

유통 & 인터넷

비중확대
(유지)



플랫폼과 가격결정력

- 인플레이션은 누구 편일까 -

컨슈머 담당 서정연
T.02)2004-9534
seo.jung-yeon@shinyoung.com

이마트가 돼지고기를 대량매입하는 것이 기사화 되고, 네이버와 아마존 주가는 연일 하락한다. 이 두 가지 사실의 공통점은 금리인상, 인플레이션과 관련 있다는 점이다. 유통 시장의 패러다임을 바꿔 온 빅테크 플랫폼의 사업모델이 가파른 인플레이션 앞에서는 맥을 못 칠 수 있다는 사실을 우리는 처음 경험하고 있다. 가격경쟁으로 사세를 확장했기에 최저가 전략이 이들에게 자존심의 문제다. 이 와중에 인건비, 운송비는 계속 오른다. 마진 축소가 불가피한 이유다. 당분간 시장은 가격을 결정할 수 있는 사업자가 누구일지에 주목할 것이다. 이마트, 롯데쇼핑, BGF리테일을 다시(또는 계속) 봐야 할 때다.



Content

전통 vs. 빅테크가 인플레이션을 만났을 때..... 3

가격결정력 가진 자의 시장..... 5

재고매입 비즈니스에 주목
빅테크 추가 바닥권에 진입 중이나

기업분석..... 12

이마트/ BGF리테일/ 롯데쇼핑
네이버/ 카카오

전통 vs. 빅테크가 인플레이를 만났을 때

빅테크 주가 하락의
주요 원인 두 가지

한국에서는 네이버와 카카오, 미국에서는 아마존과 쿠팡의 주가 조정이 지속되고 있다. 금리상승 시기에는 성장주, 기술주, 고PER 주식들의 Valuation 프리미엄이 축소되므로 시장은 이들 주가 하락을 당연한 흐름으로 받아들이기도 한다. 그런데 금리상승이 인플레이션과 맞물리는 지금과 같은 시기는 비단 Valuation 프리미엄 만의 문제가 아닌 '비즈니스 모델'의 취약함에서 그 원인을 찾아야 한다는 판단이다.

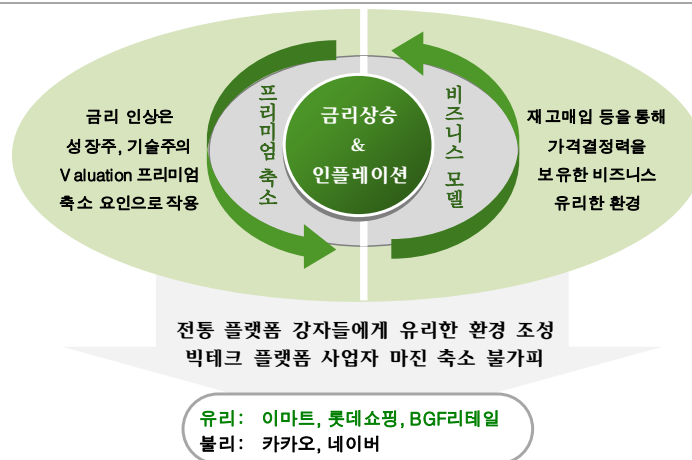
플랫폼 사업모델

빅테크 플랫폼 사업자들의 주요 수익모델은, 상품을 직접 매입하기 보다 플랫폼에 유치한 셀러들의 판매액에 일정 수수료를 부과하는 방식으로 이루어져 있다. 능력있는 셀러들이 마음껏 물건을 팔 수 있는 '판(플랫폼)'을 깔아주는 것이 그들의 역할이었고, 이 판에서 셀러들은 무한경쟁을 하며 소비자에게 최적가(또는 최저가)를 제시해 주었다.

인플레이에 취약

유통 시장의 패러다임을 바꿔 온 이들의 사업모델이 가파른 인플레이션 앞에서는 맥을 못 칠 수 있다는 사실을 우리는 처음 경험하고 있다. 가격 경쟁으로 사세를 확장했기에 가격 인상은 셀러에게도 플랫폼 주인에게도 부담이다. 이 와중에 인건비, 운송비는 계속 오른다. 마진이 축소되는 것은 당연해 보인다.

도표 1. 금리 상승, 인플레이션과 플랫폼 전략



자료: 신영증권 리서치센터

이마트의 연례 행사

국내 주요 유통사들은 명절, 가정의 달 등 특정 시기에 연례 행사처럼 ‘~~데이’를 시행하는데 그 대상은 정육, 과일, 수산, 가전 등 매우 다양하다. 이런 대형 행사를 진행하려면 약 한달 전부터 재고를 확보하는 과정이 필요하며 평소 대비 몇 배의 재고 매입이 필수일 것이다. 어느 때와 다른 없는 이 같은 행사에 유독 이번에는 예민한 반응이 있어 눈에 띈다.

가격 결정 권한

[도표 2]는 이마트가 최근 정육 매입을 적극적으로 펼친 까닭에 도소매 가격이 인상되어 도매업자를 비롯 자영업자들의 판매가 위축되고 있다는 불만을 전하는 기사다. 사전 대량매입으로 규모의 경제를 가진 이마트는 여타의 판매업자 대비 낮은 가격에 상품을 공급할 수 있는 여력을 가진다. ‘가격의 범위를 결정할 수 있는 권한’을 내가 가진 셈이다.

이마트 기사에서
느낀 두 가지

이 기사에서 두 가지 사안을 유추해 볼 수 있다. 첫째, 재고 매입 노하우를 가진 사업자는 인플레이션을 내 편으로 만들 수 있다. 둘째, 새롭지 않은 행사에 이런 기사가 나온다는 것은 현재 업계가 인플레이션 노출을 매우 두려워하고 있다는 것을 반증한다.

도표 2. 이마트 최근 기사

이마트 돼지고기 폭탄할인에...정육점 사장님들은 '속앓이'

박종관 기자

입력 2022.05.04 17:46 | 수정 2022.05.05 00:22 | 지면 A20

5일부터 400t 최대 40% 인하
"캠핑 시즌, 소비자 부담은 줄어"
자영업자 "대량매입에 가격 상승"

자료: 2022년 5월 4일자 한국경제 기사 인용

가격결정력 가진 자의 시장

재고매입 비즈니스에 주목

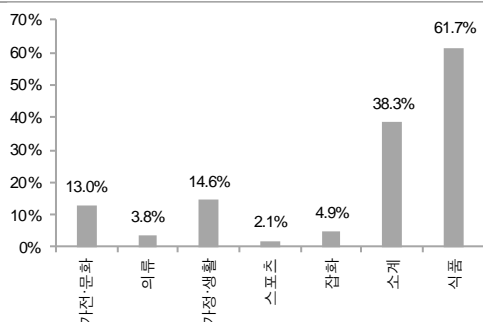
식품 영역에서
인플레이 수혜 직접적

재고를 매입하여 마진을 얹어 소비자에게 판매하는 이른바 1PL 사업모델은 유통업에서 특히 마트, 슈퍼, 편의점에서 취하고 있는 방식이다. 또한 이들 채널 매출의 상당부분은 ‘식품’ 카테고리에서 이루어져 있다[도표 3, 4]. 식품은 비식품대비 유통기한이 짧은 편이지만 제철에 매입하여 결손율을 줄이며 보관하기 위해 유통업체가 기술 개발에 가장 공들여 온 분야이기도 하다. 짧게는 1주일, 길게는 6개월 정도의 유통기한을 활용하여 사전 매입이 이루어지므로 식품 영역에서의 인플레이션 수혜는 매우 직접적이다. 또한 필수소비재 판매 비중이 높다는 점에도 주목해야 한다. 물가 상승에 따른 소비 위축으로부터 다소 자유로울 수 있기 때문이다.

이마트 재고매입
국내 최대 규모

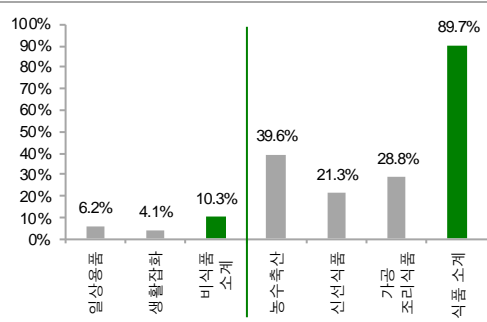
한국 유통업체 중 재고 매입을 가장 큰 규모로 진행하는 회사 중 하나가 이마트다. 오프라인 점포 기준으로 연간 10조원 이상의 재고를 매입하며 상시 약 1조원 수준의 재고를 관리한다. 재고자산회전율이 3 미만에서 크게 변동이 없는 편인데, 올해의 경우 재고를 확대함으로써 미미하게나마 회전율이 하락할 지 여부는 지켜볼 만한 지표다. 굳이 재고를 늘리지 않더라도 물가가 오르는 상황이라면 선입선출에 따른 마진 확대, 상황에 따라 가격 변동 권한을 발휘할 수 있다는 점에서 사업모델의 매력이 크게 부각될 수 있는 시점이다.

도표 3. 대형마트 상품군별 매출 비중(2019년 기준)



자료: 산업자원부, 신영증권 리서치센터

도표 4. SSM 상품군별 매출 비중(2019년 기준)

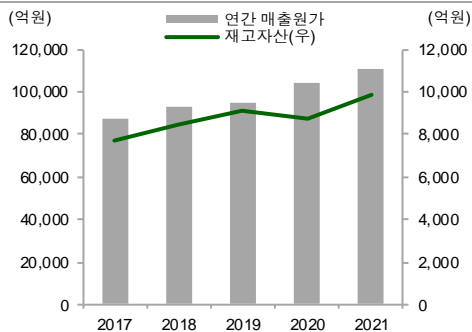


자료: 산업자원부, 신영증권 리서치센터

직매입 비중을
유지하는 방법

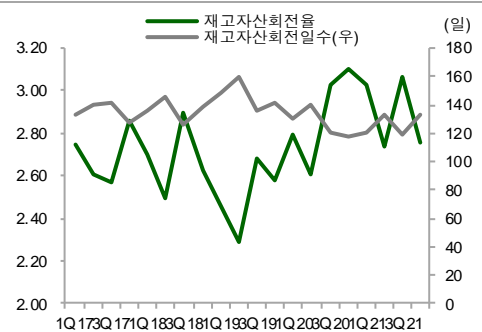
전체 매출 중 직매입을 통해 판매되는 비중은 판매 채널별 매출액을 통해서 또는 총매출액과 순매출액의 비중으로도 가늠할 수 있다. [도표 7, 8]에서 보듯 이마트의 오프라인 사업의 경우 순매출액 비중이 총매출액의 90%를 상회하는데 대부분의 상품이 매입을 통해 매출이 발생하고 있다는 증거다. 반면 온라인 채널인 SSG닷컴의 경우 수수료 수취 사업에 해당하는 3P(제삼자) 상품 비중이 37%인 것으로 파악되는데 이 역시 대표 빅테크 플랫폼인 아마존과 비교하면 매우 낮은 수준이다. [도표 9] 참고로 한국의 네이버, 카카오 커머스의 경우 현재 직매입 비중은 거의 없는 상황이다.

