



신세계

2007년 11월 16일

유통업

From Good To Great

HOLD

Valuation

Target Price: 711,444
 Price: 715,000
 기대수익률 : -0.5%

MktCap.(100mn): 139,190

ROE : 4.61%

Op.Magin: 9.47%

PER: 29.40

PBR: 4.91

Dividend Yield: 0.17%

Major Sh.Holder:

이명희 외 5인(26.95%)

Foreign Shr.: 42.77%

KOSPI 비교 차트



- **할인점 시장의 최강자**

소비자들의 합리적인 소비가 확산됨에 따라 보다 다양한 상품과 서비스를 공급할 수 있는 할인점 시장이 성장했다. 할인점 시장을 선점한 신세계는 지속적인 신규점포의 출점과 월마트의 인수를 통해 시장의 38%(2006년 기준)를 차지함으로써 최강자의 자리를 지키고 있다.

- **소비성향의 변화와 국내 유통산업의 한계**

신세계는 소비자들의 "트레이딩 업 국내 시장의 성장이 한계에 부딪힘에 따라 이마트를 중심으로 경영효율성을 강화할 수 있는 대책을 마련해야 하는 시점에 이르렀다.

- **Good to Great**

이마트는 중소형 점포를 출점, 초대형 복합쇼핑몰(Complex), 명품 아울렛 등의 사업확장과 중국 시장의 진출 등의 새로운 성장 동력을 찾고 있다. 또한, PL부문을 확장하고 물류, 유통부문의 혁신을 통해 경영효율성을 강화하고 있다. 신세계는 한국 사회에서 미래를 내다보고 다른 기업보다 한 발 빠르게 결정하는 모습, 그에 따라 한 기업이 시장을 창출하고 더불어 소비자들이 살아가는 모습까지 바뀌버린 결과와 그 성공을 바탕으로 계속해서 혁신해 나가는 모습을 통해 '위대한 기업'으로서의 면모를 갖추어 가고 있다.

- **TP 711,444원, -0.5%의 기대수익률로 보유 추천**

Research 3 Team은 리서치 결과 순수하게 백화점과 이마트의 영업가치, 지나치게 저평가된 삼성생명의 자산가치를 고려하여 밸류에이션을 해보았을 때, 목표주가 711,444원으로 현재 주가 715,000원보다 낮은 주가가 산출되었다. 따라서 보유 의견을 시장에 제시한다.

기업분석 3팀

허은혜, 구본일, 정진욱
 엄희승, 정우식

I. 생활변화

주 5일제의 실시 및 여성의 구매력 증가는 유통업체의 발전에 큰 화두로 떠올랐다. 또한 개인의 기호가 다양화되면서 소비자들은 여러 가지 상품 및 서비스를 선택할 수 있는 대형 매장을 선호하게 되었다. 유통업체들은 보다 합리적으로 소비하면서 동시에 여가를 누리하고자 하는 고객들의 니즈를 충족시켜줄 수 있는 고객서비스를 제공하기 위해 노력했다. 이는 결국 '한국형 할인점'의 성공으로 이어졌고, 그 중심에 신세계가 있다.

II. 사업소개

1. About 신세계

유통산업의 역사를 선도한 신세계

신세계그룹은 1929년 한국 최초로 백화점(미스코시 백화점)을 개점하여 한국 유통 77년 역사를 이끌어 왔다. 이후 백화점을 중심으로 사업을 영위하던 신세계는 1993년에 할인점을 최초로 도입하면서 국내 유통 산업 중심의 변화를 꾀했다.

현재 신세계는 2007년 11월 현재 한국 내 7개 백화점과 108개 할인점, 1개의 프리미엄 아울렛을 운영하고, 중국에도 7개의 할인점을 운영하는 등 총 123개 점포를 운영하고 있다.

그림 1. 이마트



자료: 신세계 홈페이지

그림 1. 신세계백화점



자료: 신세계 홈페이지

2. 현황 (과거에 잘 해 왔는가)

최고의 유통업체

백화점과 할인점을 주력사업으로 하는 신세계는 2006년 매출액을 기준으로 한국 기업 중 22위를 기록하여 규모 면에서 유통산업을 영위하는 기업 중 단연 최고의 기업이라 할 수 있다.

1) 할인점 시장

할인점 시장의 1인자

2006년 신세계의 월마트코리아 인수는 국내할인점 시장에서 이마트의 경쟁력 강화에 결정적인 계기로 작용하였다고 판단된다. 월마트코리아 인수를 계기로 할인점 시장에서 2007년 11월 15일 국내 이마트 점포수가 108개로 늘어나, 2~3위권인 홈플러스(63개)와 롯데마트(55개)와 격차를 늘렸기 때문이다.

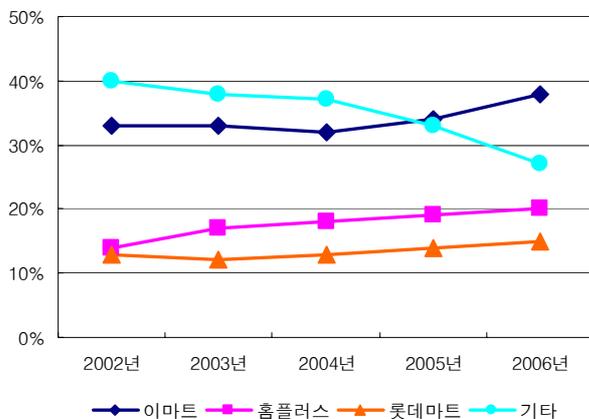
2004년 32%였던 국내 할인점 시장에서의 이마트 점유율은 2005년, 2006년에 각각 34%, 38%로 상승하였다. 2007년 3분기 현재 누적 매출액 5조7천억 원(총 매출액 중 90.4%)으로, 2007년 기준으로 2위 그룹과 매출격차가 4조 원 가량으로 벌어질 것으로 예상된다.

2) 백화점 부문

안정적인 점유율을 유지하는 백화점

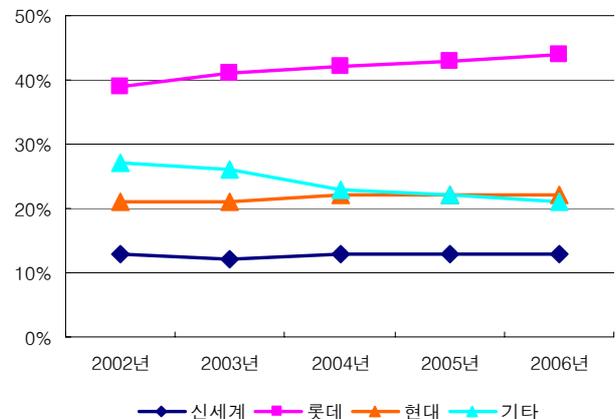
백화점사업은 신규 유통채널의 등장으로 인해 재편현상이 지속되는 가운데 실질적인 Big3(롯데, 현대, 신세계)의 시장점유율의 변화는 거의 없다. 롯데백화점이 40% 초반의 점유율을 꾸준히 유지하며 1위를 수성하고 있는 가운데, 현대와 신세계가 각각 22%와 13%를 3년째 유지하고 있는 추세이다.

표 1. 할인점의 시장 점유율 변화



자료: 전자공시시스템

표 2. 백화점의 시장 점유율 변화



자료: 전자공시시스템

III. 지금까지의 신세계

1. 이마트

1) 신세계가 처해있던 상황

소비자의 성향 변화와 할인점의 성장

1997년 IMF체제로 진입하면서 경기침체의 심화는 일반 가계의 가처분소득을 대폭적으로 감소시켜 소비가 크게 위축되었다. 이에 따라 소비자들은 보다 가격, 가치, 목적 지향적으로 소비하는 합리적 소비 성향을 보였다. 이러한 IMF 이후의 소비자들의 소비성향의 변화로 인해 세계적으로도 경제성장기에 유통업의 꽃으로 불리어온 백화점의 수요는 다소 주춤해졌고, 할인점의 수요는 점차 개선되었다. 기존의 유통업체들은 체질개선이 필요했고 이러한 변화를 감지한 유통업체들은 할인점 시장을 점차 확대하는 전략을 채택하였다.

그러던 중, 유통시장 완전개방과 더불어 국내 할인점 시장은 외국계 유통업체들의 각축장이 되었다. 그러나 서구식 창고형 매장에 철저한 Low Cost를 지향하는 선진국형 할인점은 국내 시장에 그대로 적용되지 못하고 많은 시행착오를 겪었다. 국내 시장의 문화와 정서를 이해하지 못하고 기존 유통질서를 부정하고 새로운 경영기법과 시스템만을 내세운 결과, 다양한 운영 노하우와 자금력에도 불구하고 만족할만한 결과를 내지 못했다.

