



롯데쇼핑 (023530)

2008년 11월 7일

유통업

저평가 상태라도 모두 BUY는 아니다

Hold

Valuation

Target Price: 240,851

Price: 190,000

Margin of Safety: 27%

MktCap.(100mn): 55,182

ROE: 8.42%

ROA: 5.77%

Op.Magin: 7.75%

PER: 8.00

PBR: 0.63

Dividend Yield: 0.3%

Major Sh.Holder:

신동빈 14.59%

● 국내 유통업계의 선두주자로 안정적인 이익 유지

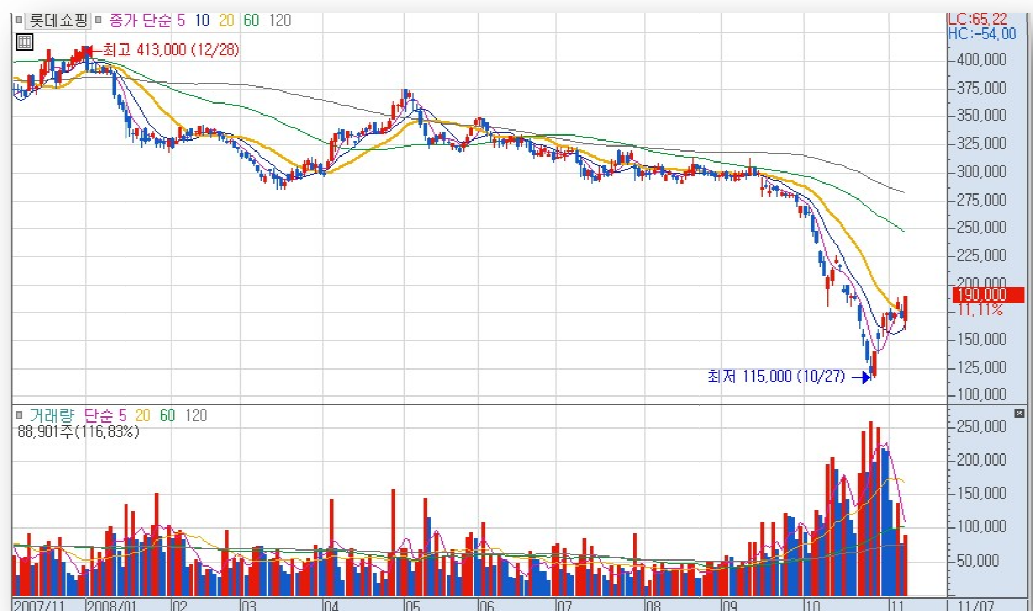
동사는 백화점 시장점유율 1위(42%)의 롯데백화점, 할인점 3위(13.4%)인 롯데마트를 거느리고 있는 전통적인 유통업계의 강자다. 2000년대 이후 할인점 시장의 급성장으로 인해 신세계 이마트가 급부상하며 동사와 총 매출액 기준 업계 1, 2위를 다투고 있다. 백화점 시장에서의 공고한 1위 지위를 바탕으로 한 안정적인 순이익의 확보가 가능하고, 할인점 매출액의 안정적인 증가가 기대된다.

● 공격적인 해외투자 - 성과는 아직 불투명

동사는 포화상태에 가까운 국내의 유통시장을 넘어 해외 유통시장으로 진출하고 있다. 특히 VRICs(베트남, 러시아, 인도네시아, 중국) 4개 국가에 중점적으로 진출하고 있는데, 이들 국가에서의 백화점 및 할인점 시장은 충분한 성장가능성을 가지고 있다고 판단된다. 하지만 현재 세계적인 경기침체가 예상되는 상황에서 공격적인 투자전략은 리스크가 될 염려도 있다.

● 경기침체로 인한 영향은 유통업 시장 대비 작음

세계경기 침체가 예상되는 상황에서, 동사의 매출 구조는 경기침체에 대해 비교적 안정적이다. 경기 변동에 민감한 백화점 부문에서는 고급화 전략을 통해 변동성을 낮추고 있고, 할인점 부문은 생필품이 주요 판매제품이기 때문에 전통적으로 경기 변동에 둔감하다.



기업분석 5팀
함병현, 이호진, 임이랑,
정원호, 황지연

I. 유통업계의 강자 - 롯데쇼핑

동사는 백화점과 할인점 시장에서 역량을 보유하고 있다

동사는 국내 유통소매업계에서 신세계와 함께 치열한 1, 2 위를 다투는 업체다. 백화점 부문과 할인점 부문이 매출에 있어서 90% 이상을 차지하고 있으며, 각각 "롯데백화점"과 "롯데마트"라는 브랜드로 영업 활동을 해나가고 있다. 롯데백화점은 2007 년 기준 매출액 7.8 조 원을 기록하면서 시장점유율 42%로 1 위 자리를 굳게 지켜왔다. 롯데마트는 2007 년 기준 매출액 3.8 조원을 기록하며 시장점유율 13.6%로 3 위를 기록하고 있다.

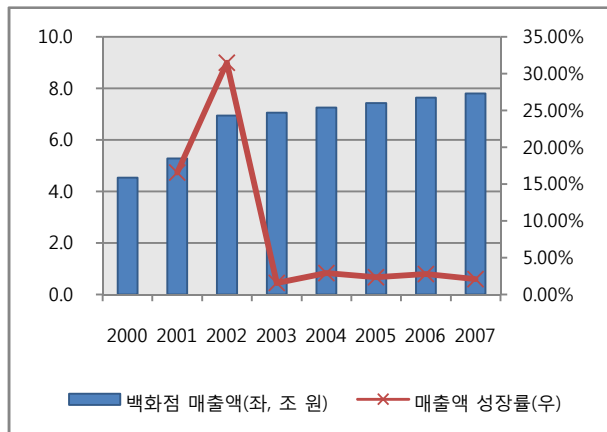
할인점에서 이마트가 급성장하며 유통업계 1위 자리가 신세계로 넘어갔다

동사는 2000 년대 초반까지 유통업계에서 총 매출액 기준 1 위 자리를 굳게 유지해왔지만, "이마트 신드롬"과 함께 할인점이 유통업의 새로운 성장동력으로 떠오르며 신세계에 1 위 자리를 빼앗기게 되었다. 기존에 보유하고 있던 롯데백화점의 브랜드 파워와 유통망을 활용하여 "롯데마트"라는 이름으로 뒤늦게 할인점 시장에 뛰어들었지만, 아직 신세계의 이마트와는 상당한 격차를 보이고 있다.

매출액 성장과 수익성 개선에 주목하여 분석을 진행한다

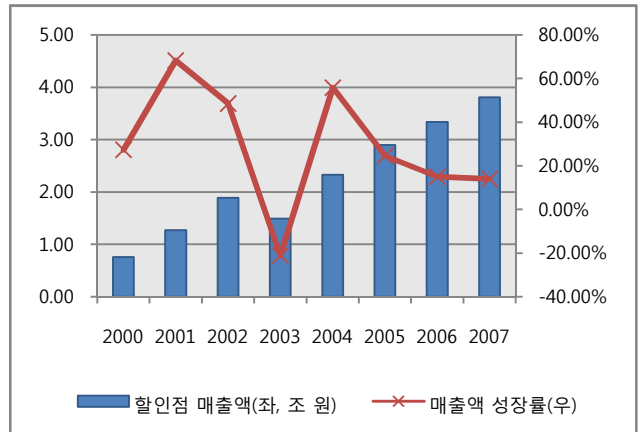
동사가 가진 백화점 부문과 할인점 부문은 이익창출을 위한 전략에서 차이점을 나타낸다. 백화점 부문은 매출액의 증가보다는 수익성의 개선에 전략의 초점을 맞추며, 할인점 부문은 박리다매를 통한 매출액의 증가에 집중한다. 따라서 앞으로의 분석은 "매출액 성장"과 "수익성 개선"이라는 두 가지 틀을 중심으로 진행하도록 하겠다.