도표 5. 이마트 재고자산 및 매출원가 추이



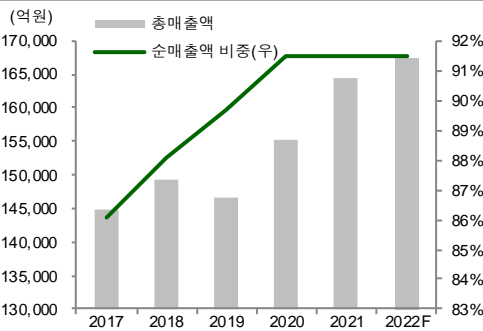
자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

도표 6. 이마트 재고자산회전을 추이



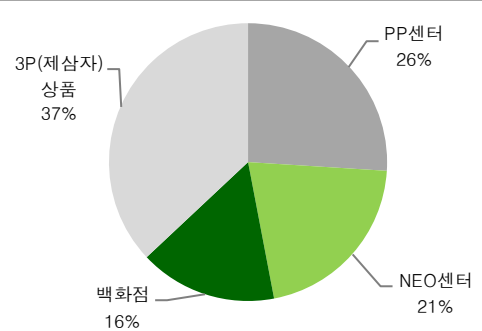
자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

도표 7. 이마트 오프라인 사업 직매입 간접 추정



자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

도표 8. 이마트 SSG닷컴 직매입 간접 추정



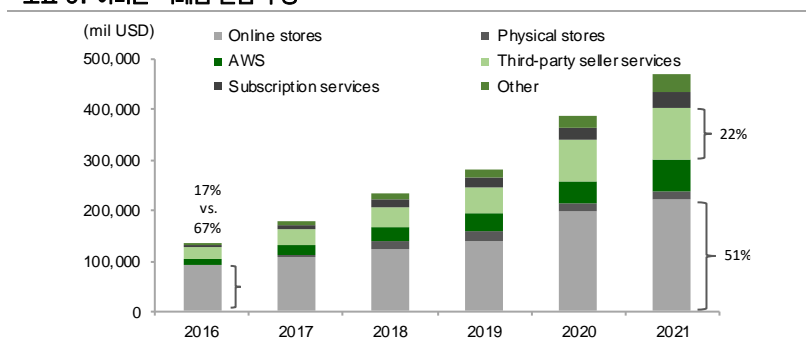
자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

감내할 만한 부채와
활용 가능한 부동산은
인플레이 환경에서 매력적

재고 매입에 있어 중요한 과제는 매입, 관리 등 과정에서의 노하우와 사업력인데 이에 못지않게 중요한 것이 현금유동성이다. 이마트, 롯데쇼핑, BGF리테일과 같은 전통 유통사들의 경우 순현금이 상대적으로 적은 편이지만 시가와 괴리가 큰 유형자산을 다량 보유하고 있는 까닭에 이를 전략적으로 유동화할 수 있는 여력을 지니고 있다. 인플레이션 시기에 이 같이 적정한 부채를 보유하는 동시에 우량한 상업용 부동산을 유사 시 활용할 수 있다는 점은 사업 운영에 큰 강점으로 꼽을 수 있겠다.

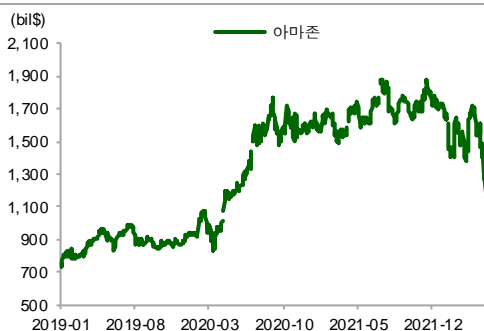
리오프닝과 맞물리며 온라인 거래액은 일시적으로 둔화되지만 오프라인 객수는 증가하고 있다는 점도 다시금 상기하자[도표 14, 15].

도표 9. 아마존 직매입 간접 추정



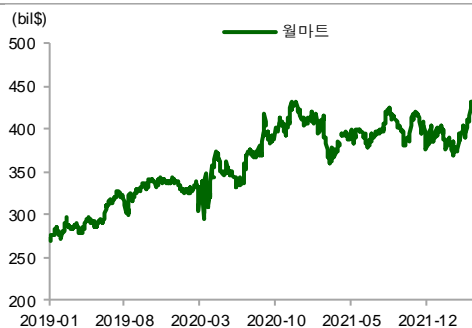
자료: Amazon, 신영증권 리서치센터

도표 10. 아마존(AMZN) 시가총액 추이



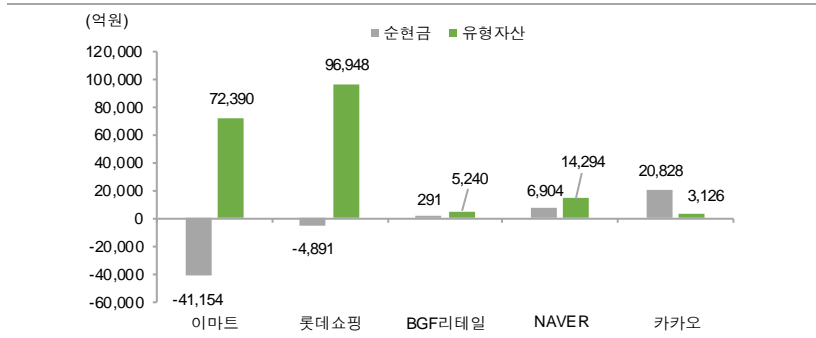
자료: Refinitiv, 신영증권 리서치센터

도표 11. 월마트(WMT) 시가총액 추이



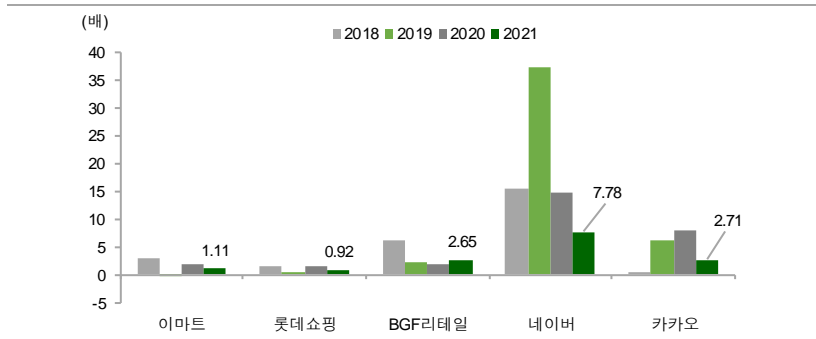
자료: Refinitiv, 신영증권 리서치센터

도표 12. 주요 사업자별 현금 및 유형자산 비교(2021년 기준)



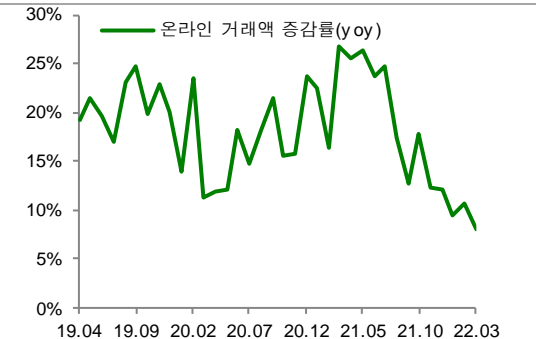
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 13. 주요 사업자별 이자보상배율 비교



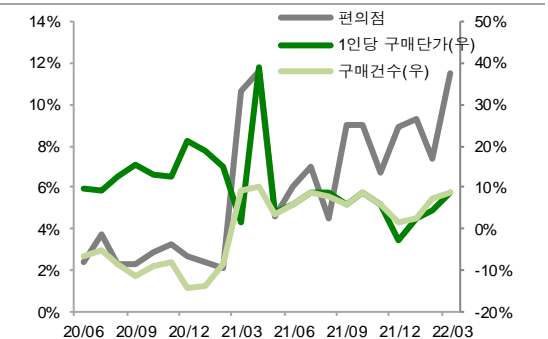
자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 14. 온라인 거래액 증감률 추이



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 15. 편의점 매출 동향



자료: 산업자원부, 신영증권 리서치센터

빅테크 주가 바닥권에 진입 중이나

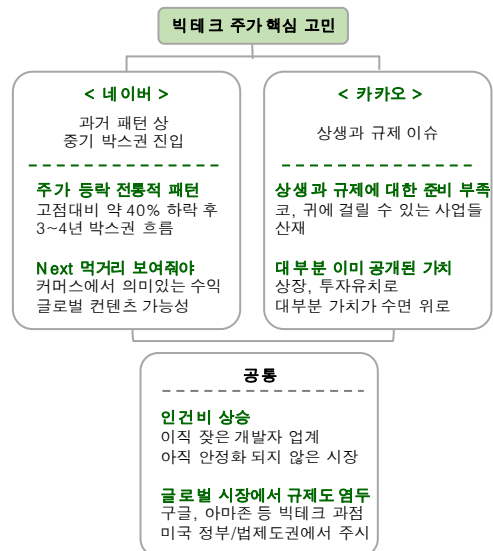
빅테크 주가
바닥권으로 진입

금리상승으로 Valuation 프리미엄 축소, 인플레이션으로 사업모델의 취약성 발견. 빅테크 업체들에게 온갖 악재가 쏟아진다. [도표 16]은 이들의 주가 하락에 갇힌 고민들을 정리해 본 것이다. 카카오가 비교적 단기간 주가 상승폭이 컸다면 네이버는 최근 20년 동안 몇 차례의 박스권을 보인 바 있다. 주가 박스권 탈피는 어김없이 매출액 또는 영업이익의 급증이 수반되었다. 이를 토대로 추정해보건대 이들 주가는 현재 바닥권에 진입 중이라는 판단이다. 다만, 제반 여건상 가파른 주가 회복세가 나올 가능성은 낮아 보인다.

