

유통/화장품 [비중확대]

시대에 순응한다면 회복 모멘텀은 충분



경험적 시사점, 위기는 패러다임 전환의 기회

2012년 주요 유통업체들은 규제 이슈와 함께 펀더멘털 훼손이 극대화되었다. 반면 과거 사례를 돌아보면 IMF를 전후로 할인점의 확산, 2004년 신용카드 사태 이후 홈쇼핑의 성장, 2008년 리만사태 이후 백화점의 대형화 등 주요 채널들은 전환점을 맞이했다. 또한 사례의 공통점은 한국 대표 재벌 기업의 의사결정이 오너십 보다 유통 전문 경영인의 분석과 판단을 반영하며 경쟁 우위를 확보했다는 점이다. 2013년에도 정책적 이슈는 쉽게 마무리 되지 않을 것으로 보인다. 그럼에도 주요 업체들은 M&A와 역발상의 투자 효과로 턴어라운드 계기를 맞이할 전망이다.

Top picks 롯데쇼핑, LG생활건강, CJ오쇼핑, GS홈쇼핑

2013년 유통, 화장품 Top picks는 롯데쇼핑(TP 400,000원/매수), LG생활건강(TP 750,000원/매수), CJ오쇼핑(TP 300,000원/매수), GS홈쇼핑(TP 180,000원/매수)을 추천한다. 투자 포인트는 1) 유통업은 순환적 소비 회복에 따른 밸류에이션 모멘텀 2) 대형화장품은 실적 가시성에 있다.



유통/화장품

안 지 영

02 6915 5675
jyahn@ibks.com

TOP PICKS

롯데쇼핑 (023530)

투자의견 **매수(유지)**
목표주가 **400,000원**
현재가 (11/19) **331,000원**

LG생활건강 (051900)

투자의견 **매수(유지)**
목표주가 **750,000원**
현재가 (11/19) **641,000원**

구조적 위험 속 유통업의 신성장 패러다임을 제시했던 전문 경영인들 그리고 2013년 기대

			
이인원 (롯데쇼핑 부회장)	구학서 (신세계 회장)	이해선 (CJ오쇼핑 대표이사)	차석용 (LG생활건강 부회장)
- 국내 1위 유통 및 해외 전략 73년 롯데호텔 입사	- 국내 할인점 표준 전략 제시 및 IMF이후 국내 1위 할인점 구축 72년 삼성 입사	- CJ오 PB브랜드 차별화 '설화수' 국내 1위 화장품 브랜드 - 구 아모레퍼시픽 마케팅 부사장	7년간 LG생활건강의 화장품, 생활, 음료 부문 턴어라운드 85년 P&G 본사 입사

Contents

I. Summary	4
경기 하강 위험은 지속되나 순환적 내수 회복 전망	4
Top picks- 업종 대표주의 턴어라운드 전망	4
구조적 위험 속 역사적 방향성을 제시한 전문경영인	5
Top picks 롯데쇼핑, LG생활건강, CJ오쇼핑, GS홈쇼핑	10
II. 투자포인트 및 추천종목 제시	11
대외 경기 개선, 소비의 순환적 회복	11
2013년 사업 모델 변화 가능성에 접근 가능한 종목 군 Picking	12
하강 위험은 상존, 순환적 경기 회복 전망	14
III. 시대에 적응한다면 내수 업종의 순환적 모멘텀 유효	16
유통업 환경, 경기 이상으로 정책 이슈	16
백화점 부진, 기타 채널의 성장 확대 기반	18
홈쇼핑, SO수수료 경쟁 VS 불황형 상품 개발	20
면세점, 백화점의 대체 수요와 중국인 수요 증가의 Peak	22
유통업 규제 속 편의점, 드러그스토어와 화장품의 동반 성장	23
IV. Company Analysis	27

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

- 롯데쇼핑(023530): 기저효과에 이어 하이마트 가치 반영으로 밝아지는 2013년
/ 매수(유지) / TP 400,000원28
- LG생활건강(051900): 흔들림 없는 성장성으로 업종 Valuation 주도
/ 매수(유지) / TP 750,000원30
- CJ오쇼핑(035760): 다사다난했던 2012년, 2013년 성장을 위한 체력 보강
/ 매수(유지) / TP 300,000원32
- GS홈쇼핑(028150): 6분기 만의 반전에서 그치지 않는다
/ 매수(유지) / TP 180,000원34
- 신세계(004170): 2013년 백화점 턴어라운드에 편승 기대
/ 매수(유지) / TP 310,000원36
- 락앤락(115390): 체질 개선의 정점에서 중국 매크로 모멘텀 기대
/ 매수(유지) / TP 36,000원38
- 호텔신라(008770): 한 템포 여유로, 한 번의 모멘텀 회복 유효
/ 매수(유지) / TP 63,000원40
- 이마트(139480): 아직까지 베이스 효과도 제한적
/ 중립(하향) / TP (-)42

I. Summary

경기 하강 위험은 지속되나 순환적 내수 회복 전망

경기 위험 보다
우려되는 규제 위험

기업형 유통업체들의 수난 시대가 장기화되고 있다. 국내 대표 유통업인 백화점, 할인점, 홈쇼핑, 슈퍼에 대한 규제는 수수료 인하에서 대형 마트의 의무 휴일제 강화, 출점 제한 등 반복적, 비정기적으로 규제 이슈가 확산되고 있기 때문이다. 또한 국회 지식경제위원회의 유통산업발전법 개정안이 본회의로 넘어감에 따라 국내 유통산업 방향성을 후퇴시키는 우려감도 확산되고 있다.

매크로 환경의 순환적 회복 속
일부 업체들을 중심으로
베이스 효과 유효

2년 연속 이어지는 영업 압박 이슈 속에서 주요 업체들의 2013년 사업전망에는 제약이 따를 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 극화된 정책 리스크와 소비 부진 속에서 업종 대표 업체들의 펀더멘털 훼손도 최악의 국면에 있어 업체별 구조 변화에서 오는 턴어라운드 효과는 기대해 볼 만한 것으로 판단된다. 또한 매크로 환경도 지난 2년 대비 저효과가 기대 되고 있기 때문이다.

Top picks- 업종 대표주의 턴어라운드 전망

실적 턴어라운드
시점 도래

2013년 유통, 화장품 Top picks는 롯데쇼핑(TP 400,000원/매수)과 LG생활건강(TP 750,000원/매수), CJ오쇼핑(TP 300,000원/매수), GS홈쇼핑(TP 180,000원/매수)을 추천한다. 추천 종목의 공통된 투자 포인트는 사업 모델의 구조적 변화에 있다. 현 기업 구조는 영업 환경 위기 속 전략적 제고와 펀더멘털 개선 과정을 통해 성장성 회복을 할 전망이다. 또한 화장품은 실적 가시성 및 밸류에이션 프리미엄이 유효한 대형 화장품에 집중될 것으로 판단된다. 한편 면세점과 중소형 화장품은 실적 가시성이 유지되고 있어 긍정적 추가흐름은 유지할 것으로 보인다.

위기 속 기회비용 지불
매크로 개선을 바탕으로
전략 제고는 실적 개선으로

유통업 Top pick 롯데쇼핑은 중장기 산업 성장을 주도하는 유통업 종합 모델을 제시해 왔지만 2012년 백화점을 중심으로 주요 사업 전반에서 실적 악화가 불가피했다. 근시안적인 관점에서 2012년 3분기 영업을 최점으로 판단하는데 2012년 4분기 실적은 계절성을 고려해 QoQ수준의 회복은 가능해 보이기 때문이다. 구체적으로 2013년 영업 전망은 영업환경은 정책적 이슈와 소비 저점에서 턴어라운드 가능성이 높은 것으로 판단된다. 급변 하이마트 인수는 위기 속에서 역대 가장 의미 있는 M&A라고 할 수 있을 만큼 중요한 의사결정을 했기 때문이다. 핵심 사업의 저점 인식과 하이마트의 유입으로 업종 대표주의 턴어라운드는 현 주가 수준에서 충분한 모멘텀 반영이 전망된다.

화장품 업종 시총 1위 이유

LG생활건강과 CJ오쇼핑은 핵심 사업 군 내에서 M/S 2위에 있지만 시장 Maker로, 주가 프리미엄은 1위보다 높은 수준을 적용 받고 있다. 그 이유는 우선 LG생활건강은 화장품 부문에서는 1위 아모레퍼시픽 대비 60%의 M/S와 매출 규모를 보이고 있지만 근시안적인 실적 가시성을 근거하며 중장기적으로 수익모델 확장을 시현해 왔기 때문이다.

실적 턴어라운드
시점 도래

CJ오쇼핑과 GS홈쇼핑의 경우 외형 성장성에 대한 부담보다는 SO수수료 경쟁심화에 따른 고정비 부담에 따른 수익성 개선 지연에서 부담을 이어왔다. 그러나 유통업 위기 시점에서 CJ오쇼핑은 독자적인 상품 모델을 제시함에 따라 외형 성장의 차별화를 확인시켜줬다. GS홈쇼핑 외형 부문 국내 1위를 확인하며 6분기 만에 턴어라운드 효과를 시현했다. 2013년에도 불황 극복의 상품력으로 타유통업 대비해서도 차별화 프리미엄을 유지할 것으로 판단된다.

구조적 위험 속 역사적 방향성을 제시한 전문경영인

주요 유통업체들은
국내 대표적 재벌기업들
그러나 성장의 아이디어는
유통업 전문가를 중심으로
부각됨

2012년 주요 유통업체들은 규제 이슈와 함께 펀더멘털 훼손이 극대화되었다. 그러나 과거 사례를 돌아보면 IMF를 전후로 할인점 확산, 2004년 신용카드 사태 이후 홈쇼핑 성장, 2008년 리만사태 이후 백화점의 대형화 등 주요 채널들은 전환점을 맞이했다. 또한 사례의 공통점은 한국의 대표 재벌 기업의 의사결정이 오너십보다 유통 전문 경영인의 분석과 판단을 반영하며 경쟁 우위를 확보했다는 점이다. 2013년에도 정책 이슈는 쉽게 정리되지 않을 것으로 보인다. 그럼에도 주도 업체들은 위험 시점에서 차별화 계기를 맞이할 것으로 판단된다.

표 1. 구학서 신세계 회장 프로필

유통업 신화
신세계 구학서 회장
국내 할인점의 패러다임 제시

학력사항	연세대학교 경제학과 학사	
	경력사항	연세대학교 경제학과 학사
	2009.12~	신세계 회장
	2006.11~2009.12	신세계 대표이사 부회장
	2001	신세계 대표이사 사장
	1999	신세계 대표이사 부사장
	1998	신세계 경영지원실 부사장
	1996	신세계 경영지원실 전무
	1988	삼성전자 관리담당 이사
	1986	삼성전자 관리부 부장
	1982	삼성물산 동경지사 관리부장
	1979	제일모직 본사 경리과장
	1977	삼성그룹 비서실 관리팀 과장
	1972	삼성전자 경리과 입사
구학서 신세계 회장 1946년 12월 21일		

자료: 신세계 네이버, IBK투자증권

IMF라는 국가적 위기 속
유통업 신성장동력 발굴
현 시점은 규제에
가장 높은 위험을 반영

분할 전 신세계는 2000년대 1위 할인점의 포지셔닝을 통해 유통업 성장을 주도하며 1위 유통업체로 부상했지만 현재 할인점 사업이 저성장 위기에 놓이며 1위 업체로서의 전략 제고의 어려움을 겪고 있다. 2011년 5월 중장기적인 구조적 개선을 위해 신세계(현 백화점)와 이마트(현 할인점)로 인적분할을 시행했다. 현 정책하에 할인점은 가장 큰 악재를 반영하고 있어 10년 이상 장기 호황을 누렸던 유통업 모델로의 할인은 불가피해 보인다. 비록 2000년대 유통업 성장을 주도했던 이마트(기업분할전 신세계)는 전략에 대한 속도를 낼 수 없는 상황이다. 그럼에도 전문 경영인 구학서 회장이 주도했던 산업 패러다임 전환이라는 역사적 시사점은 유통업 성장에 초석이 될 것으로 판단된다.

표 2. 이인원 롯데쇼핑 본부장 및 부회장 프로필

국내 유통근대사와
이인원 부회장의 경력

	학력사항	한국외국어대학교 일본어학 학사	
	경력사항	2011.02~	롯데쇼핑 정책본부 본부장, 부회장
이인원 롯데쇼핑 본부장 및 부회장 1947년 08월 12일		2007.02	롯데쇼핑 정책본부 부본부장, 사장
		1997	롯데쇼핑 대표이사 사장
		1997	롯데쇼핑 영업본부 본부장
		1997	롯데쇼핑 상품매입본부 전무
		1987	롯데쇼핑 이사
		1973	롯데호텔 입사

자료: 롯데쇼핑, 네이버, IBK투자증권

국내 1위
유통업기업으로 주도
롯데쇼핑 이인원 부회장

롯데쇼핑은 국내 유통업 1위로 포지셔닝 강화에 앞서 채널 전반에서 영업 노하우를 확보하기까지 가장 적극적인 자본 투자를 해왔다. 그룹의 수익모델이 소비재에서 시작한 점에 근거할 때 가운데 이인원 부회장의 경력은 국내 유통업 근대사와 함께 했다고 해도 과언이 아니다. 종합 채널에 대한 판단과 경영 능력 부문의 성과들이 국내 유통 산업의 중장기 방향성을 제시하고 있기 때문이다.

국내에 이어 향후 10년 이후에 대응하기 위한 해외 전략 역시 독보적이다. 물론 최근 영업 기조를 고려하면 이러한 대규모 투자에 대한 기회비용은 단기적으로는 부담될 수 있다. 그러나 국내 및 아시아 지역 내 유통 전문 기업으로 중장기 방향성은 가장 분명한 것으로 판단된다.