그림 1. 동사 백화점 매출액 추이



자료: 통계청 및 동사 사업보고서

그림 2. 동사 할인점 매출액 추이



자료: 통계청 및 동사 사업보고서

II. 백화점 산업 - 안정적인 Cash Cow

1. 시장의 안정과 수요의 포화상태

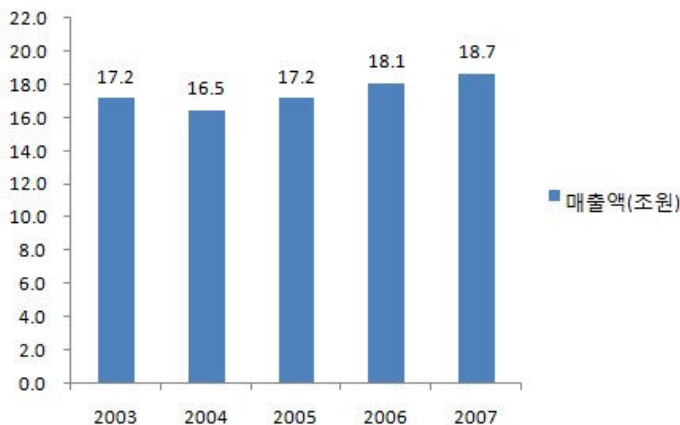
백화점 산업의 시장은 안정 상태이다

유통채널의 다양화, 할인점과 같은 저가 유통채널의 신장 등의 요인에도 불구하고 백화점 산업의 매출은 2005 년 이후 소폭 증가하였다. 백화점 산업의 총 시장 규모는 2007 년 18.7 조원, 2008 년 반기 9.6 조원을 기록하고 있으며 2005 년 이후에는 연 3% 수준의 성장률로 안정적인 매출을 유지하고 있다. 백화점 산업은 소위 업계의 Big3 라고 할 수 있는 동사의 롯데백화점과 현대 백화점, 신세계 백화점이 70% 이상의 시장을 점유하고 있는데 특히 동사는 40%가 넘는 시장 점유율로 부동의 1 위 자리를 지켜오고 있다. 시장의 70% 이상을 점유하고 있는 Big3 업체의 매출은 지난 5 년간 큰 변화가 없었고 시장 점유율 또한 그대로 유지 되고 있다. 즉, 3 개 업체가 과점을 이루면서 시장은 안정상태에 접어들고 있는 것이다.

백화점의 국내 시장 수요는 포화상태이다

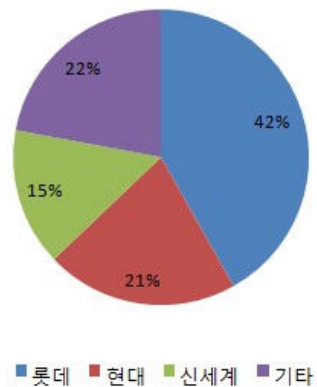
백화점 산업은 시장 수요가 이미 포화상태에 이르고 있다. 2000 년 110 개까지 증가했던 국내 백화점 점포 수는 2006 년에 87 개로 감소, 이후 현재까지 점포의 숫자에 변화가 없다. 마찬가지로 외환 위기 이후 국내 백화점의 총 매출 규모에는 큰 변화가 없었다. 서울과 수도권 지역 그리고 광역시와 같이 대규모 상권이 형성되는 지역에는 이미 각 업체의 다수 점포가 입점해 있다. 결국 상권을 장악하고 있는 점포에서의 매출은 크게 변화할 수 없기 때문에 추가적인 수요가 나타나지 않는 이상 산업의 총 매출은 유지 될 수 밖에 없는 것이다. 이에 각 사는 지방 중소도시의 상권 지역, 신도시와 주상복합지구 건설 계획 지역 등 잠재성을 가진 시장에 신규 출점을 계획하고 있으나 이에 따른 매출 증대의 가능성은 불확실하다.

그림 3. 백화점 산업의 시장 규모 추이



자료: 통계청

그림 4. 시장 점유율



자료: 통계청 및 각사 사업보고서

그림 5. 백화점 점포수 추이



자료: 통계청

그림 6. Big3 출점 계획

표 3. 과점 3사 백화점 출점 계획

	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
롯데쇼핑	스타씨티	광복점	청량리 김포	C-2	수원
현대백화점			대구 일산킨텍스	아산 청주	양재
신세계		센텀씨티 타임스퀘어		의정부역사	

자료: 각 사, 삼성증권

자료: 각사, 삼성증권

2. 효율적인 운영을 통한 수익성 개선이 경쟁력

현재 상태에서 백화점의 경쟁력은 효율적인 운영에 있다

Big3의 시장 점유는 2002년 이후 큰 변화가 없는 상황이므로 백화점 산업에서 시장확대 전략은 더 이상 의미가 없다. 수요가 포화상태에 이르고 과점에 의해 안정세에 접어든 시장을 고려했을 때 백화점 산업에서의 경쟁력은 효율적인 운영에 있다. 백화점의 매출은 의류나 신변잡화일용품이 대부분이므로 소비심리에 의해 영향을 받는다. 따라서 백화점 산업은 경기 변동에 민감하게 반응할 수 밖에 없다. 결국 백화점 운영에서의 효율성은 이러한 경기 변동의 영향을 제거하는 것이 초점이다. 경기 변동의 영향을 제거하면서 운영의 효율성을 제고 하기 위해 백화점이 취할 수 있는 방향은 두 가지로 나누어 생각해 볼 수 있다. 첫째, 적절한 고급화 전략을 취함으로써 수익성을 높이는 것. 둘째, 비용을 절감함으로써 영업이익을 제고하는 것이다.

경쟁력 제고를 위해 고급화 전략과 비용 절감 전략을 취할 수 있다

먼저 고급화 전략은 차별화된 고가의 상품을 통해 고소득층의 수요를 이끌어 낼 수 있고, 상대적으로 매출원가를 감소시키는 효과가 있다. 다시 말해, 고가 상품 판매는 경기 변동에 영향을 받지 않으면서 수익성을 높일 수 있는 방법이 되는 것이다. 비용절감 전략을 취할 경우 다점포를 통해 각종 비용을 절약함으로써 효율적인 운영이 가능하다. 백화점 산업에서 다점포는 규모의 경제를 성립시키는데, 일정수준 이상의 다점포를 구축한 경우 공동 관리를 통해 인건비, 광고비, 판촉비, 일반관리비 등의 비용을 절감할 수 있다. 이와 더불어 다점포의 구축은 입점업체에 대한 구매협상력(buying-power)강화로 수수료율을 인상시켜 원가율[매출원가/

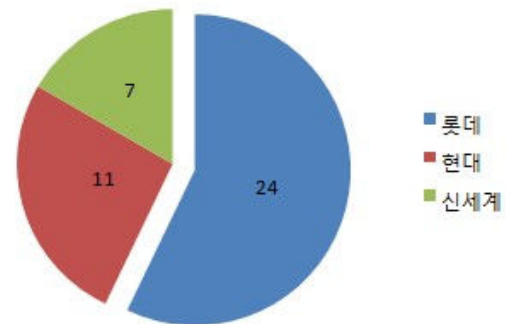
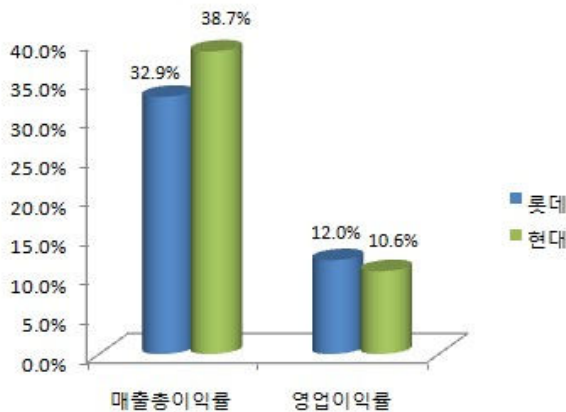
매출]의 낮출 수 있다.¹

3. 경쟁력을 갖춘 동사의 전략

동사는 고급화 전략과 비용 절감 전략을 동시에 추구하고 있다.