2) 이마트의 강점

① 신규출점을 위한 충분한 부지 확보

유비무환

할인점 사업에서 중요한 것은 입지의 선점을 통한 고객 접근성 확보에 있다. 대형 할인점의 등장이 기존 상인들의 영리를 침해함에 따라, 각 지역자치단체는 대형마트의 신규 출점 시 교통영향평가, 도시계획심의 등의 규제를 강화하고 있어 유통업체들은 할인점 설립을 위한 사업부지 확보에 어려움을 겪기 시작했다. 그러나 이마트는 타 경쟁업체와는 달리 적극적으로 예비 부지를 적극적으로 확보했다. 그 결과 2007년 9월말 현재 이미 144개의 입지를 확보하여 타경쟁업체에 비하여 상대적으로 추가 출점에 문제가 적다.



차별화된 편의 제공

② 한국형 할인점의 차별성

세계의 1, 2위 유통업체인 월마트와 까르푸에 대항하기 위해 이마트는 소위 '한국형 할인점'을 추구하였다. 첫째, 물건을 배열함에 있어 천장 꼭대기까지 포개어져 쌓여진 창고형이 아닌 1.4~1.8m의 눈높이에 맞춘 매대를 이용함으로써 소비자에게 제품 탐색 및 선택의 편의를 제공하였다. 둘째, 국내 할인점 전체 매출 가운데 상당 비중이 신선식품에서 이뤄지는 것만큼 신선식품 관리에 집중함으로써 품질에 대한 믿음을 제공하였다. 셋째, 접근하기 용이한 입지에 할인점을 개설함으로써 소비자 유치에 있어 유리한 고지를 점할 수 있었다.

자체브랜드 개발

③ 적극적인 PB(Private Brand)의 개발

이마트는 가격경쟁력을 높이며, 경영효율을 극대화하기 위한 방안으로 PB(Private Brand, 유통업체자체브랜드)개발을 착수하였다. 1997년 8월 매일유업과 함께 최초의 PB상품인 '이플러스 우유'를 선보였다. PB상품을 판매함으로써 중간유통과정이 축소됨에 따라 기존의 제조업체가 생산하는 방식인 NB(National Brand)에 비해 가격이 20~30% 저렴할 뿐만 아니라, 수익성도 향상시킬 수 있었다. 이에 따라 이마트의 2002년 PB상품의 매출이 2700억 원(전체 매출의 3%)에 불과했으나 2006년 9200억 원(전체 매출의 9.7%)으로 증가하였다. 현재, 신세계 이마트는 이플러스 우유, 화장지, 기저귀 등으로 시작한 PB사업을 지속적으로 확대하여 현재 3,000여 품목을 개발 판매하고 있다.

효율적 경영의 실시

④ 첨단시스템을 통한 효율 경영(물류, 정보시스템)

이마트는 93년 당시 기존 백화점시스템으로 시작한 이마트의 정보시스템을 꾸준히 발전시켜 98년 EDI시스템 개발, 업계최초의 점발주 시스템인 GOT시스템을 단계적으로 개발하였다. 일찍부터 물류센터 및 첨단시스템을 바탕으로 한 효율경영을 진행해 현재 경기도 용인과 광주, 대구, 시화에 최첨단 물류센터를 가지고 있다.

특히 EAN-14를 통한 최첨단 물류방식의 개발은 국내 물류의 수준을 한 단계 끌어올리며 그 공로를 인정받아 유통업체로는 최초로 2001년 11월 물류대상 동탑산업훈장을 받기도 하였다. 또한 2003년 상반기에는 최고 경영자에서 매입담당자, 점포 사용자간에 정보를 교류하고 공유하는 10여 개의 이마트 시스템을 새롭게 통합한 'E-TODAY'를 완성하였다. 이마트는 'E-TODAY'를 통해 물류, 정보시스템을 혁신하면서 시간과 비용을 대폭 절감함으로써 경영효율을 극대화하였다.



고객중심의 경영

⑤ 한국할인점의 표준이 된 고객서비스 개발

이마트는 일찍부터 고객중심 경영을 실시해 업계 최초로 고객을 위한 최저가격 신고보상제, 신선식품 리콜제, 신선도 만족책임제, 품질불만족 교환·환불제 등의 제도를 실시, 안심하고 상품을 구입할 수 있는 신뢰도를 높여왔다. 또한, 전국 점포에 고객만족센터를 신설, 한 곳에서 교환, 환불 등 각종 서비스를 제공하도록 해 고객들의 호평을 받고 있다.

할인점 시장의 부동의 1위

3) 챔피언의 끝없는 도전

① 국내 시장의 최강자 이마트

일반적으로 지속적인 경기침체에 따른 내수시장 회복에 대한 불확실성으로 대형마트가 성숙기에 접어들었다. 하지만 이런 상황에서도 대형마트 업계는 공격적인 투자를 늦추지 않고 있으며, 이를 기반으로 끊임없이 신규수요 창출을 위해 노력하여 지속적으로 성장하고 있다. 2007년 3분기까지 대형마트 업계 총 매출은 21조 314억 원으로 전년 동기대비 11.9% 증가하였다. 경쟁이 치열해짐에 따라 2003년 이후 신장률이 둔화되는 추세이지만, 올해 경제성장과 함께 소비가 다소 증가되어 높은 성장률을 달성하고 있다.

이러한 경영성과는 다점포망을 바탕으로 대량구매에 따른 원가절감과 가격경쟁력 제고 및 저비용, 고효율 시스템의 구축에 그 원인이 있다. 적극적인 점포의 확대와 효율성의 개선은 할인점 시장에서의 시장점유율 38%를 달성함으로써 시장선도자로서의 이마트의 위치를 보다 확고하게 굳히는 원동력이 되고 있다.

② 글로벌 기업으로의 도약

중국 시장으로의 진출

중국 이마트 사업은 1997년 2월 상하이 1호점(취양점) 오픈 후 2002년 중국내 백화점과 가구전문점 및 대규모 물류창고를 운영중인 현지 유통업체인 지우바이(九百)그룹과 합자계약을 체결한 것을 필두로, 2003년 9월에는 중국 티엔진 현지법인인 타이다(泰達)그룹과의 합자계약을 체결하여 다각도로 중국진출을 위한 노력을 개진하였다. 그 결실로 현재 상하이 7개, 티엔진 2개의 점포를 성공리에 오픈하였으며, 앞으로도 출점을 가속화할 계획이어서 향후 중국에서 이마트의 위상은 더욱 높아질 것으로 기대하고 있다. 신세계는 2008년 말까지 20개점을 오픈할 계획이며 2012년까지 50~60개점으로 확장 계획을 가지고 있다. 할인점 운영의 필수요소인 물류센터 또한 2008년 하반기에 건립할 계획이다. 신세계는 중국시장에서의 적극적인 확장을 통해 범세계적인 유통망을 구축함으로써 글로벌 기업으로서의 위상을 떨치기 위해 노력하고 있다.



2. 백화점

1) 백화점 업계의 변화

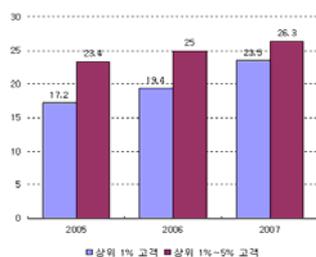
국내 백화점 업계는 성숙기를 지나서 시장 규모가 완만한 성장과 후퇴를 반복하고 있다. Big3인 롯데, 현대, 신세계가 시장을 각각 44%, 22%, 13% 차지하고 있는 가운데, 장기간에 걸쳐서 점유율이 일정한 수준을 유지하고 있다. 그 이유는, 이미 국내 시장이 포화되었고, 백화점 진출에 큰 비용이 들기 때문이다. 실제로, Big3의 2012년까지의 국내 확장계획을 살펴보면, 각자 비슷한 규모로 2~3개의 지점을 건설할 계획을 가지고 있어 앞으로도 비슷한 점유율이 예상된다.

이러한 상황에서, 백화점 고객층과 매출비중에 있어 의미 있는 변화가 나타나고 있다. 상위소비계층의 매출액 대비 비중이 크게 늘어나고 있는 것이다. 즉, 소수의 고소득계층이 백화점업계의 영업실적에 큰 영향을 끼치게 되었다. 실제로 신세계백화점의 경우, 상위1%와 1~5%의 매출 비중이 2005년 17.2%와 23.4%에서 2007년엔 23.5%와 26.3%로 거의 절반에 육박하고 있다. 이에 따라, VIP에 대한 효과적인 마케팅을 통한 CRM의 완성이 백화점경영 전략으로 중요하게 여겨지고 있다.

