

Neutral
(Maintain)

음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

유통

롯데쇼핑, 전체 점포의 30% 구조조정 발표



롯데쇼핑과 이마트가 부진한 4분기 실적을 발표한 가운데, 롯데쇼핑이 전체 점포의 30%를 구조조정 하겠다고 발표하였다. 이와 같은 대규모 점포 구조조정은 점포 믹스 개선 가능성이라는 긍정적 요소 외에도, 매출 감소에 따른 고정비 부담 상승이라는 부정적 요소가 있기 때문에, 現 시점에서 구조조정 성과를 속단하기는 어려운 것으로 판단된다.

>>> 4Q19 Review: 롯데쇼핑/이마트 부진한 실적 발표

전일(2/13)에 주요 유통 3사의 상세실적이 발표되었다. 신세계는 전반적으로 양호한 실적을 시현하였으나, 롯데쇼핑과 이마트는 전반적으로 부진한 실적을 발표하였다.

신세계의 4Q19 연결기준 영업이익은 1,946억원(+45% YoY)으로 시장 컨센서스를 상회하였다. 백화점 영업이익은 전반적으로 기대치에 부합한 가운데, 일회성 이익 540억원(리스회계 기준 변경 및 시내점 특허수수료 환급 영향)이 발생한 면세점의 영업이익이 당사 기대치를 상회하였다(2019년 OPM 3% 수준).

롯데쇼핑의 4Q19 연결기준 영업이익은 436억원(-52% YoY)으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 1) 해외 감가상각 내용연수 변경에 따른 감가상각비 증가분 일시 반영 458억원, 2) 리츠자산 취득세 786억원과 같은 일회성 손실이 주요 원인으로 판단된다. 대부분의 사업부가 전년동기 대비 감익하며 부진하였는데, 이익 감소 폭도 당사 예상 대비 큰 편이었다. **이마트**의 4Q19 연결기준 영업이익은 -100억원으로 시장 컨센서스를 하회하였다. 1) 할인점/전문점 등 부진점의 재고 관련 일회성 손실 180억원, 2) 장기근속자 관련 인건비 150억원, 3) 쓱닷컴 영업권 상각비 소급 적용 73억원, 4) 쓱데이 국민용돈 프로모션 비용 93억원 등으로 인해, 비용 요인이 크게 증가하였기 때문이다.

>>> 롯데쇼핑, 고강도 점포 구조조정 예고

롯데쇼핑은 4Q19 실적발표 컨퍼런스 콜에서 동사 조직개편의 취지와 고강도 점포 구조조정 계획 등을 발표하였다. 동사는 각자 대표가 아닌 통합된 ONE CEO의 리더십 아래, **전체 700여개 점포 중에 약 30%에 해당하는 200개 점포에 대해 향후 3년 동안 강도 높은 구조조정을 단행할 계획**이다.

이와 같은 **오프라인 점포의 구조조정은 수익성 개선을 최우선으로 하며, 임차료 대비 점포가 창출하고 있는 EBITDA가 작은 임차점포가 주요 구조조정 타겟이 될 예정**이다. 또한, 단순히 세일즈 앤 리스백의 방법이 아니라, 모든 점포의 여건과 상황에 맞추어 다양한 방법을 시도할 계획이다. 점포 매각, 포맷 전환, 영업 종료 등과 같은 다수의 선택지가 현재 구조조정의 방향으로 언급된 상황이다.

Compliance Notice

- 당사는 2월 13일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

롯데쇼핑의
구조조정 성과에 대한
예측은 쉽지 않은 상황

이와 같은 부진점포의 구조조정은 단기 실적 측면에서는 부정적인 결과가 나올 가능성이 높다. 작년 한 해 동안 전문점 부진점포의 구조조정을 단행했던 이마트의 경우 오히려 2018년 보다 영업적자가 확대된 상황이다. 점포 폐점을 하는 과정에서 다양한 일화성 비용들이 발생하였기 때문이다. 다만, 전반적으로 점포 믹스가 효율성이 높은 점포 중심으로 변화하였기 때문에, 올해부터 수익성이 개선될 것을 기대하고 있는 상황이다.

