

# 소매유통산업 동향 및 전망

지광훈 | 평가 5실 수석연구원 | 02-368-5444 | khji@korearatings.com

## I. 2015년 산업 및 업계 동향

### 내수 회복 지연으로 연초 당사 예상치인 2% 수준의 성장 기록

2015년 소매유통시장은 내수경기 회복 지연과 메르스 등 비경상 요인 등으로 전년도에 이어 여전히 부진한 실적을 이어갔다. 2015년 연간 소매업 성장률은 전년도 수준(1.8%, 승용차 및 연료소매업 제외 시 1.5%)을 소폭 상회하는 2% 중반 수준으로 추정하고 있다.

연초 당사는 Industry outlook을 통해 기저효과에 따른 일부 성장성 회복에도 불구하고 소매유통산업의 본격적인 업황 개선이 2015년에도 쉽지 않을 것이라고 전망하였으며, 이에 따라 성장률은 2% 내외의 수준에 머물 것으로 예상하였다. 결과적으로, 2015년 유통산업의 성장은 이러한 당초 예상 범위 내에서 이루어졌다. 2015년 10월말까지 누적 소매판매액(승용차 및 연료소매업 제외)은 전년동기대비 3.5% 증가하였으며, 담배 가격 인상에 따른 편의점 매출 특수를 고려할 경우 성장률은 약 2% 중반 수준으로 추정된다.

한편, 연초 전망 시 근거로 제시하였던 내수 회복 지연과 산업의 성숙기 심화에 따른 제한적인 성장 전망은 공통적으로 유효하였으나, 비경상적 요인들과 이로 인한 업체별 영향에는 다소 차이가 있었다. 메르스 확산(2015.05)이 백화점과 대형마트 실적회복에 추가적인 제약 요인으로 작용한 반면, 상대적으로 근거리 채널인 편의점과 슈퍼마켓, 그리고 온라인쇼핑에는 긍정적으로 작용하였다. 또한, 하반기 '블랙프라이데이, K세일 등' 정부 주도의 소비촉진 정책들과 담배 가격 인상 효과 등은 각각 백화점과 편의점 업태에 긍정적 변수로 작용하였다.

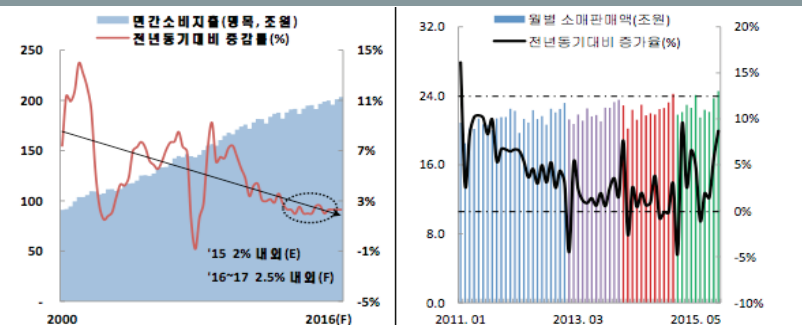
### 백화점, 대형마트 등 주요 업태들의 성숙기 심화와 추세적 하락 지속

백화점 등 전통적인 대형 유통업태들의 추세적 성장 둔화가 지속되고 있다. 특히, 인구감소, 쇼핑에 대한 인식 변화 등 소비환경의 구조적 전환과 온라인 등 구매채널의 다양화 등이 이러한 추세적 변화를 더욱 가속화하고 있다. 백화점의 경우,



경기침체에 따른 소비위축의 영향이 의류 및 잡화 중심인 백화점 업태에 상대적으로 크게 반영되는 점은 있으나, 보다 본질적으로는 온라인/해외직구/아울렛/복합쇼핑몰 등 대체 채널의 증가가 기존 수요를 잠식하고 있기 때문이다. 백화점 업체들의 투자기조가 최근 수년간 아울렛과 복합쇼핑몰 등에 집중되어 있다는 점도 이러한 변화를 반영하고 있다.