하이마트 인수
위기 속 경쟁우위
확보의 의사결정

최근 동사의 하이마트 인수는 역대 M&A 가운데 최고의 의사결정으로 판단된다. 롯데쇼핑의 전략과 현 유통업 환경을 고려했을 때 가전유통을 통해 신성장의 아이디어 발굴이 기대되기 때문이다. 양사간 가전 사업을 단순 합산하는 결합의 수준을 넘어 국내 유통업의 틈새 영역 개발로 이어지는 기회로 전망된다.

표 3. 이해선 CJ오쇼핑 대표이사 프로필

Rising CEO
CJ오쇼핑 이해선 대표



이해선 CJ오쇼핑 대표이사
1955년 06월 18일

학력사항	성균관대학교 대학원 국제경영이론 석사	
경력사항	2009.04~	CJ오쇼핑 대표이사
	2009.02~2009.04	CJ홈쇼핑 대표이사
	2008.10~2009.01	CJ홈쇼핑 경영총괄
	2004	태평양 마케팅부문 부사장
	2004~	광고심의기준위원회 위원
	2000~2004	태평양 마케팅부문담당 전무이사
	1999	한국마케팅학회 이사
	1995~1995	빙그레 마케팅실장 이사
	1982~1994	제일제당 마케팅실 부장

자료: CJ오쇼핑, 네이버, IBK투자증권

과거 설화수를 국내 1위
화장품 브랜드로 주도
현재 홈쇼핑 상품의 브랜드화

CJ오쇼핑은 경쟁사들 가운데 해외 및 MSO 부문에서 우위를 확인해온 반면 밸류에이션에 대한 부담을 수반해 왔다. 2009년 이후 지난 3년 동안 동업계는 SO경쟁이 보다 심화되었으며 이로 인해 금년 상반기 홈쇼핑사들의 공통 사항은 외형 성장률에도 불구하고 영업이익 감소가 펀더멘털 약화의 적신호로 지적되고 있다. 그러나 동사의 경우 업계 공통의 SO수수료 영향을 고려한다면 TV부문을 중심으로 두 자리 수의 외형 성장률은 밸류에이션의 근거로 판단된다. 과거 산업 형성 초기 단계에서 홈쇼핑의 외형 경쟁은 저마진 구조의 가전에 의존했다면 현재 동사의 경우 글로벌 컨셉을 브랜드화하는데 성공하며 단독 PB로 성장성과 마진을 상승을 이끌어내고 있기 때문이다.

아모레퍼시픽 마케팅
담당 시절 '설화수' 신화 이룩

유통업 및 홈쇼핑 업계 독보적인 상품력 강화를 주도하고 있는 리더는 CJ오쇼핑의 이해선 대표이다. 아모레퍼시픽 마케팅 담당 시절 '설화수'를 국민 브랜드로 포지셔닝에 성공시킨 대표 인물이다. 현재 CJ오쇼핑에서도 상품력에 근거한 마케팅 전략으로 불황을 방어하는 PB브랜드들로 전체 취급고 비중의 20% 이상을 보이고 있어 홈쇼핑뿐만 아니라 유통업 가운데 차별화가 부각될 것이다.

Rising CEO
LG생활건강 차석용 부회장

표 4. 차석용 LG생활건강 대표이사 및 부회장 프로필

학력사항	경력사항	
	기간	직책
 차석용 LG생활건강 대표이사 및 부회장 1953년 06월 09일	2011.12~	LG생활건강 대표이사 부회장
	2011.12~	더페이스샵 대표이사 부회장
	2011.12~	코카콜라 음료 대표이사 부회장
	2010.01	더페이스샵 대표이사 사장
	2009.09	2018평창동계올림픽유치위원회 감사
	2007.01	코카콜라 음료 대표이사 사장
	2006.06	한국에세이협의회 이사
	2004.12	LG생활건강 대표이사 사장
	2003.03	국민은행 사외이사
	2001.01	LG생활건강 사외이사
	2001	해태제과 대표이사 사장
	1999	미국 피앤지 한국총괄사장
	1998.01	피앤지 쌍용제지 대표이사 사장
	1996	피앤지 아시아 태평양 사업본부 사장
	1996	피앤지 아시아본부 종이제품 수석재무담당
	1985	피앤지 본사

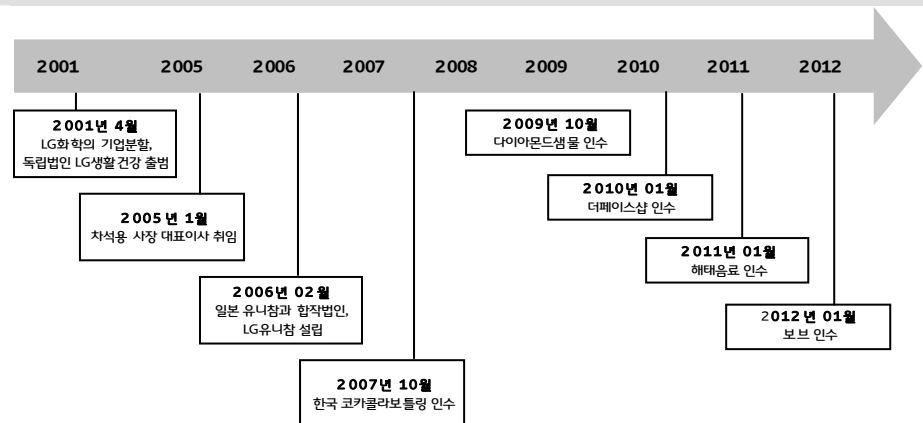
자료: LG생활건강, 네이버, IBK투자증권

7년간 꾸준한
전략시현과 성과에서 오는
Premium

LG생활건강은 경기관련 유통 소비재 및 필수 소비재들 가운데 Trailing P/E 및 Forward P/E 모두 높은 밸류에이션을 반영하고 있는데, 이는 단순한 고평가 영역에 있는 종목이 경쟁 우위의 프리미엄으로 판단된다. 주된 근거는 동사는 지난 2005년 그룹이 중장기 체질 개선이라는 전략 제시에 앞서 산업 내 전문 경영인 등용 이후부터 최근까지 중단기 전략 시현을 이어왔기 때문이다. 기존 LG그룹이 가지고 있는 보수적 틀에서 벗어나 전문가의 의사결정을 수용했다는 점도 큰 변화 중 하나였다.

LG생활건강은 지난 31분기 동안 지속적인 실적 경신을 이어왔는데 사업 확장 및 펀더멘털 개선의 초석은 M&A와 글로벌 선두 기업 및 선진 시장에 대한 벤치 마킹이었다. 물리적인 인프라 인수를 기반으로 브랜드가치, 영업 노하우, 전문 인력에 대한 적극적 수용으로 이끌어낸 결과이다. 2012년 내수 환경에서 동사 영업 실적의 가시성은 상대적으로 부각되고 있으며 해외 전략을 통해 기업가치 및 주가의 프리미엄을 확대해 나갈 전망이다.

그림 1. LG생활건강 신사업 연혁



자료: LG생활건강, IBK투자증권

표 5. 과거 영업 환경 위험 시점에서 차별화의 주요 계기는 효율적 M&A에 대한 적극적 판단에서 비롯

일자		대상업체	인수회사	내용	금액(억원)
2002	7월	미도파	롯데쇼핑	지분 79%	5,420
2002	12월	동양카드	롯데쇼핑	지분 92.5%	1,300
2003	11월	한화마트/스토어	롯데쇼핑	24개점	1,700
2006	8월	우리홈쇼핑(롯데홈쇼핑)	롯데쇼핑	53.03%	4,667
2007	3~9월	빅마트, 나이스마트	롯데쇼핑	14개점, 5개점	1,000
2007	12월	중국 마크로	롯데쇼핑	9개점	1,615
2008	10월	인도네시아 마크로	롯데쇼핑	지분 80%, 19개점	3,900
2009	19월	중국 타임스	롯데쇼핑	65개점	7,350
2010	1월	바이더웨이	롯데쇼핑	1,472개점	2,740
2010	2월	GS백화점 마트	롯데쇼핑	백화점 3개, 마트 14개	13,400
2010	8월	중국 럭키파이	롯데쇼핑	쇼핑 31.3% 및 계열사 포함 총 63.22% 인수	129백만\$
2010	11월	나이스클럽(NCF)	롯데쇼핑	99.40%	197
2012	1월	CS유통	롯데쇼핑	99%	2,570
2012	5월	그랜드백화점	롯데쇼핑	100%	1,540
2012	10월	서울역 콩고스 백화점	롯데쇼핑	20년 장기 임대	-
2012	10월	신세계인천점 부지(미확정)	롯데쇼핑	100%	8,751
2012	10월	하이마트	롯데쇼핑	65.24%	12,481
2006	2월	엠플온라인(C2C)	CI오쇼핑	100%	200
2006	4월	드림씨티	CI오쇼핑	96%	3,561
2006	4월	BSI(DMC)	CI오쇼핑	86%	44
2009	3월	STAR CI(인도)	CI오쇼핑	50%	383
2009	12월	온미디어	CI오쇼핑	55%	4,345
2011	10월	STAR CI(인도)	CI오쇼핑	50%	191
2012	5월	CI Mediasa. (타이)	CI오쇼핑	50%	74
2012	8월	CI GMM(태국)	CI오쇼핑	49%	
2007	10월	코카콜라음료	LG생활건강	100%	1,573
2009	10월	다이아몬드샘물	LG생활건강	100%	112
2010	4월	한국음료	LG생활건강	100%	143
2010	10월	테페이스샵 잔여지분인수	LG생활건강	100%	3,889
2011	1월	해태음료	LG생활건강	100%	800
2011	10월	보보화장품(색조 전문)	LG생활건강	100%	605
2012	1월	간자스테파니 (일본 화장품)	LG생활건강	70%	1,319
2012	10월	(주)퓨쳐 부지매입	LG생활건강	100%	492
2006	5월	월마트코리아	신세계	100%	8,162
2008	5월	홈에버	홈플러스	100%	10,000
2011	5월	김스클럽마트	신세계	99%	2,300
2010	2월	AK면세점100%운영권	롯데호텔	81%	2,800
2010	3월	동아백화점	이랜드	영업양수도	980
2012	1월	한섬	현대홈쇼핑	35%	4,200
2009	11월	Home Shop 18	GS홈쇼핑	15%	21.6(US 100m \$)
2011	5월	True Select	GS홈쇼핑	35%	2.8(US 100m \$)
2012	5월	중국홈쇼핑그룹	GS홈쇼핑	20%	40.0(US 100m \$)
2012	5월	VGS SHOP	GS홈쇼핑	30%	1.5(US 100m \$)
2012	8월	MNC SHOP	GS홈쇼핑	40%	3.0(US 100m \$)

자료: 각 사, IBK투자증권

Top picks 롯데쇼핑, LG생활건강, CJ오쇼핑, GS홈쇼핑

2013년 유통, 화장품 Top picks는 롯데쇼핑(TP 400,000원/매수), LG생활건강(TP 750,000원/매수), CJ오쇼핑(TP 300,000원/매수), GS홈쇼핑(TP 180,000원/매수)을 추천한다. 투자 포인트는 1) 유통업은 순환적 소비 회복에 따른 밸류에이션 모멘텀 2) 대형화장품은 실적 가시성과 차별화 이슈 부각에 있다. 과거 경기 위험 시점에서 확인되는 경험적 사례에 근거할 때 주요 M&A와 역발상의 투자 효과가 성장성 제고로 이어진 점에 근거 할 때 동사 Top picks의 주가 상승 모멘텀은 유효할 것으로 판단된다.