결과적으로, 롯데쇼핑의 점포 구조조정 성과가 올해 안에 나타나기는 어렵기 때문에, 중장기적인 실적 개선 가능성 측면에서 동사에 대한 투자전략이 필요할 것으로 판단된다. 하지만, 現 시점에서 구조조정의 중장기 효과를 예측하기는 쉽지 않은 상황이다. 점포 구조조정을 진행하는 동안에도 이커머스 업태의 MS 상승이 지속되고 있어서, 전반적인 기존점 매출 감소 압박에서 벗어나기가 쉽지 않기 때문이다.

더불어, 매출 감소에 따른 고정비 부담 상승 가능성도 고려해 볼 필요가 있다. 이마트가 구조조정을 단행한 전문점 사업은 총매출액 기준으로 전사에서 5% 정도의 비중을 차지하는 아주 작은 사업부였기 때문에 매출 감소에 따른 고정비 부담이 크지 않은 편이다. 하지만, 롯데쇼핑이 구조조정을 단행하겠다고 밝힌 백화점/할인점/슈퍼/롭스 등은 전사 총매출액에서 차지하는 비중이 거의 70%에 육박한다. 다시 말하면, 전사 총매출액의 약 20% 이하를 창출하고 있는 부진점포들이 구조조정 대상인 것이다.

이와 같은 대규모 구조조정은 점포 믹스 개선에 따른 손익 개선 효과와 함께 매출 감소에 따른 고정비 부담 상승이라는 부작용을 낳을 가능성이 있다. 따라서, 3년 간의 구조조정이 실적 측면에서 성과를 얻으려면, 매출 감소에 따른 고정비 부담을 어떻게 완화할 수 있는지가 중요할 것으로 판단된다.

미국 Macy's,
점포 구조조정에도
OPM과 주가는 약세

실제 미국의 백화점 업체인 Macy's는 2016년부터 수익을 내지 못하는 백화점 점포들에 대해 대규모 구조조정을 진행해왔다. 하지만, 부진점 구조조정을 통해 점포 믹스가 개선되었음에도 불구하고, 매출 감소에 따른 고정비 부담 상승으로 인해, 2016년부터 영업이익률이 매출액과 함께 하락하고 있는 추세이다. 동사의 영업이익률은 FY13~15년에 10% 수준을 기록하였으나, FY18~19년에 6% 이하로 하락하였으며, FY20E~21E년 영업이익률은 5% 내외로 예상되고 있는 상황이다(FY15년의 회계연도 말일은 2016년 1월 30일). 이로 인해, 2015년에 70달러까지 상승했던 동사의 주가는 최근에 20달러 이하로 하락한 상황이다.

물론, 미국 유통 시장의 사례가 한국 시장 상황에 100% 맞지 않을 수도 있다. 하지만, 현재 Macy's가 겪고 있는 어려움을 감안한다면, 중장기적으로 구조조정의 성과가 반드시 나온다고 속단하는 것도 무리한 가정으로 판단된다.

경쟁사들의 대응 방향도
주시할 필요 있을 듯

또한, 주요 경쟁사들의 대응 방향도 주목해야 할 것이다. 롯데쇼핑의 고강도 점포 구조조정이 경쟁환경 측면에서 크게 두 가지 변화를 야기할 수 있기 때문이다.

첫째, 주요 경쟁사들이 점포 구조조정에 동참할 가능성이 있다. 롯데쇼핑은 백화점을 비롯한 국내 주요 업체에서 수위를 달리고 있는 국내 최대 규모의 유통 업체이다. 만약, 롯데쇼핑의 구조조정에 대해 긍정적인 성과가 이어진다면, 주요 오프라인 유통 업체들도 손익 구조 개선을 위해 대규모 구조조정에 동참할 가능성이 충분하다. 다만, 이번 구조조정의 성과를 확인하는 데까지는 다소 시간이 필요할 것이기 때문에, 단기간에 발생할 수 있는 시나리오는 아닐 것이다.