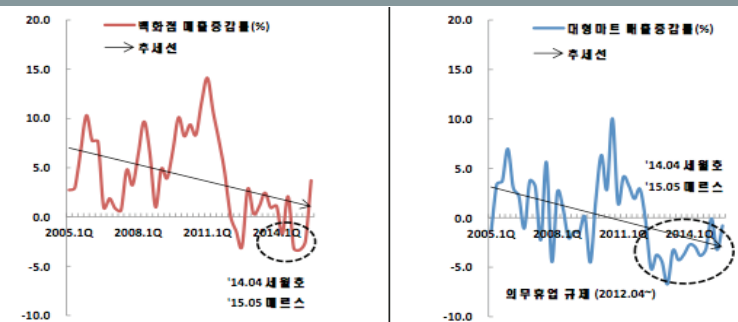
[그림 1] 민간소비지출 및 소매유통업 판매액



자료) 통계청, 한국기업평가.

대형마트의 경우, 연초 예상대로 의무휴업에 따른 추가적인 영향은 크지 않았으나 인구구조 변화에 따른 근거리/소량구매 경향과 메르스, 온라인 전문업체들의 생필품 판매 확대 추세 등이 부정적으로 작용하였다. 다만, 출점 기조가 소폭 개선되고 창고형할인점 및 자체 온라인몰의 기여도가 확대되면서 성장성 둔화 속도를 일정수준 완화하고 있다.

[그림 2] 백화점 및 대형마트 분기별 판매액 증가율 추이



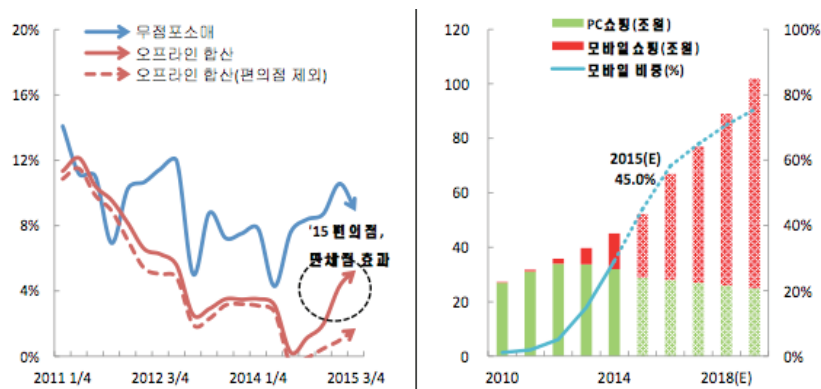
자료) 통통계청, 산업통상자원부, 한국기업평가.

### 온라인의 높은 성장성 등 업태간 성장 차별화 지속

업태별 성장성 차별화 추세는 2015년에도 지속되었다. 다만, 백수오 사태 등 비경상 요인이 가중되면서 빠르게 성장성이 둔화된 홈쇼핑, 높은 점포 포화도에도 불구하고 담배가격 인상으로 높은 매출 성장률을 기록한 편의점 업태 등이 예상치 수준을 초과한 모습이다.

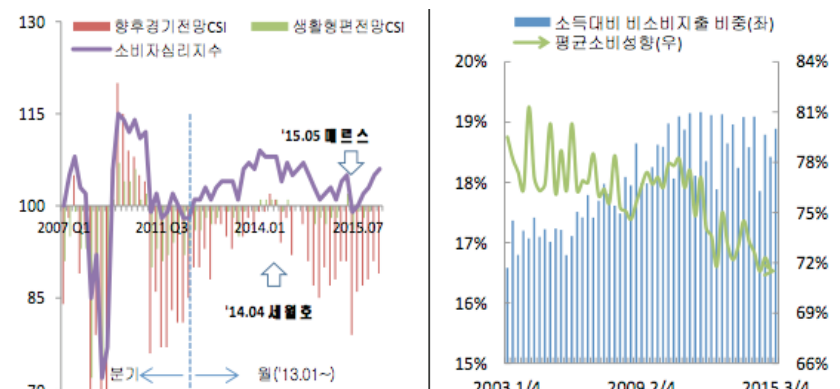
한편, 전년과 동일하게 모바일을 중심으로 한 온라인쇼핑의 성장성이 두드러지고 있으나, 이러한 온라인 수요의 상당부분이 오프라인 수요를 대체하고 있어 유통업 전반의 성장을 견인하지는 못하고 있다.