다만 가파른 주가 회복세
가능성 낮아

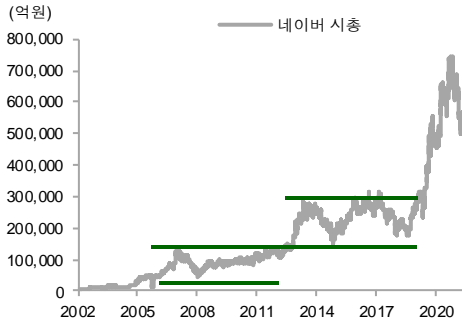
커머스 영역에서의 수익성 강화, 이를 기반으로 콘텐츠 영역에서의 사세 확장이 가시화 되는 시점에 주가와 실적 역시 반등할 전망이다. 적어도 두 세 개 분기의 시간이 필요할 것으로 생각된다. 반면, 이마트, 롯데쇼핑, BGF리테일에는 관심가질 시점이라는 판단이다.

도표 16. 빅테크 플랫폼 업체 주가 고민 요인



자료: 신영증권 리서치센터

도표 17. 네이버 시가총액 추이



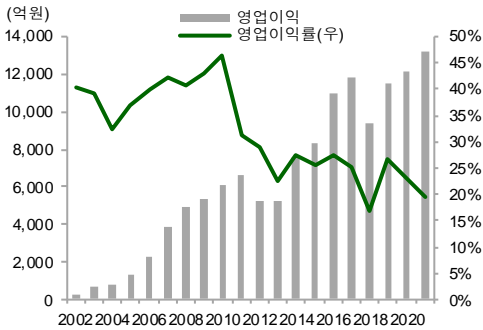
자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 18. 카카오 시가총액 추이



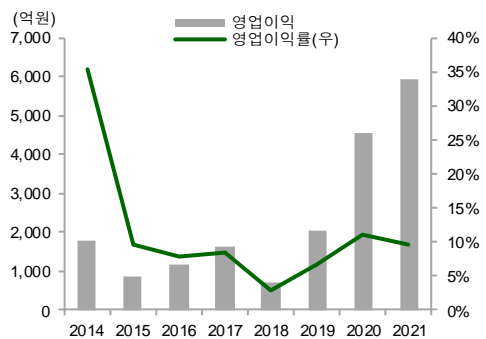
자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 19. 네이버 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

도표 20. 카카오 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: Quantwise, 신영증권 리서치센터

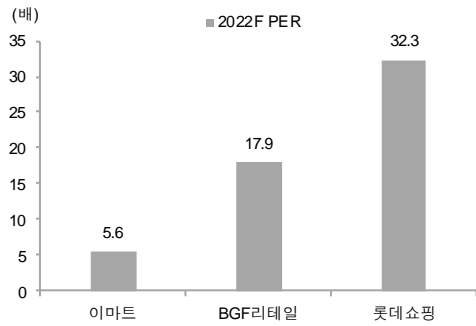
도표 21. 당사 플랫폼 업체 커버리지 주요 종목별 투자포인트 점검

투자 매력	종목명	목표주가 (원)	22F PER (배)	한 줄 논평
1	이마트	200,000	5.6	인플레이션을 내 편으로
	BGF리테일	225,000	17.9	비싼 Valuation은 실적으로 상쇄 전망
	롯데쇼핑	110,000	32.3	일회성 타격도 작아지고 있다
2	네이버	450,000	30.2	잠재된 가치 여전히 매력적
	카카오	125,000	23.7	성장 추세 매력적이지만

자료: 신영증권 리서치센터

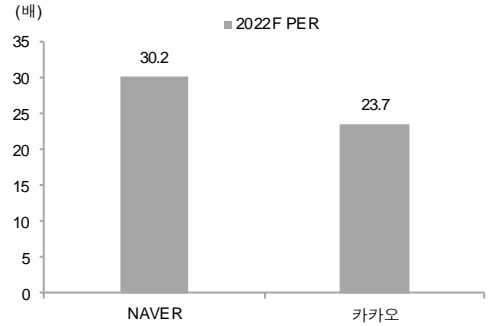
참고: 투자매력도는 당사 의견임. 2022F PER은 컨센서스 기준임

도표 22. 전통 유통 플랫폼 사업자 PER



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 23. 빅테크 플랫폼 사 PER



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

이마트(139480.KS)/ 매수(유지)/ TP 200,000원(유지)

- 재고 매입 및 관리에의 노하우가 가장 뛰어나고 식품을 비롯한 필수소비재 판매 비중이 높아 물가 상승 시기에 수혜가 직접적인 채널
- 트레이더스, 슈퍼, 이마트24, 조선포텔, 스타벅스 등 주요 자회사들의 실적은 매우 견조하여 기업가치에 긍정적으로 작용
- 쓱닷컴 상장 준비를 앞두고 국내외 온라인 플랫폼 사들의 Valuation 프리미엄이 축소되고 있는 점은 부담 요인
- 전년 4분기부터 이어지는 M&A 영업권 상각비도 영업이익에 부담
- 주가 동력에의 부담 요인 있음에도 불구하고, 전통 유통사업자로서의 매력적인 사업모델이 부각되는 시점이며 Valuation 부담이 적고 보유 자산도 적극적으로 활용하고 있어 주목할 만 함

도표 24. 이마트 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구분	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
총매출액	62,548	61,969	66,702	72,083	72,379	70,934	77,450	83,489	263,302	304,252	322,427
증가율	13.1%	12.6%	6.6%	18.9%	15.7%	14.5%	16.1%	15.8%	12.7%	15.6%	6.0%
이마트오프라인	30,019	27,872	31,109	29,408	30,890	28,290	31,887	29,849	118,408	120,915	122,125
트레이더스	8,387	8,005	9,053	7,706	8,412	8,565	9,777	8,322	33,151	35,077	37,714
전문점	3,211	2,995	3,124	3,069	2,810	2,546	2,812	2,762	12,399	10,929	11,476
SSG닷컴	3,371	3,495	3,865	4,211	4,113	4,368	4,831	5,264	14,942	18,577	23,221
매출총이익	15,563	15,472	16,580	19,877	18,388	17,955	19,650	23,717	67,492	79,710	82,700
매출총이익률	24.9%	25.0%	24.9%	27.6%	25.4%	25.3%	25.4%	28.4%	25.6%	26.2%	25.6%
영업이익	1,232	76	1,086	773	1,195	213	1,723	1,039	3,168	4,170	5,479
증가율	154.4%	-116.0%	-28.2%	-8.9%	-3.1%	181.0%	58.7%	34.3%	33.6%	31.6%	31.4%
영업이익률	2.0%	0.1%	1.6%	1.1%	1.7%	0.3%	2.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.7%
이마트오프라인	912	-196	803	311	969	-171	855	448	1,830	2,101	2,245
트레이더스	240	266	268	175	249	283	299	197	949	1,028	1,143
전문점	-29	-17	-32	-74	-35	-20	-30	5	-152	-80	35
SSG닷컴	-31	-265	-382	-402	-300	-350	-300	-280	-1,080	-1,230	-861
지배순이익	912	4,764	9,336	695	731	36	1,100	552	15,707	2,418	3,319
증가율(yoy)	86.8%	50.8%	725.8%	흑전	-19.9%	-99.2%	-88.2%	-20.6%	334.2%	-84.6%	37.2%

자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

도표 25. 이마트 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분				비고
영업가치	22F NOPLAT/NI	적용 PER(배)	적정가치	
오프라인 이마트	1,532	10.0	15,322	국내 오프라인 이마트 Target PER 10.0배 적용
트레이더스	779	10.0	7,795	오프라인 트레이더스 Target PER 10.0배
슈퍼	156	10.0	1,560	슈퍼(에브리데이) Target PER 10.0배 적용
	22F GMV	Multiple(배)	적정가치	
온라인(SSG닷컴)	70,307	0.5	17,606	SSG닷컴 지분율 50.1%
투자자산가치				
스타벅스	2,100	14.4	20,412	스타벅스(67.5%) 22년 예상순이익 Valuation 할증 적용
신세계푸드			1,110	주당 75,000원 가치 30% 할인
주요 종속 및 관계기업			21,608	조선포탈, 프라퍼티, 이마트24 등 BV 20% 할인
삼성생명지분가치	11,762,667주		5,764	주당 7만원 적용, 30% 할인
순차입금 차감			35,000	2022년 말 예상(별도기준)
적정가치			56,176	
총발행주식 수(주)			27,788,355	자기주식수 87,464주 차감
주당적정가치(원)			202,157	

자료: 신영증권 리서치센터

참고: 해외법인(중국, 베트남, 미국) 자산가치 제외, Good Food Holdings 포함

이마트(139480.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	190,629	220,330	249,327	289,939	307,739
증가율(%)	11.8	15.6	13.2	16.3	6.1
매출원가	141,705	162,242	181,835	210,229	225,039
원가율(%)	74.3	73.6	72.9	72.5	73.1
매출총이익	48,924	58,088	67,492	79,710	82,700
매출총이익률(%)	25.7	26.4	27.1	27.5	26.9
판매비와 관리비 등	47,418	55,717	64,335	75,540	77,221
판매비율(%)	24.9	25.3	25.8	26.1	25.1
영업이익	1,507	2,372	3,156	4,170	5,479
증가율(%)	-67.4	57.4	33.1	32.1	31.4
영업이익률(%)	0.8	1.1	1.3	1.4	1.8
EBITDA	10,333	12,234	12,859	12,786	13,203
EBITDA마진(%)	5.4	5.6	5.2	4.4	4.3
순금융손익	-703	-936	539	-400	-400
이자손익	-1,051	-1,243	-598	-417	-209
외화관련손익	-385	631	-3	-3	-3
기타영업외손익	1,279	4,072	17,309	-350	-350
종속및관계기업 관련손익	738	710	121	125	136
법인세차감전계속사업이익	2,821	6,218	21,125	3,545	4,864
계속사업손익법인세비용	583	2,592	5,243	858	1,177
세후중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,238	3,626	15,882	2,687	3,687
증가율(%)	-53.0	62.0	338.0	-83.1	37.2
순이익률(%)	1.2	1.6	6.4	0.9	1.2
지배주주지분 당기순이익	2,339	3,618	15,699	2,418	3,319
증가율(%)	-48.0	54.7	333.9	-84.6	37.3
기타포괄이익	-1,157	-82	-632	-632	-632
총포괄이익	1,081	3,543	15,250	2,055	3,055