표 6. 당사 Universe기준 투자지표

	롯데쇼핑	현대백화점	신세계	이마트	CJ오쇼핑	GS홈쇼핑	현대홈쇼핑	호텔신라	리안락	웅진코웨이	아모레퍼사픽	LG생활건강
투자인원	매수	매수	매수	중립	매수	매수	매수	매수	매수	매수	중립	매수
목표주가(원)	400,000	220,000	310,000	-	300,000	180,000	198,000	63,000	36,000	45,000	-	750,000
현재가(11/19, 원)	331,000	140,500	196,500	225,000	254,300	146,600	128,500	49,200	23,700	38,350	1,273,000	641,000
시가총액(십억원)	9,613	3,288	1,935	6,272	1,578	962	1,542	1,941	1,304	2,958	7,850	10,410
외국인지분율(%)	14.0%	37.2%	54.8%	64.1%	14.4%	29.9%	41.1%	28.0%	6.6%	51.2%	35.3%	44.6%
매출 CAGR(%) 11~13F	14.0	10.8	20.9	29.8	18.7	14.1	13.9	19.5	14.1	5.9	12.1	15.1
매출액(십억원)	2011	22,253	1,439	2,185	7,974	895	906	711	1,764	476	1,710	2,555
	2012F	24,612	1,546	2,284	12,163	1,070	1,039	799	2,239	539	1,811	2,866
	2013F	28,940	1,765	3,192	13,431	1,261	1,179	924	2,519	620	1,918	3,211
영업이익(십억원)	2011	1,663	450	268	490	132	106	152	96	73	242	373
	2012F	1,412	458	229	713	136	101	148	149	77	256	402
	2013F	1,595	585	281	812	143	113	185	170	85	314	432
EPS CAGR(%) 11~13F	9.5	13.4	-65.8	18.6	25.0	-27.3	12.5	45.9	20.3	5.8	2.7	21.9
EPS(원)	2011	32,084	15,027	182,729	11,062	14,258	29,322	11,874	1,401	982	2,296	4,7384
	2012F	35,038	15,349	16,948	13,391	22,773	13,527	13,686	2,913	1,167	1,932	4,7543
	2013F	38,475	19,313	21,420	15,557	22,283	15,478	15,038	2,981	1,422	2,568	50,017
EPS증가율(%)	2011	-6.9	16.9	540.4	na	49.6	149.9	-7.5	12.7	-27.6	0.0	15.0
	2012F	9.2	2.1	-90.7	21.1	59.7	-53.9	15.3	108.0	18.8	-15.9	0.3
	2013F	9.8	25.8	26.4	16.2	-2.2	14.4	9.9	2.4	21.9	32.9	5.2
ROE(%)	2011	6.9	15.5	75.9	5.6	25.4	37.3	18.4	9.5	10.6	23.4	17.8
	2012F	7.0	13.8	8.0	6.5	33.9	13.9	17.7	17.7	10.9	19.0	14.5
	2013F	7.2	15.1	9.2	7.0	25.2	14.3	16.3	15.7	12.1	22.5	13.6
PER(배)	2011	10.6	10.8	1.3	25.2	18.1	4.0	11.2	27.5	39.0	15.9	22.2
	2012F	9.4	9.2	11.6	16.8	11.2	10.8	9.4	16.9	20.3	19.8	26.8
	2013F	8.6	7.3	9.2	14.5	11.4	9.5	8.5	16.5	16.7	14.9	25.5
PBR(배)	2011	0.9	1.6	1.3	1.5	4.9	1.3	1.9	2.7	3.8	4.8	3.6
	2012F	0.8	1.2	0.9	1.1	3.4	1.5	1.5	2.9	2.2	4.4	3.8
	2013F	0.7	1.0	0.8	1.0	2.7	1.3	1.3	2.5	1.9	3.7	3.4

자료: Quantwise, IBK투자증권

II. 투자포인트 및 추천종목 제시

대외 경기 개선, 소비의 순환적 회복

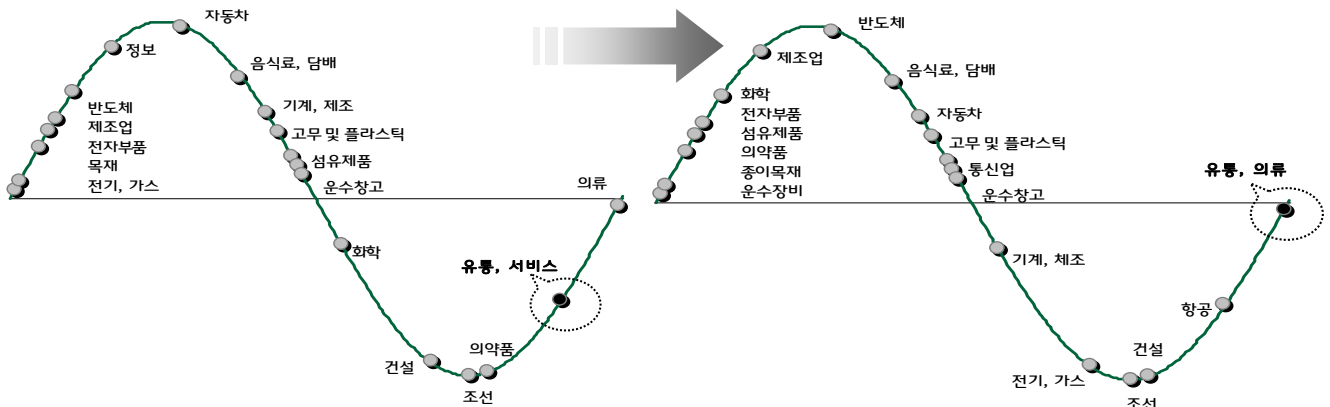
투자 우선 순위
턴어라운드 가시성

국내 경제의 저성장을 구조화 우려와 유통업 정책적 규제가 장기화됨에 따라 유통업계 전반으로 실적 훼손이 불가피했다. 2013년 국내 경기는 부채 축소 압력과 수출 중심의 하반기엔 매크로 회복과 규제 반영으로 주요 업체들의 실적 턴어라운드가 가능할 전망이다. 경기 여건이 고용회복과 소비자물가 안정화로 구매력 개선이 전망되어 유통업 환경이 나아질 것으로 판단되기 때문이다. 궁극적으로 추천 종목은 확실한 기저효과를 바탕으로 펀더멘털 회복에 우선하고 있다. 두 번째는 사업 구조의 수직계열화, 특히 해외 투자의 프리미엄이 오히려 독이 되었던 이슈들이 전략 전환의 새로운 계기를 마련하고 있는 업체를 중심으로 추천한다.

내수 성장과
해외 전략 제고

최근 업황 악화와 정책 이슈로 인해 잠시 간과했던 내수 성장 한계점을 외면할 수 없을 것으로 판단된다. 비록 해외 성과에 대한 중간 점검이 업종 밸류에이션 조정으로 이어졌지만 국내 실적 회복과 동시에 해외 전략도 제고의 과정을 거칠 것이다.

그림 2. 산업별 광공업 생산지수 기준-2013년 상반기 경기관련 내수업종의 저점 턴어라운드



주: 원자수에서 장기추세(HP필터링 활용)를 제거한 후 순환요인의 Z값을 계산해서 도식화한 것임
자료: 통계청, IBK투자증권

표 7. KOSPI 대비 Sector 별 주가 상승률 분석

(단위: %)

절대상승률	KOSPI	유통업	섬유업	화학	비금속	철강금속	기계	운수장비	음식료	건설업	운수창고	통신업	금융업	보험업	서비스업
1개월	-3.38	-3.89	1.73	-7.62	-5.38	-10.05	-12.22	-10.05	4.35	-8.44	-8.29	5.16	-5.56	-1.60	-1.72
3개월	-3.50	-1.28	14.00	-8.20	1.31	-13.25	-20.30	-15.77	15.63	-14.22	-5.81	6.82	-5.51	-0.85	-1.01
6개월	5.37	1.69	6.74	1.06	13.55	-4.43	-6.88	-9.77	24.11	-11.35	6.76	28.60	-0.71	2.93	14.68
1년	2.12	-4.28	-7.78	-12.69	5.95	-13.16	-25.76	-12.58	28.78	-17.13	0.47	8.23	-2.71	3.12	-1.27
상대상승률	KOSPI	유통업	섬유업	화학	비금속	철강금속	기계	운수장비	음식료	건설업	운수창고	통신업	금융업	보험업	서비스업
1개월	0.00	-0.53	5.30	-4.38	-2.07	-6.91	-9.15	-6.90	8.01	-5.24	-5.08	8.84	-2.26	1.85	1.72
3개월	0.00	2.30	18.14	-4.87	4.99	-10.10	-17.40	-12.71	19.83	-11.11	-2.39	10.70	-2.07	2.75	2.58
6개월	0.00	-3.49	1.31	-4.09	7.76	-9.29	-11.62	-14.36	17.79	-15.86	1.32	22.06	-5.77	-2.32	8.84
1년	0.00	-6.26	-9.69	-14.50	3.75	-14.96	-27.30	-14.39	26.11	-18.85	-1.61	5.98	-4.73	0.98	-3.31

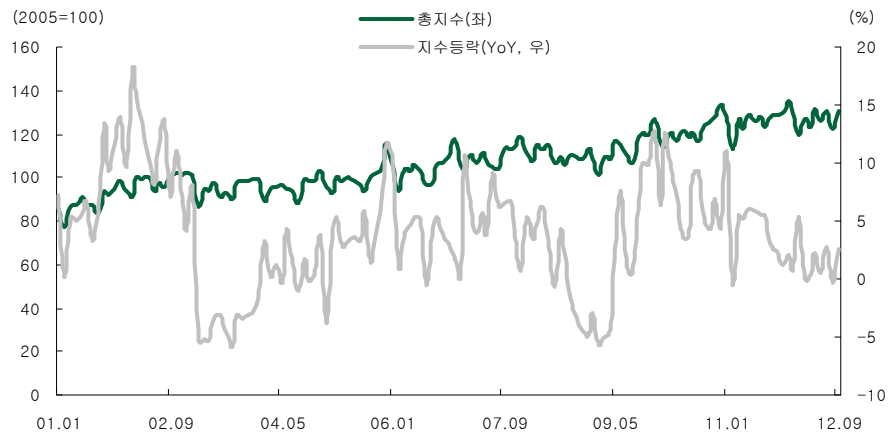
자료: Quantwise, IBK투자증권

내수 성장과 해외 전략 제고

2013년 사업 모델 변화 가능성에 접근 가능한 종목 군 Picking

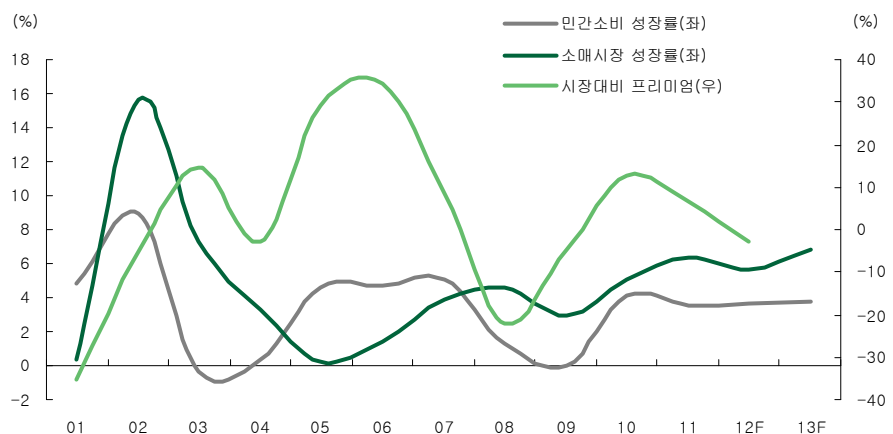
Top picks는 롯데쇼핑, LG생활건강, CJ오쇼핑, GS홈쇼핑을 제시한다. 금년 하반기를 기준 전략 변화에 따른 펀더멘털 개선이 뚜렷해 보이기 때문이다. 롯데쇼핑은 내수 업종 대표주의 저평가 메리트가 전망된다. 2011년 하반기부터 동업계의 고성장 기조 속에서 백화점이 역신장을 보여 하반기 기저효과는 충분해 보인다. 2011년 상반기까지 소매 시장 성장을 주도했던 백화점은 2012년 급격한 업황 악화로 저점 인식을 강하게 확인시키고 있다. 여기에 중국 투자로 인한 비용부담은 2013년 중국 내수 부양에 따른センチ먼트 회복으로 이어질 것으로 보인다.

그림 3. 소매업체별 판매액 지수 (불변지수)



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 4. 민간소비 및 소매시장 성장률과 시장대비 유통업 프리미엄

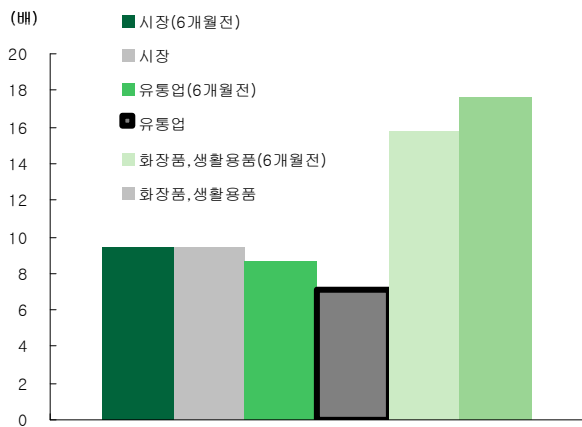


자료: Quantilise, 통계청, IBK투자증권

전통 유통주의 기저효과
기타 유통업종의
상대성은 반복적으로 부각되나
우상향은 제한적

경기 회복 및 규제 완화 불확실성 확대로 전형적인 기업형 유통 채널인 할인점과 백화점의 실적 개선의 가시성이 낮아짐에 따라 주가 모멘텀은 단기 밸류에이션 및 수급에 의존하고 있다. 동 기간 업종 내 업체별 차별화가 불투명한 상황이다. 따라서 규제에 대한 방어 모멘텀이 유효한 GS리테일과 2013년 턴어라운드 가능성에 주목받는 하이마트의 트레이딩 집중이 주가 상승으로 이어지나 단기 모멘텀으로 반복될 것으로 보인다. 따라서 2012년말 상반기 대비 실적개선이 유효하거나 2013년 수익모델의 변화가 예상되는 롯데쇼핑, LG생활건강, CJ오쇼핑, GS홈쇼핑을 추천한다.