둘째, 주요 경쟁사들이 반사 수해를 볼 가능성이 있다. 롯데쇼핑이 구조조정 하는 점포와 상권이 겹치는 점포들은 매출 측면에서 반사 수해를 볼 수 있다. 다만, 부진점포들이 위치했던 상권 퀄리티의 추가적인 악화, 이커머스 업체들의 공격적인 MS 확대 전략 등을 감안한다면, 생각보다 반사 수해 효과가 제한적일 가능성도 있기 때문에, 現 시점에서 속 단하기 어려운 부분이 있다.

유통 업체 투자전략

대형 오프라인 유통 업체들이 이커머스 업체들의 공세 속에서 살아남기 위해 다양한 변화를 모색하고 있는 점은 긍정적이다. 다만, 유통업의 온라인화는 매우 구조적인 흐름이며, 점포 구조조정과 같은 오프라인 유통 업체들의 변화에 대해 단기 성과를 기대하는 것은 무리라고 생각된다. 따라서, 투자자 입장에서 대형 오프라인 유통 업체들의 변화에 대해 좀 더 장기적인 관점을 가지고 접근할 필요가 있으며, 단기 투자 모멘텀에 대한 대응은 지양할 필요가 있다.

신세계 4Q19 실적 Review (단위: 십억원)

구분	4Q19P	4Q18	(YoY)	3Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
총매출액	2,687.2	2,510.0	7.1%	2,385.4	12.7%			2,647.7	1.5%
별도기준	1,124.8	1,220.6	-7.8%	952.5	18.1%			1,124.9	0.0%
매출액	1,768.1	1,541.2	14.7%	1,602.6	10.3%	1,736.6	1.8%	1,712.9	3.2%
영업이익	194.6	134.1	45.0%	95.9	102.9%	155.3	25.3%	72.1	169.8%
(OPM)	11.0%	8.7%	2.3%p	6.0%	5.0%p	8.9%	2.1%p	4.2%	6.8%p
별도기준	85.4	94.1	-9.2%	50.6	68.8%			87.5	-2.4%
신세계동대구	9.9	7.0	41.4%	4.8	106.3%			7.9	25.3%
신세계인터내셔널	21.7	17.9	21.2%	19.0	14.2%			24.3	-10.7%
신세계DF	71.0	-5.3	흑전	10.7	563.6%			18.4	285.9%
까사미아	-7.2	-3.1	적지	-5.2	적지			-4.7	N/A
센트럴시티	18.9	25.9	-27.0%	23.6	-19.9%			25.9	-27.0%
지배주주순이익	-186.0	84.6	적전	33.6	적전	82.8	N/A	24.1	N/A

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

롯데쇼핑 4Q19 실적 Review (단위: 십억원)

구분	4Q19P	4Q18	(YoY)	3Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
총매출액	6,000.0	6,133.0	-2.2%	5,816.0	3.2%			5,979.0	0.4%
백화점	2,316.0	2,388.0	-3.0%	1,923.0	20.4%			2,294.0	1.0%
할인점	1,660.0	1,703.0	-2.5%	1,841.0	-9.8%			1,652.0	0.5%
전자제품 전문점	935.0	960.3	-2.6%	983.6	-4.9%			944.0	-1.0%
슈퍼	467.0	491.0	-4.9%	507.0	-7.9%			462.0	1.1%
기타	622.0	590.0	5.4%	562.0	10.7%			627.0	-0.8%
매출액	4,324.8	4,398.4	-1.7%	4,404.7	-1.8%	4,409.7	-1.9%	4,315.0	0.2%
영업이익	43.6	90.3	-51.8%	87.6	-50.3%	165.4	-73.7%	179.0	-75.7%
(OPM)	1.0%	2.1%	-1.0%p	2.0%	-1.0%p	3.8%	-2.7%p	4.1%	-3.1%p
백화점	183.0	136.0	34.6%	104.0	76.0%			200.0	-8.5%
할인점	-23.0	-8.0	적지	12.0	적전			-16.0	N/A
전자제품 전문점	6.3	13.4	-52.9%	33.4	-81.0%			8.0	-20.9%
슈퍼	-43.0	-23.0	적지	-24.0	적지			-28.0	N/A
기타	-80.0	-28.0	적지	-38.0	적지			15.0	N/A
지배주주순이익	-1,023.4	-448.7	적지	-40.8	적지	63.7	N/A	89.0	N/A