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	8,158	13,860	32,802	18,830	19,853
당기순이익	0	0	15,882	2,687	3,687
현금유출이없는비용및수익	9,309	8,161	15,427	9,769	8,978
유형자산감가상각비	8,492	9,466	9,306	8,249	7,384
무형자산상각비	334	397	397	367	340
영업활동관련자산부채변동	-2,174	2,059	1,117	1,431	2,356
매출채권의감소(증가)	-86	-407	-124	-967	-375
재고자산의감소(증가)	-1,568	205	-1,759	-2,342	-1,026
매입채무의증가(감소)	577	1,459	3,250	5,026	4,107
투자활동으로인한현금흐름	-10,051	-783	-7,765	-8,010	-8,314
투자자산의 감소(증가)	-947	-2,036	0	0	0
유형자산의 감소	10,826	9,326	0	0	0
CAPEX	-9,548	-5,198	-4,500	-4,500	-4,500
단기금융자산의감소(증가)	-1,461	-802	-1,009	-1,254	-1,559
재무활동으로인한현금흐름	5,810	-8,701	-3,790	-3,806	-3,806
장기차입금의증가(감소)	-859	-4,379	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	56	-53	-1,348	-1,348	-1,348
현금의 증가	3,973	4,323	19,900	5,667	6,385
기초현금	2,837	6,810	11,133	31,033	36,699
기말현금	6,810	11,133	31,033	36,699	43,084

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	36,499	40,630	63,656	74,172	83,867
현금및현금성자산	6,810	11,133	31,033	36,699	43,084
매출채권 및 기타채권	6,840	7,782	7,906	8,872	9,247
재고자산	12,792	12,618	14,377	16,719	17,746
비유동자산	174,448	182,775	177,693	173,702	170,613
유형자산	100,037	96,674	91,868	88,119	85,236
무형자산	13,191	16,552	16,155	15,788	15,447
투자자산	26,008	28,754	28,875	29,000	29,135
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	210,948	223,404	241,349	247,874	254,480
유동부채	54,063	59,882	63,132	68,158	72,265
단기차입금	3,000	4,015	4,015	4,015	4,015
매입채무및기타채무	25,968	29,549	32,799	37,825	41,932
유형성장기부채	10,608	7,977	7,977	7,977	7,977
비유동부채	54,818	58,557	58,557	58,557	58,557
사채	21,231	16,985	16,985	16,985	16,985
장기차입금	3,332	4,110	4,110	4,110	4,110
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	108,880	118,438	121,689	126,715	130,822
지배주주지분	88,087	90,737	105,248	106,478	108,609
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	42,370	42,370	42,370
기타포괄이익누계액	6,566	6,549	5,917	5,285	4,653
이익잉여금	27,943	30,711	45,854	47,716	50,479
비지배주주지분	13,981	14,229	14,412	14,681	15,050
자본총계	102,067	104,966	119,660	121,159	123,658
총차입금	64,467	66,718	66,718	66,718	66,718
순차입금	54,169	51,284	26,643	19,722	11,778

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Per Share (원)					
EPS	8,391	12,979	56,316	8,676	11,905
BPS	319,802	329,309	381,364	385,778	393,422
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiples (배)					
PER	15.2	11.7	2.2	14.5	10.6
PBR	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	10.0	8.8	7.0	6.5	5.7
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-48.0%	54.7%	333.9%	-84.6%	37.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	4.1%	18.4%	5.1%	-0.6%	3.3%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	2.3%	3.5%	14.1%	2.2%	3.0%
ROE(지배순이익 기준)	2.8%	4.0%	16.0%	2.3%	3.1%
ROIC	0.4%	1.5%	2.1%	3.0%	4.1%
WACC	5.0%	5.1%	5.6%	5.6%	5.6%
안전성(%)					
부채비율	106.7%	112.8%	101.7%	104.6%	105.8%
순차입금비율	53.1%	48.9%	22.3%	16.3%	9.5%
이자보상배율	1.0	1.4	1.9	2.5	3.3

BGF리테일(282330.KS)/ 매수(유지)/ TP 225,000원(상향)

- 리오프닝 초입 국면에서 학교, 관광지 등 특수입지 상권 매출이 점진 회복세를 보임에 따라 양호한 매출 달성
- 진단키트 판매로 인한 영업이익 증가분은 약 50억원 수준으로 파악, 이를 제외하더라도 전년 동기대비 50% 이상 이익이 증가하며 코로나 이전 수준으로의 회복력 증명
- 2분기부터 성수기에 본격 진입, 리오프닝 시기와 맞물리면 기대 이상의 실적 호황을 이어갈 가능성 높음
- 실적 추정치 상향함에 따라 목표주가를 종전대비 약 5% 상향한 225,000원으로 제시함

도표 26. BGF리테일 2022년 1분기 실적 (연결 기준)

(단위: 억원)

구분	1Q22	1Q21	YoY	4Q21	QoQ	당사 예상	차이
매출액	16,922	15,012	12.7%	17,430	-2.9%	16,534	2.3%
영업이익	378	216	74.7%	496	-23.8%	284	33.3%
세전이익	345	214	61.3%	462	-25.4%	327	5.4%
지배순이익	260	159	63.8%	357	-27.1%	248	4.8%

자료: BGF리테일, 신영증권 리서치센터

도표 27. BGF리테일 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구분	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
매출액	15,012	17,004	18,366	17,430	16,922	19,060	21,144	19,172	67,812	76,298	82,926
증가율(yoy)	7.8%	9.8%	9.1%	12.0%	12.7%	12.1%	15.1%	10.0%	9.7%	12.5%	8.7%
영업이익	216	587	695	496	378	744	909	547	1,994	2,578	2,811
증가율(yoy)	17.1%	31.7%	9.3%	39.6%	74.7%	26.7%	30.7%	10.3%	23.0%	29.2%	9.1%
영업이익률	1.4%	3.5%	3.8%	2.8%	2.2%	3.9%	4.3%	2.9%	2.9%	3.4%	3.4%
지배순이익	159	468	493	357	260	585	704	439	1,476	1,988	2,231
증가율(yoy)	32.2%	41.6%	-4.1%	35.9%	63.8%	25.1%	42.8%	23.0%	20.3%	34.6%	12.2%

자료: BGF리테일, 신영증권 리서치센터

도표 28. BGF리테일 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분	금액	비고
편의점 영업가치	34,553	
22F NOPLAT	1,920	22년 예상 세후영업이익
Target PER(x)	18.0	산업 장기 성장성 감안, 당사 유통업 Target PER 12배를 할증
기타사업가치	1,374	로지스, 푸드 등 순자산가치 50% 할증 반영
순현금(22F)	3,000	
적정가치	38,927	
발행주식총수(주)	17,275,015	자기주식 수 8,891주 차감
목표주가(원)	225,339	

자료: 신영증권 리서치센터

BGF리테일(282330.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	59,461	61,813	67,812	76,298	82,926
증가율(%)	2.9	4.0	9.7	12.5	8.7
매출원가	48,896	51,295	56,041	62,797	68,196
원가율(%)	82.2	83.0	82.6	82.3	82.2
매출총이익	10,565	10,518	11,771	13,501	14,730
매출총이익률(%)	17.8	17.0	17.4	17.7	17.8
판매비와 관리비 등	8,599	8,896	9,777	10,923	11,919
판매비율(%)	14.5	14.4	14.4	14.3	14.4
영업이익	1,966	1,622	1,994	2,578	2,811
증가율(%)	3.7	-17.5	22.9	29.3	9.0
영업이익률(%)	3.3	2.6	2.9	3.4	3.4
EBITDA	5,264	5,149	6,232	5,386	5,921
EBITDA마진(%)	8.9	8.3	9.2	7.1	7.1
순금융손익	-1	-24	-78	84	92
이자손익	-70	-82	-74	-67	-53
외화관련손익	6	-6	0	0	0
기타영업외손익	45	33	9	-37	40
종속및관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
법인세차감전계속사업이익	2,011	1,631	1,925	2,625	2,943
계속사업손익법인세비용	497	404	449	637	712
세후종단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,514	1,227	1,476	1,988	2,231
증가율(%)	-1.8	-19.0	20.3	34.7	12.2
순이익률(%)	2.5	2.0	2.2	2.6	2.7
지배주주지분 당기순이익	1,514	1,227	1,476	1,988	2,231
증가율(%)	-1.8	-19.0	20.3	34.7	12.2
기타포괄이익	-16	-18	-16	-16	-16
총포괄이익	1,497	1,209	1,460	1,972	2,215

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	5,328	5,073	6,802	5,350	5,813
당기순이익	1,514	1,227	1,476	1,988	2,231
현금유출이없는비용및수익	3,933	4,031	4,760	3,512	3,875
유형자산감가상각비	3,132	3,384	4,095	962	226
무형자산상각비	166	143	143	1,846	2,883
영업활동관련자산부채변동	358	276	1,088	554	472
매출채권의감소(증가)	-13	17	-144	-175	-179
재고자산의감소(증가)	125	-295	50	-222	-121
매입채무의증가(감소)	102	319	1,178	948	769
투자활동으로인한현금흐름	-2,939	-2,664	5,828	3,870	3,860
투자자산의 감소(증가)	-438	-33	0	0	0
유형자산의 감소	8	3	0	0	0
CAPEX	-1,670	-1,730	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-674	-523	1,753	-205	-215
재무활동으로인한현금흐름	-2,462	-2,450	-2,483	-2,483	-2,483
장기차입금의증가(감소)	66	84	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	-2,023	-6,523	-6,523
현금의 증가	-73	-40	8,124	215	667
기초현금	353	280	240	8,364	8,580
기말현금	280	240	8,364	8,580	9,247