그림 5. 당사 커버리지 기준 EPS 성장률 대비 PER 수준



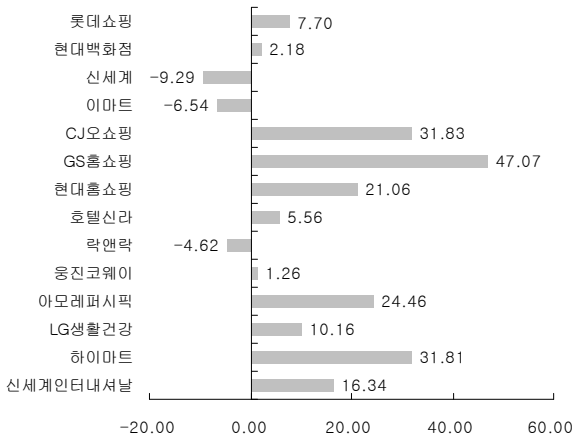
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 6. MF 500 sector Forward P/E 와 Trailing P/E 비교

Sector	12M forward P/E	12M trailing P/E
에너지	8.64	11.12
소재	9.32	11.58
산업재	9.86	12.10
경기소비재	7.16	7.83
필수소비재	16.68	20.22
의료	19.57	30.11
금융	8.00	7.70
IT	9.19	11.96
통신서비스	8.55	11.56
유틸리티	21.86	0.00

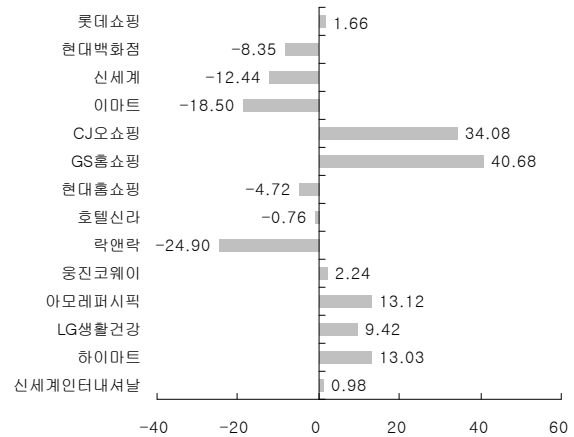
자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 7. 커버리지 및 Peer group의 상대주가 performance-3개월



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 8. 커버리지 및 Peer group의 상대주가 performance-6개월



자료: Quantwise, IBK투자증권

하강 위험은 상존, 순환적 경기 회복 전망

수출 중심의 경제 구조에서 내수 견인

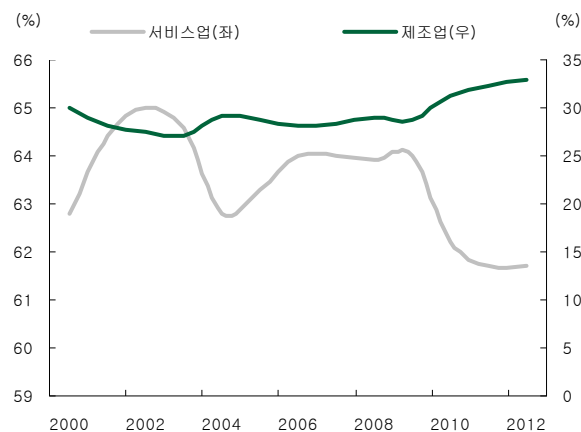
제조업 설비투자 기반
고용증가를 회복 전망

대외 경제 이슈에서 비롯된 국내 경기 하강 압력은 2013년 상반기에도 구조적 위험에 대한 부담이 존재할 전망이다. 그럼에도 불구하고 하반기 점진적인 개선을 기대하는데, 수출 증가가 긍정적인 상황으로 제조업 중심의 설비투자가 고용 확대로 이어지고 있어 민간 소비 증가를 견인하는데 있다. 다만 대외 경기 흐름과 순수출의 내수 성장 기여도는 낮아질 것이다. 궁극적으로 건설과 설비투자 개선이 내수 성장기여도를 높이며 하반기 경제 회복을 근거를 제시하고 있다.

주식 시장 내
내수는 부가가치 기준
대비 저평가

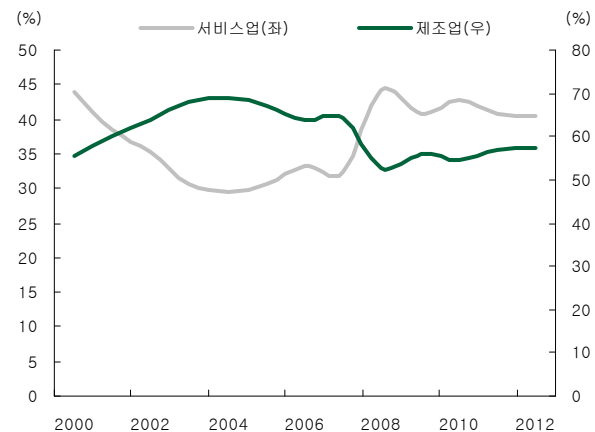
부가가치 기준으로 제조업 의존도는 2000년대 초반 감소했다가 2000년대 중반 중국경제의 본격적인 확장과 함께 추세적 상승세에 기인하며 2012년 33% 수준까지 도달했다. 반면 주식 시장 내 비중은 60% 수준으로 실물 경제 대비 크게 반영한 것으로 분석된다. 내수 비중이 높은 서비스업의 경우 반대 현상을 보이며 주식 시장 내 저평가된 것으로 판단된다.

그림 9. 한국 경제의 서비스업과 제조업 비중 - 부가가치 기준



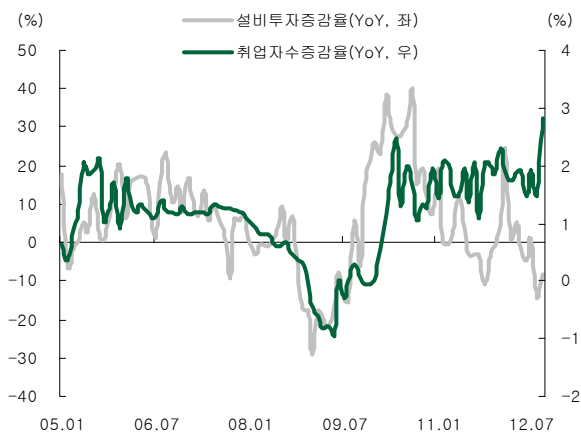
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 10. 한국경제의 서비스업과 제조업 비중- 시가총액 기준



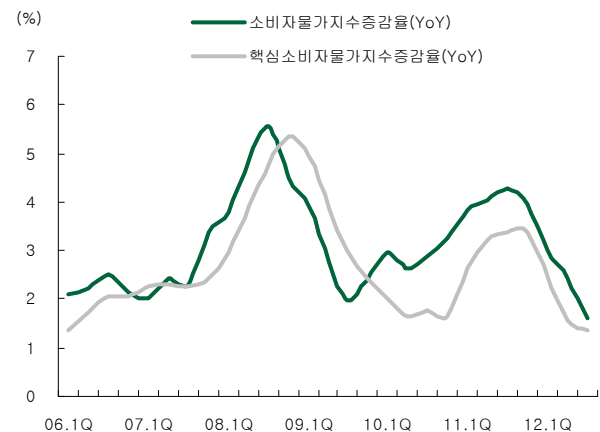
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 11. 제조업 설비투자증가율 하락, 내수 기반 고용 여건은 긍정적



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 12. 소비자물가지수 및 핵심소비자물가지수의 상승률 둔화



자료: 한국은행, IBK투자증권

핵심 소비자물가 중심
상승률 둔화

최근 내수 침체로 인한 국내 경제와 과거 일본 사례와 유사점이 지적되고 있지만 가장 큰 차이점이 존재한다. 일본은 부동산 가격의 버블 붕괴 이후 내수 침체가 급격한 경제 성장률 둔화를 가져왔다. 반면에 한국은 수출 주도의 성장세가 큰 버팀목이 되고 있어 내수 경제는 저금리 활용과 주식 시장 내 금융자산 가치 상승 효과를 유도할 수 있다는 점이다. 이는 한국경제가 가장 큰 부담으로 안고 있는 가계 부채에 대해 일부 조정 효과를 볼 수 있다는 점이다.

표 8. 대외 경제 지표 점검

(단위: %)

구분	주요지표	2010	11.1Q	11.2Q	11.3Q	11.4Q	12.1Q	12.2Q	12.7월	12.8월	비고
한국	실질GDP	6.1	3.6	0.9	0.8	0.3	0.9	0.4	-	-	QoQ
	산업생산	6.7	3.8	3.7	4.1	3.1	2.5	0.7	1.5	-0.2	YoY
	소매판매	6.7	4.3	5.7	4.7	1.9	2.0	1.0	2.7	-0.3	YoY
	소비자물가	3.0	4.0	4.0	4.3	4.0	3.0	2.4	1.5	1.2	YoY
미국	실질GDP	2.3	1.8	2.5	1.3	4.1	2.0	1.3	-	-	YoY
	산업생산	5.3	4.1	0.2	1.7	0.9	1.4	0.6	0.5	-1.2	QoQ
	소매판매	8.0	7.9	8.0	8.2	6.9	6.3	4.4	3.7	4.4	YoY
	소비자물가	1.6	3.1	1.0	0.8	0.2	0.6	0.2	-0.1	0.1	QoQ
유로	실질GDP	1.8	1.5	0.1	0.1	-0.3	0.0	-0.2	-	-	QoQ
	산업생산	7.4	3.5	0.2	0.8	-1.9	-0.5	-0.5	0.5	-	QoQ
	소매판매	0.9	-0.6	-0.5	-0.5	-1.3	-1.1	-1.7	-1.4	-1.3	YoY
	소비자물가	1.6	2.7	2.8	2.7	2.9	2.7	2.5	2.4	2.6	YoY
일본	실질GDP	4.4	-0.7	-0.3	1.9	0.0	1.3	0.3	-	-	QoQ
	산업생산	16.5	-2.4	-4.2	5.4	0.4	1.3	-0.2	-1.0	-1.3	QoQ
	소매판매	2.5	-1.2	-1.7	-1.0	0.8	5.2	3.2	-0.7	1.8	YoY
	소비자물가	-0.7	-0.3	-0.4	0.1	-0.3	0.3	0.1	-0.4	-0.4	YoY
중국	실질GDP	10.3	9.2	9.5	9.1	8.9	8.1	7.6	-	-	YoY
	산업생산	15.7	13.7	13.9	13.8	12.8	11.6	9.5	9.2	8.9	YoY
	소매판매	18.4	17.1	18.2	17.3	17.5	14.9	13.9	13.1	13.2	YoY
	소비자물가	3.3	5.4	5.7	6.3	4.6	3.8	2.9	1.8	2.0	YoY

자료: 통계청, 한국은행, 기획재정부, U.S. Census Bureau, eurostat, 일본경제산업성, 중국국가통계국

주: 한국 소매판매는 소매판매액자수(자동차, 부품, 차량연료 포함), 유로는 도소매판매액자수, 미국, 일본, 중국은 소매판매액 기준

다만 위험 요인은 수출 비중이 높은 만큼 한국 경제는 대외불확실성 영향에 직접적일 수 밖에 없어 중장기적으로 내수의 저성장 구조 탈피를 위한 정책이 절실한 것으로 판단된다. 궁극적으로는 가계부채 문제와 저금리 기조 속 주택 가격 상승이 어려운 상황에서 2013년 내수 경기는 정부의 가계부채 조절 정책이 요구된다.

표 9. 주요국의 소매판매액 증감률 추이

(단위: %)

	2009	2010	2011	2012.03	2012.04	2012.05	2012.06	2012.07	2012.08
미국	-6.8	8.0	7.9	6.5	6.1	5.0	3.5	3.7	4.4
유로지역	-2.4	0.9	-0.6	-0.1	-3.5	-0.7	-0.8	-1.4	-1.3
일본	-0.4	2.5	0.0	10.3	5.7	3.6	0.2	-0.7	1.8
중국	15.5	23.3	17.1	15.2	14.1	13.8	13.7	13.1	13.2

자료: U.S. Census Bureau, 일본경제산업성, eurostat, 중국국가통계국

주: 1) 미국, 일본, 중국: 소매판매액, 전년동월대비, 자동차소매업 및 자동차부품업 포함 2) 유로지역(EA17): 도소매판매액자수(2005=100)의 전년동월대비, 자동차소매업 및 부품업 제외

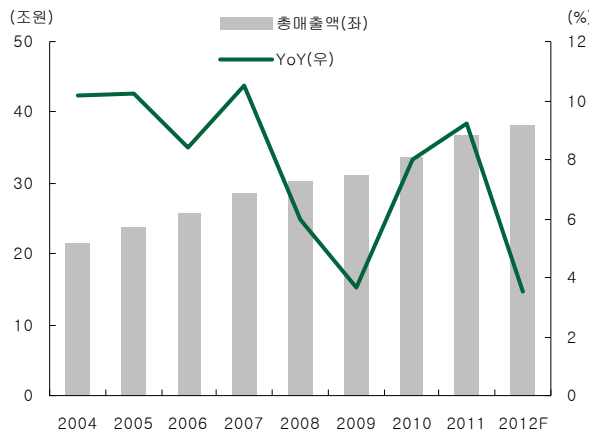
III. 시대에 적응한다면 내수 업종의 순환적 모멘텀 유효

유통업 환경, 경기 이상으로 정책 이슈

국내 할인점 2000년대 후반
성장에 대한 구조적
한계는 이미 지적

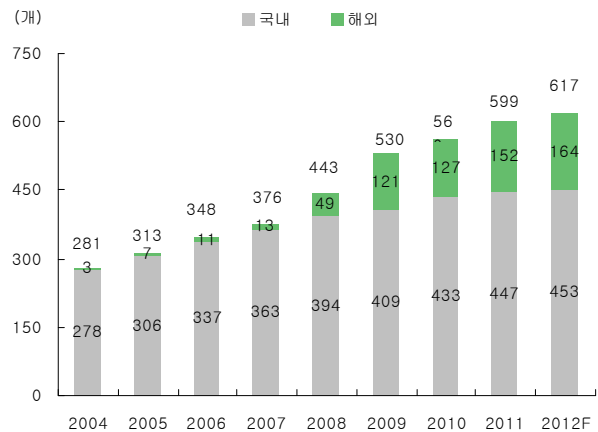
2008년 금융 위기 이후 국내 대형 할인점 모델의 성장 한계는 이미 거론되어 왔다. 국내 할인점 산업의 10년 이상의 장기 호황을 이어갈 수 있었던 초석이 IMF 이후 핵심 영업 자산인 부동산의 가치 상승 기조에 근거했기 때문이다. 그러나 2008년 리만사태 이후 국내 부동산 경기 악화와 함께 할인점의 포화 이슈 등으로 할인점 기능에 대한 구조적 한계점이 드러나고 있었다. 즉 할인점이 가지고 있는 상품력과 가격 경쟁력에 대한 문제가 부각되며 소비자 니즈는 할인점에서 온라인과 SSM 등 기타 신규 유통 채널로부터 이동하는 현상을 보이기 시작했기 때문이다.