[그림 3] 오프라인 Vs 온라인 판매액 성장률 및 온라인쇼핑 판매액



주) 2016년 이후 온라인시장 예상은 베인앤드컴퍼니 예상치 사용  
자료) 통계청, 유통업체연감, 한국기업평가

[그림 4] 소비자심리지수 및 평균소비성향 추이



주) 평균소비성향=소비지출/가처분소득(=총소득-비소비지출)  
자료) 통계청, 한국기업평가

으로 예상된다. 중장기적 추세 하락과 함께 단기적인 경기순환주기와 이에 따른 소비심리도 외부적 요인들에 반응해 단기적으로 수축을 반복하며 회복되지 못하는 모습을 보이고 있다.

또한, 최근의 업황 부진이 상당부분 국내 소비기반의 구조적인 저하에 기인하고 있다는 점도 중장기적인 부정적 전망의 근거가 되고 있다. 근본적인 인구감소와 고령화 추세, 고용부진과 영세 자영업자 증가에 따른 소득의 불안정성, 가계부채와 주거비 부담, 비소비지출(세금, 사회보험료) 증가에 따른 가처분소득의 감소 등이 근본적인 소비여력을 제한하고 있다.

## II. 2016년 업계 전망

### 기저효과에 따른 성장률 반등에도 불구하고, 본격적인 업황 회복 가능성은 미약

2016년에도 유통업의 본격적인 업황 개선은 쉽지 않을 전망이다. 성장률은 전년도와 유사한 2~3% 수준일 것으로 예상하고 있다. 최근 수년간 누적된 저성장이 기저로 작용함을 감안하면 경기 및 업종 성장률은 소폭의 회복 가능성이 있다. 다만, ① 국내 소비기반의 구조적인 침체와 ② 성숙기 심화에 따른 공급 우위의 시장구조 ③ 온라인 등 신규업태의 자기잠식효과 등을 감안하면 본격적인 회복 모멘텀을 기대하기는 어려울 것으로 판단되기 때문이다.

소매유통업 성장의 기반이 되는 경제성장률이 추세적인 하락 기조를 지속하고 있으며, 중국의 경기 둔화 등을 감안하면 이러한 추세가 향후에도 당분간 이어질 것

### 성숙기 심화에 따른 공급 우위의 시장 구도

주요 유통업태의 성숙기 심화와 이로 인한 공급 우위의 시장 변화도 업황 개선을 제약할 것으로 예상된다. 백화점과 대형마트, 편의점 등은 이미 점포수 기준 시장 포화 수준에 근접하면서 성장을 위한 추가적인 투자유인과 투자의 효율성이 모두 크지 않은 수준이다. 특히, 해외직구 채널과 IT 등 비유통업체들의 온라인쇼핑 시장 진입, 글로벌 온라인 업체들의 국내 진입 가능성 등 전반적인 공급 확대 기조가 당분간 시장을 지배할 것으로 예상된다.