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	7,441	8,291	14,752	15,566	16,744
현금및현금성자산	280	240	8,364	8,580	9,247
매출채권 및 기타채권	894	958	1,103	1,278	1,457
재고자산	909	1,215	1,165	1,387	1,508
비유동자산	14,283	15,421	15,683	17,375	18,766
유형자산	5,498	5,915	1,820	858	631
무형자산	487	379	4,736	7,390	9,007
투자자산	2,399	2,431	2,431	2,431	2,431
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	21,724	23,712	30,435	32,941	35,509
유동부채	9,507	10,034	12,212	13,160	13,928
단기차입금	23	85	85	85	85
매입채무및기타채무	6,764	7,227	8,405	9,353	10,122
유동성장기부채	0	18	18	18	18
비유동부채	5,991	6,709	10,209	10,209	10,209
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	94	139	139	139	139
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	15,498	16,743	22,421	23,369	24,138
지배주주지분	6,226	6,968	8,014	9,571	11,371
자본금	173	173	173	173	173
자본잉여금	3,216	3,216	3,216	3,216	3,216
기타포괄이익누계액	0	-2	-18	-34	-50
이익잉여금	2,612	3,357	4,419	5,992	7,808
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	6,226	6,968	8,014	9,571	11,371
총차입금	8,100	8,892	13,392	13,392	13,392
순차입금	2,357	2,667	937	517	-365

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Per Share (원)					
EPS	8,758	7,100	8,542	11,501	12,906
BPS	36,122	40,416	46,467	55,477	65,891
DPS	2,700	2,400	2,400	2,400	2,400
Multiples (배)					
PER	19.4	19.1	21.9	16.3	14.5
PBR	4.7	3.4	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	6.0	5.1	4.8	5.5	4.8
Financial Ratio					
12월 결산(%)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-1.8%	-18.9%	20.3%	34.6%	12.2%
EBITDA(발표기준) 증가율	68.8%	-2.2%	21.0%	-13.6%	9.9%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	26.5%	18.6%	19.7%	22.6%	21.3%
ROE(지배순이익 기준)	26.5%	18.6%	19.7%	22.6%	21.3%
ROIC	39.6%	17.3%	21.7%	27.1%	25.9%
WACC	5.3%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
안정성(%)					
부채비율	248.9%	240.3%	279.8%	244.2%	212.3%
순차입금비율	37.9%	38.3%	11.7%	5.4%	-3.2%
이자보상배율	10.3	9.0	7.3	9.5	10.4

롯데쇼핑(023530.KS)/ 매수(유지)/ TP 110,000원(유지)

- 백화점 일회성 비용 감안 시 전년 동기대비 수익성 회복 완연하게 진행
- 할인점 역시 기존점 신장률 역성장에도 불구하고 구조조정의 효과로 흑자전환에 성공한 점 고무적
- 하이마트 영업적자로 인한 연결 영업이익 증가폭이 기대에 못 미쳤으나 이 역시 2분기 회복세를 보이고 있는 것으로 파악됨
- 국내 패션 소비 증가에 따라 백화점 마진 회복세 지속 전망, 할인점과 슈퍼는 물가상승에 따른 직접적인 수혜로 1분기대비 마진 개선 가시적일 것으로 예상됨
- 일회성 손익으로 인한 실적 불확실성 여전하지만, 그 폭이 감소하고 있다는 점에 주목

도표 29. 롯데쇼핑 2022년 1분기 실적 (연결 기준)

(단위: 억원)

구분	1Q22	1Q21	YoY	4Q21	QoQ	당사 예상	차이
총매출액	37,708	52,583	-28.3%	54,578	-30.9%	55,391	-31.9%
매출총이익	15,870	15,784	0.5%	16,677	-4.8%	17,017	-6.7%
영업이익	687	618	11.2%	1,093	-37.1%	954	-27.9%
지배순이익	484	-412	적지	-4,796	적지	392	-

자료: 롯데쇼핑, 신영증권 리서치센터

도표 30. 롯데쇼핑 목표주가 산출

(단위: 억원)

구분		22년 예상	Target Multiple(x)	평가액	비고
영업가치	사업	NOPLAT/NI			
	국내외 백화점, 할인점, 슈퍼	3,865	10.0	38,647	22년 예상 NOPLAT에 당사 Target PER 10배
	롯데홈쇼핑	910	8.0	7,041	Target PER 8.0배 적용. 우리홈쇼핑 53% 지분
	롯데하이마트			3,148	당사 목표주가 30,000원 적용가치에 30% 할인
	컬처웍스(시네마)			1,253	장부가액 적용
	유니클로, 자라	300	10.0	1,035	유니클로, 자라 22F NI에 Target PER 10배 적용
순차입금 차감				20,000	2022년 예상
롯데쇼핑가치(억원)				31,124	
주식 수(주)				28,270,640	자기주식 18,115주 차감
주당 적정가치(원)				110,092	

자료: 신영증권 리서치센터

도표 31. 롯데쇼핑 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구분	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
총매출액	52,583	53,230	53,753	54,578	52,367	55,278	56,222	57,593	214,144	221,460	230,423
증가율	-1.2%	-1.0%	-0.3%	1.5%	-0.4%	3.8%	4.6%	5.5%	-0.2%	3.4%	4.0%
백화점	18,290	18,890	17,910	22,500	19,877	20,305	18,970	24,203	77,590	83,355	86,269
국내	18,130	18,730	17,820	22,733	19,707	20,135	18,800	23,983	77,413	82,625	85,517
해외	160	160	90	150	170	170	170	220	560	730	752
할인점	16,100	15,650	16,150	14,760	16,338	16,139	16,620	15,227	62,660	64,324	66,021
국내	13,010	12,350	13,430	11,780	13,106	12,674	13,764	12,098	50,570	51,642	52,958
해외	3,090	3,300	2,720	2,980	3,232	3,465	2,856	3,129	12,090	12,682	13,063
롯데하이마트	9,559	9,881	10,403	8,931	8,412	9,584	10,611	9,199	38,774	37,806	39,432
영업이익	618	76	289	1,093	687	430	1,078	1,763	2,076	3,958	6,177
증가율	18.5%	444.7%	-73.9%	-39.8%	11.2%	467.5%	272.7%	61.3%	-40.0%	90.6%	56.1%
영업이익률	1.2%	0.1%	0.5%	2.0%	1.3%	0.8%	1.9%	3.1%	1.0%	1.8%	2.7%
백화점	1,028	618	-212	2,053	1,050	790	823	2,161	3,488	4,824	5,555
영업이익률	5.6%	3.3%	-1.2%	9.1%	5.3%	3.9%	4.3%	8.9%	4.5%	5.8%	6.4%
국내	988	568	-202	2,053	990	765	808	2,111	3,408	4,674	5,395
영업이익률	5.5%	3.0%	-1.1%	9.0%	5.0%	3.8%	4.3%	8.8%	4.4%	5.7%	6.3%
해외	40	50	-10	0	60	25	15	50	80	150	160
영업이익률	25.0%	31.3%	-11.1%	0.0%	35.3%	14.7%	8.8%	22.7%	14.3%	20.5%	21.3%
할인점	9	-264	116	-181	160	-219	221	152	-319	314	655
영업이익률	0.1%	-1.7%	0.7%	-1.2%	1.0%	-1.4%	1.3%	1.0%	-0.5%	0.5%	1.0%
국내	-59	-284	156	-191	76	-253	206	121	-377	150	475
영업이익률	-0.5%	-2.3%	1.2%	-1.6%	0.6%	-2.0%	1.5%	1.0%	-0.7%	0.3%	0.9%
해외	68	20	-40	10	84	35	14	31	58	164	179
영업이익률	0.7%	0.2%	-0.4%	0.1%	1.0%	0.4%	0.1%	0.3%	0.1%	0.4%	0.5%
롯데하이마트	257	331	509	-29	-82	431	585	93	1,068	1,028	1,594
영업이익률	2.7%	3.3%	4.9%	-0.3%	-1.0%	4.5%	5.5%	1.0%	2.8%	2.7%	4.0%
지배순이익	-412	-623	2,908	-4,796	484	217	627	1,264	-2,923	2,593	3,410
증가율	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	-78.4%	흑전	적지	흑전	31.5%