그림 13. 국내 할인점 시장- 구조적 이슈로 급격한 성장을 둔화



자료: 통계청, 리테일매거진, IBK투자증권, 주: 2012F는 리테일매거진 추정치

그림 14. 국내 할인점 점포수 현황 (해외 포함)



자료: 각 사, 리테일매거진, IBK투자증권

표 10. 2011년 기준 지역별 인구 10만명 당 대형 할인점 수

(단위: 천명, 개)

정책적 규제로 인해
2012년 할인점의
지난 10년 사이
역사적 저점 마련

	인구 수	점포 수	인구 10만명당 점포 수
서울	10,039	73	0.7
경기	11,818	119	1.0
인천	2,675	26	1.0
강원	1,434	12	0.8
대전	1,524	17	1.1
충남	1,966	16	0.8
충북	1,477	13	0.9
대구	2,418	21	0.9
경북	2,577	22	0.9
부산	3,421	37	1.1
울산	1,097	13	1.2
경남	3,144	28	0.9
광주	1,451	12	0.8
전남	1,718	15	0.9
전북	1,683	17	1.0
제주	547	6	1.1
합계	48,989	447	0.9

자료: 리테일매거진, IBK투자증권

정책적 규제로 인해 업체별 성장 전략의 다양화

국내 유통업의 근대화화 중산층 강화 모델로의 시작점이 1990년대 할인점의 확산과 함께 했다 해도 과언이 아니다. 반면에 할인점의 규모의 경제 효과가 최고점에 도달한 2000년대 말 유통업은 내수 성장에 대한 우려감이 확산되면서 해외 진출이 확대되는 계기로 작용했다. 업체별로는 롯데쇼핑이 해외진출을 주도적으로 진행하기 시작했으며, 신세계는 해외보다는 국내 백화점과 할인점 본연의 성장성 제고 전략을 제시했다. 반면 현대백화점은 백화점을 중심으로 홈쇼핑과 식자재 유통 사업으로 내수 사업 수직계열화에 집중하는 모습이다.

업체별 세분화된 성장 모델은 13년 유통 정책 방향에 영향 할인점 부담은 가장 클 전망

2010년 이후 핵심 3사를 중심으로 새로운 10년 성장을 제시되는 시점에서 2012년 규제는 유통업 방향성 자체를 제한했다. 따라서 유통업체별로 세분화된 성장 모델의 제고를 위해서는 2013년 정부 정책의 가이드라인 필요한 것으로 판단되며, 당분간 할인점을 중심으로 정책적 위험은 불가피할 전망이다.

표 11. 국내 주요 유통 채널 별 월별 시장 성장률 추이

(단위: %)

	11.08	11.09	11.10	11.11	11.12	12.01	12.02	12.03	12.04	12.05	12.06	12.07	12.08
백화점	12.1	9.2	7.4	3.6	12.3	0.0	9.0	6.7	3.7	6.5	5.3	7.3	0.6
대형마트	10.4	4.0	10.1	5.2	8.8	3.2	2.7	7.2	2.4	1.6	-0.9	-2.0	-0.1
슈퍼마켓	10.6	5.3	7.4	6.1	6.2	10.5	4.3	4.6	1.9	5.3	3.9	3.6	3.7
편의점	16.1	20.5	14.7	22.5	14.6	22.3	18.8	23.7	18.5	23.6	16.4	20.7	17.9
인터넷쇼핑몰	14.8	8.4	3.2	6.6	3.6	4.6	23.1	1.0	8.7	12.5	7.9	13.1	3.7
홈쇼핑	29.9	16.4	17.4	12.4	18.9	2.8	23	3.9	6.3	6.8	11.0	13.4	6.4

자료: 통계청, IBK투자증권

주: 경상금액, 전년 동월대비 기준

표 12. 16개 시도별 대형 소매점 판매액 및 증감률 추이

(단위: 십억원 %)

구분	판매액						전년동월(7)비				
	2010	2011	12.2Q	7월	8월	비중	2010	2011	12.2Q	7월	8월
전국	58,050	63,806	15,922	5,183	4,895	100.0	9.5	9.9	2.8	1.5	0.1
서울	19,469	21,207	5,271	1,638	1,544	31.6	9.2	8.9	1.8	0.8	-1.1
부산	4,999	5,442	1,344	434	409	8.4	15.1	8.9	2.1	0.0	-2.4
대구	2,931	3,413	868	297	271	5.5	8.5	16.4	11.3	14.7	-4.3
인천	2,860	3,164	773	253	245	5.0	8.7	10.6	-0.1	-2.3	-1.1
광주	1,837	1,966	503	157	143	2.9	9.1	7.0	6.4	0.3	-0.1
대전	2,041	2,255	567	183	171	3.5	11.3	10.5	3.6	1.2	-0.1
울산	1,750	1,917	468	161	142	2.9	8.3	9.5	2.2	4.5	-0.2
경기	13,075	14,312	3,651	1,194	1,129	23.1	8.8	9.5	3.6	1.6	1.5
강원	735	792	215	81	81	1.7	21.2	7.8	13.3	14.7	18.9
충북	849	920	217	76	85	1.7	13.1	8.4	-1.4	-6.3	14.7
충남	1,095	1,451	364	128	124	2.5	9.4	32.5	3.9	2.7	8.3
전북	1,149	1,267	302	103	107	2.2	7.5	10.3	-0.9	-3.3	4.3
전남	870	902	228	81	78	1.6	6.0	3.6	3.7	1.9	3.8
경북	1,368	1,471	360	129	120	2.5	7.6	7.6	2.2	2.1	3.4
경남	2,641	2,899	684	229	205	4.2	7.4	9.8	-1.9	-3.7	-5.7
제주	381	427	109	40	39	0.8	6.5	12.0	3.4	2.6	3.2

자료: 통계청, IBK투자증권

주: 1) 대형소매점은 백화점과 매장면적 3,000㎡ 이상인 대형마트

표 13. 주요 상품군별 소매판매액 추이

(단위: 십억원)

상품구분별	2009	2010	2011	2012.03	2012.04	2012.05	2012.06	2012.07	2012.08
합계	251,698	275,853	299,219	25,474	24,839	26,519	25,157	25,681	24,271
내구재	52,440	58,850	63,397	5,290	4,972	5,451	5,529	5,805	5,091
승용차	26,402	29,850	31,816	2,616	2,574	2,797	2,829	2,788	2,234
가전제품	12,799	14,383	14,965	1,142	1,039	1,211	1,223	1,521	1,356
컴퓨터 및 통신기기	10,160	11,353	13,162	1,204	1,052	1,138	1,184	1,212	1,224
가구	3,080	3,263	3,454	328	307	306	293	283	278
준내구재	45,516	49,900	53,590	4,477	4,657	5,062	4,477	4,253	3,509
의복	34,947	38,123	40,363	3,335	3,448	3,709	3,253	3,049	2,483
신발 및 가방	5,394	5,934	6,846	619	643	718	645	604	540
오락 취미 경기용품	5,176	5,843	6,381	523	566	635	579	600	486
비내구재	153,741	167,104	182,232	15,707	15,210	16,006	15,150	15,624	15,672
음식료품	56,764	61,314	66,924	5,612	5,468	5,824	5,667	5,869	6,030
의약품	8,846	9,135	9,257	803	760	783	746	740	732
화장품	9,296	9,872	10,820	955	926	990	864	864	839
서적	6,111	6,545	6,730	712	565	516	475	520	494
차량연료	40,863	45,504	51,416	4,465	4,412	4,779	4,423	4,613	4,671
기타(기타상품)	31,861	34,735	37,084	3,159	3,079	3,114	2,975	3,017	2,905

자료: 통계청

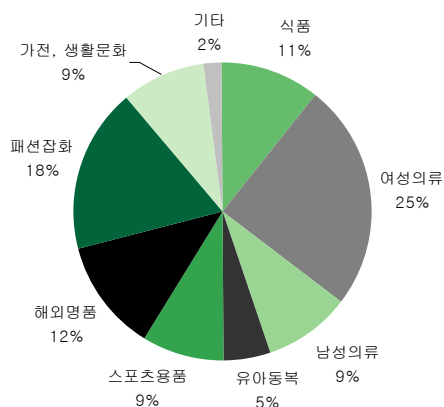
주: 승용차, 차량연료가 포함된 수치로 합계액은 순수소매판매액과 상이함

백화점 부진, 기타 채널의 성장 확대 기반

국내 유통업 핵심 사업인
백화점의 영업 악화
소비 트렌드와
채널 변화의 시발점으로 작용

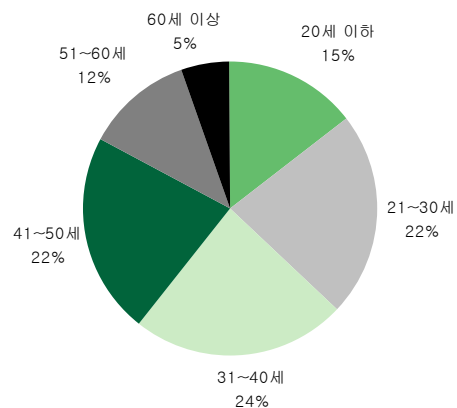
2011년 공정위 규제 이슈로, 할인점과 슈퍼 M&A 등 승인 지연으로 대기 수요 발생, 2012년 할인점과 슈퍼, 편의점간 시너지 확대로 이어졌다. 또한 2012년 홈쇼핑의 고정비 부담은 해외 소싱 PB와 보험 등의 상품력으로 차별화, 속도감 있는 해외 투자로 성장 전략 차별화가 확대되었다. 2013년에도 홈쇼핑과 화장품 업체들을 중심으로 중국 전략은 속도를 올릴 전망이다. 새로운 정부 출범 시점, 정책적 이슈에 대한 가이드라인과 내수 부양 변수에 따라 유통업 바닥 가능성도 충분한 것으로 보인다.

그림 15. 국내 백화점 상품 구성별 매출 비중(2011년 기준)



자료: 2012유통업체연감, IBK투자증권

그림 16. 국내 백화점의 연령대별 고객 구성비(2011년 기준)



자료: 2012유통업체연감, IBK투자증권

경기 부진 규제로 일본
백화점과 비교 지속
그러나 한국 백화점의
비교우위 충분

2013년 백화점 산업은 순환적인 소비 회복을 배경으로 영업 여건의 기저효과가 유효할 전망이다. 그동안 누적되어 온 소비자의 니즈와 백화점의 기저효과를 바탕으로 고급화 소비 트렌드의 점진적인 턴어라운드 가능성도 존재한다. 2009년 금융위기 직후와 같은 소비 패러다임의 전환 효과를 기대하기엔 제한적이지만 백화점에서부터 시작된 규제 이슈가 정점에 이르고 있어 하반기 백화점의 기저효과는 유통업의 점진적인 업황 회복의 시작점이 될 것으로 판단된다.

국내 유통업 환경에서 백화점은 업태 세분화와 통합화의 중심에서 소비트렌드의 전환을 주도했다. 비록 2011년 유통업 규제는 국내 유통업 성장과 전개에 일시적 중단을 가져왔지만 유통업 구조는 채널별 전략 변화와 함께 하반기 이후 성장성 회복의 속도를 낼 것이다. 영업 환경은 비우호적이지만 백화점 3사는 기존점 리뉴얼과 꾸준한 신규출점을 진행함에 따라 하반기 영업 환경 개선의 가시성을 높이고 있기 때문이다.

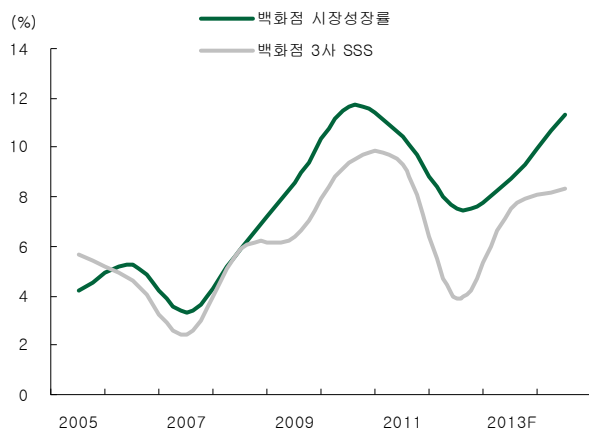
표 14. 2011년 기준 국내 주요 백화점 업체별 영업 현황

(단위: 백만원, 개, %)

업체명	점포명	총매출액	성장률	점포수
롯데쇼핑/롯데미도파/롯데역사	롯데백화점	12,280,000	12.0	34
현대백화점/한무소품/현대쇼핑/송원	현대백화점	5,800,000	-	13
신세계/광주신세계	신세계백화점	5,390,394	14.6	10
한화갤러리아/한화타임월드/한화역사	갤러리아백화점	1,850,000	12.8	7
애경유지공업/에이알홀딩스/수원애경역사/평택역사	AK플라자	1,700,000	13.0	5
이랜드리테일	NC백화점	1,172,000	90.0	13
대우인테리어/대우백화점	대우백화점	203,849	2.0	1
대구백화점	대구백화점	173,902	-	1
대동백화점	대동백화점	95,987	6.8	1
중소기업유통센터	행복한세상백화점	73,997	9.6	1
메가마트	M백화점	42,342	0.8	1