### 온라인 확대와 업태간 융합 등 시장 전반의 변화가 본격화되고 가속화될 전망

업종 전반의 성장성은 제한적일 전망이나, 업태간 차별화와 융복합, 경쟁심화 등 업종 전반의 변화는 본격화되고 더욱 가속화될 것으로 예상된다. 온라인쇼핑의 비중과 중요성이 더욱 확대되는 가운데 온라인 전문업체들과 오프라인 업체들의 온라인몰간 경쟁이 본격화될 것으로 예상된다. 또한, 백화점이 프리미엄

아울렛과 복합쇼핑몰 등으로 진화하면서 업태간 경계가 모호해지고, 옴니채널의 추구로 체험-구매-배송 등의 단계에서 백화점과 온라인몰, 편의점 등 기존 업태들의 융합도 더욱 확대될 것으로 예상된다.

한편, 업태간 질적인 변화와 함께 사업의 외형적인 범주도 확대될 것으로 예상된다. 유통업 본업의 성장성 둔화로 차별화된 경쟁력 확보를 위해 상품공급처나 결제시스템 등 관련 사업을 수직 계열화해 갈 가능성이 있다.

특히, 최근 일부 유통업체들이 적극적으로 면세점업에 진출하면서 업태 및 업태간 경쟁 양상이 면세점 인프라로 확대되어 나타날 전망이다.

#### 수익성 및 차입금 커버리지 지표의 회복은 제한적일 전망

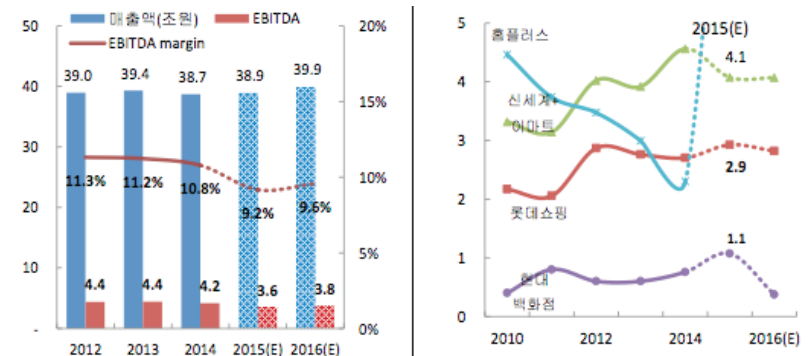
기저효과와 신규출점 등으로 인한 일정수준의 매출 회복에도 불구하고 업계 전반의 수익성 개선 폭은 제한적인 수준에서 이루어질 전망이다. 성장성 둔화에 따른 고정비 부담의 확대, 자기잠식효과 등으로 인한 신규투자의 효율성 저하, 사회적 여론과 규제에 의한 초과 이윤의 축소 등이 수익성을 제약할 것으로 예상되기 때문이다. 특히, 매출 규모 유지를 위해 가격 할인 폭을 확대하고 있다는 점과 상대적으로 판매가가 낮은 온라인 매출의 비중이 증가하고 있다는 점도 수익성을 제한할 것으로 예상된다.

신용등급 판단의 주요한 지표가 되는 차입금 커버리지의 개선 역시 제한적인 수준일 것으로 예상된다. 이는 매출 및 수익성 저하 등 영업실적 정체에 기인하여도 시장 및 소비자 욕구 변화에 따라 생존을 위한 투자가 불가피할 것이라는 전망에 근거하고 있다.

특히, 신규점포가 대형화/복합화되면서 투자규모가 확대되고 있고, 국내 내수 기반의 성숙기 심화로 저수익의 해외시장 투자도 확대되고 있기 때문이다. 계열사 지급보증 등을 감안하는 경우 실질 커버리지 부담은 더욱 확대된다.

국내 주요 대형 소매유통업체들의 차입금 커버리지 지표(순차입금/영업활동 현금흐름)를 보면, 2012~2013년을 거치면서 이미 등급 대비 대부분 높은 수준에 있다. 최근 투자기조의 조절과 비영업자산의 매각 등을 통해 자체적인 개선 노력들을 이행하고 있으나, 실질적인 차입금 감소와 재무부담의 완화로 이어질 수 있을지는 여전히 불확실성이 크다.