자료: 롯데쇼핑, 신영증권 리서치센터

참고: 영업이익률은 총매출액 기준이며, 2022년 1분기부터의 총매출액은 회사 발표치가 아닌 당사 추정치임

도표 32. 롯데쇼핑 실적발표 주요 Q&A 요약

Question	Answer
2분기 사업부별 동향 업데이트	<p>- 백화점 국내: 1-3월 +9% 성장, 2Q +9% 동일 성장 예상. 5~6월 COVID-19 영향이 감소할 것에 대해 충분히 준비 중. 고객 집객행사, 쇼핑대회를 통해 국내 패션 중심으로 수요 증가 예상. 이벤트/프로모션 지속 예정</p> <p>- 마트 국내: 코로나 엔데믹 영향 + 4월 주요할인점 창립행사 등 대규모 프로모션 진행 1~3월 마이너스 매출에서 4,5월은 기존점 기준 +5%의 매출신장전환. 코로나 상황과 소비자 행동패턴 분석하였을 때, 매출 +트렌드는 일정기간 지속될 예정</p> <p>- 슈퍼: 1-2월 부진이 심하였음. 1~2월 -8%, 3월 +전환, 4월 엔데믹 현상 이후 소폭의 마이너스가 계속 이어지는 중. 단, 구조조정과 기존점 판권비 압축을 통해 수익성은 많이 개선. 1-2월 1억 영업이익, 3-4월 20억대의 영업이익을 달성하였으며 그 이후도 비슷한 수치가 기대되는 상황. 엔데믹 현상으로 인한 일시적 부진효과로 5월 마이너스 한자릿수 역신장을 보이는데, 5월 중순 이후로 조금씩 완화될 것으로 전망</p> <p>- e커머스: 4월 GMV는 1분기 +9.5%성장률에 비해 소폭 둔화된 +8% 수준 예상. 엔데믹 영향으로 온라인 시장의 성장을 둔화와 유사한 추세. 단, 롯데ON의 경우는 1분기 +15%보다 고성장세인 22% 유지. 4월 후반에 진행했던 2주년행사 등이 좋은 성과를 보이며 안정적 성장세 유지</p> <p>- 컬처웍스: 거리두기 제한 및 취식제한이 해제되며 5월부터 본격적인 회복세 진입 예정. 실제 지난주 개봉한 닥터 스트레인지 경우에 5일만에 전국 550만명 동원하는 등 흥행 진행 중. 향후 다양한 헐리우드, 한국 라인업 대기중. 내부적으로는 5-6월 중에는 월단위 bep 영업이익 달성 기대</p> <p>- 홈쇼핑: 1분기 동향과 비슷하게 매출 +2%yoy 성장, 이익은 -13%yoy로 부진. 방송 수수료 증가와 신사업 비용 증가 때문. 수익성강화 측면에서 노력 중. 기존 사업은 손익을 고려하여 방송채널 유지, 포트폴리오 강화, 라이브커머스 확대를 통해 UV 확대할 계획. 또한 캐릭터 사업, 메타버스 사업, NFT 사업 등도 지속 추진할 계획</p> <p>- 하이마트 : 2분기 빨리 더위가 찾아와 여름가전 매출이 점점 늘고 있음. 따라서 전년보다 한달 빨리 에어컨 행사 준비. 고객 집객을 위한 대규모 마케팅 행사를 실시하여 1분기보다는 나은 실적 기대</p>
일부 백화점/마트 구조조정 진행, 재산세/부동산세 등 세금 전망	<p>- 국내 마트: 자가점 큰 규모의 구조조정은 20년 대부분 완료 됨. 21년~올해, 룩스의 임차 매장 중심으로 이루어져, 실제 재산세에 미치는 영향은 크지 않을 것. 단, 올해 종합부동산세 등 공시지가 상승으로 재산세가 소폭 인상될 것으로 예상함</p> <p>- 슈퍼 : 4개점 매각 정리, 재산세는 인상될 것으로 예상. 그러나 자가점 정리 효과로 인해 재산세 인상 효과가 전사에는 큰 영향을 미치지 않을 것으로 예측함 연결기준으로도 전기대비 큰 변동이 없어 유사한 수준을 보일 예정. 그러나 공시지가 등이 상승될 경우, 영향은 있음</p>
지분법 손익이 좋아졌는데 이유	<p>전년 대비 356억원 증가</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 롯데카드 92억 지분법 이익 상승: 카드사 수익성 향상에 따른 영향 2) 유니클로 실적 개선 3) 홈쇼핑이 보유하고 있는 스톤브릿지의 지분법 이익 증가
새벽배송 중단을 내린 사유, 손익 개선은 얼마나 될지	<p>4월 18일 : 롯데ON 제공하던 새벽배송 서비스 중단</p> <p>롯데는 기존점포에서도 슈퍼는 1시간 빠른배송, 마트는 2시간 빠른 배송을 제공 중이라 해당 서비스를 강화하는 것이 낫다고 판단</p> <p>또한 친환경적 서비스를 구현하여 사회적 기여 및 수익개선 효과를 도모</p> <p>보름정도 서비스 진행한 결과, 매출감소효과는 거의 나타나지 않았으며 월 5-10억의 비용절감효과를 누려 수익 개선 기대</p>

자료: 신영증권 리서치센터

롯데쇼핑(023530.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	176,220	161,844	155,736	159,238	166,140
증가율(%)	-1.1	-8.2	-3.8	2.2	4.3
매출원가	101,846	96,437	90,313	89,871	92,608
원가율(%)	57.8	59.6	58.0	56.4	55.7
매출총이익	74,374	65,407	65,422	69,367	73,532
매출총이익률(%)	42.2	40.4	42.0	43.6	44.3
판매비와 관리비 등	70,095	61,946	63,346	65,409	67,355
판매비율(%)	39.8	38.3	40.7	41.1	40.5
영업이익	4,279	3,461	2,076	3,958	6,177
증가율(%)	-28.3	-19.1	-40.0	90.7	56.1
영업이익률(%)	2.4	2.1	1.3	2.5	3.7
EBITDA	19,469	16,208	13,868	13,299	13,582
EBITDA마진(%)	11.0	10.0	8.9	8.4	8.2
순금융손익	-4,034	-3,816	-5,065	-1,025	-1,031
이자손익	-3,808	-4,091	-4,099	-3,971	-3,840
외화관련손익	-300	641	42	42	42
기타영업외손익	-12,447	-7,489	-4,358	6	-400
종속및관계기업 관련손익	863	132	964	1,040	40
법인세차감전계속사업이익	-11,338	-7,712	-6,382	3,979	4,786
계속사업손익법인세비용	-2,501	-610	-3,653	1,069	1,196
세후중단사업손익	672	237	0	0	0
당기순이익	-8,165	-6,866	-2,730	2,911	3,589
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	23.3
순이익률(%)	-4.6	-4.2	-1.8	1.8	2.2
지배주주지분 당기순이익	-8,963	-7,859	-2,923	2,593	3,410
증가율(%)	적지	적지	적지	흑전	31.5
기타포괄이익	689	1,468	-118	-118	-118
총포괄이익	-7,475	-5,397	-2,848	2,792	3,471

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	16,368	14,899	2,394	7,393	7,494
당기순이익	-8,165	-6,866	-2,730	2,911	3,589
현금유출이없는비용및수익	28,518	24,341	11,232	13,298	12,360
유형자산감가상각비	14,173	11,781	10,826	8,646	6,905
무형자산상각비	1,017	966	966	695	500
영업활동관련자산부채변동	-2,926	-1,383	-5,662	-3,777	-3,418
매출채권의감소(증가)	384	2,016	-1,043	-235	-350
재고자산의감소(증가)	-51	2,429	-550	-293	-577
매입채무의증가(감소)	-128	-527	-3,903	-3,075	-2,307
투자활동으로인한현금흐름	-10,411	-5,981	36	-17	-74
투자자산의 감소(증가)	-2,462	-434	246	246	246
유형자산의 감소	244	3,217	0	0	0
CAPEX	-5,506	-8,111	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-9,198	-1,767	-1,073	-1,126	-1,183
재무활동으로인한현금흐름	-8,456	-5,427	-8,185	-12,185	-12,185
장기차입금의증가(감소)	5,616	8,128	0	0	0
사채의증가(감소)	909	-588	4,000	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	180	-225	10,454	10,454	10,454
현금의 증가	-2,319	3,266	4,699	5,644	5,689
기초현금	18,185	15,866	19,132	23,831	29,475
기말현금	15,866	19,132	23,831	29,475	35,164

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	61,073	62,907	70,437	77,910	85,892
현금및현금성자산	15,866	19,132	23,831	29,475	35,164
매출채권 및 기타채권	8,741	6,398	7,440	7,675	8,025
재고자산	14,595	12,473	13,023	13,316	13,893
비유동자산	278,653	265,387	254,314	245,768	238,157
유형자산	144,956	143,729	132,903	124,257	117,352
무형자산	18,480	16,323	15,357	14,662	14,163
투자자산	25,152	25,586	26,305	27,099	26,894
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	339,726	328,294	324,751	323,678	324,050
유동부채	82,019	87,800	83,897	80,822	78,515
단기차입금	9,161	15,539	15,539	15,539	15,539
매입채무및기타채무	33,374	27,723	23,819	20,745	18,437
유형성장기부채	19,243	23,937	23,937	23,937	23,937
비유동부채	139,797	129,606	133,606	133,606	133,606
사채	41,955	41,415	45,415	45,415	45,415
장기차입금	25,145	20,932	20,932	20,932	20,932
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	221,816	217,406	217,503	214,429	212,121
지배주주지분	106,136	98,016	94,183	95,866	98,366
자본금	1,414	1,414	1,414	1,414	1,414
자본잉여금	35,742	35,742	35,742	35,742	35,742
기타포괄이익누계액	3	-779	-897	-1,015	-1,134
이익잉여금	99,102	91,766	88,052	89,853	92,471
비지배주주지분	11,774	12,872	13,065	13,383	13,563
자본총계	117,910	110,888	107,248	109,249	111,928
총차입금	164,290	165,496	169,496	169,496	169,496
순차입금	128,573	124,770	123,013	116,243	109,371

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Per Share (원)					
EPS	-31,685	-27,783	-10,332	9,165	12,053
BPS	375,323	346,618	333,069	339,018	347,854
DPS	3,800	2,800	2,800	2,800	2,800
Multiples (배)					
PER	na	na	na	10.3	7.8
PBR	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	9.2	10.3	12.1	12.1	11.4
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적지	적지	적지	흑전	31.5%
EBITDA(발표기준) 증가율	43.5%	-16.7%	-14.4%	-4.1%	2.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-6.7%	-6.0%	-2.5%	2.7%	3.2%
ROE(지배순이익 기준)	-8.0%	-7.7%	-3.0%	2.7%	3.5%
ROIC	0.0%	1.0%	0.5%	1.5%	2.5%
WACC	3.9%	3.9%	2.7%	3.4%	3.5%
안전성(%)					
부채비율	188.1%	196.1%	202.8%	196.3%	189.5%
순차입금비율	109.0%	112.5%	114.7%	106.4%	97.7%
이자보상배율	0.9	0.7	0.4	0.8	1.2

네이버(035420.KS)/ 매수(유지)/ TP 450,000원(하향)

- 주요 사업별 Valuation 프리미엄 축소 반영하여 목표주가 종전대비 약 18% 하향한 45만원으로 제시. 구체적인 내역은 [도표 27] 참고