동사의 전략은 업계 2 위의 경쟁사인 현대백화점의 고급화 전략과 차이를 보이고 있다. 경기 변동에 대한 매출액 민감도 분석에서 두 경쟁사는 민간소비증감률에 대하여 백화점 시장 평균보다 덜 민감한 반응을 나타냈다. 이는 두 경쟁사가 경기 변동에 영향을 제거하는 고급화 전략을 실행하고 있음을 의미한다. 그런데 현대백화점의 2007년 기준 매출 총이익률이 38%, 이에 대해 동사는 32% 수준임을 감안할 때 현대백화점이 상대적으로 고급화 전략에 치중하고 있음을 알 수 있다. 그러나 영업이익률에 있어서는 동사가 12%, 현대백화점이 10.6%로 동사가 비용절감에 대해서 우위를 보이고 있다. 매출 총이익률이 경쟁사에 비해 낮음에도 영업이익률이 더 높은 것은 동사가 백화점 업계에서 가장 많은 24 개의 점포를 보유하고 있기 때문이다. 결국 동사는 다점포의 구축으로 경쟁사에 비해 비용을 크게 절감하고 있는 것이다.

그림 7. 롯데와 현대의 백화점 매출총이익률과 영업이익률('07) 그림 8. Big3 백화점 점포수



자료: 삼성증권 리서치센터

자료: 각사 사업보고서

4. 입점 지역에 대한 선점 효과

백화점 매출은 입점 위치와 상권 선점에 영향을 받는다

백화점 매출액을 결정하는 가장 중요한 요소는 입점 위치다. 주변 상권의 크기와 구매력에 따라 매출액이 크게 변하기 때문에 예전부터 백화점 시장의 경쟁에서는 주요 부지의 확보가 관건이었다. 그리고 백화점의 신규 출점에는 확정된 부지에서 상권을 조사하는 과정을 거치게 되는데 인구, 소득 수준, 소비수준, 소비 취향, 교통 여건들을 분석한다. 이 때, 중요한 것은 이렇게 분석된 상권 지역을 선점하는 것이다. 과거 백화점업계에서는 이러한 입점 위치 선점에 대한 경쟁이 지속되어왔던 것이 사실이다.

¹ 한신평 백화점 산업 보고서

동사는 좋은 입점 위치와 상권의 선점으로 미래에도 안정적인 매출이 예상된다

동사는 입점 위치와 선점에 대한 경쟁 구도에서 압도적인 우위를 지켜왔다. 전국 백화점 점포를 매출액 순위에 따라 5 위까지 나열하였을 때, 그 중 1, 3, 4 위(2007년 기준)가 롯데백화점이다. 백화점 점포별 매출에서 가장 많은 비중을 차지 하는 서울 본점과 부산 본점은 각각 시가 중심지의 상권을 선점함으로써 안정적인 매출을 올리고 있다. 또한 이러한 양상은 백화점 매출을 올릴 수 있는 전국의 상권 중에서 이미 가장 좋은 입점 위치를 확보했다는 반증이 되는 것이다. 좋은 입점 위치와 상권에 대한 선점 효과 때문에 경쟁사들은 동사에 대하여 진입 장벽을 가질 수 밖에 없다. 결국 동사가 확보한 현재의 우월한 상권은 미래에도 백화점 매출의 든든한 버팀목이 되어줄 것으로 판단된다.

그림 9. 백화점 업계 매출 상위 5 점포

■ 백화점 업계 매출 상위 5위 점포 (단위: 원)

	2004년	2005년	2006년	2007년
1위	롯데 본점 1조 1500억	롯데 본점 1조 2300억	롯데 본점 1조 3100억	롯데 본점 1조 3300억
2위	롯데 잠실점 7380억	롯데 잠실점 7500억	롯데 잠실점 7560억	신세계 강남점 7673억
3위	롯데 부산점 7220억	롯데 부산점 7430억	신세계 강남점 7520억	롯데 부산점 7540억
4위	신세계 강남점 6634억	신세계 강남점 7277억	롯데 부산점 7510억	롯데 잠실점 7520억
5위	현대 본점 5444억	현대 무역센터점 5877억	현대 무역센터점 6050억	현대 무역센터점 6320억

• 롯데 본점은 본점+영플라자+에비뉴엘+롯데닷컴의 일부
 • 신세계 강남점은 스타슈퍼 제외, 현대 무역센터점은 영플라자 포함
 <자료: 각 업체>

그림 10. Big3 백화점 점포수

순위	지역	점포	매출액
1	서울	롯데백화점 본점	1조 3030억
2	서울	신세계 강남점	7673억
3	부산	롯데 부산본점	7540억
4	서울	롯데 잠실점	7520억
5	서울	현대 무역센터점	6320억
6	서울	현대 대구점	6015억
7	인천	신세계 인천점	5500억
8	서울	신세계 본점	5300억
9	성남	분당 삼성플라자점	5290억
10	서울	현대 목동점	5215억

자료: 각 업체

자료: 각 업체, 리서치 5 팀

5. 대등한 마케팅 경쟁

백화점 산업에서 고객 유치를 위한 마케팅 또한 중요한 요소이다

앞에서 동사의 백화점 사업이 고급화 전략과 비용절감 그리고 우월한 상권에의 입점으로 경쟁사에 대해서 상당한 경쟁우위를 확보했음을 언급했다. 그러나 백화점 업계에서 지속적인 경쟁력을 갖추기 위해서는 적절한 마케팅 전략이 뒷받침 되어야 한다. 백화점 산업에서 고객 유치는 매출액에 직접적인 영향을 줄 수 있으므로 업체별로 이에 대한 마케팅 경쟁이 진행되고 있는 상황이다. 동사와 동사의 주요 라이벌인 현대 백화점, 신세계 백화점은 각각 고객 차별화 서비스와 우수고객 유치를 위한 맞춤 서비스인 '컨시어지 서비스(Concierge Service)'를 실행 중에 있다.

업계 Big3는 마케팅 전략은 차별화되어 있으나 거의 대등한 경쟁상태에 있다

동사의 경우 명품 고객, 우수 고객에 대하여 차별화된 멤버십을 제공함으로써 우수 고객 유치에 힘을 기울이고 있다. 경쟁사인 현대 백화점은 우수고객에 대해 식당과 공연, 항공권 예약 및 호텔 숙박 예매 등의 서비스를 제공하고 있고 신세계 백화점은 쇼핑과 선물상담, 브랜드 전문가와의 쇼핑예약 서비스 등 쇼핑과 관련된 토털 서비스 제공하고 있다. 우수 고객 유치에 대한 차별화 전략은 업체별 특성이

**동사는 앞으로도 업계
1위의 지위를 유지할
것이다**

뚜렷하기 때문에 비교가 불가능하나 거의 대등한 경쟁 상태에 있다. 또한 공통적으로 정기적인 세일, 백화점쇼핑과 연계 될 수 있는 문화센터 운용 등의 마케팅을 진행하고 있다.

지금까지의 분석을 고려했을 때, 동사는 일정한 경쟁우위를 갖추고 있으면서 대등한 마케팅을 펼치고 있다. 또한 백화점 시장의 수요가 포화상태에 접어들고 Big3의 과점상태에 의해 시장이 안정 상태에 있다는 점을 감안할 때 현재 동사의 위치는 확고하다고 볼 수 있다. 따라서 동사의 백화점 사업은 앞으로의 경쟁에서도 업계 1위를 지속할 것으로 예상 된다.



Ⅲ. 할인점 시장 - 단기간 매출성장 가능

할인점은 매출액 증가를 통한 수익창출에 초점을 맞춘다

매출 관점에서 살펴볼 때 할인점 산업은 백화점과 두 가지 차이점을 보인다. 첫째, 할인점은 매출 구성에서 필수품이 차지하는 비율이 높아 경기변동에 영향을 덜 받는다. 둘째, 할인점은 기본적으로 EDLP(Every Day Low Price)를 주요 전략으로 하기 때문에 원가 비중이 높고 매출 이익률은 낮은 수준을 유지한다. 따라서 할인점 산업은 고가 상품을 통한 수익성 확보에 주력하는 백화점 산업과는 달리 상대적으로 매출액 증가를 통한 수익 창출에 집중하는 경향을 보인다.