2) 신세계백화점의 대응

상위소비계층의 중요성이 커진 최근의 경향에 Big업체가 모두 효과적으로 대응하고 있다. 신세계백화점 또한, 기존의 VIP를 더욱 세분화함과 동시에 이들을 대상으로 일반고객들과는 확연하게 차별되는 서비스를 제공함으로써 좋은 반응을 얻고 있다. 실제로 2007년과 같이 백화점 업계의 전체 매출액 규모가 줄어든 가운데서도, 신세계백화점을 살펴보면, 지출규모가 상위1%인 VVIP고객들의 소비금액은 늘어났으며, VIP로 구분되는 1억 이상 소비고객들의 숫자 또한 늘어났다. 전체적으로 볼 때, 시장의 성장세가 정체를 보이고, 고객층의 성향이 바뀌어가고 있는 가운데에 점유율을 유지하고 있다는 것은 신세계백화점이 효과적으로 follow-up을 하고 있다고 여겨진다.

그림 3. 백화점업계의 매출액 대비 VIP의 비중



자료: 신세계백화점

그림 4. 신세계백화점의 VIP마케팅 예



자료: 매일경제신문

IV. From Good To Great

1. 현재의 흐름

1) 소비의 양극화

Side Comment

한국 경제는 현재 최악의 소비침체를 겪는 것으로 파악되는데, 사상 최대의 수출실적과 조금씩 나아지는 경기지표에도 불구하고 소비개선의 조짐은 쉽사리 나타나지 않고 있다. 그러나 그 와중에도 명품 수입량의 증가, 외제 자동차 판매 증가 등 고가제품 시장은 크게 성장하고 있고, 반대쪽에서는 할인점의 급성장이나 저가 노트북 등이 불티나게 팔리고 있다. 이렇듯 요즘 소비자의 구매형태를 살펴보면 한 사람이 자동차나 의류, 패션 잡화 등 고가품에는 비싼 가격에도 망설임 없이 지갑을 여는 반면, 생활필수품을 살 때는 몇 백 원을 아끼기 위하여 발품을 파는 것을 볼 수 있다. 이러한 소비자의 구매형태를 설명하는 단어가 '트레이딩 업과 트레이딩 다운(Trading up and Trading down)'이다. 트레이딩 업이란 감성적인 만족을 위해 고품질의 고가상품을 기꺼이 구입하려는 경향을 말하고, 트레이딩 다운이란 실속을 위하여 저렴하고 양이 많은 제품을 구매하는 것을 말한다. 이러한 소비의 양극화 현상으로 평범한 수준의 품질과 중간 가격대의 제품은 점점 설 자리를 잃어가고 있다. 이러한 이유를 수요와 공급 측면에서 살펴보도록 한다.

① 트레이딩 업 현상의 원인 - 수요측면

먼저 트레이딩 업 현상이 일어난 원인을 수요 측에서 살펴보면 고가 프리미엄 상품을 구입할 수 있는 구매력을 갖춘 중산층이 대거 등장했다는 점을 첫 번째로 들 수 있다. 구체적으로 살펴보면 1인당 명목 GNI가 1970년의 254\$에서 2006년의 18,372\$로 열 배 정도 증가했고¹, 생활 수준의 전반적인 증가로 인해 소비취향 역시 고급스러워졌다. 게다가 트레이딩 다운 현상으로 개인의 소득 중에 생필품으로 소비하는 비율이 줄어들면서 사치품에 소비할 수 있는 여유 자금이 늘어난 것도 중산층의 구매력 상승에 크게 도움을 주었음을 알 수 있다.

두 번째 이유는 경제활동인구의 증가이다. 특히 여성의 경제참여가 눈에 띄는데, 여성의 경제활동참가율이 1965년의 37.2%에서 2006년의 50.2%로 증가하였다.² 같은 기간 남성의 경제활동참가율은 70%를 계속 상회하며 크게 변하지 않았다. 이는 가계에 있어서 여성의 경제권이 상승했음을 의미하고 여성이 소비의 주도계층으로 부상하게 되었음을 의미한다.

¹ 한국은행, '계간 국민계정' 각 연도

² 대한민국 국가 통계 포털 www.kosis.kr

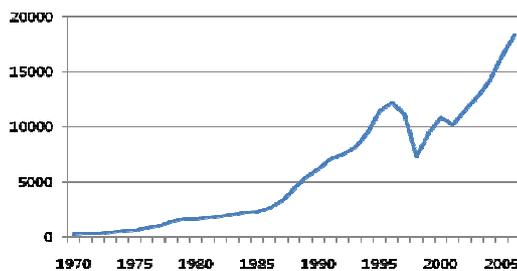


마지막으로 각 개인이 개성을 추구하고 살면서 자신의 주체적인 삶을 위해서는 고가의 상품에 대한 소비 지출을 아끼워하지 않는 추세도 트레이딩 업 현상의 한 원인으로 볼 수 있다.

① 트레이딩 업 현상의 원인 - 공급측면

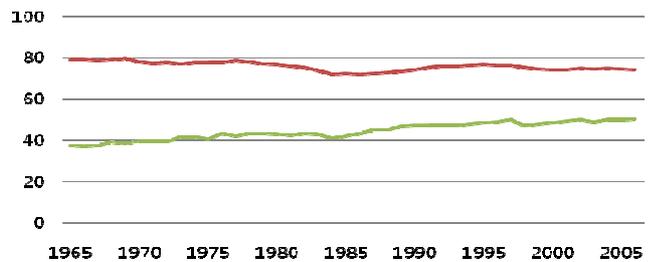
트레이딩 업 현상이 일어나게 된 이유를 공급 측면에서 바라보면 가장 큰 이유는 기업들의 차별화 경쟁 심화이다. 시장환경이 공급자우위의 시장에서 수요자우위의 시장으로 변화하면서 보다 차별적인 제품과 서비스를 내놓기 위한 기업들의 노력이 트레이딩 업 현상을 부추기고 있는 것이다. 글로벌화 및 기술의 발전, 소비자들의 다양한 욕구 등으로 인해 기업들은 차별적인 경쟁우위를 확보하지 않고는 금세 경쟁에서 도태될 수밖에 없는 절박한 상황에 처해 있다. 제품마다 기술이나 품질 수준은 거의 유사해지고 있기 때문에 기술이나 가격 경쟁으로는 더 이상 차별화하기가 어렵다. 그 대신 경쟁사들이 쉽게 모방할 수 없는 차별화된 브랜드를 강조하고 있다. 브랜드는 제품의 표면적인 이미지일 뿐만 아니라 그 브랜드를 선택함으로써 소비자에게 뭔가 색다른 가치를 제공할 수 있는 수단이기 때문이다. 이처럼 차별화 수단을 확보하기 위한 경쟁이 치열해지면서 차별적인 가치를 제안하기 위한 노력이 결국 트레이딩업 현상에 일조하고 있는 것이다.

그림 5. 1인당 명목 GNI 추이



출처: 한국은행 통계

그림 6. 남성과 여성의 경제활동 참여율 추이



출처: 국가통계 포털, SMIC Research 3팀

② 트레이딩 다운 현상의 원인

트레이딩 다운 현상이 일어난 이유는 소비자가 생필품을 대하는 태도에 있다. 생활필수품은 소비자가 느끼는 품질의 향상에 한계가 있다. 생필품의 경우 일정 수준 이상의 품질만 유지하면 더 고품질을 요구하지는 않는다. 그 이유는 매일 사용하는 상품이면서 저가이기 때문에 소비자가 설정한 일정 기준만 충족시키면 제품을 사용하는데 별 문제가 없기 때문이다. 따라서 이때부터는 품질이 아닌 가격을 통해 상품을 선택하는 것이다. 요즘의 경우 글로벌화와 동시에 진행되는 기술의 진보 때문에 생활필수품에 대해서는 제품의 품질에 큰 차이가 없다. 따라서 제품의 품질이 대동소이하다면 더욱 싼 가격의 제품을 찾게 되고 이것이 현재 관찰할 수 있는 트레이딩 다운 현상의 원인인 것이다.