도표 33. 네이버 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	금액	지분율	설명
본사 영업가치(1)	50,376.2		
서치플랫폼 22F 순이익	22,376.2		순이익률 30% 가정, NOPLAT에 Target PER 20배 적용
네이버쇼핑 22F GMV	28,000.0		22F GMV에 P/GMV ratio 0.7배 적용. 쿠팡 거래승수 약 30% 할인
종속회사 영업가치(2)	8,360.7		
네이버 파이낸셜(페이)	1,725.0	69.0%	22F GMV(약 50조)에 P/GMV ratio(거래승수) 0.1배 적용 후 50% 할인
Webtoon Entertainment	4,072.8	67.9%	
네이버웹툰	3,600.0		(주)카카오의 픽코마 Valuation 할인 적용, 22F 거래액에 5배 적용
라인망가	2,400.0		(주)카카오의 픽코마 Valuation 50% 할인, 22F 거래액에 4배 적용
왓패드	697.4	100.0%	지분인수액
네이버클라우드	924.7	100.0%	22F 매출액에 PSR 2배 적용. AWS Valuation 50% 할인
위버스컴퍼니	940.8	49.0%	유료이용자 당 가치 80만원 산정. SM의 디어유 Valuation 할인 적용
지분 가치(3)			
Z홀딩스	9,142.0	32.7%	최근 1개월 주가 평균 30% 할인
적정기업가치(1+2+3)	67,878.9		
발행주식총수	149,513,265		자사주 약 9% 제외
주당적정가치(원)	453,999		

자료: 신영증권 리서치센터

도표 34. 네이버 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
영업이익	1,499	1,664	1,727	1,928	1,845	2,028	2,105	2,348	6,818	8,326	10,007
증가율	29.8%	30.4%	26.9%	27.4%	23.1%	21.9%	21.8%	21.8%	28.5%	22.1%	20.2%
서치플랫폼	753	826	825	887	843	931	941	1,014	3,290	3,729	4,119
검색	570	603	601	629	623	664	661	691	2,403	2,639	2,850
디스플레이	183	223	224	258	221	267	280	323	888	1,091	1,269
커머스	324	365	380	405	416	457	456	507	1,475	1,836	2,294
핀테크	210	233	242	295	275	302	338	413	979	1,329	1,770
콘텐츠	131	145	184	233	217	224	249	280	693	970	1,220
클라우드	82	95	96	107	94	114	120	134	380	462	603
영업이익	289	336	350	351	302	376	410	420	1,325	1,507	1,826
증가율	-1.0%	8.9%	19.9%	8.5%	4.5%	12.1%	17.2%	19.5%	9.1%	13.7%	21.1%
영업이익률	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	16.4%	18.5%	19.5%	17.9%	19.4%	18.1%	18.2%
지배순이익	15,310	528	332	320	171	416	385	596	16,490	1,568	2,002
증가율	8184.7%	258.3%	35.2%	-24.7%	-98.9%	-21.2%	16.1%	86.3%	1545.6%	-90.5%	27.7%

자료: 네이버, 신영증권 리서치센터

네이버(035420.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	43,562	53,041	68,176	83,259	100,070
증가율(%)	-22.0	21.8	28.5	22.1	20.2
매출원가	0	0	0	0	0
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	43,562	53,041	68,176	83,259	100,070
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	32,012	40,888	54,921	68,185	81,809
판매비율(%)	73.5	77.1	80.6	81.9	81.8
영업이익	11,550	12,153	13,255	15,074	18,261
증가율(%)	22.5	5.2	9.1	13.7	21.1
영업이익률(%)	26.5	22.9	19.4	18.1	18.2
EBITDA	16,530	17,106	17,613	17,622	19,750
EBITDA마진(%)	37.9	32.3	25.8	21.2	19.7
순금융손익	2,372	3,781	4,164	1,138	2,400
이자손익	-51	-57	-100	79	243
외화관련손익	-64	-40	-40	-40	-40
기타영업외손익	-194	-755	-1,801	-1,380	-1,080
종속및관계기업 관련손익	184	1,156	5,447	5,992	6,591
법인세차감전계속사업이익	13,913	16,336	21,064	20,824	26,172
계속사업손익법인세비용	4,706	4,925	6,210	5,617	6,543
세후중단사업손익	-5,239	-2,960	149,999	0	0
당기순이익	3,968	8,450	164,853	15,208	19,629
증가율(%)	-36.8	113.0	1,850.9	-90.8	29.1
순이익률(%)	9.1	15.9	241.8	18.3	19.6
지배주주지분 당기순이익	5,831	10,021	164,757	15,679	20,022
증가율(%)	-10.1	71.9	1,544.1	-90.5	27.7
기타포괄이익	1,387	2,212	535	535	535
총포괄이익	5,356	10,662	165,387	15,742	20,164

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	13,568	14,472	175,734	26,848	24,891
당기순이익	3,968	8,450	164,853	15,208	19,629
현금유출이없는비용및수익	8,726	9,696	5,261	2,133	1,238
유형자산감가상각비	4,603	4,653	4,059	2,374	1,389
무형자산상각비	377	300	300	173	100
영업활동관련자산부채변동	5,665	2,271	11,930	15,045	10,324
매출채권의감소(증가)	-558	-1,104	1,728	1,425	1,175
재고자산의감소(증가)	0	0	-339	-85	-94
매입채무의증가(감소)	1,783	2,143	-2,930	-2,468	-2,078
투자활동으로인한현금흐름	-10,781	-25,032	-203,905	-18,923	-18,939
투자자산의 감소(증가)	-12,212	-7,436	-188,950	-3,950	-3,950
유형자산의 감소	67	90	0	0	0
CAPEX	-4,359	-7,594	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	4,188	3,993	226	208	192
재무활동으로인한현금흐름	523	11,921	-1,015	-1,021	-1,022
장기차입금의증가(감소)	0	8,866	0	0	0
사채의증가(감소)	0	-7,831	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
기타현금흐름	866	-22,764	16,098	16,098	16,098
현금의 증가	4,176	-21,402	-13,089	23,002	21,028
기초현금	33,229	37,405	16,003	2,914	25,916
기말현금	37,405	16,003	2,914	25,916	46,943

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	56,437	105,447	77,265	82,545	90,978
현금및현금성자산	37,405	16,003	2,914	25,916	46,943
매출채권 및 기타채권	11,946	9,851	8,124	6,699	5,524
재고자산	551	43	382	467	561
비유동자산	66,558	64,696	254,735	262,130	271,182
유형자산	15,963	16,846	12,787	10,413	9,024
무형자산	3,414	1,051	752	579	479
투자자산	34,874	43,465	237,863	247,805	258,346
기타 금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	122,995	170,142	332,000	344,675	362,160
유동부채	37,731	79,118	76,187	73,719	71,642
단기차입금	5,096	4,812	4,812	4,812	4,812
매입채무및기타채무	22,035	18,555	15,625	13,157	11,079
유형성장기부채	500	950	950	950	950
비유동부채	20,225	8,474	8,474	8,474	8,474
사채	7,523	57	57	57	57
장기차입금	500	1,450	1,450	1,450	1,450
기타 금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	57,956	87,591	84,661	82,193	80,115
지배주주지분	58,052	73,672	238,365	253,979	273,935
자본금	165	165	165	165	165
자본잉여금	15,753	17,933	17,933	17,933	17,933
기타포괄이익누계액	-911	1,064	1,598	2,133	2,668
이익잉여금	57,121	66,548	230,706	245,786	265,207
비지배주주지분	6,987	8,879	8,974	8,503	8,110
자본총계	65,039	82,551	247,339	262,482	282,045
총차입금	20,951	8,975	8,975	8,975	8,975
순차입금	-21,039	-11,368	-5,872	-28,666	-49,501

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Per Share (원)					
EPS	3,538	6,097	100,432	9,558	12,205
BPS	43,659	52,245	152,706	162,224	174,389
DPS	376	402	402	402	402
Multiples (배)					
PER	52.7	48.0	2.7	28.8	22.5
PBR	4.3	5.6	2.5	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.7	27.9	35.4	27.1	23.1
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	-10.1%	72.4%	1547.1%	-90.5%	27.7%
EBITDA(발표기준) 증가율	37.3%	3.5%	3.0%	0.1%	12.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	6.4%	11.5%	99.9%	6.0%	7.2%
ROE(지배순이익 기준)	10.6%	15.2%	105.6%	6.4%	7.6%
ROIC	64.5%	58.7%	56.2%	-3520.0%	-91.2%
WACC	7.9%	8.2%	8.3%	8.3%	8.3%
안전성(%)					
부채비율	89.1%	106.1%	34.2%	31.3%	28.4%
순차입금비율	-32.3%	-13.8%	-2.4%	-10.9%	-17.6%
이자보상배율	69.8	56.1	61.2	69.6	84.3

카카오(035720.KS)/ 매수(유지)/ TP 125,000원(하향)

- 특비즈 부문 당초 약 40% 성장 가이드언스에 못 미치는 매출 달성했으나 광고 및 쇼핑 비수기임을 감안해야 할 것으로 판단
- 목적성 트래픽이 대부분인 카카오톡 채널을 향후 비목적성, 비지인 간 거래와 소통의 플랫폼이 될 수 있도록 근본적인 변화를 시도하고자 하는 전략 매력적이라 판단
- 모빌리티, 엔터프라이즈, 엔터테인먼트 등 잠재력을 보유한 주요 종속 회사들의 상장을 통해 동사 기업가치 회복에 일조할 것이라는 기대감 유효. 다만 향후 지주사 성격의 할인 역시 감내해야 할 것으로 예상됨
- 빅테크 플랫폼 사업에 대한 Valuation 프리미엄 축소 반영하여 동사 목표주가를 종전대비 약 17% 하향한 125,000원으로 제시함

도표 35. 카카오 분기별 실적 전망

(단위: 십억원)