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

이마트 4Q19 실적 Review (단위: 십억원)

구분	4Q19P	4Q18	(YoY)	3Q19	(QoQ)	컨센서스	(차이)	키움증권	(차이)
총매출액									
별도기준	3,604.4	3,588.3	0.4%	3,912.7	-7.9%			3,604.0	0.0%
이마트	2,667.0	2,508.0	6.3%	2,955.7	-9.8%			2,667.0	0.0%
트레이더스	602.0	461.6	30.4%	626.4	-3.9%			602.0	0.0%
전문점 및 기타	277.0	225.1	23.1%	273.5	1.3%			277.0	0.0%
SSG.com	843.0		N/A	719.5	17.2%			781.0	7.9%
매출액	4,833.2	4,226.0	14.4%	5,063.3	-4.5%	4,729.8	2.2%	4,632.0	4.3%
영업이익	-10.0	61.4	적전	116.2	적전	50.6	N/A	32.0	N/A
(OPM)	-0.2%	1.5%	-1.7%p	2.3%	-2.5%p	1.1%	-1.3%p	0.7%	-0.9%p
별도기준	25.3	74.8	-66.2%	126.1	-79.9%			58.0	-56.4%
이마트	42.6	98.8	-56.9%	129.6	-67.1%			74.0	-42.4%
트레이더스	5.2	9.1	-42.9%	15.9	-67.3%			8.0	-35.0%
전문점 및 기타	-24.0	-25.7	적지	-21.1	적지			-26.0	N/A
SSG.com	-36.2		N/A	-23.5	적지			-21.0	N/A
지배주주순이익	80.9	49.5	63.5%	110.2	-26.6%	64.1	26.2%	-4.1	N/A

자료: 회사자료, 키움증권 리서치

주요 유통업체 사업 현황 비교

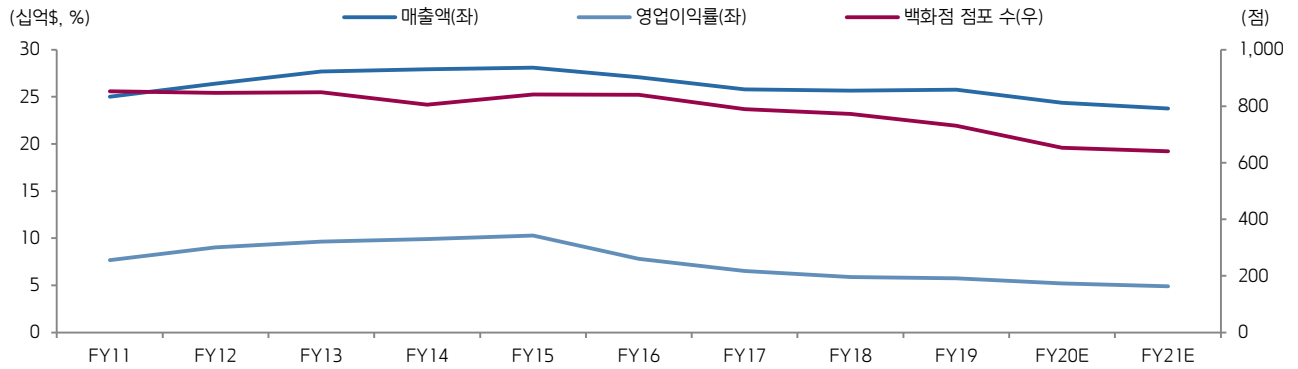
종목명	롯데쇼핑	현대백화점	신세계	호텔신라	이마트	BGF 리테일	GS 리테일
종목코드	A023530	A069960	A004170	A008770	A139480	A282330	A007070
(총)매출	23,683	6,541	9,671	5,717	20,581	5,946	9,007
영업이익	428	292	468	296	151	197	239
영업이익률	1.8	4.5	4.8	5.2	0.7	3.3	2.7
(총)매출 Mix	국내 백화점 35 국내 할인점 24 슈퍼 8	백화점 88 면세점 12	백화점 47 면세점 38 신세계인터 15	국내 면세점 73 해외 면세점 18	할인점 54 트레이더스 11 에브리데이 6	편의점 100	편의점 76 슈퍼 16 H&B 2
영업이익률	국내 백화점 6~7 국내 할인점 -1 슈퍼 -5~-6	백화점 6~7 면세점 -9	백화점 5~6 면세점 3 신세계인터 6	국내 면세점 6~7 해외 면세점 -1	할인점 2~3 트레이더스 2 에브리데이 -2	편의점 3~4	편의점 3~4 슈퍼 -2 H&B -10
영업이익 Mix	국내 백화점 122 국내 할인점 -11 슈퍼 -24	백화점 125	백화점 52 면세점 24 신세계인터 18	국내 면세점 94	할인점 187 트레이더스 32 에브리데이 10	편의점 100	편의점 107 호텔 27 H&B -7

