12.9	6.4	13.1	6.4	8.2	14.4	9.6
오프라인	(2.4)	(4.4)	(5.8)	14.3	21.7	11.2	8.8	2.5	7.0	2.5	3.3	10.0	4.6
온라인	17.0	27.2	22.6	5.5	15.2	16.5	17.6	11.1	20.2	11.1	14.5	19.7	14.8
기존점성장률(전년동월비 %)													
백화점	(4.3)	(16.9)	(6.3)	39.6	77.6	34.5	19.1	13.0	7.8	13.0	24.3	21.0	18.3
할인점	(4.1)	2.1	(11.7)	15.0	2.1	(2.8)	5.6	(5.5)	7.3	(5.5)	(13.3)	1.4	(10.3)
편의점(전점)	3.3	2.7	2.4	2.1	10.7	11.6	4.6	4.5	7.0	4.5	9.0	9.0	6.7
SSM(전점)	(9.8)	4.0	(3.3)	(19.2)	(18.6)	(11.7)	(2.2)	(5.3)	2.8	(5.3)	(16.1)	(1.6)	(6.3)
백화점 – 여성캐주얼	(25.2)	(44.0)	(30.5)	18.3	84.5	25.1	6.1	(6.8)	0.9	(6.8)	23.6	5.4	13.3
– 명품	17.9	9.1	21.9	45.7	89.0	57.5	36.6	18.6	18.8	18.6	38.1	39.4	32.9
– 구매단가 증감율	24.8	28.5	25.2	22.4	5.9	13.1	13.0	21.2	17.3	21.2	10.0	13.0	10.1
– 구매건수 증감율	(23.4)	(35.3)	(25.2)	14.0	67.7	19.0	5.4	(6.8)	(8.1)	(6.8)	13.0	7.1	7.5
할인점 – 식품	(0.3)	12.4	(8.4)	17.1	(2.1)	(2.5)	15.2	0.4	10.9	0.4	(15.3)	3.5	(8.3)
– 구매단가 증감율	9.8	12.3	8.0	17.2	0.5	2.0	4.6	6.8	8.7	6.8	3.4	12.4	1.3
– 구매건수 증감율	(12.7)	(9.2)	(18.3)	(1.9)	1.6	(4.7)	0.9	(11.5)	(1.3)	(11.5)	(16.1)	(9.7)	(11.5)
편의점 – 식품	1.3	4.9	4.4	5.7	12.1	15.9	8.4	7.4	13.3	7.4	11.5	12.3	7.2
– 담배 등 기타	6.6	2.0	2.4	1.3	8.9	6.5	0.5	2.1	1.4	2.1	6.0	4.5	5.9
– 구매단가 증감율	12.5	20.1	19.0	11.8	1.4	1.5	3.7	7.6	8.8	7.6	6.1	8.6	6.0
– 구매건수 증감율	(8.2)	(14.5)	(14.0)	(8.7)	9.2	10.0	0.8	(2.9)	(1.6)	(2.9)	2.8	0.3	0.7
– 점포 증가율	5.8	5.7	5.7	5.8	5.9	6.0	6.2	6.4	6.3	6.4	6.3	6.2	5.7
– 점포당 매출액	(2.4)	(2.8)	(3.1)	(3.5)	4.6	5.2	(1.5)	(1.8)	0.7	(1.8)	2.5	2.6	0.9

자료: 산업통상자원부, 하나금융투자

III.News Clipping

GS리테일, 550억원 투자해 '쿠캣' 인수…"편의점 · 홈쇼핑 등과 시너지 기대" 01/16 https://bit.ly/3A1ABfS

- GS리테일 푸드 스타트업 '쿠캣' 인수, 경영은 기존 이문주 대표 유지
- 미디어 채널 '오늘 뭐 먹지' 와 이커머스 플랫폼 '쿠캣 마켓'과 GS 편의점/슈퍼/홈쇼핑의 시너지 효과 기대
- 글로벌 MZ세대 고객을 오프라인 플랫폼으로 유도하는 계기 될 것, '쿠캣 TV' 론칭과 해외 진출 모색 시도

韩国新世界集团副会长发表"灭共"言论被痛批，本人道歉，被劝"赶紧去看病"