1. 국내 할인점 현황과 경쟁 양상

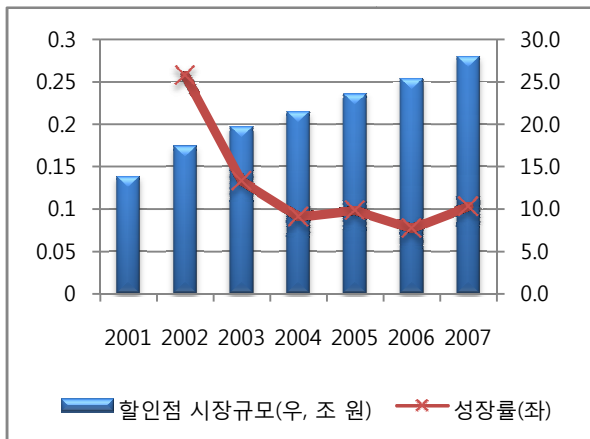
국내 할인점 시장 규모는 지속적으로 증가해왔다

국내 할인점 시장은 1993년 대형마트 국내 1호 점인 창동 이마트가 개점 한 이래로 주요 할인점들의 경쟁적인 점포 신설을 통해 확장돼 왔다. 대형마트는 재래시장과 영세 슈퍼마켓의 수요를 빨아들이면서 급속히 발전했으며 할인점 시장이 발달하면서 더욱 복잡화·대형화 되어왔다. 1996년 유통시장이 개방되면서 홈플러스, 까르푸, 월마트를 포함한 외국 대형마트들이 국내 할인점 시장에 진출하였다. 통계청 자료에 따르면 국내 대형마트 시장은 연간 약 8~10%의 성장률로 꾸준히 증가 추세에 있으며 2008년 현재 총 국내 할인점 총 점포 수는 401개, 시장의 규모는 약 31조 3천억 원에 이른다.

시장점유율은 이마트, 홈플러스, 롯데마트 순이다

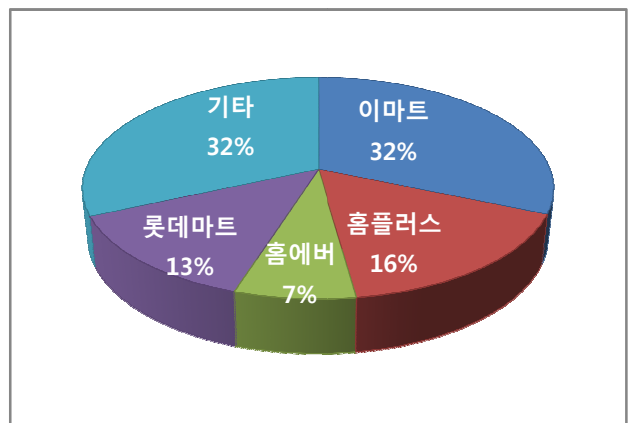
국내 할인점 시장을 장악하고 있는 대형마트는 이마트, 홈플러스, 롯데마트다. 그 중에서도 할인점 시장의 선두주자는 신세계 소속의 이마트이며 점포 수 112개, 2007년 기준 7조 5천억 원의 매출을 기록했다. 할인점 부문에 주력을 기울이고 있는 신세계 전체 그룹 매출의 약 90%를 차지하는 금액이다. 이마트의 뒤를 잇고

그림 11. 할인점 시장규모와 성장률



자료: 통계청

그림 12. 할인점 시장점유율(2007년)



자료: 통계청

있는 업체는 홈플러스로 2007년 기준 약 4조 원의 매출을 올렸다. 홈플러스는 2008년 이랜드 계열 홈에버 인수를 발표하면서 기존 보유 점포 66개에 홈에버 점포 36개를 추가, 총 102개의 유통망을 갖게 되었다. 롯데마트는 2008년 상반기까지만 해도 홈플러스와 경쟁구도에 있었지만 홈에버 인수 대상자 선정에 실패하면서 사실상 업계 3위를 면치 못하게 되었다. 2007년 기준 총 점포 수 56개, 매출액은 3조 8천억 원을 달성했으며 이는 롯데쇼핑 전체 매출액의 약 40%에 달하는 금액이었다.

2. 할인점 매출액 분석 - 점포 증설 경쟁에서 이겨야 한다

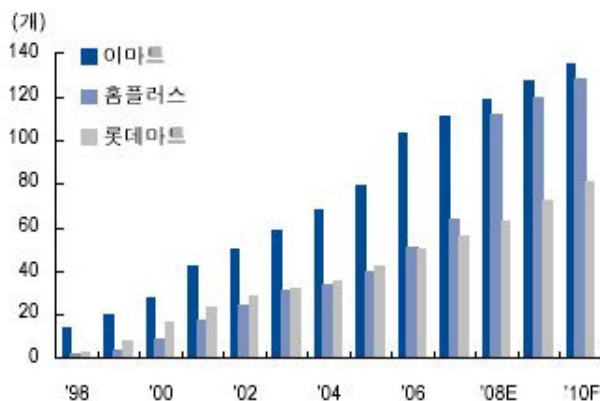
할인점 산업은 원가비중이 높은데다가 저가정책을 표방하고 있기 때문에 사실상 매출총이익률이 낮은 수준에 머물러 있다. 따라서 박리다매의 형태로 많은 매출을 올림으로써 자산회전율을 높여 이익을 끌어올려야 한다.

1) 점포 증설 경쟁

매출을 증가시키는 가장 확실한 방법은 신규 상권에 새로운 점포를 개설하는 것이다. 할인점은 백화점에 비해서 낮은 수준의 소비수준 혹은 구매력을 필요로 하기 때문에 비교적 중소규모의 도시에서도 수익 창출이 가능하다. 따라서 아직 할인점이 존재하지 않는 지방도시 및 수도권 외곽의 틈새시장을 공략하는 전략을 각 사가 공통적으로 펼치고 있다.

이러한 점포 증설을 위해서는 부지 확보가 필수적이다. 할인점은 3000평 이상의 대형 부지를 필요로 하기 때문에 주요 상권의 부지를 누가 먼저 선점하는가가 매출 경쟁에 있어 결정적이다. 부지 확보에 있어서 가장 성공적인 결과를 보이고 있는 곳은 신세계 이마트다.

그림 13. 할인점 Big 3 점포수 추이



자료: 사업보고서, 우리투자증권 리서치센터

그림 14. 할인점 Big3 주요 지표 (2007년)

업계 순위	1	2	3
매장 수	112	66	56
2007년 매출액	7.5 조 원	4 조 원	3.8 조 원
영업이익률	8.1%	3.5%	2.7%

자료: 각 사

이마트는 할인점 시장이 급속도로 커지고 있던 90년대 후반에 신속하며 정확한 의사결정으로 할인점 부동의 1위 업체로 자리잡았다. IMF 외환위기 당시 경쟁사들은 긴축정책을 펼쳤지만, 신세계는 그와 반대로 공격적인 확장정책을 통해 전국 주요상권의 점포 부지를 미리 확보함으로써 시장선점효과를 이끌어냈다.

부지 부족에 시달리던 홈플러스와 동사는 홈에버 인수에 열을 올렸다. 까르푸 인수로 사업을 시작했던 이랜드 계열 홈에버가 전국에 걸쳐 약 36개의 매장을 확보하고 있었기 때문이다. 결과적으로 홈플러스가 홈에버를 인수하기로 확정하면서 홈플러스는 단기간에 추가 매장 확보가 가능해졌다. 반면 동사는 할인점 점포 수 측면에서 열세를 면치 못하게 되었다.

현재 주요 3사는 역사, 경기장, 주상복합단지에 입점하는 등 할인점보다 작은 부지를 필요로 하는 SSM(Super Supermarket) 형태의 점포를 증설하며 틈새시장을 공략하고 있다. 수도권 및 서울 내 대규모 할인점 건설 용지를 추가적으로 확보하기가 힘들어진 까닭이다. 현재 이마트와 홈플러스는 각기 두 곳에, 롯데마트는 공덕동 롯데캐슬프레지던트 한 곳에 신규 점포를 개설할 예정이다.

동사는 할인점 신규 입점에서 상대적으로 이마트와 홈플러스에 뒤지고 있다. 이에 대한 대안으로 동사는 지방 중소도시에 입점을 적극 추진 중에 있으며 최근 들어 주목을 받고 있는 SSM 시장에 있어서도 우위를 점하기 위한 노력을 계속하고 있다. 동사의 할인점 매출액은 2004년 55%, 2005년 24.6%, 2006년 15%, 2007년 14%를 기록하면서 지속적으로 감소해 왔다. 하지만 동사는 2012년까지 매년 최소 한 두 점포 가량 지속적인 신규 오픈을 계획 중이다. 따라서 지난 3년과 비슷한 수준의 약 연간 10~15%의 매출액성장률을 나타낼 것으로 전망된다.