2) 국내 유통업의 한계

1997년 IMF 외환위기와 2003년 신용카드 대란을 겪으면서 국내 유통업계는 10여 년에 걸친 긴 조정기를 거친 것으로 평가 받고 있다. 그러나 대형할인점은 실속 있는 상품에 대한 수요와 쇼핑 패턴의 변화로 성장을 거듭해왔다

그러나 대형 할인점 사업의 매력에 부각되면서 국내외의 대형 유통업체들이 대형 할인점에 뛰어들게 되었다. 경쟁이 진행되면서 외국 할인점은 국내 정착에 실패하고 퇴출되었고 백화점 등에서도 중소규모의 유통업체들도 대부분 정리되어 대형 유통업체를 중심으로 재편되었다. 그 동안에도 신세계는 앞에서 언급한 경쟁력들을 바탕으로 이마트를 시장 점유율 1위 할인점으로 키워왔다. 그러나 97년 외환위기 이후 10년이 지난 지금은 경제·사회적 구조조정과 그에 따른 소비조정이 점차 마무리되어가는 시기이다. 단순한 GDP성장이나 내수경기 호조에 따른 성장, 유통업태의 개편(할인점의 등장)이 주는 효과에 의존하는 성장에는 한계가 오고 있는 것이다. 이것은 신세계의 매출 성장률 둔화에서도 확인해 볼 수 있다. 점포 확장을 통한 할인점 매출의 한계 성장률은 떨어지고 있으며, 백화점업의 내수 시장은 포화되고 있기 때문이다. 이제는 이미 그 동안의 구조조정을 거치면서도 살아남은, 정말 경쟁력 있는 기업들이 그들만의 리그를 시작한 셈이다. 한편, 국내 경제성장률과 내수소비 증가율이 하향 안정화되면서 유통업 자체도 큰 성장을 기대할 수도 없게 되었다. 또한 한국 자체의 인구 증가율 둔화라든지 경제성장 둔화와 같이, 국가 규모 자체에서 오는 한계도 존재한다.

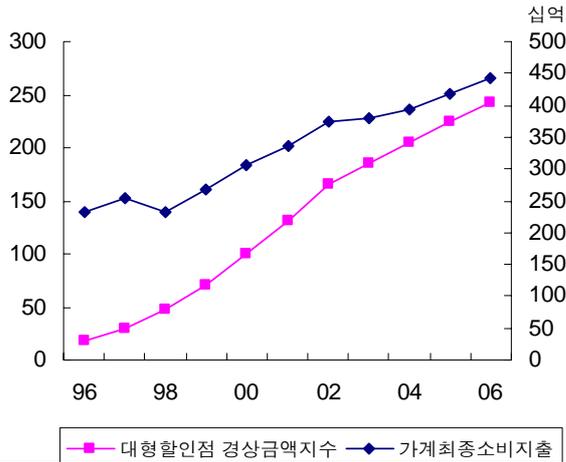
신세계에서 큰 비중을 차지하는 할인점의 경우 과거에는 타 업태에서 할인점으로 쇼핑 형태가 전환되면서 커지는 할인점의 파이를 즐겼다면, 이제는 방식으로 성장의 한계에 부딪힌 것이다. 따라서 이제 이러한 한계를 뛰어넘어 성장을 이어나가기 위해서는 매출 신장을 위한 획기적인 변화나 효율성을 극대화 시키려는 노



력이 필요한 시기가 도달했다.

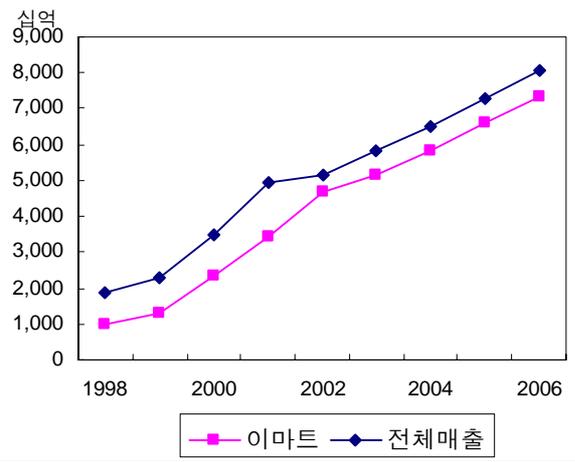
따라서 소비 트렌드 변화와 업태별 외형 성장둔화를 극복할 방안으로 대두되는 것이 '효율성 극대화'이며, 최근 대형마트 업계를 중심으로 이러한 움직임이 본격화 되고 있다.

그림 7.가계소비지출과 대형할인점 경상금액지수



자료: 통계청, SMIC Research 3 Team

그림 8. 이마트와 신세계 매출성장추이



자료: 통계청, SMIC Research 3 Team

2. 이마트의 대응

1) 매출액 UP

① 신규 출점

90년대 초반 치열한 경쟁상황을 거치면서 영국의 테스코(TESCO)는 소형 점포를 많이 출점하였다. 비록 소형 점포가 대형 점포에 비해 이익률은 낮지만, 지속적인 관리와 개선작업을 통해 충분한 수익성을 확보했기 때문에 앞으로 소형 점포를 더 늘릴 계획을 갖고 있다.

현재 이마트가 처한 상황도 90년대 초반 테스코의 상황과 다르지 않다. 경쟁이 치열한 상태이고, 그에 따라 신성장 동력을 고민해야 할 때이다. 이러한 시대적 흐름에 발 맞추듯 신세계 그룹의 후계자인 정용진 부회장은 2006년 12월 기자간담회에서 대형마트는 출점이 없으면 도태되는 업태이기 때문에 이제는 규모에 고집하지 않고, 부지에 따라서 이마트의 형태를 맞춰야 하는 상황이라고 말한 바 있다. 이것은 현재 이마트가 나아가야 할 방향, 나아가고 있는 방향을 언급한 것이라고 볼 수 있다.

이러한 전략에 발 맞추어 이마트는 2007년 1월, 광명에 300평의 초미니 점포를 내었다. 기존 이마트의 점포가 3000평 규모였다는 것을 감안하면, 1/10 규모밖에 안 되는 점포이고, 보유 물품도 기존의 이마트와는 달리 식품 및 생필품 위주로 준비되어 있다. 10개월이 지난 지금, 이마트 광명점은 성공적으로 시장에 진입하였다는 평가를 받고 있다. 광명점의 성공을 발판 삼아, 앞으로는 이러한 소규모 매장이 더욱 더 많아질 것을 예상할 수 있다. 소규모 매장의 증대는 이마트에 두 가지의 장점을 가져올 수 있을 것이라 생각된다.

그 첫째는 전국적인 영업망의 확보이다. 상권의 중심지에만 큰 규모로 세우던 형태에서 벗어나 소규모의 이마트가 들어오면서 고객과의 침점을 더욱 더 넓힐 것으로 예상된다. 이마트의 장점인 제품의 질과 낮은 가격은 소규모 영업점에서도 그대로 유지될 것으로 예상되며, 이것은 이마트의 구매력(Buying Power)을 증가시키는 데 크게 기여할 것이다.

두 번째로 언급할 내용은 인터넷 쇼핑과의 시너지 효과이다. 현재도 이마트는 쇼핑몰을 운영하고 있다. 그러나 다른 업체에 비해서 큰 장점은 없는 현실이다. 그러나 위와 같은 영업망이 전국적으로 분포하고, 이마트가 일정하게 좋은 품질의 상품을 공급한다는 신뢰가 쌓이게 되면 이마트 쇼핑몰은 큰 이윤을 창출할 수 있다. 현재 다른 쇼핑몰의 경우 배송을 시작하는 창고가 하나밖에 없어 지역으로 배



달하기 위해서는 반드시 시작점이 물건이 있는 창고 한 군데여야 한다. 그러나 이마트의 경우 소비자가 집에서 배달을 시키면, 가장 가까운 곳에 있는 이마트에서 배송을 직접 함으로써 배달 시간을 획기적으로 줄일 수 있다. 이러한 경쟁력은 다른 업체가 갖기 어려운 것이라고 판단되며 이마트만의 강점으로 볼 수 있다. 만약 이마트의 제품에 대한 신뢰가 쌓인다면 집에서 신선식품을 배달시켜 먹는 날이 올 수도 있을 것이라고 SMIC Research 3 Team은 예상한다.

② 해외 진출

앞에서도 언급했듯이 국내 유통업이 커 나가기에는 한계가 존재한다. 그렇다면 슈퍼마켓의 진출로 국내의 수요를 밑바닥까지 긁은 후에는 수요 자체를 늘려야 기업의 성장이 유지될 수 있을 것이다. 이것은 곧 해외 진출 이슈로 연결이 된다.