한국 신세계 부회장 "멸공" 논란 빚어 언론에 뭇매, 사과했으나 "병원 가보라"며 충고 들어 01/14 https://bit.ly/33gwL6Y

- 정용진 신세계 부회장 여러번 "멸공" 언사를 중국과 북한과 연관지어 SNS에 개재, 대중적으로 신세계그룹의 중국 사업에 대한 우려 발발
- 한국 내부 "신세계 불매 운동" 으로 신세계 주가 폭락, 정용진 부회장 "개인 자유" 라며 항변하였으나 결국 사과하였음
- "멸공" 은 한국 군사독재 시절의 용어, 한국 소비자의 이마트/스타벅스 불매 운동 벌어져, 한국 주요 언론사 오너 리스크에 대한 우려 표함

루이비통, 제주점 영업 중단…韓시내면세점 철수 이유는 01/14 https://bit.ly/3Kr9pfA

- 롯데면세점 제주매장 1월1일부터 영업 중단, 높은 따이공 의존도로 브랜드 가치 훼손 우려
- 루이비통 한국/홍콩 시내면세점 매장 점진적 정리 예정, 대신 중국 공항면세 같은 외국인 개별여행자 대상 사업 강화
- 면세시장 위상 하락 우려, LVMH 소속 명품 브랜드 추가 이탈 주시 필요

화장품 편집숍 '시코르·세포라' 핵심상권서 줄폐점 01/14 https://bit.ly/3Kfymu6

- 시코르 작년말 주요 핵심 상권 4곳 매장 철수, 매장 수 2019년 30개->25개 감소
- 세포라 한국 진출 2년만에 명동점 폐점, 전국 매장 6곳->5곳
- 코로나19 장기화에 비대면 트렌드 강화, 경쟁 심화로 H&B 스토어 위축, 롭스/랄라블라/아리따움 등도 줄폐점

CJ올리브영, K뷰티 허브 '글로벌몰'서 100만 해외 팬 모은다 01/12 https://bit.ly/3rqobua

- 올리브영 올해 글로벌 키워드 '글로컬리제이션'(세계화+현지화), 자체 역직구 플랫폼 '글로벌 몰' 전초 기지
- 글로벌 몰 2019년 오픈 후 K 뷰티 허브 자리매김, 멤버십 회원 30만명, 품목 수 1만개 이상, 글로벌몰 매출의 80% 이상은 북미
- 2021년 올리브영 글로벌 매출 전년비 2배 이상 성장, 역직구 사업과 PB 수출 사업 결합 시너지

"이번 설도 집콕"…백화점업계 키워드는 '프리미엄' '홈파티' 01/09 https://bit.ly/3tr21L4

- 코로나19 이후 3번의 명절 선물 판매 성장세, 방문 대신 선물 기조 늘어, 명절 선물 금액 YoY 25%
- 프리미엄 정육 선물세트가 실적 견인, 2021년 롯데 정육세트 YoY 20%, 올해도 정육 선물 세트 위주 판매
- 설 선물세트 물량 신세계 25% 확대, 현대 한우세트 역대 최다 물량 준비 예정

IV.Coverage 실적 추정과 Valuation

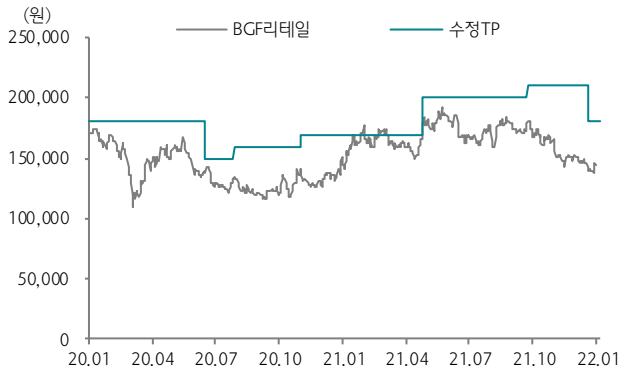
(기준일자: 20.10.22 단위: 십억원, X, %)