3. 할인점 수익성 분석: 원가절감과 PB가 경쟁력!

원가절감과 자체브랜드 육성이 수익성 개선에 관건이 되고있다

할인점 산업의 수익성에 직접적으로 영향을 미칠 수 있는 요소는 두 가지로 규모의 경제를 통한 원가 절감과 자체브랜드 육성이 바로 그것이다.

1) 규모의 경제

큰 몸집은 영업이익률 증대에 효과적이다

할인점의 점포수가 증가하고 매출액이 늘어나면 할인점의 공급업자에 대한 협상력 Bargaining Power은 증가한다. 공급업자에게는 다수의 점포와 유통망을 보유하고 있는 업체에게 납품 하는 것이 매출과 직결되기 때문이다. 이는 제품의 납품가를 결정하는 데 할인점에게 유리하게 작용, 할인점은 낮은 가격에 제품을 공급받을 수 있어 결과적으로 원가를 절감할 수 있다. 결국 할인점은 규모의 경제를 실현함으로써 원가 절감과 동시에 수익성 개선을 이뤄낼 수 있는 것이다. 2007년 기준 이마트와 롯데마트를 비교해 보면, 국내 112개의 점포를 보유하고 있는 업계 1위 이마

트의 영업이익률은 8.1%인 반면 점포 수 66개의 홈플러스는 3.5%였다. 총 56개의 점포를 보유한 롯데마트의 영업이익률은 2.7%에 불과했다.

2) PB^{Private Brand}

PB란 대형마트와 같은 유통업체가 상품을 기획해 제조업체에게 생산을 주문한 뒤 자체상표를 붙여 파는 것을 말한다. PB의 반대개념은 NB^{National Brand}로 유명 제조업체들이 자체 육성해 판매하는 브랜드를 통칭한다. PB는 할인점이 기존에 보유하고 있는 유통 채널과 브랜드를 통해 판매되기 때문에 마케팅, 유통 등을 위한 추가적 비용이 발생하지 않아 일반적으로 NB상품보다 20~40% 저렴하다.

PB경영 역량에 따라 수익은 달라진다

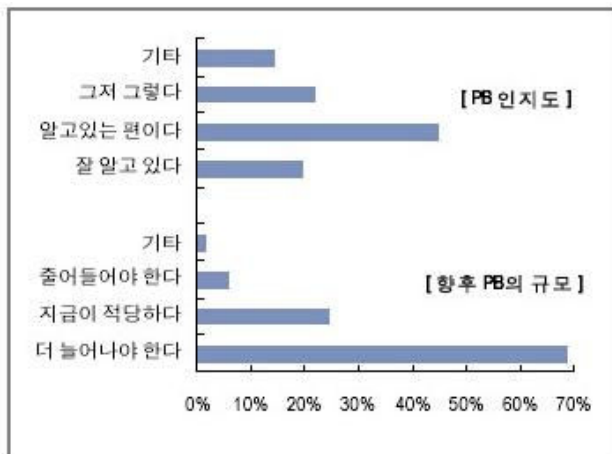
효과적인 PB관리는 할인점으로 하여금 지속적인 경쟁력 창출의 원천이 될 수 있다. 할인점이 직접 기획하는 이유로 각자의 역량에 따라 가격을 낮출 수 있는 폭이 달라지기 때문이다. 일반적으로 유통시스템이 선진화 될수록 가격을 낮출 수 있는 여지는 커진다. 또한 상품 구색이나 품질의 측면에서도 영향력을 발휘할 수 있어 할인점은 소비자들에게 좋은 품질의 상품을 낮은 가격에 제공할 수 있다. PB의 마진율은 일반적으로 NB보다 3~5% 높다. PB매출의 증가는 결국 수익성의 증가를 의미하기 때문에 주요 3사는 PB 매출 비중을 늘리기 위한 노력을 계속하고 있다.

주요 3사는 수익극대화 위해 PB 비중을 늘리고있다

주요 3사의 PB 수와 PB 품목 수는 할인점 시장의 점유율과 같은 순위를 보이지만 상대적으로 홈플러스가 PB상품 비중에서 가장 높은 수치를 기록하고 있다. 주요 3사는 공통적으로 수익구조개선을 위해 매출액 대비 PB비중을 늘리고 있으며 2008년 현재 동사는 PB비중을 이미 20%까지 늘린 상태다.

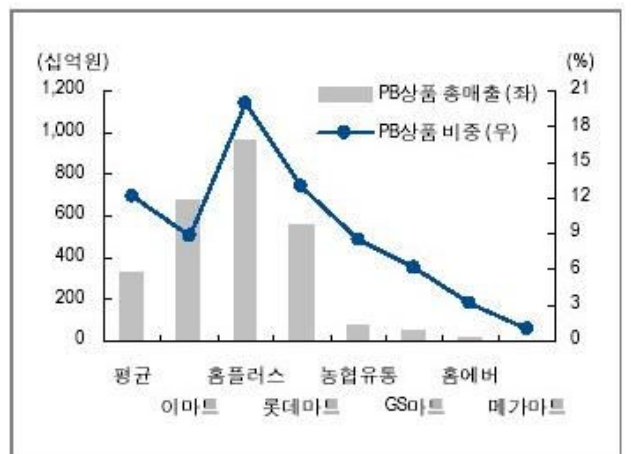
주요 3사의 PB정책은 비슷해 보이지만 각기 다르다. 이마트는 18개의 PB를 통해 다양한 제품을 저렴한 가격에 제공한다. 보통 PB는 중소기업체와 협력해 생산하기

그림 15. 국내 소비자들의 PB에 대한 인식



자료: 한국소비자원

그림 16. 국내 할인점들의 PB상품 비중 현황



자료: 한국소비자원

때문에 소비자들은 품질에 대해 의구심을 갖는 경우가 많은데 이마트는 샘표, 빙그레와 같은 업계 1위의 제조회사들과 PB계약을 맺었다. 높은 품질의 자체 브랜드를 기획해 품질의 고급화를 꾀하고 있는 것이다. 반면 홈플러스는 최근 들어 원자재 상승으로 소비자 물가가 치솟는 동안 1,000억 원을 들여 생필품의 가격을 10~12%대폭 인하했다. 홈플러스 PB제품들의 가격 경쟁력을 체감할 수 있게 하기 위한 전략이다. 동사는 중소기업과의 상생경영을 한다는 취지의 MPB Manufacturing Private Brand 상품을 도입했다. 롯데 브랜드와 중소기업 브랜드를 함께 표기함으로써 중소기업이 지속적으로 물건을 납품할 수 있는 활로를 마련, 브랜드 경쟁력을 강화하기 위해 유통업체가 도움을 주겠다는 목적이다.

동사는 업계 1, 2위의 이마트나 홈플러스에 비해 점포수가 많지 않아 규모의 경제를 통한 원가 절감을 이뤄내는 데에는 한계를 지닌다. PB 전략에 있어서도 경쟁사들과는 다르게 직접적으로 소비자에게 효용을 주는 측면이 적어 그 효과가 긍정적으로 나타날 지 의문이다. 동사는 롯데시네마를 할인점 내에 입점시키는 등 복합쇼핑몰로의 변화를 추진, 스스로를 경쟁자들과 차별화 하려는 노력을 계속하고 있다. 그에 대한 긍정적 효과가 얼마나 발생할 지는 시간을 두고 지켜봐야 할 일이다.