실제로 이마트는 1997년 중국에 이마트 1호점을 내면서 이미 해외진출을 시작했다. 2007년 말 까지 점포수를 10개로 늘리고, 매출액은 약 2,200억 원 정도를 기대하고 있다. 이마트가 중국에 진출하는 전략은 '집중적 초토화 전략'이다. 넓은 중국의 전역에 이마트를 세우는 것이 아니라 '화둥지역'은 상하이로 중심으로 20여개 매장을, '화베이지역'은 베이징과 톈진을 중심으로 25개 이상의 점포를 확보해 경쟁력을 키워나간다는 전략인 것이다. 이렇게 거점 지역에서 이마트의 브랜드 파워를 확고하게 쌓은 뒤, 중국 전역으로 이마트의 매장을 넓혀가는 것이다.

13억의 인구가 있는 중국은 유통업에 있어서도 매력적인 시장임에 틀림없다. 따라서 현재 중국시장은 치열한 경쟁이 벌어지고 있는 시장이다. 지난해 중국 전역에는 975개의 할인점이 영업 중이었으며 올해만 하더라도 150여 개 이상의 신규 점포가 출점할 정도로 경쟁이 치열해지고 있다. 이렇게 치열한 경쟁에서 이마트가 살아남을 길은 차별화이다. 세계적인 초대형유통업체인 월마트와 까르푸가 한국에 안착하지 못하고, 퇴출된 것은 현지화에 실패했기 때문이다. 한국인의 정서에 맞지 않는 창고형 매장, 한국인의 체형을 고려하지 않은 높은 선반 등은 고객들에게 친근함을 주지 못했다. 이마트는 이러한 사례를 교훈 삼아 한국에서 성공한 전략을 바탕으로 중국에서 철저한 현지화 전략을 취하고 있다.

고급형 할인점의 이미지 추구나, 현지인을 지점장으로 임명하는 등 철저한 현지화 노력 등을 통해서, 이마트는 후발주자로 들어간 중국시장에 성공적으로 안착했다는 평가를 받고 있다. 현재 9개인 점포수를 신세계는 현재 진출해 있는 톈진과 상하이를 벗어나 전국에 걸쳐 2012년까지 50~60개로 늘릴 예정이다. 또한, 중국 이마트에서도 PL을 적극적으로 개발하고 있는데, 앞으로 한국의 이마트와 서로 뛰어난 PL을 공급함으로써 양쪽의 경쟁력을 모두 제고하는 것이 목표이다. 중국의 경제가 급격하게 발달하고, 중국인들의 구매력 또한 커져가고 있다. 이러한 가운데

에, 이마트는 확실한 차별성을 통해 경쟁업체들에 뒤지지 않고, 효과적으로 성장하고 있다. 따라서, 중국진출은 장기적으로 신세계의 확실한 성장동력이 될 수 있을 것이라 여겨진다.

③ Complex

국내유통업계가 포화상태에 가까워지고 있는 가운데, 신세계가 기존의 업태와 다른 새로운 사업영역을 개척하고 있다. 대표적인 것이 '초대형 복합쇼핑몰 (complex)'과 '명품아울렛'이다. 신세계는 이와 같은 업태 다각화를 통해서 기존의 대형할인마트, 백화점, 인터넷쇼핑몰과 함께 포트폴리오를 재편하여, 다양한 고객 수요에 대응하겠다는 입장이다.

현재 신세계가 추진하고 있는 초대형 복합쇼핑몰은 부산의 '센텀시티'와 경기도에 있는 '의정부역사'에서 각각 2009년과 2011년에 개장할 예정이다. 이러한 초대형 복합쇼핑몰에는 기존의 백화점과 대형마트와 같은 유통시설 외에도 공연장, 골프연습장, 스파시설 등 놀이/휴식 공간도 들어서게 된다. 쇼핑과 레저가 결합된 '쇼퍼테인먼트'를 추구하는 복합쇼핑몰은 단순한 구매 이상을 추구하는 방향으로 변하고 있는 소비층의 욕구를 만족시켜줄 미래형 유통시설로 볼 수 있다.

③ 신세계첼시 프리미엄 아울렛

2007년 6월 초에 경기도 여주에서 오픈한 신세계첼시아울렛은 국내 최초의 명품아울렛이다. 개점 후 100일 동안의 매출액이 예상치의 2.5배일 정도로, 성과가 좋아 유통업계에선 이미 안정적인 사업형태로 여기고 있다고 한다. 롯데와 현대도 명품아울렛 분야에 진출할 예정인 가운데, 신세계는 파주와 부산에 각각 2호와 3호점을 여는 등 지속적으로 확장하겠다는 계획이다. 신세계는 중장기적으로 전국에 걸친 명품아울렛 매장을 만들어, 명품공급채널을 선점하겠다는 전략을 지니고 있다.

2) 이익률 UP

① PL 부문

흔히 자체 상표로 불리는 PL(Private Label)는 유통업체가 기존 제조회사 상품에 독자적인 브랜드를 개발해 파는 상품을 말한다. 이마트는 최근 국내 유통업의 성장성 둔화에 따른 대안으로 전면적인 PL의 확대를 추진하여, 지난달 전매장에서 6개 브랜드, 3000가지 품목을 출시했다. 결과는 현재까지 성공적이다. PL제품 확대 출시 4일 만에 PL상품의 매출이 1000억원을 넘어섰으며, 매출 규모가 큰 상품 23개를 집계한 결과 11개 품목은 PL상품이 제조회사 자체 브랜드 1위 상품을 제칠 만큼 인기를 끌었다. PL이 성공적으로 확대될 수 있었던 요인은 ① 절대적인 저가 실현 ② 경쟁력있는 품질 ③ 매장 배치에서 유통업체의 강점을 발휘하였다는 점들을 들 수 있다.

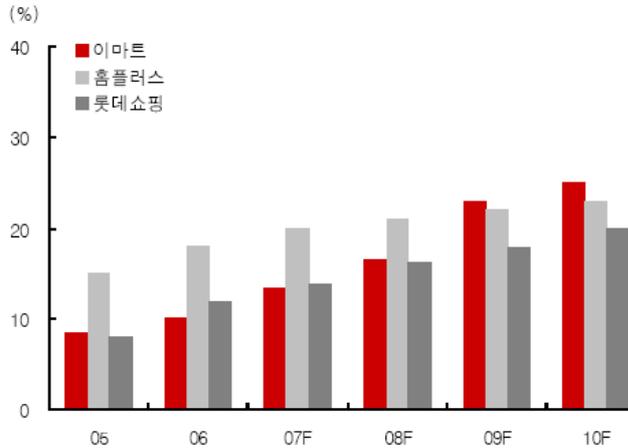
소비자들은 상품별로 기호나 브랜드 가치 차이가 크지 않은 생필품의 경우, 가격에 민감하게 반응한다. 그런데 이번에 출시한 PL은 기존 제품에 비해서 20~40%정도 가격이 싸다. NB(National Brand)에 비해 절약되는 광고, 마케팅, 물류 비용을 가격 할인의 원동력으로 삼을 수 있었기 때문이다. 그러면서도 시장 1위 업체인 점을 활용하여 가공 식품의 경우 업계 3~4위 기업들을 납품업체로 확보하여 품질 면에서 믿음을 주었다. 또한 상품 매출에 큰 영향을 끼치는 매장 진열 시 '골드 존'(고객시선 10도가량 아래쪽)과 '엔드 캡(end cap·진열대 끝 모서리 공간)'에 PL제품을 집중 배치하여 폭발적인 매출을 이끌었다.

그런데 신세계 이마트의 계획은 현재 수준에 만족하지 않는다. PL제품의 비중이 2006년 말 9.6%에 비해 최근 12%로 크게 증가했지만, 장기적으로 2017년에는 30%까지 끌어올리는 것을 목표로 하고 있다. 이를 위해 PL의 품질을 철저히 관리하고 신선 식품의 직거래 비중을 늘리며, 해외 제조회사 가운데 가장 싸게 제품을 공급할 수 있는 업체를 찾아 상품을 주문하는 '글로벌 소싱'도 함께 추진할 계획이다.

이러한 신세계의 계획과 노력에 대해서 우리 Research 3 Team은 긍정적인 평가를 내린다. PL확대가 순조롭게 이루어질 경우 NB보다 높은 마진율로 수익성의 개선이 이루어질 것이고, 이마트에서만 판매하는 PL들을 확보해서 소비자들의 충성도를 높일 수 있으며, 매출액 또한 증가하는 효과를 얻을 수 있다. 외국의 경우를 보면 PL제품 비중이 국내 유통업체보다 현저히 높아, 장기적으로는 PL제품 비중 확대가 대세가 될 것이다. 위와 같은 이마트의 움직임은 시장이 성숙됨에 따라 시장 경쟁이 강화되고 성장의 한계를 느끼는 시점에서의 현명한 선택인 것이다.