	종목코드	FY	매출액	영업이익	순이익	EPS	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
*롯데쇼핑	023530	2021F	15,691	254	280	9,881	8.8	0.2	11.6	2.8
		2022F	16,413	492	194	6,870	12.8	0.2	10.4	1.9
*신세계	004170	2021F	5,942	486	342	34,741	7.3	0.7	7.7	9.5
		2022F	6,714	608	374	37,995	6.6	0.6	6.7	9.5
*이마트	139480	2021F	24,290	328	1,600	57,406	2.6	0.4	6.6	16.3
		2022F	25,756	379	357	12,808	11.6	0.4	6.0	3.3
*현대백화점	069960	2021F	3,528	267	183	7,810	9.6	0.4	5.4	4.2
		2022F	3,830	343	228	9,730	7.6	0.4	4.3	5.0
*GS리테일	007070	2021F	9,660	238	850	9,339	3.3	1.0	7.3	31.5
		2022F	10,713	385	294	2,803	10.6	1.0	6.4	9.2
*BGF리테일	282330	2021F	6,747	201	150	8,679	16.8	3.1	5.8	20.0
		2022F	7,259	216	161	9,338	15.0	2.6	5.9	18.7
롯데하이마트	071840	2021F	3,933	124	83	3,528	7.1	0.3	4.6	4.3
		2022F	4,065	129	90	3,805	6.6	0.3	4.3	4.5
*아모레퍼시픽	090430	2021F	4,774	360	260	3,768	44.3	2.3	12.8	5.6
		2022F	5,349	505	383	5,546	28.9	2.0	10.1	7.5
*LG생활건강	051900	2021F	8,048	1,297	853	48,121	22.8	3.5	11.2	16.8
		2022F	8,470	1,379	915	51,643	21.4	3.1	10.8	15.8
*애경산업	018250	2021F	573	24	17	636	29.9	1.4	10.7	5.0
		2022F	611	33	23	880	21.5	1.4	8.4	6.6
*코스맥스	192820	2021F	1,580	117	74	7,411	11.8	2.1	8.7	19.6
		2022F	1,745	148	116	11,508	7.5	1.6	7.4	24.3
*한국콜마	161890	2021F	1,564	89	55	2,393	16.8	1.4	13.9	8.5
		2022F	1,753	137	94	4,099	9.6	1.2	10.0	13.1
*호텔신라	008770	2021F	3,654	116	12	302	258.1	4.3	16.1	1.9
		2022F	4,616	306	170	4,249	18.2	3.5	10.1	24.0
*코웨이	021240	2021F	3,709	650	476	6,449	11.5	2.8	4.6	28.2
		2022F	4,154	743	558	7,560	9.7	2.3	3.9	26.4
*연우	115960	2021F	285	30	26	2,113	10.3	1.1	5.0	11.4
		2022F	314	35	27	2,195	9.7	1.0	3.8	10.7
*클리오	237880	2021F	234	13	11	664	27.5	1.8	12.8	7.2
		2022F	277	19	16	926	19.5	1.6	9.9	9.4

주1:* 표시하지 않은 종목은 별도기준으로 지분법이익 등이 배제된 만큼 자회사 이익비중이 큰 종목은 밸류에이션이 높게 나옴
주2: 우선주 포함한 수치로 아모레퍼시픽 등 우선주 비중이 높은 종목들은 PER 등의 멀티플이 높게 나옴
자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

BGF리테일



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
22.1.5	BUY	180,000		
21.10.8	BUY	210,000	-25.02%	-16.90%
21.7.15	BUY	200,000	-13.78%	-8.25%
21.5.26	Neutral	200,000	-10.57%	-4.00%
21.5.10	BUY	200,000	-10.60%	-7.75%
21.2.24	Neutral	170,000	-4.43%	2.65%
20.11.17	BUY	170,000	-15.25%	4.41%
20.8.12	BUY	160,000	-21.78%	-11.88%
20.7.1	Neutral	150,000	-13.55%	-5.00%
20.4.7	BUY	180,000	-16.64%	-7.22%
20.1.2	Neutral	180,000	-14.73%	-3.33%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류

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

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

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	94.65%	5.35%	0.00%	100%

* 기준일: 2022년 01월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2022년 1월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2022년 1월 16일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

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