그림 17. 국내 Big3 할인점의 PB상품 현황

	이마트	홈플러스	롯데마트
PB 수	18	9	14
대표 PB	E-PLUS	좋은상품	와이즈렉
품목 수 (개)	15,000	10,000	6,600
PB매출액 (억 원)	9,200	10,000	5,600
2007년 매출대비 비중	9%	20%	13%

자료: 각 사, 한국경제

IV. 롯데쇼핑 해외진출

1. 유통업의 해외진출

국내 유통시장은 포화되어 더 이상 매출의 성장을 기대하기 힘들다

국내 유통시장은 포화상태이다. 백화점의 경우에는 시장성장률이 2%수준에 머물고 있어 인플레이션율을 고려할 때 이는 성장이 멈춘 것이라 생각해도 무방하다. 할인점의 경우에는 연평균 10%의 시장성장률을 보이고 있으나 이미 주요 도시에는 1개 이상 할인점이 입점해 있는 상태이기에 조만간 포화될 조짐이다. 이처럼 국내시장의 성장세가 둔화되고 있어 더 이상 매출 성장을 기대하기 힘든 상황이기 때문에 유통업계들은 해외진출에 무게를 두고 있다.

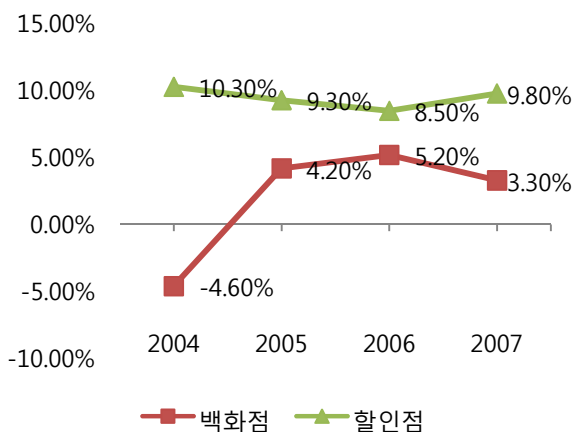
해외시장은 앞으로 무한한 성장가능성이 존재한다

동사 역시 해외 유통시장을 개척하는데 적극적이다. 특히나 VRICs(베트남, 러시아, 인도네시아, 중국)에 활발히 진출하고 있다. 이 4개국은 인구수가 많고, 앞으로 성장한 가능성이 큰 시장이다. 특히 인도네시아는 할인점 시장규모 성장성이 연 30%이고, 아직 할인점의 소매시장 점유율이 8%밖에 안 되는 상황이다. (대한민국은 할인점 소매시장 점유율이 40%) 그러기에 동사는 큰 기대를 가지고 VRICs에 진출하고 있다.

동사는 글로벌 경기침체를 극복할 노하우를 IMF를 통해 획득했다

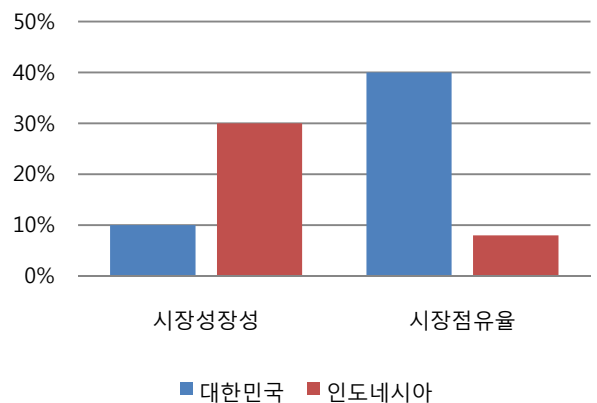
글로벌 경기 침체로 유통업은 상황이 좋지 않다. 성장가능성은 크지만 세계적 경기 침체 상황에서 VRICs 역시 안전하진 못하다. 이런 상황 속에서 동사가 공격적으로 해외진출에 열을 올리는 이유는 이미 국내에서 IMF를 경험해 보았기 때문이다. 동사는 1998년 IMF를 통해 획득한 노하우를 바탕으로 지금과 세계적 침체 상황에서도 잘 극복해 VRICs시장에서도 선전할 것으로 기대 된다..

그림 18. 국내 백화점과 할인점 시장의 변화추이



자료: 통계청

그림 19. 대한민국과 인도네시아의 시장분석



자료 : Reaserch 5팀

2. 동사의 해외진출 현황

1) 백화점

백화점과 할인점은 VRICs에 진출하였다

2007년 9월 동사는 러시아 모스크바에 백화점을 열었다. 이는 백화점 업계에서 첫 해외진출이다. 동사는 모스크바 1호점을 시작으로 모스크바 시내 추가 출점은 물론 러시아 제 2도시 상트페테르부르크까지 점포 수를 늘려나갈 계획이다. 또한 2008년 8월에 베이징 에 해외 2호점은 개점하였고, 베트남 호치민과 하노이에 올해 말 해외 3,4호점을 개점할 예정이다.

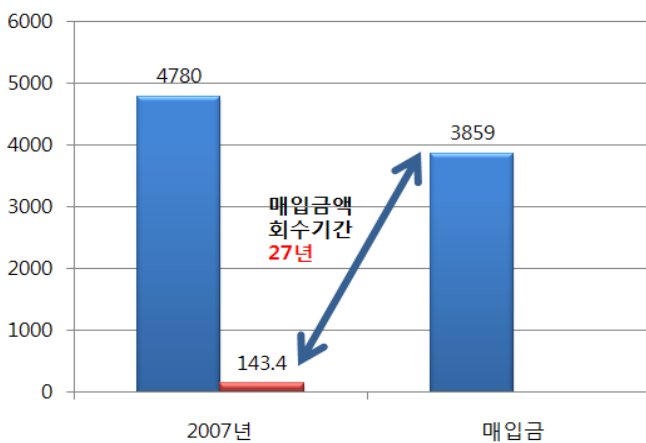
2) 할인점

할인점은 지난해 12월 네덜란드계 할인점 마크로를 인수해 해외진출의 발판을 마련하였다. 그래서 중국에는 8개 인도네시아는 19개의 점포를 획득했다. 또한 올해 말 호치민에 롯데마트 1호점을 오픈할 예정이다. 그리고 호치민, 하노이를 중심으로 점포 출점을 15~20까지 늘릴 계획이다.

리스크가 존재하고 동사는 아직 그런 위험요소를 잘 헤쳐나가지 못하고 있다

그런데 위와 같은 기대를 안고 2008년 10월에 인수한 마크로(인수금액 : 약 3859억 원)에는 리스크가 존재한다. 동사가 마크로를 인수하기 전체인 2007년 마크로의 매출액은 4780억 원이었다. 이와 같은 추세로 마크로의 매출세가 계속된다 가정하고 마크로의 이익률이 동사의 할인점 이익률과 동일한 3%정도라 예측하고 계산해 보면 인수금액을 회수하는데 걸리는 기간은 27년이다. 비록 VRICs의 매출성장세가 기대된다 할지라도 마크로 인수금액은 그 가치보다 비싸다고 여겨진다. 또한 백화점의 경우 해외 1호점인 모스크바점이 연매출 35억 원으로 매년 70억 원 정도의 순손실을 내고 있다. 이를 통해 동사의 해외진출 성과가 부진하다는 것을

그림 20. 마크로 인수금액 회수에 걸리는 기간(억원)



자료: Research 5 team

그림 21. 동사 해외진출 계획

롯데백화점이 검토 중인 해외 점포(2012년까지)

국가	도시
중국	베이징, 상하이, 톈진, 선양, 칭다오, 청두, 광저우 등
인도	벵갈루루, 하이데라바드, 뉴델리
러시아	모스크바, 상트페테르부르크
베트남	하노이, 호찌민

자료 : 중앙일보

알 수 있다.

해외진출은 앞으로 동
사의 성장 동력이라
여겨진다

이렇게 불확실한 투자와 부실한 실적에도 불구하고 5팀은 해외진출을 긍정적으로 평가하는 바이다. 마크로의 매출액이 전년대비 약 15.8%상승하는 등 해외분점의 매출이 성장하는 추세이고, 앞에서도 말했듯이 아직 백화점과 할인점이 많지 않은 해외시장을 미리 선점하는 것은 다른 경쟁자의 시장 진입을 미연에 방지하는 효과를 가져오기 때문이다. 또한 더 이상의 성장세를 기대할 수 없는 국내시장과 반대로 큰 성장이 예상되는 VRICs에서 동사가 미리 시장에 진입함으로써 고객에게 브랜드를 인지시킬 수 있는 등 다양한 이점이 있기에 해외진출이 앞으로 동사의 성장 동력이라 여겨진다..