[그림 5] 주요업체 합산 영업실적 및 순차입금 커버리지 추이(순차입금/영업현금흐름)



주) 1. 주요 유통업체는 롯데쇼핑, 신세계+이마트, 현대백화점(연결), 홈플러스(연결)이며, '15년 실적을 감안 추세 반영  
2. 제시된 계획을 기반으로 추정치에 근거하고 있으며, 향후 투자계획 변동에 따라 지표 변동 가능성 내재  
자료) 각 사 재무제표 및 투자계획, 한국기업평가

### III. 신용등급 추이 및 전망

#### 2015년 유통업체들의 신용등급 변동성 확대

업황 회복이 지연되고 시장변화가 가속화되면서 타업종 대비 상대적으로 안정적인 모습을 보여 온 소매유통업체들의 신용등급 변동성이 확대되었다. 시장 변화와 경쟁심화로 투자부담이 지속되는 가운데 영업실적이 저하되면서 재무안정성이 기존 등급수준을 충족하지 못하거나 추가적으로 저하될 것으로 판단되었기 때문이다. 이러한 이유로 신세계와 메가마트의 신용등급이 하락하였고, 높은 성장성을 예상하였던 CJ오쇼핑의 등급전망도 '긍정적'에서 '안정적'으로 조정되었다. 홈플러스의 경우, 대주주 변경과정에서의 재무부담 확대가 등급 하락의 원인으로 작용하였다. 롯데역사와 신세계사이먼의 단기등급은 6월말을 기준으로 소멸되었다.

[표] 업체별 신용등급 추이

업체명	구분	2013	2014	2015
롯데쇼핑	장기 단기	AA+(안정적)	AA+(안정적)	AA+(안정적)
CS유통	장기 단기	A2+	A2+	A2+
롯데하이마트	장기 단기	AA-(안정적)	AA-(안정적) A1	AA-(안정적) A1
코리아세븐	장기 단기		A1	A1
바이더웨이	장기 단기		A1	A1

업체명	구분	2013	2014	2015
이마트	장기 단기	AA+(안정적) A1	AA+(안정적) A1	AA+(안정적) A1
신세계	장기 단기	AA+(안정적) A1	AA+(안정적) A1	AA(안정적)
광주신세계	장기 단기	AA-(안정적) A1	AA-(안정적) A1	AA-(안정적) A1
현대백화점	장기 단기	AA+(안정적) A1	AA+(안정적) A1	AA+(안정적) A1
한무쇼핑	장기 단기	A1	A1	A1
홈플러스	장기 단기	A1	A1	A2+
메가마트	장기 단기	A(안정적)	A(안정적)	A-(안정적)
한화갤러리아	장기 단기	A-(안정적) A2-	A-(안정적) A2-	A-(안정적) A2-
GS리테일	장기 단기	AA(안정적) A1	AA(안정적) A1	AA(안정적) A1
씨제이오쇼핑	장기 단기	AA-(안정적)	AA-(긍정적)	AA-(안정적)
이랜드리테일	장기 단기	BBB+(안정적)	BBB+(안정적) A2-	BBB+(안정적) A2-

주) 1. 한국기업평가 유효등급 기준  
2. 2015년 신용등급은 12월 15일 현재

### 2015년 개별 기업 신용등급 조정 사유

(주)신세계의 경우, 최근 수 년간 지속된 과중한 차입금 부담과 함께 주력사업인 백화점업에서의 성장성 둔화와 이익창출력의 저하 추세, 적극적인 투자기조로 향후 단기적인 재무구조 개선이 쉽지 않을 것이라는 전망 등을 종합적으로 고려하여 신용등급을 하향 조정하였다.

(주)메가마트의 신용등급 하향 조정은, 제한적인 점포망과 사업기반으로 인해 대형마트업의 구조적인 성장성 둔화 추세의 영향이 불가피하다는 판단 하에 신규투자에 따른 차입금 증가와 재무지표 저하 가능성, 계열사 지급보증 확대 등 전반적인 재무 여력의 저하를 반영한 결과이다.