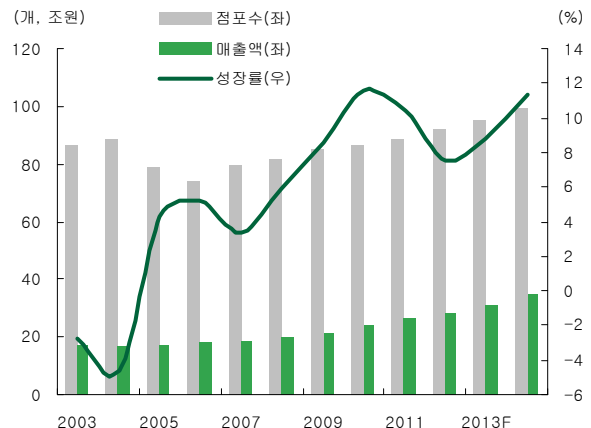
자료: 각 사, 리테일매거진, IBK투자증권, 주: 현대백화점은 2010년 기준

그림 17. 백화점 시장성장률 및 Big 3 기존점 성장률 추이



자료: 통계청, 지식경제부, IBK투자증권

그림 18. 백화점 시장 규모, 점포수 증가 추이 및 전망



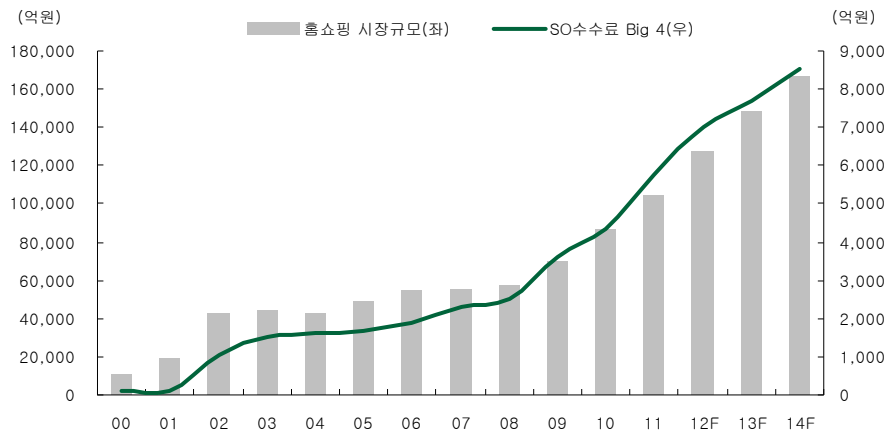
자료: 통계청, 백화점 3사, IBK투자증권

홈쇼핑, SO수수료 경쟁 VS 불황형 상품 개발

2012년 홈쇼핑
제6의 사업자 등장으로
12조원 시장 전망
2000년대 초
CJ, GS에서
2010년 Big 4로
별들의 경쟁 심화

홈쇼핑은 지난 5년 사이 오프라인 유통과 연계가 강한 현대홈쇼핑이 영업이익 기준 1위 포지셔닝을 강화하며 강한 영업력을 제시하고 있다. 한편 CJ오쇼핑은 백화점이나 할인점 계열사를 가지고 있지 않은 대신 미디어 콘텐츠와 해외 전략으로 차별화를 보이고 있다.

그림 19. 홈쇼핑 시장규모 추이 및 전망 - 2012년 제6의 사업자 진입으로 외형 성장 긍정적이나 SO수수 경쟁



자료: 각 사, IBK투자증권

표 15. 홈쇼핑 3사의 상품군별 매출 비중

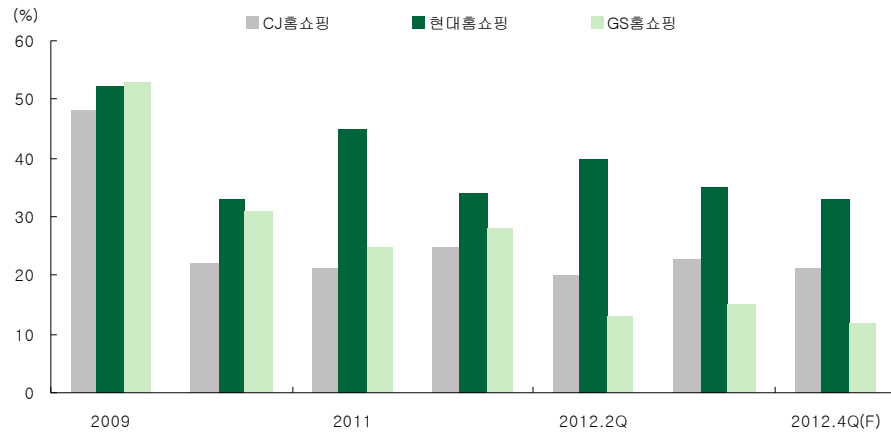
(단위: %)

업체별	상품구성	2010				2011				2012			2010	2011	2012F
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q			
현대홈쇼핑	생활용품	7	10	11	11	7	9	9	7	8	8	7	9	9	8
	의류	11	12	9	9	13	13	13	18	13	12	11	13	13	12
	가전	11	8	11	12	10	10	10	9	10	9	10	10	10	10
	식품	9	7	9	9	12	8	11	10	14	13	15	8	11	14
	화장품	12	12	10	10	13	11	12	12	14	14	12	11	12	13
	스포츠/레저	14	12	9	9	12	12	11	12	11	12	13	12	11	12
	주방용품	17	15	18	18	15	16	14	14	15	13	13	16	14	14
	언더웨어	12	15	15	15	12	13	12	11	11	14	14	13	12	13
	가구/침구류	7	8	8	8	6	7	6	6	4	5	5	7	6	5
CJ오쇼핑	가정용품	30	28	31	28	27	29	26	25	31	27	28	29	26	28
	의류	20	23	17	23	19	21	23	29	21	26	22	21	23	23
	가전	20	19	23	23	23	21	21	22	22	17	18	21	21	19
	패션/보석	6	9	8	9	8	8	8	8	7	10	9	8	8	9
	스포츠/레저	3	3	2	1	2	2	2	1	1	2	2	2	2	2
	기타	8	6	6	7	8	7	7	7	7	8	9	7	7	8
	식품	13	13	13	9	13	12	12	9	10	10	13	12	12	11
GS홈쇼핑	생활용품	30	30	30	30	29	30	30	29	26	26	30	30	30	27
	의류	15	12	12	20	16	15	17	19	17	22	18	15	17	19
	가전	19	18	18	15	16	17	16	15	16	11	9	17	16	12
	아미용품	13	15	14	13	14	14	13	14	14	14	14	14	13	14
	패션잡화	7	9	7	8	9	8	9	9	8	11	10	8	9	10
	기타	6	6	6	7	7	6	6	4	7	6	6	6	6	6
	식품	10	10	13	7	9	10	9	9	9	9	11	10	9	10

자료: 각 사, IBK투자증권

홈쇼핑 수익성의
보증수표였던 보험 의존도 탈피
홈쇼핑 전형의 상품
개발 강화

그림 20. 홈쇼핑 3사의 영업이익 중 보험 비중 추이



자료: 각 사, IBK투자증권

상반기 어닝 모멘텀 축소,
하반기 보유 SO사업을 통해
경쟁력 부각 전망

2012년 상반기 및 하반기 동향에 근거할 때 CJ오쇼핑, GS홈쇼핑의 취급고 성장률은 2013년에도 두 자리수 시현이 가능할 전망이다. 다만 업체별로 2012년 영업이익은 연간 가이드스 시현에 차이를 보이고 있지만 업종 평균 하회 가능성이 높을 전망이다. 영업이익 역시 3사 평균 가이드스인 8~10%를 하회했다. 이러한 추세는 당분간 지속될 전망이다. 2분기 이후 업계 평균 SO수수료가 20% 증가와 일부 보험 상품 프로모션 제한으로 수익성 압박이 크게 작용하고 있기 때문이다. 그럼에도 CJ오쇼핑과 현대홈쇼핑의 경우 계열사를 통한 SO사업을 운영하고 있어 채널 방어력과 동시에 지분법 반영을 통해 수수료 부담을 완화할 수 있을 것으로 판단된다.

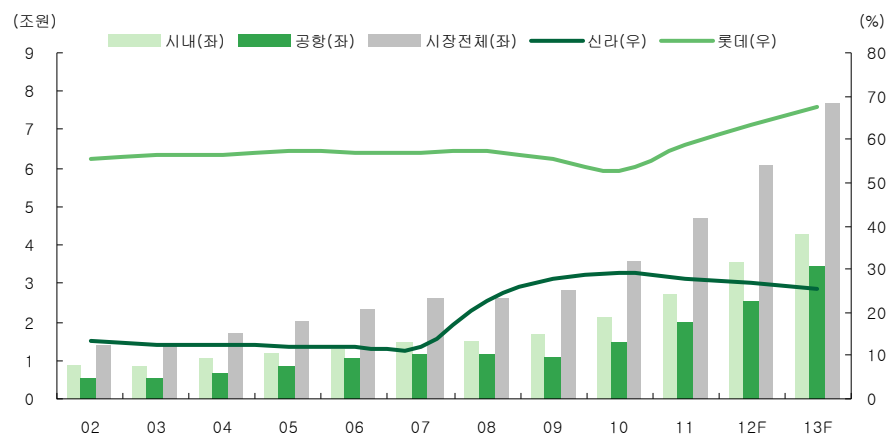
면세점, 백화점의 대체 수요와 중국인 수요 증가의 Peak

2012년 상반기 면세점 호황
Peak 시점으로 판단되나
하반기 원화강세 및
실적가시성으로 단기 모멘텀 유효

독과점 구조의 면세점 시장
파해갈 수 없는 규제
-조선호텔의 면세점 운영권 인수
-13,14년 인천공항 추가, 대기업 제외

2012년 호텔신라는 면세점과 호텔업체들 가운데 유일한 상장 업체로 중국인과 일본인 관광객 수요 증가에 따른 혜택을 누리고 있다. 국내 면세점 매출액 구조는 지난 1년 사이 중국인 비중이 급격하게 증가했지만 내국인의 절대적인 규모도 확대되었기 때문이다. 특히 지난 2분기, 3분기는 국내 백화점의 불황과 규제 영향으로 일부 고가소비가 면세점으로 이전된 것으로 추정된다.

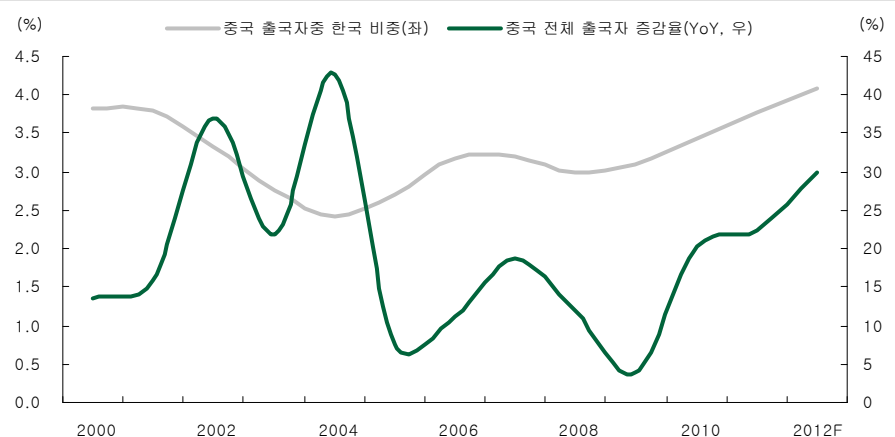
그림 21. 국내 면세점 규모 및 M/S - 2007년 2,6조원, 2012년F 6조원 백화점의 고가소비 간접 채널로 부각



자료: 한국면세점협회, 호텔신라, IBK투자증권

중국 전체 출국자 증감을 및
한국 출국자 비중

그림 22. 중국 전체 출국자 증감을 추이 및 중국 내 한국 출국 비중



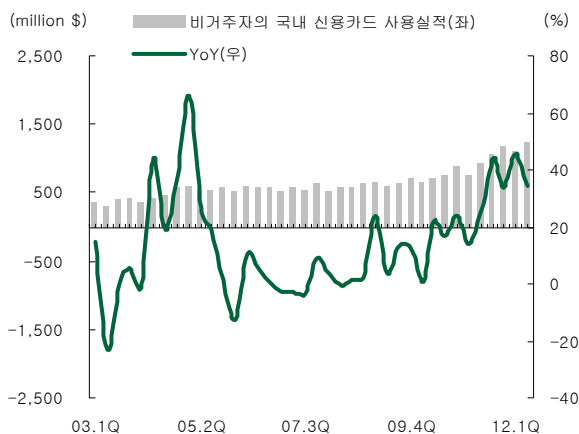
자료: CEIC, IBK투자증권

2012년 업황 Peak로
판단되나 하반기 원화강세 및
실적가시성으로
긍정적 모멘텀 당분간 유효

2013년 면세점 사업 전망은 2012년 대비 상대적 호황은 약화될 전망이다. 인천공항 내 관광공사 영업장에 대한 선정은 기존 롯데면세점과 신라면세점은 제외되었으며 호텔신라의 경우 내년 상반기 서울 호텔 리뉴얼 투자로 인한 일부 영업 정지도 예상되기 때문이다.