V. Risk Factor: 경기부진에 따른 위험

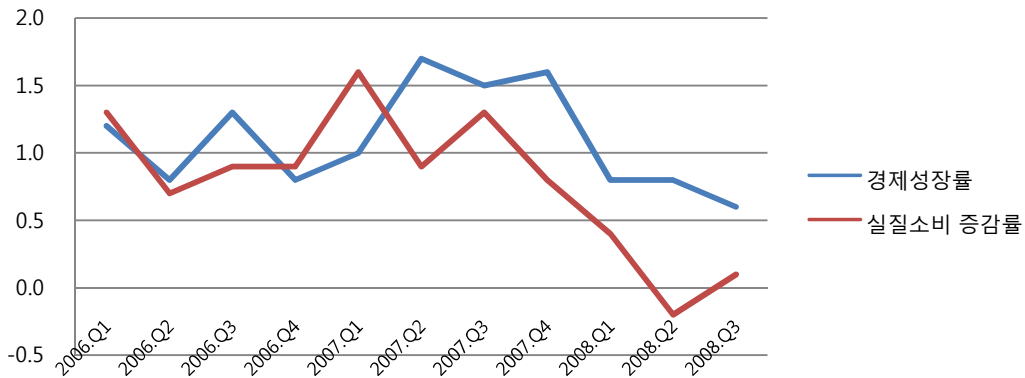
향후 소비둔화가 예상된다

최근 유통 시장에서의 가장 큰 위험 요소는 경기 불안으로 인한 소비 둔화 우려이다. 위의 그래프를 보면 알 수 있듯이 2008 년이 시작되면서 여러 거시환경의 악재가 겹쳤고 이는 경제성장 악화 및 소비증감률 하락으로 이어지고 있다. 이러한 소비둔화 현상은 유통 시장에 직접적인 타격을 줄 수 있다.

백화점이 할인점보다 경기변동에 큰 영향을 받는다

현재 확실시 되고 있는 소비둔화현상은 할인점 시장보다는 백화점 시장에 더 큰 타격을 줄 것으로 예상된다. 아래 민간 소비지출 증감률과 백화점, 할인점 매출 증감률 추이를 비교한 그림을 봐도 알 수 있듯이 백화점이 상대적으로 경기변화에 영향을 더 많이 받는다. 직관적으로 생각해보면 두 시장에서 다루는 상품 특성의 차이에서 그 원인을 찾을 수 있다. 앞서 언급했듯이 백화점은 상대적으로 고가 상품을 다루고 의류, 패션잡화 상품이 매출에서 큰 비중을 차지한다. 반면 할인점은 저가 상품을 주로 다루고, 매출에서 생필품이 상당한 부분을 차지한다. 소비자들이 소비를 줄일 때 저가 품목보다는 고가 품목에서, 생필품보다는 다른 상품의 소비를 먼저 줄일 것으로 예상할 수 있으므로 현재의 경기둔화는 백화점시장에 더 큰 타격을 줄 것으로 예상할 수 있다. 그러면 이제 각 시장에서 동사와 경쟁사들이 경기예민감한 정도를 측정하고 향후 시장 상황에 어떻게 영향을 받을지 예측해보겠다.

그림 22. 소비 둔화 경향



자료: 한국은행 경제통계시스템

그림 23. 소비지출과 백화점 매출 추이

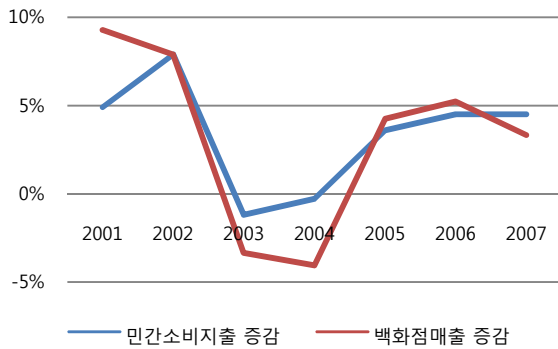
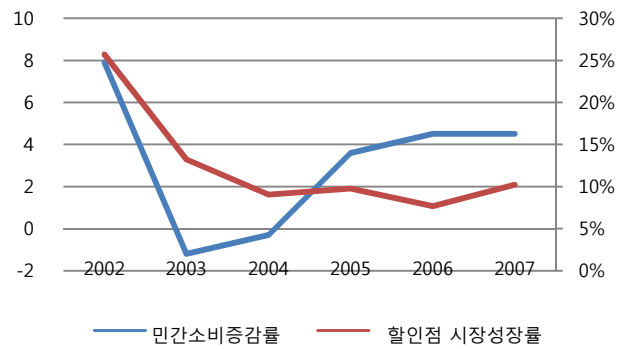


그림 24. 소비지출과 할인점 매출 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템 및 통계청

자료: 한국은행 경제통계시스템 및 통계청

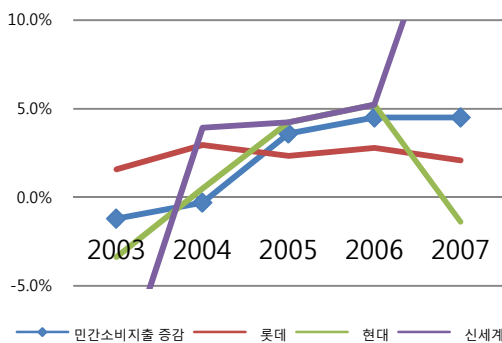
1. 경기변동에 민감한 백화점 시장

동사의 백화점 매출은 경기변동과 상관관계가 낮고 변동성도 안정적이다

앞서 언급했듯이 백화점 시장은 경기에 매우 민감하게 반응한다. 2001년부터 7년간 백화점 시장 매출성장률과 민간소비증감률의 상관계수는 0.92로 매우 높은 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 하지만 동사 및 경쟁자인 현대백화점, 신세계의 백화점 매출은 전체시장보다는 경기에 덜 민감한 것으로 나타났다. 그 중에서도 동사의 백화점 매출이 상관계수 0.71로 가장 낮았고 현대백화점이 0.76으로 가장 높은 수치가 측정되었다(신세계는 0.72). 또 경쟁사의 백화점 매출성장률 추이를 나타낸 그림을 보면 동사는 변동성도 경쟁사보다 낮은 것을 확인할 수 있다.

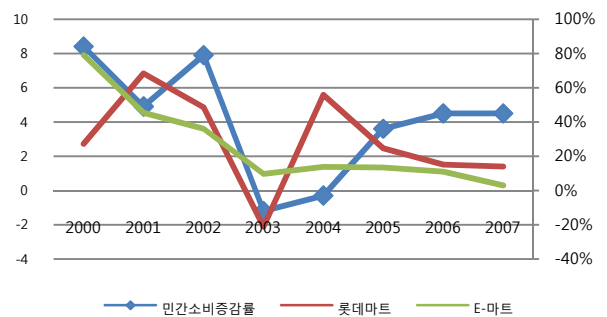
매출 점유율이 시장의 80%에 달하는 주요 3사가 시장 전체보다 경기에 둔감한 이유는 다음과 같이 생각해볼 수 있다. 주요 3사는 다른 영세한 기업보다 규모의 경제를 실현할 수 있다. 이는 어느 정도의 비용 안정화를 가능하게 하고 그 만큼 고객소비 정도의 영향을 줄일 수 있다. 또 최고가 상품일수록 대상 고객의 특성 때문에 반대로 경기에 둔감하다고 알려져 있다. 이러한 점들의 영향으로 주요 3사의 매출과 경기변동과의 상관관계는 비교적 낮고 업계 1위로 점유율이 40%에

그림 25. 경쟁사 백화점 매출성장률 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템 및 통계청

그림 26. 소비지출과 경쟁사 할인점 매출 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템 및 통계청

동사의 할인점 매출은 경기변동과의 상관관계는 낮지만 변동성이 크다

달하는 동사가 가장 영향을 적게 받을 것을 예상할 수 있다.