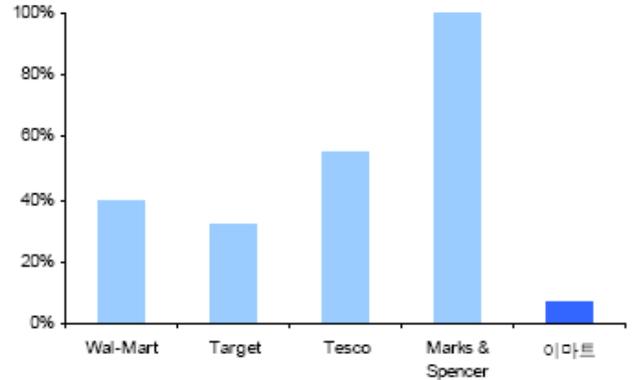


그림 9. 할인점별 PL 비중과 전망



자료: 대우증권

그림 10. 해외 유통업체들의 PL비중.



자료: A.C. Nielsen, 신영증권

② 물류, 유통 효율성 증진 노력.

효율성을 증진시키기 위해서는 물류개선은 필수적이다. 이마트는 이미 물류관리 시스템에서 국제표준물류바코드 EAN-14, GOT(점발주), EDI(전자문서)를 도입하여 납품업체들이 매장의 재고 현황을 확인하여 재고 및 품질 사태가 없도록 관리하고, 날씨에 따른 매출 동향을 분석하여 박스단위를 바코드 시스템을 도입함으로써 물류, 유통 비용을 절감함으로써 원가 경쟁력을 가지고, 신속한 경영 체제를 갖출 수 있었다. 그리고 향후에는 전자태그(RFID)시스템 도입을 신세계 I&C와 개발 중이다. 무선인식(RFID)시스템은 제품이 만들어지는 순간부터 진열되어서 팔리는 순간까지 전 이력을 추적하여 데이터를 활용할 수 있으며 상품의 입출고 시 물류비와 시간 부담이 획기적으로 줄어든다. 현재 RFID 칩의 가격, 보안 문제 등 제약 조건이 많아 실용화 단계까지 오지는 못했으나 현재 수서점(예상)에서는 07년 4분기에 RFID를 적용한 퓨쳐스토어를 시범 운영할 계획에 있어, PB상품 확대와 함께 유통 선진화를 위한 작업에 앞장서는 업계 리딩 기업임을 다시금 확인시켜 준다고 판단된다.

V. Risk

1.규제: 유통산업발전법과 특별법의 개정 움직임

꾸준히 대형유통점의
규제를 요구하는 국회

대형유통점의 확장과 시장 점유율의 확대를 심각하게 받아들여 이를 규제하려는 국회의 움직임은 2005년부터 꾸준히 존재해왔다. 열린우리당과 민주노동당의 몇몇 국회의원들은 1996년 유통개방 이후 대형 할인점이 폭발적으로 증가하면서 재래 시장과 중소 유통업체가 설 자리를 잃고 있는 데다 불공정 거래 등으로 인해 중소기업체의 부담이 가중되고 있다는 판단 하에 할인점 규제를 위해 유통산업발전법의 개정안을 제출했었다. 그리고 현재까지 이 법안에 대한 발의와 논의가 계속되고 있는 실정이다. 2005년에 발의된 유통산업발전법과, 2006년에 추가적으로 발의된 특별법안에 대한 내용은 주로 대규모점포의 개설 제한(등록제→허가제) / 영업품목, 영업 종료 시간 등 사업활동에 대한 조정으로 요약할 수 있다. 이러한 법의 제정과 규제 노력을 뒷받침 하는 근거로는 국내 유통산업이 거시적으로 무너질 수 있다는 우려에서 시작된다. 이들의 견해에 따르면 중소 유통업은 국내 유통의 중심이고, 국내 유통의 3분의 2 이상을 차지하는 중소유통업체의 위기는 곧 지역경제의 위기로 이어질 수 있다는 것이다. 또한 대형 할인점이 들어설 경우 그 내부에 식당, 동물병원 등이 들어서고 심지어 보험상품까지 판매하면서 유통업뿐만 아니라 타 상권까지 침해할 수 있다는 것이다.

행정부, 산자부,
공정거래위원회의 반대

하지만 이러한 규제 움직임에 대해서 찬성의 목소리만 있는 것은 아니다. 우선 정부 부처에서 호의적이지 않다. 산업자원부는 2005년 국회 산업자원위원회에 제출한 국감자료에서 "우리나라는 2002년 6월 WTO에 유통시장을 완전히 개방하는 양허안을 제출했는데 출점과 영업 활동을 제한하는 것은 양허 수정 및 철회에 해당한다"며 "양허를 수정이나 철회할 경우 3개월 전에 WTO에 통보하고 상대국의 요청이 있으면 보상 조정 협상을 개시해야 한다"고 밝혀 법 개정의 신중한 입장을 표명했으며 이러한 입장은 현재까지도 지속되고 있다. 게다가 공정거래위원회에서는 오히려 대형 유통업체에 대한 지나친 규제 움직임은 공정한 거래를 저해한다는 이유로 대형 유통업체 쪽에 손을 들어주고 있는 실정이다.

실제로 미치는 규제
영향력은 미미한 정도

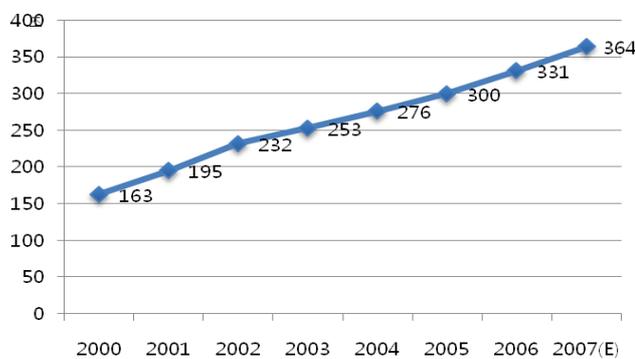
이와 같이 규제 관련 법을 개정하고자 하는 입장과 이를 반대하는 입장은 현재 팽팽하게 대치하고 있다. '대형마트에 대한 포괄적 규제'를 비롯해서 국회의원들이 제출한 5개의 법안은 2년째 계류 중에 있으며 실무부서인 행정부와 산자부, 그리고 공정거래위원회측에서는 계속적으로 반대입장을 표명하고 있다. 이런 상황에서 실질적으로 대형마트에 대한 규제는 법률의 하위개념인 지자체의 조례와 규칙에 의해서 간접적인 규제가 이루어지고 있다. 이 조례와 규칙 중에는 대형건



축물에 대해 적용하는 건축허가와 도로교통영향평가 등이 있는데, 해석여부에 따라서 대형마트에 부담이 될 수도 있다. 하지만 2004년부터 현재까지 대형마트의 점포가 증가되는 추세를 볼 때, 적어도 현재까지는 대형할인점의 확장에 큰 영향을 끼치지 못한 것으로 판단된다. 게다가 공정거래위원회에서는 이러한 조례와 규칙들에 대해서도 “과도하게 경쟁을 저해한다”라는 이유로 시정을 권고하고 있는 실정이다.

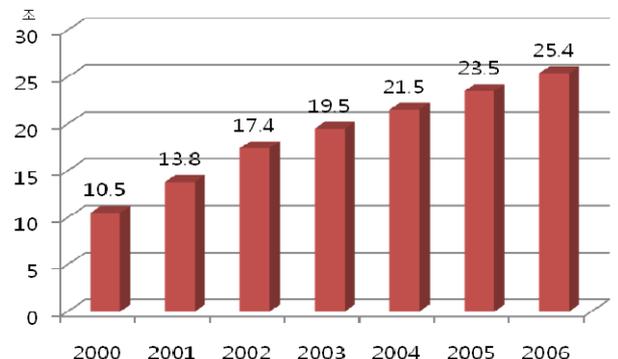
이처럼 몇 년째 계류 중인 법안과 미미한 실효성, 그리고 이에 대한 행정부서들의 태도를 볼 때 적어도 당분간은 유통업계에 큰 변화는 이루어지지 않을 것으로 보인다. 게다가 최근 이마트가 광명점에 처음 시도한 300평형과 같은 소규모 마트의 경우엔 규제가 적용되는 중대형(2000~3000평)에 해당되지 않으며, 대형마트이 새로운 트렌드가 이와 같이 흘러간다면 규제에 대한 리스크는 점차 줄어들 것으로 판단된다. 또한 지자체에서 자체적으로 실행하는 조례와 규칙의 경우는 이마트의 입장에서 약간의 새로운 확장을 둔화시키는 요인으로 작용할 수 있지만 전문가들의 의견에 따르면 이러한 조례, 규칙들은 법률적 근거가 미약하고 따라서 본격적인 소송이 일어난다 할지라도 지자체 측이 패소할 가능성이 높다는 의견을 내고 있다.