자료: 회사자료, 키움증권 리서치(2019년 잠정실적 기준)

주: 1) OP Mix의 사업부별 합산이 100%를 넘는 이유는 적자 사업이 있기 때문이다

2) 롯데쇼핑, 현대백화점, 신세계, 이마트는 총매출액 기준

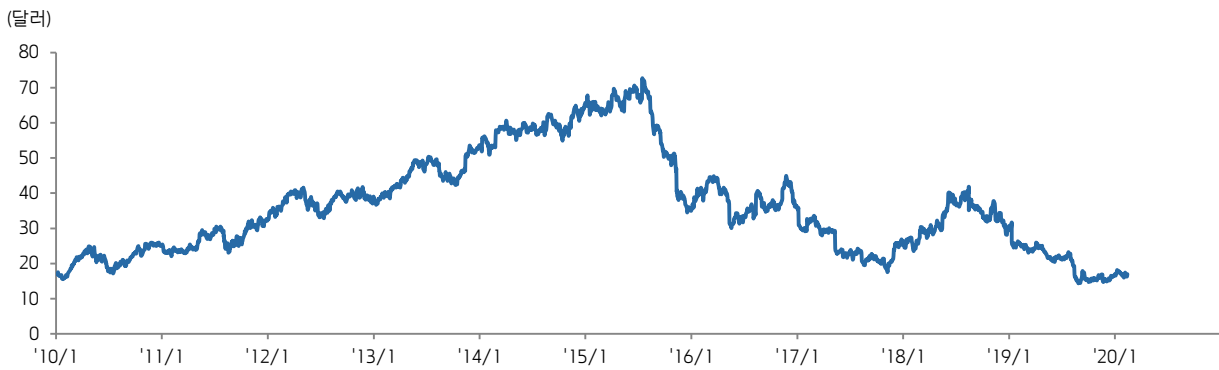
미국 Macy's 매출액/OPM/백화점 점포 수 추이



자료: Bloomberg

주: 1) FY20E의 회계연도 말일은 2020년 1월 31일

미국 Macy's 주가 추이



자료: Bloomberg

주요 유통업체별 시장규모와 롯데쇼핑의 경쟁환경 현황

구분	백화점	할인점	SSM	H&B
전체 시장규모(조원)	30.0	41.9	13.5	2.4
롯데쇼핑 시장점유율	38.9%	23.6%	45.1%	8.2%
롯데쇼핑의 주요 경쟁사	현대 신세계	이마트 홈플러스	이마트에브리데이 GS 슈퍼 홈플러스익스프레스	올리브영 랄라블라

자료: 롯데쇼핑, 언론보도, 키움증권 리서치

주: 1) 시장규모와 시장점유율은 2018년도 기준임. H&B는 점포 수 기준으로 시장점유율을 산정하였음

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%