CJ오쇼핑의 경우, 2014년 초 홈쇼핑 업체의 차별화된 성장성과 이에 기반한 재무구조 개선, 해외시장 다변화와 기여도 확대 예상 등이 반영되어 ‘긍정적’ 등급전망을 부여받았다. 다만, 2014년말 이후 업체의 성장성이 빠르게 저하되었고, 기중 백수오 사태 등으로 영업실적이 당사 예상치에 미치지 못하면서 등급전망을

재조정하였다.

홈플러스(주)의 경우는 지배구조 변경 과정에서의 계열리스크가 반영되며 신용등급이 조정되었다. 사모펀드인 MBK로 피인수되는 과정에서 인수자금의 상당부분이 외부 차입을 통해 조달되었고, 이로 인해 동사를 포함한 연결 실체의 재무부담이 크게 확대되었으며, 이러한 리스크가 계열의 주력사이자 실질적인 수익창출 기반인 동사의 신인도에 반영되고 있다.

### 저성장 전망에도 불구하고 2016년 등급전망은 비교적 안정적

저성장 전망에도 불구하고 2016년 소매유통산업의 등급전망은 대체적으로 ‘안정적’이다. 이는 내수경기 및 업종 전반의 저성장 기조에 따른 중장기적인 하방 압력에도 불구하고, 단기적으로 최근 수년간의 저성장 기저와 규제에 의한 추가적인 영향이 제한적이며, 세월호/메르스 등의 비경상 요인이 해소되었다는 점 등에 기인하고 있다. 기존 등급수준의 경계선상에 위치한 일부 기업들의 신용등급이 추정실적 및 전망 등이 반영되어 2015년 중 이미 하향 조정되었다는 점도 이러한 판단에 근거로 작용하고 있다.

또한, 산업 내부적으로도 대부분의 유효등급 보유 업체들이 대기업군에 계열화되고 과점화된 상황에서 단기적으로 시장지위 변화가 크지 않을 것이라는 점, 자체적인 개선 노력으로 재무부담이 감내 가능한 수준에서 통제될 것이라는 예상 등에 근거하고 있다(저수익매장 정리, 비용 관리, Sale & Leaseback 등 자산활용성 제고, 투자부담의 분담 등). 이러한 안정적 전망에 대한 근거들은 향후 차입금 커버리지 지표와 함께 주요한 모니터링 대상이 될 것이다.

다만, 개별 이슈에 따라 신인도 전망이 차별화된 모습을 보일 가능성은 여전히 상존하고 있다. 객관적인 추정하에 향후 전망을 등급에 반영하고 있으나, 향후 예상치를 초과하는 추가적인 영업실적의 부진과 이로 인한 차입금 커버리지 저하, 계열사(투자 또는 지급보증) 등으로 인한 추가적인 재무부담의 확대 등이 개별 이슈로 작용할 가능성을 배제할 수 없기 때문이다.

당사의 예상치를 초과하여 발생 가능한 개별 기업들의 주요한 이슈들은 다음과 같다. 롯데쇼핑의 경우, 그룹 지배구조 변동 과정에서의 불확실성과 해외계열사를 포함한 추가적인 영업실적 부진, 그럼에도 불구하고 과도한 투자기조로 차입금 커버리지가 지속적으로 확대되는 경우 개별 이슈화 될 가능성이 있다. GS리

테일의 경우는 2015년 중 인수한 파르나스호텔로의 재무적 지원 여부, 한화갤러리아는 기존 백화점 사업에서의 추가적인 부진과 면세사업의 실적 기여도 저하에 따른 재무부담의 확대 여부 등이 당초 예상을 벗어날 가능성이 있다. 2015년 중 등급이 하향된 신세계에 대해서도 지속적인 재무구조 개선 여부 등을 지켜볼 필요가 있다.