그림 11. 대형마트 점포 수 증가 추이



자료: 중소기업중앙회

그림 12. 대형마트 총 매출액 증가 추이



자료: 중소기업중앙회

2. 공급자, 중소 유통업체와의 갈등

1) 공급자와의 갈등

공급자와의 갈등은 이마트뿐만이 아니라 모든 대형마트가 지니고 있는 문제점이다. 특히 국내 최대유통업체인 이마트가 최근 자사에 납품하는 식품업체 등의 제품에 자체 상표를 붙여 동급 브랜드 제조업체(내셔널 브랜드)보다 20~40%까지 싸게 팔겠다는 '가격파괴 전략'을 선언하면서 대대적으로 가격 내리기 공세를 펴고 있는데 이에 제조업체들이 크게 반발하고 있는 실정이다. 대형마트의 자체상표가 점유율을 높이면서 판매가격 주도권까지 확보하게 되면, 가격 할인에 대한 부담은 결국 제조업체들에게 넘어올 것이기 때문이다. 납품 제조업체의 경우, 최대의 유통망과 판매조직을 지닌 이마트의 요구를 수용할 수밖에 없으며 이를 위해서는 대체상품 출시, 중량조절, 생산비 절감을 위한 인력 구조조정 등 제살까기 식의 긴축적인 경영을 해야 하는 것이다.

자체브랜드로 납품하는 제조업체들은 대형마트들의 자체 상표 확대와 함께 가격 내리기 공세가 확산되면 매출 순위 1~2위 제조업체들조차 가격 협상력을 잃어 유통업체에 장악되고, 결국에는 대형마트들이 국외 아웃소싱에 나서 매장에는 국산 제품의 자리가 동남아 저가 상품으로 매워질 것을 우려하고 있다. 이렇게 되면 이마트를 비롯한 대형마트들이 내세우는 '소비자 후생'마저 사라진다는 것이다.

이에 대해 신세계 이마트 홍보실 관계자는 "이마트 자체상표의 93%가 중소기업 제품인 만큼, 유통업체의 '자체상표 확대'는 중소 납품업체도 매출을 늘리고 성장할 수 있는 윈-윈 전략"이라며 "결국은 소비자들이 스스로 어떤 것이 유리한지 판단하고 선택할 것"이라고 말하며 입장을 표명하고 있는 실정이다.

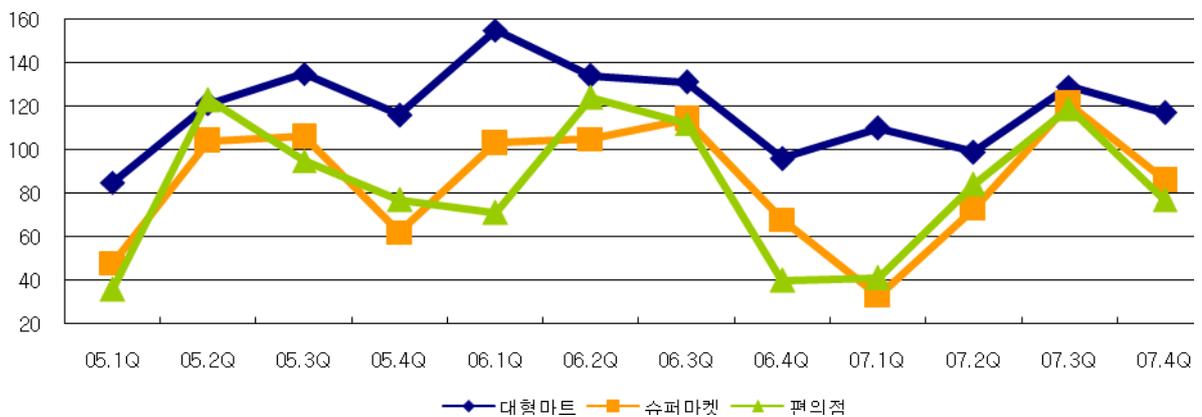
실제로 이마트의 경우 갑의 위치에 있지만, PL 상품의 대다수가 중소기업의 제품이기 때문에, 품질은 우수하지만 시장에서 주목받지 못했던 제품들을 발굴하는 데 큰 역할을 하고 있는 것은 사실이다. 또한 산업자원부와 대형마트들 간의 상생협력 과제를 내걸고 제조업체에 네트워크론 등 자금지원을 확대하고, 적절한 생산 및 재고관리와 중소유통의 신상품 및 판로 개척에 기여하기로 약속하는 등 제조업체들과의 갈등을 해결하는데 많은 노력을 들이고 있음을 볼 때, 신세계 이마트는 사회적인 인식과 공급업자들과의 갈등을 점차적으로 해결해 나갈 수 있을 것으로 여겨진다.

2) 중소 유통업체와의 갈등

앞서 규제와 관련된 이슈에서도 다루었듯이 이마트와 같은 대형마트의 확장은 소규모 점포들의 몰락을 가져온다. 규모와 품질 면에서도 그렇지만, 가격적인 측면에서는 더욱 그렇다. RBSI(소매유통업 경기전망지수)는 점점 그 수치가 지속적으로 100이하(감소추세)를 밀돌고 있으며, 소규모 소매점을 포함한 중소 유통업체들의 점포 수와 매출 규모는 점점 줄어들고 있다. 이에 중소 소규모 유통업체들은 단체를 구성하거나 집회를 하는 등 적극적인 활동을 보이고 있지만, 자체적으로 원가를 절감하거나 유통구조를 개선하고자 하는 노력은 미미하다. 또한 위에서도 다루었듯이 국회에서 대형마트의 확장을 규제하려는 움직임이 보이고 있지만 행정부와 산자부, 공정거래위원회에서는 공정한 경쟁을 위해 이러한 규제와 중소 경쟁자들의 반발에 대해 소극적으로 대처하고 있다.

종합적으로 볼 때 중소 업체와의 갈등은 이마트와 같은 대형마트가 자금력이나 규모적인 우위에서 압박을 가한다는 것이 아니라, 자본주의 시장경제 체제 하에 값싸고 좋은 품질의 제품을 제공하는 업체가 성장해 나가는 것이 어찌보면 당연한 논리이기 때문에 중소 유통업체가 스스로 자생 능력을 길러야 한다는 의견이 우세하다. 하지만 현재 경쟁 상황에서는 이미 그 격차가 크게 벌어졌기 때문에 대형마트 입장에서 어느 정도의 지원이 필요한 것은 사실이며, 이러한 노력은 대형마트 업계가 채택한 상생협력 8대 과제에도 잘 드러난다. 이마트 역시 중소유통 점포가 빠르게 변하는 유통시장에 적응할 수 있도록 2007년 출점을 2005년 수준으로 줄이기로 결정하는 등의 노력을 하고 있다. 이는 국내의 유통업계를 대형마트가 이끌어가지만 파이를 독식하지는 않고 상생할 것이라는 것을 단적으로 보여준다고 할 수 있겠다.

그림 13. 대형 마트와 소매유통 업체(슈퍼마켓, 편의점)의 RBSI



자료: 대한상공회의소

VI. Valuation

앞에서 분석했던 신세계에 대하여 우리는 영업가치, 자산가치로 나누어 밸류에이션을 진행하였다. 다른 요소들을 고려하지 않은 이유는 ① 불확실성이 많고, ② 주가에 미치는 영향이 미미하기 때문이다.

① 영업가치

영업가치는 신세계 백화점과 이마트의 영업가치를 Discounted Cash Flow Method(DCF)방법을 통하여 계산하였다. 매출액 추정은 과거 매장 하나 당 매출액을 구하여 향후 이마트와 신세계 백화점 출점 개수를 직접 곱하는 방법을 택하였고, 이마트의 경우, 시장자기잠식(Cannibalization)을 고려하였다.