2. 경기변동에 상대적으로 둔감한 할인점 시장

할인점 시장의 경우 경기변동과의 상관계수는 0.54 로 어느 정도의 상관관계는 존재하나 그 정도가 상대적으로 적게 나타났다. 시장 1 위인 E 마트(신세계)의 상관계수는 0.55 로 시장과 거의 일치하는 수준을 보였고, 3 위인 롯데마트(동사)의 상관계수는 0.38 로 상대적으로 낮은 수준을 보였다. 하지만 경쟁사 할인점 매출추이를 보면 매출 변동성은 동사가 더 큼을 확인할 수 있다. 이는 동사가 시장보다 경기에 둔감한 경향이 있지만 경기에 상관없이 매출 변동성이 크다는 점을 알 수 있다.

이상으로 백화점 사업이 할인점 사업보다 경기변동에 더 민감하다는 사실을 과거 자료를 통해 확인하였다. 동사의 백화점 사업은 상대적으로 경기에 덜 민감하고 매출 변동성도 작은 것으로 확인되었다. 할인점 사업은 경쟁사보다 경기에 덜 민감하지만 매출 변동성은 큰 것으로 나타났다. 이러한 측정결과를 바탕으로 경쟁사와 비교하여 향후 경기둔화가 동사에 미칠 영향을 예상해보자.

동사의 백화점 매출 특성과 할인점 매출 성장을 볼 때 상대적으로 경기변동에 영향을 적게 받을 것으로 예상된다

동사의 매출은 백화점 매출이 50%, 할인점 매출이 40%로 구성되어 있고 할인점 매출비중이 점점 상승하는 추세이다. 신세계는 할인점 매출이 90%를 차지하고 있고, 현대백화점은 반대로 백화점 매출이 전체매출의 80% 이상을 차지하고 있다. 이를 볼 때, 경쟁사 중 신세계가 가장 경기둔화에 영향을 적게 받을 것으로 예상할 수 있다. 반대로 현대백화점의 매출은 경기변동에 가장 크게 타격을 입을 것으로 예상된다. 동사는 백화점 매출비중이 크지만 시장보다 경기 민감도와 변동성이 작으므로 상대적인 영향은 적을 것이다. 또한 할인점 매출비중이 늘어나고 있는 것도 현 상황에서는 동사에겐 긍정적인 점이다.

VI. Valuation

이제부터는 동사의 기업가치를 DCF 모델을 이용해 예측해보자.

동사의 WACC 는 3 년치 월별 베타(1.132)를 사용하여 도출된 12.19%를 이용하였다. 예측기간은 2008 년부터 5 년간을 예측하였다. 이 후 영구성장률은 2%를 반영하였다.

영업이익률	2008	2009	2010	2011	2012
백화점	10%	10%	10%	10%	10%
할인점	3%	3%	3%	4%	4%
기타	1%	1%	1%	1%	1%

동사의 사업부문을 백화점 사업, 할인점 사업 부문으로 나누어 매출성장률과 영업이익률을 예측하였다. 백화점 부문 영업이익률은 시장 포화와 향후 경기둔감을 고려하여 과거 3 년 평균이익률인 12.2%보다 낮은 10%로 설정하였다. 할인점 이익률은 상대적으로 경기영향을 적게 받고, 향후 규모확대로 인한 규모의 경제 효과가 예상되기 때문에 과거 3 년 평균이익률 3%를 우선 반영하였다. 그리고 3 년 뒤에는 4%로 이익률이 성장한다고 예상했다(이미 규모의 경제가 확립된 이마트의 경우 영업이익률은 8%를 상회한다).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
예상매출액	9,768,132,100	10,126,036,460	10,473,574,879	10,758,303,192	11,011,952,125	11,277,804,594
매출액성장률(백화점)		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
매출액(백화점)	5,206,414,409	5,206,414,409	5,206,414,409	5,206,414,409	5,206,414,409	5,206,414,409
매출액성장률(할인점)		9.0%	8.0%	6.0%	5.0%	5.0%
매출액(할인점)	3,809,571,519	4,152,432,956	4,484,627,592	4,753,705,248	4,991,390,510	5,240,960,036
매출액성장률(기타)		2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액(기타)	752,146,172	767,189,095	782,532,877	798,183,535	814,147,205	830,430,149
가중평균성장률		4.0%	3.7%	2.9%	2.4%	2.5%
예상EBIT	756,670,510	652,886,321	663,005,597	671,234,434	728,438,533	738,584,144

백화점 매출성장률은 시장이 포화된 점을 반영하여 0%로 설정하였다. 할인점의 경우 2006, 2007 년에 14%를 상회하는 성장률을 보였으나 보수적인 관점에서 할인점 시장성장률인 9%를 적용하였다. 그리고 향후 할인점시장 포화가 예상되므로 성장률을 지속적으로 감소시켰다.

공격적인 해외시장 진출규모가 커서 이를 향후 위험요소로 인식하여 기업가치평가에 반영하였다. 우선 2008 년에 인도네시아 마크로를 인수한 3,800 억 원을 IC 증가에 반영하였다.

현재가치의 합	1,659,418,599
PV of TV	2,867,052,946
현금 + 시장성유가증권	786,438,469
비영업용자산	2,231,767,452
Value of the Firm	7,544,677,466
(-)Value of the Debt	549,558,439
전환사채	0
신주인수권부사채 및 S/O 등	
우선주 현재주가	0
우선주 발행주식수	
(-) Value of the preferred stocks	0
Value of the Equity	6,995,119,027
발행주식수	29,043,374
희석주식수	
목표주가	₩ 240,851
현재주가	₩ 190,000
기대수익률	27%

이러한 가정 및 측정치를 반영하여 측정된 동사의 적정주가는 240,851 원으로 현재주가 190,000 원 대비 27%라는 안전마진이 도출되었다.

다만 본 보고서의 valuation 에는 향후 동사의 공격적인 해외진출에 대한 위험이 반영되어 있지 않다. 앞서 언급했듯이 현재 동사의 해외진출 사업에서는 이익이 막 창출되고 있는 시점이어서 미래에 해외사업에서의 성공여부를 판단하기 어렵다. 따라서 이러한 불확실성을 가지는 기업에 대해서는 추가적인 할인이 필요할 것이다.

최근 주식시장의 하락으로 인해 확실한 미래 기업가치에도 불구하고 저평가된 종목이 많음을 고려할 때, 안전마진 27%와 더불어 불확실한 미래를 가진 롯데쇼핑은 매력적인 투자처가 될 것이라고 보기는 어렵다. 따라서 본 리서치 5 팀의 최종적인 결론으로 Hold 의견을 제시한다.

구 분	제 39 반기	제 38 기	제 37 기	제 36 기	제 35 기
[유동자산]	1,479,105	2,153,288	3,465,106	1,389,790	1,336,791
· 당좌자산	525,693	1,135,408	2,518,969	601,251	429,849
· 재고자산	953,412	1,017,880	946,137	788,539	906,942
[비유동자산]	10,317,921	9,789,066	8,388,790	6,980,027	6,259,791
· 투자자산	2,684,891	2,216,467	1,659,892	1,199,568	964,946
· 유형자산	6,675,205	6,740,876	6,111,108	5,342,582	4,897,429
· 무형자산	110,432	112,524	35,592	36,847	31,476
· 기타비유동자산	847,393	719,198	582,198	401,030	365,940
자산총계	11,797,026	11,942,354	11,853,896	8,369,817	7,596,582
[유동부채]	2,467,476	3,292,610	3,377,972	3,528,199	3,112,020
[비유동부채]	789,789	475,670	972,223	1,620,589	1,814,259
부채총계	3,257,265	3,768,280	4,350,195	5,148,788	4,926,279
[자본금]	145,217	145,217	145,217	100,000	100,000
[자본잉여금]	4,652,123	4,652,123	4,652,157	1,147,940	1,147,940
[자본조정]					
[기타포괄손익누계액]	85,325	78,377	63,799	61,620	49,784
[이익잉여금]	3,657,096	3,298,358	2,642,528	1,911,469	1,372,579
자본총계	8,539,761	8,174,074	7,503,701	3,221,029	2,670,303
매출액	5,149,145	9,768,132	9,055,880	8,607,104	7,627,917
영업이익	407,364	756,671	749,372	688,820	545,312
세전계속사업이익	545,278	957,870	989,060	731,896	417,384
당기순이익	395,042	692,134	742,517	548,890	305,154

(단위 :백만원)

[Δ는 부(-)의 수치임]