#### IV. 주요 Credit Issue

##### ▶ 내수 소비시장의 회복 가능성

###### 소비심리의 회복 여부가 실적 개선의 변수로 작용

내수시장의 소비심리 동향은 소매유통업체들의 신용도 분석 시 중요한 고려요인이다. 경제성장과 고용 상황, 자산 시장의 성장과 금리 수준 등 다양한 요인들이 내수시장 변화에 중요하게 반영되고, 이에 기반한 가처분소득의 변화와 소비심리 동향이 소매유통업체들의 수요기반에 직접적인 영향을 미치게 된다는 점에서 그러하다.

내수 경기는 2014년을 거쳐 2015년에도 부진한 모습을 이어오고 있다. 앞서 언급하였듯이 국내 소비시장의 구조적인 침체 요인들로 인해 급격한 소비회복의 가능성 또한 희박하다. 다만, 최근의 저성장이 기저로 작용하고 재난사고 등 비경상 요인들이 해소되며 정부의 적극적인 경기부양 노력이 지속됨을 감안하면 경기순환변동에 따른 회복 국면으로의 전환과 이를 통한 점진적인 소비심리의 개선을 기대해 볼 수는 있다. 이러한 내수 소비시장의 회복 여부가 향후 소매유통업체들의 실적 개선 폭을 결정하는 주요한 변수로 작용할 전망이다.

##### ▶ 전통적인 대형 오프라인 업체들의 시장 변화 대응 여부

###### 전통적인 대형 유통업체들의 시장 변화 적응 여부

온라인을 중심으로 한 유통업체의 진화는 더욱 가속화될 전망이며, 이 과정에서 백화점과 대형마트 등 전통적인 오프라인 업체들의 실적 저하가 예상보다 빠르게 나타날 가능성이 있다. 기존 대형 업체들이 대부분 확고한 시장지위와 재무적 여력을 확보하고 있으나 내수 시장의 성장성이 저조한 상황에서 온라인의 비중 확대 추세는 기존 유통채널의 실적을 잠식할 수 밖에 없다. 현재의 성장추

세를 감안한 시장 전망에 따르면 향후 5년내 온라인쇼핑의 소매유통업 내 비중은 백화점과 대형마트(합계 약 30%)에 근접하는 20% 중반 수준에 이를 것으로 예상하고 있다.

온라인몰을 병행하고 자체 결제시스템을 운영하는 등 업태 진화에 대응하고 있으나 여전히 그 비중은 크지 않은 수준이며, 자체 온라인몰이 오프라인 매출을 잠식하거나 상품가격을 끌어내리면서 실질적인 성장이 소폭에 그치는 문제도 상존하고 있다. 향후 적절하게 시장 변화에 대응하고, 그 과정에서 영업실적의 변화와 투자 효율성을 제고할 수 있는지 여부가 전통적 유통업체들의 이슈가 될 전망이다.

##### ▶ 현금창출력 저하 대비 확대된 재무부담의 감내 가능 여부

###### 재무구조 개선 노력과 차입부담의 완화 여부

2012년 이후 장기화되고 있는 소비부진의 영향으로 전반적인 수익규모가 감소함에도 불구하고 일부 대형 소매유통업체들을 중심으로 다각적인 신규투자 및 M&A, 대규모 자산 매입 등이 이어져 왔다. 기존 사업의 정체로 실적 유지 및 성장동력 확보를 위해 해외투자, 신규업체 진출 등이 불가피하였기 때문이며, 이로 인해 전반적인 재무안정성은 저하되어 왔다.

최근 자체적인 재무구조 개선 노력 등이 이어지고 있으나, 기존 차입금으로 인한 금융비용 부담과 시장 변화에 대응한 다수의 투자계획 등으로 유의미한 수준의 차입금 감축은 쉽지 않을 것으로 전망된다. 투자기조의 조절과 비영업자산 매각 등을 통한 차입금 커버리지의 완화 여부 등이 주요업체들의 모니터링 요소가 될 것이다. 