구분	1Q21A	2Q21A	3Q21A	4Q21A	1Q22P	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021A	2022F	2023F
영업수익	1,258	1,352	1,741	1,786	1,652	1,845	2,175	2,268	6,137	7,940	9,938
증가율	44.9%	41.9%	58.2%	44.6%	31.3%	36.4%	24.9%	27.0%	47.6%	29.4%	25.2%
플랫폼 부문	696	762	779	1,005	886	993	991	1,318	3,241	4,187	5,332
특비즈	374	390	405	475	461	500	526	627	1,644	2,114	2,780
포털비즈	117	125	119	131	114	124	120	132	493	490	495
플랫폼 기타	205	246	255	399	311	369	344	559	1,104	1,583	2,057
콘텐츠 부문	562	590	962	781	766	852	1,185	951	2,896	3,753	4,605
뮤직	185	188	197	203	204	207	211	217	773	839	894
스토리	175	186	219	212	240	270	284	275	792	1,071	1,392
게임	130	129	463	277	246	283	602	360	999	1,491	1,938
미디어	73	87	83	89	75	92	87	98	333	352	382
사업별성장률(yoy)											
플랫폼 부문	41.1%	50.7%	58.1%	47.9%	27.4%	30.3%	27.2%	31.1%	49.6%	29.2%	27.4%
특비즈	77.1%	78.8%	75.1%	62.6%	23.4%	28.0%	30.0%	32.0%	72.0%	28.6%	31.5%
포털비즈	-7.8%	-14.2%	-3.9%	-8.6%	-2.9%	-1.0%	1.0%	1.0%	-8.7%	-0.4%	1.0%
플랫폼 기타	68.2%	73.5%	54.5%	107.1%	52.1%	50.0%	35.0%	40.0%	77.8%	43.3%	30.0%
콘텐츠 부문	8.5%	13.3%	26.3%	43.3%	36.1%	44.3%	23.1%	21.7%	23.0%	29.6%	22.7%
뮤직	9.8%	4.4%	2.8%	1.2%	10.7%	10.0%	7.0%	7.0%	4.4%	8.6%	6.5%
스토리	30.0%	46.0%	61.5%	232.6%	37.7%	45.0%	30.0%	30.0%	77.6%	35.2%	30.0%
게임	3.0%	9.2%	51.9%	32.9%	88.7%	120.0%	30.0%	30.0%	24.7%	49.2%	30.0%
미디어	119.2%	112.4%	102.1%	38.5%	2.9%	5.0%	5.0%	10.0%	84.8%	5.9%	8.4%
영업이익	158	163	168	107	159	203	229	221	595	812	991
영업이익률	12.5%	12.0%	9.7%	6.0%	9.6%	11.0%	10.5%	9.8%	9.7%	10.2%	10.0%
지배순이익	225	312	779	113	1,302	184	203	196	1,428	1,884	718
증가율	189.9%	123.0%	511.0%	흑전	479.8%	-41.1%	-73.9%	74.0%	817.5%	32.0%	-61.9%

자료: 카카오, 신영증권 리서치센터

도표 36. 카카오 목표주가 산출

(단위: 십억원)

구분	금액	지분율	설명
본사 영업가치(1)	18,751.9		
특비즈- 카카오톡, 선물하기	16,913.1		22F 매출에 순이익률 40% 가정, Target PER 20 배 적용
포털비즈- 다음(Daum)	1,838.7		22F 매출에 순이익률 25% 가정, Target PER 15 배 적용
종속회사 영업가치(2)	27,954.9		
카카오 게임즈가치	1,881.7	43.6%	최근 1 개월 주가평균 20% 할인
카카오 페이 가치	6,494.6	47.3%	최근 1 개월 주가평균 20% 할인
카카오 엔터테인먼트 가치	8,133.5	73.6%	픽코마 제외
카카오페이지, 웹툰	5,600.0		픽코마 기업가치 대비 30% 할인(거래액, 시장지배력 감안)
카카오 M	2,430.0		2020 년 3 월 편당가격(약 1.6 조원) 50% 할증반영
멜론	3,020.9		22F 매출액에 순이익률 20% 가정, Target PER 18 배 적용
픽코마(Japan) 가치	7,288.0	91.1%	2021 년 5 월 편당가격(약 8 조원) 반영
카카오 엔터프라이즈 가치	1,318.3	87.1%	2021 년 12 월 유증가격 반영(주당 약 97,000 원, 기업가치 약 1.5 조)
카카오 모빌리티 가치	2,838.8	57.6%	2021 년 12 월 GS 리테일 투자유치액 반영(기업가치 4.93 조)
영업가치 합산(1+2)	46,706.8		
주요 지분 가치(3)	7,244.0		
카카오뱅크	4,791.2	27.3%	최근 1 개월 주가평균 20% 할인
두나무	2,452.8	15.3%	2021 년 11 월 기업가치 약 20 조원으로 인정, 20% 할인
적정기업가치 (1+2+3)	53,950.8		
발행주식총수 (천 주)	433,193		자기주식수 차감(2.7%)
주당적정가치(원)	124,542		

자료: 신영증권 리서치센터

카카오(035720.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	30,701	41,568	61,367	79,399	99,376
증가율(%)	27.0	35.4	47.6	29.4	25.2
매출원가	0	0	0	0	0
원가율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	30,701	41,568	61,367	79,399	99,376
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비 등	28,633	37,010	55,418	71,275	89,462
판매비율(%)	93.3	89.0	90.3	89.8	90.0
영업이익	2,068	4,559	5,949	8,123	9,915
증가율(%)	183.7	120.5	30.5	36.5	22.1
영업이익률(%)	6.7	11.0	9.7	10.2	10.0
EBITDA	4,256	7,223	8,947	9,684	10,879
EBITDA마진(%)	13.9	17.4	14.6	12.2	10.9
순금융손익	264	1,434	-1,375	-458	-1,600
이자손익	189	45	156	313	411
외화관련손익	136	102	97	97	97
기타영업외손익	-4,477	-1,937	13,262	17,369	1,000
종속및관계기업 관련손익	-198	87	5,101	442	400
법인세차감전계속사업이익	-2,343	4,143	22,936	25,477	9,715
계속사업손익법인세비용	1,077	2,409	6,118	6,358	2,428
세후종단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-3,419	1,734	16,819	19,118	7,287
증가율(%)	적전	흑전	870.0	13.7	-61.9
순이익률(%)	-11.1	4.2	27.4	24.1	7.3
지배주주지분 당기순이익	-3,010	1,556	14,279	18,843	7,182
증가율(%)	적전	흑전	817.7	32.0	-61.9
기타포괄이익	-42	1,602	17	17	17
총포괄이익	-3,461	3,336	16,836	19,136	7,304

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업외수익/비용 항목은 제외됨

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
영업활동으로인한현금흐름	7,527	9,711	22,443	29,772	20,404
당기순이익	0	0	16,819	19,118	7,287
현금유출이없는비용및수익	6,946	4,274	3,762	7,067	2,483
유형자산감가상각비	1,391	1,757	2,090	778	290
무형자산상각비	797	907	907	782	674
영업활동관련자산부채변동	3,708	1,833	3,682	5,490	8,507
매출채권의감소(증가)	392	-603	-409	-778	-878
재고자산의감소(증가)	-192	-44	-245	-207	-229
매입채무의증가(감소)	1,005	1,035	4,652	6,834	10,025
투자활동으로인한현금흐름	-4,142	-12,607	281	264	245
투자자산의 감소(증가)	-8,314	-9,620	-595	-595	-595
유형자산의 감소	71	143	0	0	0
CAPEX	-1,064	-1,831	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	6,945	-3,457	-350	-367	-386
재무활동으로인한현금흐름	3,222	13,054	8,111	8,107	8,107
장기차입금의증가(감소)	369	3,867	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	2,999	0	3	0	0
기타현금흐름	105	-397	-13,491	-13,491	-13,491
현금의 증가	6,712	9,761	17,344	24,651	15,265
기초현금	12,470	19,182	28,943	46,287	70,938
기말현금	19,182	28,943	46,287	70,938	86,203

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
유동자산	28,297	44,629	63,292	89,655	106,823
현금및현금성자산	19,182	28,943	46,287	70,938	86,203
매출채권 및 기타채권	3,878	4,670	5,079	5,857	6,735
재고자산	494	458	703	910	1,139
비유동자산	59,076	69,874	72,572	72,049	72,080
유형자산	3,498	4,307	2,216	1,438	1,148
무형자산	35,484	33,516	32,608	31,826	31,151
투자자산	16,277	25,984	31,680	32,718	33,713
기타 금융업 자산	0	5,036	5,036	5,036	5,036
자산총계	87,373	119,540	140,901	166,741	183,940
유동부채	21,338	26,276	30,927	37,762	47,786
단기차입금	112	1,303	1,303	1,303	1,303
매입채무및기타채무	6,772	9,936	14,588	21,422	31,447
유동성장기부채	2	402	402	402	402
비유동부채	5,638	11,661	11,661	11,661	11,661
사채	400	3,218	3,218	3,218	3,218
장기차입금	74	53	53	53	53
기타 금융업 부채	2,996	7,326	7,326	7,326	7,326
부채총계	29,971	45,262	49,914	56,749	66,773
지배주주지분	52,254	62,989	77,158	95,889	102,959
자본금	432	443	446	446	446
자본잉여금	50,432	58,331	58,331	58,331	58,331
기타포괄이익누계액	-164	866	883	900	918
이익잉여금	1,482	3,163	17,312	36,025	43,077
비지배주주지분	5,148	11,288	13,828	14,103	14,208
자본총계	57,401	74,277	90,986	109,992	117,166
총차입금	7,796	9,882	9,882	9,882	9,882
순차입금	-15,104	-27,469	-45,098	-70,116	-85,767

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
Per Share (원)					
EPS	-717	355	3,213	4,227	1,611
BPS	12,123	14,237	17,311	21,512	23,098
DPS	25	30	30	30	30
Multiples (배)					
PER	na	219.3	26.2	19.9	52.2
PBR	2.5	5.5	7.1	5.7	5.3
EV/EBITDA	28.8	45.4	57.5	50.6	43.6
Financial Ratio					
12월 결산(억원)	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	흑전	804.2%	31.6%	-61.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	104.6%	69.7%	23.9%	8.2%	12.3%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-6.0%	2.6%	20.4%	19.0%	6.4%
ROE(지배순이익 기준)	-5.8%	2.7%	20.4%	21.8%	7.2%
ROIC	5.6%	10.3%	18.2%	35.7%	84.4%
WACC	9.1%	9.3%	9.4%	9.4%	9.4%
안전성(%)					
부채비율	52.2%	60.9%	54.9%	51.6%	57.0%
순차입금비율	-26.3%	-37.0%	-49.6%	-63.7%	-73.2%
이자보상배율	16.1	24.1	31.4	42.9	52.3

Compliance Notice

■ 투자등급

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 ±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 증가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천

중립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천

비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자 의견 비율 고지]

당사의 투자 의견 비율			
기준일 (20220331)	매수 : 92.67%	중립 : 7.33%	매도 : 0.0%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자		1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식선물	주식옵션				
롯데쇼핑	-	-	-	-	-	-	-
NAVER	-	-	-	-	-	-	-
이마트	-	-	-	-	-	-	-
BGF리테일	-	-	-	-	-	-	-
카카오	-	O	O	-	-	-	-