영업이익률의 경우 이마트는 향후 PL 상품의 증가, 점포 확대에 따른 구매력 증가를 고려하여 매년 일정 폭만큼 상승한다고 가정하였고, 백화점은 명품위주로 상품구색이 변하는 것을 고려하여 약간 상승할 것이라고 가정하였다.

중국 이마트의 경우 이마트의 출점 계획과 점포당 매출액, 현재 성장 추세를 감안하여 계산하였다. 또한 자산가치에서 삼성생명 주식을 따로 고려하기 위하여 비영업용자산에서 삼성생명 주식의 장부가인 53억 원을 제외하였다.

위의 과정을 통해 나온 결과인 594,798원이 이마트의 주당 영업가치이다.

② 자산가치

이마트가 보유하고 있는 비상장 주식은 많다. 그러나 그 중에서 우리는 '삼성생명'의 주식이 가장 큰 이슈가 된다고 보고 이것만을 감안하였다. 생명보험사가 상장할 수 있는 길이 열리면서 삼성생명은 2008년이나 2009년에 상장할 생명보험사 중 하나이다. 그리고 많은 시장 전문가들은 삼성생명의 주식가치를 주당 80만원 수준으로 보고 있다. 따라서 현재 신세계가 보유하고 있는 삼성생명 주식의 장부가액은 53억 원이나, 이 주식의 시가는 2조 2천억 원이다. 이것을 신세계의 주식수로 나누어 보면 주당 116,645원을 얻을 수 있다.

③ Research 3 Team의 목표가

위의 영업가치와 삼성생명의 자산가치를 더한 값인 711,444원을 신세계의 적정주가로 제시한다. 이는 2007년 11월 16일 종가인 715,000원과 비교해 보았을 때, 0.5% 낮은 가격이다.



VII. Conclusion

필립피서는 위대한 기업으로 몇 가지 조건을 제시하였다. 우리 SMIC Research 3 Team은 처음부터 필립피서의 컨셉으로 기업에 접근하였고, 이마트라는 비즈니스를 가지고 있는 신세계를 선택하였다. 구체적으로 신세계는 ① 매출액이 일시적인 호재가 아닌 꾸준한 영업활동으로 증가하고 있고, ② 새로운 성장 동력을 창출하기 위하여 노력하고 있으며, ③ 변화 혹은 혁신의 결과가 수익으로 연결되고, ④ 전국에 걸친 촘촘한 영업망을 가지고 있다. 또한 ⑤ 타사 대비 월등한 영업이익률, ⑥ PL 상품 개발 등을 통한 영업이익률 증가의 노력과 그에 따른 명확한 성과, ⑦ 윤리경영을 높은 기치로 삼는 경영진, ⑧ 신세계의 장기적인 비전, ⑩ 거대한 투자를 무리 없이 수행할 수 있을만큼의 자금동원력, ⑪ 구학서 회장이라는 합리적인 경영진 등도 신세계를 위대한 기업이라고 부를 수 있는 이유이다.

우리는 단지 신세계가 돈을 잘 버는 기업이기 때문에 위대한 기업이라고 하는 것이 아니다. 신세계가 위대한 기업일 수 있는 이유는 IMF 이후 기업이 정신이 실종된 한국 사회에서 미래를 내다보고 다른 기업보다 한 발 빠르게 결정하는 모습, 그에 따라 한 기업이 시장을 창출하고 더불어 소비자들 삶아가는 모습까지 바뀌 버린 결과와 그 성공을 바탕으로 계속해서 혁신해 나가는 모습인 것이다. 따라서 우리의 첫 번째 결론은 신세계는 합리적인 기업가 정신이 있는 위대한 기업이라는 것이다.

하지만 이렇게 위대한 기업인 신세계의 주가는 그다지 매력적이지 못하다. 순수하게 백화점과 이마트의 영업가치, 지나치게 저평가된 삼성생명의 자산가치를 고려하여 밸류에이션을 해보았을 때, 현재 주가보다 낮은 주가가 산출되었다. 이렇듯 주가가 지나치게 높게 형성된 것은 현재 시장이 신세계의 미래를 '지나치게' 낙관적으로 보고 있다는 것이 우리의 생각이다. 따라서 우리 SMIC Research 3 Team은 우리가 산출한 711,444원을 신세계의 적정가라고 판단하고 우리의 두 번째 결론인 보유 의견을 시장에 제시한다.



<Appendix – Valuation Sheet 1>

	2006/12	2007/12	2008/12	2009/12	2010/12	2011/12
이마트 점포수(국내)	85	108	118	128	138	148
이마트 점포수(중국)	7	10	20	30	40	50
백화점 점포수	6	6	6	7	7	8
이마트 점포당 매출액(국내)	86,397,894	85,257,139	84,131,445	83,020,615	81,924,451	80,842,761
이마트 점포당 매출액(중국)	300	300	300	300	300	300
백화점 점포당 매출액	123,943,000	130,140,150	136,647,158	143,479,515	150,653,491	158,186,166
이마트 매출액	7,343,823,100	9,207,773,968	9,927,516,515	10,626,647,669	11,305,586,241	1,964,743,576
백화점 매출액	743,658,000	780,840,900	819,882,945	1,004,356,608	1,054,574,438	1,265,489,326
예상매출액	8,087,481,100	9,988,614,868	10,747,399,460	11,631,004,276	12,360,160,679	13,230,232,901
이마트 영업이익률	7.6%	8.4%	9.2%	10.1%	11.1%	12.2%
백화점 영업이익률	6.1%	6.4%	6.7%	7.1%	7.4%	7.8%
이마트 영업이익	558,130,556	769,769,904	912,934,419	1,074,949,172	1,257,990,670	1,464,469,777
백화점 영업이익	45,363,138	50,012,860	55,139,178	70,922,767	78,192,351	98,522,362
예상 EBIT	603,493,694	819,782,763	968,073,596	1,145,871,939	1,336,183,021	1,562,992,140
NOPLAT	440,550,396	598,441,417	706,693,725	836,486,515	975,413,605	1,140,984,262
(+)유,무형자산 상각비	197,184	639,271,352	687,833,565	744,384,274	791,050,283	846,734,906
총현금유입	440,747,580	1,237,712,769	1,394,527,291	1,580,870,789	1,766,463,889	1,987,719,168
영업용 운전자본	(1,243,116,216)	(1,535,337,896)	(1,651,969,757)	(1,787,787,583)	(1,899,865,331)	(2,033,603,079)
순유형고정자산	5,295,146,164	6,539,546,154	7,036,322,426	7,614,818,500	8,092,197,196	8,661,833,481
기타 영업용 순자산	295,006,262	455,480,838	490,081,415	530,373,795	563,623,327	603,298,620
IC	4,347,036,210	5,459,689,096	5,874,434,085	6,357,404,711	6,755,955,192	7,231,529,022
예상 ROIC(평균)	12.8%	12.2%	12.5%	13.7%	14.9%	16.3%
예상 ROIC(기초)	14.0%	13.8%	12.9%	14.2%	15.3%	16.9%
IC 증가액		1,112,652,886	414,744,989	482,970,627	398,550,481	475,573,830
(+)유,무형자산 상각비	197,184	639,271,352	687,833,565	744,384,274	791,050,283	846,734,906
총투자액		1,751,924,237	1,102,578,554	1,227,354,900	1,189,600,764	1,322,308,735
예상 FCFF		(514,211,469)	291,948,736	353,515,889	576,863,124	665,410,432
할인기간		1	2	3	4	5
현재가치		(469,085,916)	242,956,135	268,374,250	399,498,653	420,380,713

<Appendix – Valuation Sheet 1>

WACC	9.62%	자기자본비용	9.62%
영구성장률	5.00%	1년치일별베타	0.77058
예상 ROIC(2 단계)	16.30%	1년치주별베타	0.603
FCFF 추정(2 단계)	790,989,090	1년치월별베타	0.68035
Terminal Value	17,121,381,197	한국시장프리미엄	7.00%
현재가치의 합	862,123,836	3년만기국채수익률	5.40%
PV of TV	11,857,177,974		
현금 + 시장성유가증권	28,617,267	WACC	9.62%
비영업용자산	1,309,010,296	차입금가치(이자발생부채)	2,838,736,115
		주주지분가치(시가총액)	13,485,257,500,000
Value of the Firm	14,056,929,373	한계조달금리	6.00%
(-)Value of the Debt	2,838,736,115		
Value of the Equity	11,218,193,258		
발행주식수	18,860,500		
영업가치	594,798		
삼성생명 주당 가치	116,646		
적정가치	711,444		
현재주가	715,000		
Expected rate of return	-0.50%		