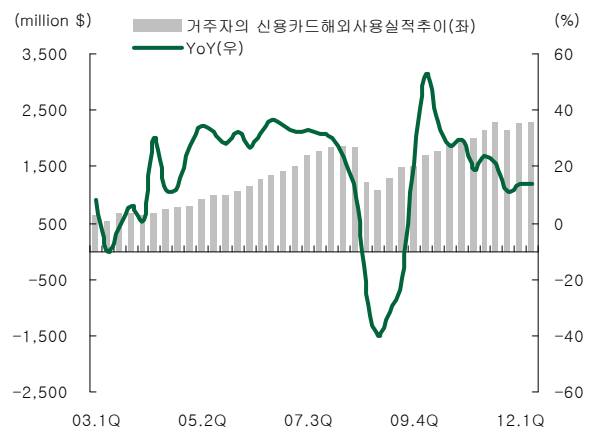
다만 현 시점 이후 단기 모멘텀에 있어서는 4분기 중국인 무비자 효과 확대와 일본인 독도 이슈 완화, 지난 10월 초 중국 국경절과 국내 추석 명절에 따른 내국인 특수 효과 및 3분기 대비 원/달러, 원/엔 환율 하향 안정화로 금번 4분기 영업이익 회복이 가능하기 때문이다. 국내외 경기 불황에도 불구하고 국내 면세점 사업 호조는 당분간 지속될 전망이다. 중국인의 출국자 수요 증가를 배경, 한국인과 일본인의 여행 수요가 지난 3년 사이 회복세를 보이고 있기 때문이다. 2013년 전망에 대해서는 2012년 대비 성장률 둔화가 불가피해 보이지만 중국인 무비자 실행 원화강세를 배경으로 긍정적 영업기조는 유효할 것으로 판단된다.

그림 23. 해외 거주자의 국내에서 신용카드 사용 규모 및 증감 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 24. 국내 거주자의 국내에서 신용카드 사용 규모 및 증감 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

유통업 규제 속 편의점, 드러그스토어와 화장품의 동반 성장

2008년 경제 위기 이후
고급화 소비트렌드로
국내 화장품의 Premium 진행

화장품 및 생활 내수 업체들은 2012년에도 양호한 실적으로 방어력이 부각되는 가운데 중국 전략에 대해서도 유통업체들 대비 강한 모멘텀이 예상된다. 다만 아모레퍼시픽의 경우 중국 성장성은 가시성이 높은 수준을 지속하고 있지만 내수 부문에서의 저성장과 비용 부담으로 주가 모멘텀은 상대적인 밸류에이션에 근거할 것으로 생각된다. 중국 사업 역시 고성장 기조는 긍정적이지만 방문판매 라이선스 획득 이후 사업 본격화를 위한 투자가 수반되고 있어 전사 수익성에는 감소 영향이 불가피하기 때문이다.

LG생활건강 더 페이스샵 효과로
국내외 화장품 고성장의 가시성

LG생활건강은 더페이스샵 출점을 중심으로 일본과 중국 전략이 구체화되고 있어 부재했던 해외 사업 모멘텀도 강화 될 전망이다. 밸류에이션 부담에 대한 지적이 있지만 LG생활건강은 결정적으로 국내 사업에서 화장품과 음료 사업에서 M&A로 인한 성장성이 본격화 되고 있어 업종 내 밸류에이션 프리미엄을 유지할 것으로 판단된다.

산업규제 영향은
대형 화장품 업체들의
성장 스케줄에도 변화를 줌

2013년 화장품 시장은 2012년에 이어 중소 브랜드샵과 인터넷, 전문점, 홈쇼핑 등 Masstige 및 Mass 브랜드와 채널을 중심으로 성장성 확대를 이어갈 전망이다. 대형 화장품 업체들 역시 기존 수익구조의 대부분을 차지했던 방문판매와 백화점 채널이 저성장 구조에 있으며, 할인점이 규제에 영향을 받으면서 성장성을 제한하고 있기 때문이다. 유통업 규제가 대형 화장품 업체들의 채널 전략과 무관할 수 없는 상황으로 2013년 성장이 기대되는 채널은 드러그스토어와 편의점에서 확인된다.

편의점과 드러그스토어의

급격한 MD변화

Mass 및 Masstige

화장품 비중 강화

편의점은 유통 대기업이 운영하는 채널들 가운데 프랜차이즈를 통해 일반인 창업이 가능한 대표 업태로 부각되고 있다. 또한 주요 드러그스토어들 역시 초기에는 테스트로 직영점을 운영하다가 규모 확장을 구체적으로 결정한 시점부터 프랜차이즈 출점을 강화하고 있다. 유통업 규제에 반사적인 영향으로 인해 최근 편의점과 드러그스토어의 MD 구성은 생활용품, Mass 화장품, 식품은 HMR 위주로 강화하는 모습이다. 아모레퍼시픽과 LG생활건강 역시 Mass 및 Masstige 브랜드의 확대 방법에 있어서 할인점을 대비 신유통 채널 비중을 확대할 것으로 보인다.

표 16. 채널 별 화장품 시장 규모, 성장률 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
일반전문점	6,100	5,600	4,800	4,020	2,800	2,720	2,584	3,101	2,946
브랜드샵	7,700	9,400	11,800	14,440	16,800	18,600	20,832	23,332	26,365
대형마트	4,850	5,900	6,600	7,630	8,340	8,590	9,045	9,498	10,257
인터넷	1,300	1,450	1,600	1,650	1,850	2,100	2,415	2,850	3,220
홈쇼핑	2,500	2,800	3,000	3,200	3,650	4,325	4,844	5,232	5,702
방문판매	20,530	21,500	22,200	23,340	27,930	32,175	37,002	41,812	49,338
백화점	11,500	12,800	15,600	19,030	20,790	23,285	25,380	28,680	32,408
전체	54,480	59,450	65,600	73,310	82,160	91,795	102,102	114,503	130,237
일반전문점(YoY)	27.4	8.2	-14.3	16.3	30.3	2.9	5.0	20.0	5.0
브랜드샵(YoY)	54.0	22.1	25.5	22.4	16.3	10.7	12.0	12.0	13.0
대형마트(YoY)	15.5	21.6	11.9	15.6	9.3	3.0	5.3	5.0	8.0
인터넷(YoY)	13.0	11.5	10.3	3.1	12.1	13.5	15.0	18.0	13.0
홈쇼핑(YoY)	16.3	12.0	7.1	6.7	14.1	18.5	12.0	8.0	9.0
방문판매(YoY)	5.5	4.7	3.3	5.1	19.7	15.2	15.0	13.0	18.0
백화점(YoY)	4.5	11.3	21.9	22.0	9.2	12.0	9.0	13.0	13.0

자료: 아모레퍼시픽, 유로모니터, IBK투자증권

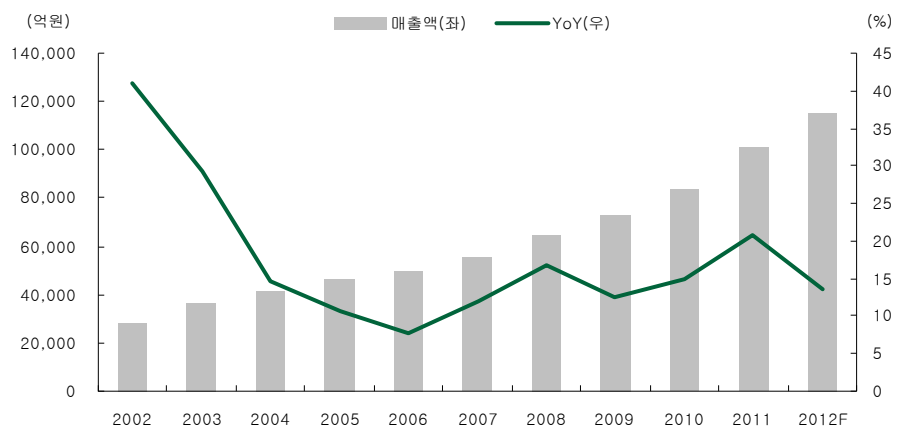
편의점의 의약품 판매 허가

주요 유통사들의 신규채널

확장 편의점과 드러그스토어

강화 전망

그림 25. 국내 편의점 시장 규모 및 매출액 성장률



자료: 한국편의점협회, 리테일매거진, IBK투자증권

표 17. 국내 주요 편의점 업체별 점포수 추이 및 전망

(단위: 개, %)

점포명	2010		2011		2012F	
	점포 수	점유율	점포 수	점유율	점포 수	증감율
CU	5,365	31.7	6,688	31.5	1,323	24.7
GS25	5,026	29.7	6,326	29.8	1,300	25.9
세븐일레븐	2,944	17.4	4,472	21.1	1,528	51.9
미니스톱	1,402	8.3	1,675	7.9	273	19.5
바이더웨이	1,652	9.8	1,578	7.4	-74	-4.5
조아마트	251	1.5	241	1.1	-10	-4.0
씨스페이스	150	0.9	142	0.7	-8	-5.3
OK마트	147	0.9	99	0.5	-48	-32.7
합계	16,937	100.0	21,221	100.0	4,284	25.3

자료: 한국편의점협회, 리테일매거진, IBK투자증권

표 18. 국내 드럭스토어 운영 주요 업체들의 영업 현황

(단위: 개, 억원)

점포명	점포수			매출액		
	2009	2010	2011	2009	2010	2011
CJ올리브영	71	91	151	980	1,348	2,119
코오롱 W스토어	63	78	79	160	116	93
GS왓슨스	26	37	53	380	512	753
합계	160	206	283	1,520	1,976	2,965
H&B스토어				드럭스토어		
업체명(개점시기)	CJ올리브영(1999)		GS왓슨스(2005)	코오롱 W스토어(2004)		
운영형태	H&B중심		H&B중심	약국중심		
메인타겟	20~30대 여성		20~30대 여성	20~30대 여성, 기존 약국 고객		
컨셉	H&B		H&B + Fun	Total Wellbeing		
점포운영	가맹점 위주		직영점 위주	가맹점 위주		
출점전략	-주요광역시 및 수도권 -지방 출점 강화 -가맹점 확대		-직영점 중심 -서울, 수도권, 지방도시 -주요 상권중심 출점	-기존 약국 중심 매장 확보 -병원가의 대형약국 중심		
운영전략	-상권별 매장 차별화 -카운셀링 판매 강화 -프랜차이즈 기반 확보		-다품종 상품구성 -저가전략 -카운셀링 판매	-약사 중심의 매장 운영		
MD전략	-수입화장품 및 건강기능 식품 확대 -신상품 도입확대		-왓슨스 PB 판매 -비식품잡화 구색강화 -수입 스낵류 및 음료	-상권별 차별화된 MD		

자료: 한국편의점협회, 리테일매거진, IBK투자증권



편집상 공백입니다.



Company Analysis

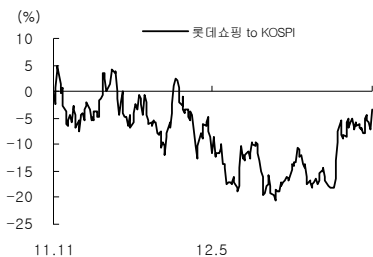
기업명	투자의견	목표주가
롯데쇼핑(023530)	매수(유지)	400,000원
LG생활건강(051900)	매수(유지)	750,000원
CJ오쇼핑(035760)	매수(유지)	300,000원
GS홈쇼핑(028150)	매수(유지)	180,000원
신세계(004170)	매수(유지)	310,000원
락앤락(115390)	매수(유지)	36,000원
호텔신라(008770)	매수(유지)	63,000원
이마트(139480)	중립(하향)	-

매수(유지)

목표주가 400,000원
현재가 (11/19) 331,000원

KOSPI (11/19)	1,878.10pt
시가총액	9,613억원
발행주식수	29,043천주
액면가	5,000원
52주 최고가	388,000원
최저가	276,500원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 자본율	14.0%
배당수익률 (11.12월)	0.4%
주요제품 매출비중	
백화점	29.4%
할인점 및 기타	70.6%
주주구성	
신동빈 외 19 인	69.36%
국민연금공단	5.00%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	2% 12% 2%
절대기준	5% 6% -1%

상대주가(%)



롯데쇼핑 (023530)

기저효과에 이어 하이마트 가치 반영으로 밝아지는 2013년

하이마트 인수, 지난 10년 사이 최고 M&A로 판단

롯데쇼핑의 과거 10년간 M&A에 근거할 때 하이마트 인수는 중장기 전략에 반향을 불러올 최대 성과로 판단된다. 그동안 국내 M&A의 경우 일부 점포 인수에 국한된 경우가 많았으며 2006년 인수한 홈쇼핑의 경우 업계 상위 사업자가 아니었던 점을 고려할 경우 하이마트와는 큰 차이점을 보이고 있기 때문이다. 동사는 금번 인수를 통해 국내 가전 유통 매출액이 4조 3천억원 대에 이를 전망으로 월등한 1위로 등극하게 된다. 그러나 단순히 외형에서 1위 이미지에만 국한되기 보다는 중장기적으로 국내 가전사업의 해외 진출의 기회를 창출하며 해외에 진출해 있는 국내 유통업체들과 시장 확대를 주도하기에 충분할 전망이다.

원화 강세 영향으로 Valuation 부담 완화

최근 동사 주가는 원화 강세를 배경으로 일부 긍정적センチ먼트를 반영했는데 구체적으로 3분기 외화, 파생손익 부문에서 300억원의 흑자전환을 시현했다. 지난해 3분기 급격한 원화 약세 기조로 인해 외화차입에 대한 평가손실이 1,080억원였기 때문에 3분기 원화 강세 영향은, 세전이익은 3,200억원(+96% YoY)으로 실적 개선의 가시성으로 이어졌다.

목표주가 400,000원 및 매수의견 유지

동사는 2012년 백화점의 영업 악화를 중심으로 영업이익 감소가 불가피해 보인다. 영업 여건 악화가 2년 연속 지속되고 있어 2013년에도 급격한 개선은 제한적으로 판단된다. 2013년 영업 역시 베이스 효과 수준의 개선에 국한될 전망이다. 다만 하이마트 인수로 2013년 롯데쇼핑은 사업 영역 내의 새로운 전환점을 맞이하며 점진적인 체질 개선이 가능할 것으로 판단된다. 4분기 이후 하이마트 연결실적 가능성과 원화 강세 기조에 따른 밸류에이션 부담 완화 효과를 고려하여 목표주가 400,000원과 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
순매출액	20,331	22,253	24,612	28,940	32,556
영업이익	1,427	1,663	1,412	1,595	1,744
세전이익	1,500	1,555	1,492	1,634	1,780
자배주순이익	1,001	932	1,018	1,117	1,241
EPS(원)	34,449	32,084	35,038	38,475	42,739
증가율(%)	39.8	-6.9	9.2	9.8	11.1
영업이익률(%)	7.0	7.5	5.7	5.5	5.4
순이익률(%)	5.1	4.6	4.4	4.1	4.1
ROE(%)	7.9	6.9	7.0	7.2	7.5
PER	13.7	10.6	9.9	9.0	8.1
PBR	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.9	8.5	9.5	8.4	7.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 연결기준

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	20,331	22,253	24,612	28,940	32,556
매출원가	13,972	15,251	16,972	20,179	22,789
매출총이익	6,358	7,002	7,640	8,761	9,767
매출총이익률 (%)	31.3	31.5	31.0	30.3	30.0
판매비	4,931	5,183	6,098	7,012	7,813
판매비율 (%)	24.3	23.3	24.8	24.2	24.0
조정영업이익	1,427	1,819	1,542	1,749	1,953
조정영업이익률 (%)	7.0	8.2	6.3	6.0	6.0
기타영업손익	0	-156	-130	-154	-209
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	-1	-1	1	1
기타	0	-155	-129	-155	-210
영업이익	1,427	1,663	1,412	1,595	1,744
영업이익률 (%)	7.0	7.5	5.7	5.5	5.4
EBITDA	2,173	2,223	2,065	2,204	2,421
EBITDA마진율 (%)	10.7	10.0	8.4	7.6	7.4
순금융손익	-74	-169	-43	-61	-76
이자손익	-126	-86	-77	-91	-169
기타	52	-84	34	29	93
기타영업외손익	84	0	89	100	112
외환기타손익	-91	0	0	35	12
기타	175	0	89	65	100
총금융투자이익및손익(금융투자손익)	63	62	35	0	0
세전이익	1,500	1,555	1,492	1,634	1,780
법인세	450	543	400	434	445
계속사업이익	1,044	1,013	1,092	1,200	1,335
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,044	1,013	1,092	1,200	1,335
당기순이익률 (%)	5.1	4.6	4.4	4.1	4.1
자배주당순이익	1,001	932	1,018	1,117	1,241
비자배주당순이익	43	81	74	82	93
기타포괄이익	0	0	10	0	0
총포괄이익	0	1,013	1,101	1,200	1,335
총포괄이익률 (%)	0.0	4.6	4.5	4.1	4.1

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	34,449	32,084	35,038	38,475	42,739
EPS ² (원)	35,941	34,865	37,588	41,315	45,956
BPS ¹ (원)	374,950	387,669	415,463	455,220	498,655
CPS (원)	63,064	72,711	66,535	66,268	75,258
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
PER ¹ (배)	13.7	10.6	9.9	9.0	8.1
PBR ¹ (배)	1.3	0.9	0.8	0.8	0.7
PCR (배)	7.5	4.7	5.2	5.2	4.6
EV/EBITDA (배)	9.9	8.5	9.5	8.4	7.7
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성					
매출액증가율 (%)	27.0	9.5	10.6	17.6	12.5
영업이익증가율 (%)	24.3	16.5	-15.1	13.0	9.3
EBITDA증가율 (%)	27.6	2.3	-7.1	6.7	9.9
순이익증가율 (%)	36.3	-3.0	7.8	9.9	11.2
EPS ¹ 증가율 (%)	39.8	-6.9	9.2	9.8	11.1
수익성					
ROE ¹ (%)	7.9	6.9	7.0	7.2	7.5
ROA (%)	3.8	3.2	3.2	3.4	3.4
ROIC (%)	8.6	7.8	8.2	8.7	9.7
안정성					
유동비율 (%)	52.7	128.4	134.0	132.7	144.5
부채비율 (%)	113.8	125.2	117.2	119.9	128.0
차입금/EBITDA (배)	3.7	4.6	4.8	4.4	4.7
이자보상배율 (배)	7.3	9.5	8.1	9.8	9.3
활동성					
매출채환전율 (배)	49.9	103.0	0.0	64.0	63.0
재고자산회전율 (배)	13.7	11.8	11.7	12.4	12.2
매입채무회전율 (배)	7.8	7.3	7.6	8.7	9.0
총자산회전율 (배)	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	20,289	20,333	21,343	22,473	23,767
유형자산	14,440	13,154	14,230	15,177	16,093
무형자산	2,226	2,707	2,862	2,781	2,717
투자자산	1,569	2,586	2,947	2,999	3,250
투자부동산	0	641	0	0	0
기타 비유동자산	2,054	1,246	1,304	1,517	1,706
유동자산	4,851	12,728	12,852	14,688	17,709
재고자산	1,714	2,042	2,162	2,515	2,829
유가증권	5	6,903	7,379	7,557	8,502
매출채권	432	0	418	486	547
기타 유동자산	1,281	1,824	1,685	1,960	2,205
현금및현금성자산	1,420	1,958	1,207	2,170	3,626
기타 금융업 자산	5,110	0	0	0	0
자산총계	30,250	33,061	34,195	37,162	41,476
비유동부채	6,889	8,471	8,862	9,190	11,033
사채	3,972	6,390	6,384	6,384	7,634
장기차입금	1,125	349	463	463	763
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	1,793	1,732	2,015	2,343	2,636
유동부채	9,212	9,911	9,591	11,072	12,252
단기차입금	1,618	1,177	1,211	1,134	1,275
매입채무및기타채무	2,902	3,189	3,249	3,401	3,826
유동상장기부채	1,398	2,270	1,925	1,625	1,625
기타 유동부채	3,294	3,275	3,206	4,912	5,526
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	16,101	18,382	18,452	20,262	23,285
자배주지분	13,115	13,966	14,928	16,002	17,200
자본금	145	145	145	145	145
자본잉여금	4,651	3,622	3,622	3,622	3,622
자본조정등	-163	-31	-41	-41	-41
기타포괄이익누계액	2,834	138	141	141	141
이익잉여금	5,648	10,092	11,061	12,135	13,333
비자배주지분	1,033	713	814	897	990
자본총계	14,149	14,679	15,743	16,899	18,190

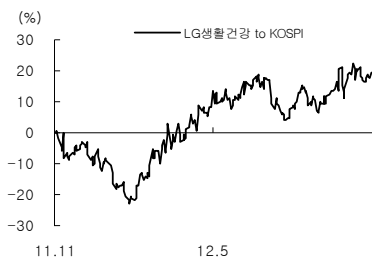
현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	543	871	1,502	1,607	2,104
당기순이익	1,044	1,013	1,092	1,200	1,335
현금유출없는비용 및 수익	788	1,099	841	725	851
유형자산및무형자산의 감소	490	482	522	503	584
무형자산상각비	255	78	131	106	94
외환손익	0	0	30	-5	-5
유형자산처분손익(이익)	-203	14	6	0	0
이자비용(수익)	22	86	135	91	169
기타	223	440	16	30	10
영업활동으로인한자산부채변동	-1,288	-1,153	-323	-227	87
매출채권및기타채권의 감소	-116	-117	0	-68	-61
재고자산의 감소	-292	-385	-115	-353	-314
매입채무및기타채무의 증가	423	428	16	152	425
기타	-1,303	-1,078	-225	41	37
영업관련자산배당법인세 및 중단현금흐름	0	-88	-108	-91	-169
투자활동으로인한현금흐름	-2,682	-1,757	-2,481	-2,186	-3,054
투자자산의 감소(증가)	-113	-22	414	-52	-152
유형자산의 감소	488	141	11	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	1,497	1,592	1,558	1,450	1,500
무형자산의 감소(증가)	-47	-81	-73	-25	-30
기타	-1,575	-6	-396	-208	-185
투자관련자산배당법인세 및 중단현금흐름	61	-197	-879	-451	-1,188
재무활동으로인한현금흐름	2,884	1,595	168	1,542	876
장기차입금의 증가(감소)	620	3,915	-347	0	300
사채의 증가(감소)	2,759	2,471	443	0	1,250
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-193	68	588	1,962	-772
재무관련자산배당법인세 및 중단현금흐름	-301	-4,860	-516	-421	98
현금의 증가	576	716	-751	963	-74
기초현금	843	1,242	1,958	1,207	2,170
기말현금	1,420	1,958	1,207	2,170	2,096

매수(유지)

목표주가 750,000원
현재가 (11/19) 641,000원

KOSPI (11/19)	1,878.10pt
시가총액	10,410십억원
발행주식수	17,718천주
액면가	5,000원
52주 최고가	666,000원
최저가	462,000원
60일 일평균거래대금	16십억원
외국인 지분율	44.6%
배당수익률 (11.12월)	0.5%
주요제품 매출비중	
화장품	33%
생필 및 음료	67%
주주구성	
LG 외 2 인	34.26%
Fidelity Funds 외 47 인	6.04%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	2% 16% 19%
절대기준	4% 9% 16%

상대주가(%)



LG생활건강 (051900)

흔들림 없는 성장성으로 업종 Valuation 주도

2005년 이후 31분기 연속 성장성 시험의 비결

2012년 국내 유통 채널 악화와 관련된 동사의 사업부별 영향은 1) 백화점 내 프리미엄 화장품 군 매출 부진 2) 할인점 의무 휴일제에 따른 Masstige 화장품 및 생활용품(세제, 바디케어) 판매에 부정적 영향 반영 3) 특히 생활용품의 경우 정부의 물가 관리 정책에 따른 생필품 가격 인상 억제 정책으로 원가 부담이 일부 작용했다. 그럼에도 불구하고 화장품부문에서 Prestige와 Mass 상품군에서 고성장을 시현했는데 Prestige의 품목 강화와 신규 브랜드의 효과적 런칭과 Mass 상품군 더 페이스샵(화장품 내 매출비중10%→16%)의 국내(매출액 19% YoY) 및 해외(매출액 74% YoY) 성장이 구체화되며 영업 환경을 극복했다. 또한 음료부문은 코카콜라와 해태음료의 신상품 판매 호조뿐 아니라 원료 공동 구매, 판매망 활용 등으로 시너지가 확인되었다.

영업환경을 상회하는 사업부간 시너지

2013년 동사의 매출액과 영업이익은 각각 15%(YoY), 22%(YoY) 성장이 전망된다. 금년도는 동사가 제시하는 가이던스에 부합하는 수준이다. 다만 유통업 환경을 고려하면 생활용품과 음료 부문의 영업 환경은 급격한 개선은 제한적으로 판단되지만 코카콜라와 해태음료의 시너지 강화에 따른 원가 구조 개선과 화장품은 일본 부문 규모 확대에 따른 수익성 확대가 예상되어 성장성을 뒷받침하기에 충분할 전망이다.

목표주가 750,000원 및 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가 산출에 있어서 2013년 전망치 반영이 무리가 없는 것으로 판단되어 목표주가 700,000원에서 750,000원으로 상향하며 매수의견을 유지한다. 2013년 화장품 성장과 음료부문 원가 개선에 근거한 실적 모멘텀에 근거 하여 총 기업가치 108,500억원에서 117,606억원으로 상향한다. 대형 내수 업종 내 흔들림 없는 실적 가시성에 근거할 때 단기 밸류에이션 부담에도 업종 내 밸류에이션을 주도하며 중장기 주가 Re-rating이 가능할 전망이다.

(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	2,826	3,452	3,961	4,572	5,321
영업이익	347	401	468	572	718
세전이익	319	372	443	541	696
자배주순이익	237	272	329	403	518
EPS(원)	13,016	14,941	18,110	22,213	28,569
증가율(%)	44.3	14.8	21.2	22.7	28.6
영업이익률(%)	12.3	11.6	11.8	12.5	13.5
순이익률(%)	8.4	7.9	8.3	8.8	9.7
ROE(%)	33.0	29.7	28.5	28.2	29.3
PER	30.0	32.6	35.6	29.0	22.6
PBR	55.8	25.9	25.9	15.7	10.1
EV/EBITDA	16.0	17.0	19.3	16.1	12.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 연결기준

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	2,826	3,452	3,961	4,572	5,321
매출원가	1,334	1,736	1,937	2,242	2,474
매출총이익	1,493	1,716	2,025	2,330	2,847
매출총이익률 (%)	52.8	49.7	51.1	51.0	53.5
판매비	1,165	1,356	1,568	1,844	2,128
판매비용(%)	41.2	39.3	39.6	40.3	40.0
조정영업이익	327	360	457	486	718
조정영업이익률(%)	11.6	10.4	11.5	10.6	13.5
기타영업손익	19	40	11	87	0
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	-1	-1	0	0	0
기타	20	41	11	87	0
영업이익	347	401	468	572	718
영업이익률(%)	12.3	11.6	11.8	12.5	13.5
EBITDA	427	494	570	675	821
EBITDA마진율(%)	15.1	14.3	14.4	14.8	15.4
순금융손익	-28	-29	-30	-31	-22
이자손익	-28	-28	-30	-31	-22
기타	0	-2	0	0	0
기타영업외손익	-5	-5	2	0	0
외환거래손익	0	0	0	0	0
기타	-5	-5	2	0	0
총속공통지배권관계기업관련손익	5	5	3	0	0
세전이익	319	372	443	541	696
법인세	82	101	114	138	178
계속사업이익	237	272	329	403	518
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	237	272	329	403	518
당기순이익률(%)	8.4	7.9	8.3	8.8	9.7
자배주당당기순이익	231	265	321	394	506
비자배주당당기순이익	6	7	8	9	12
기타포괄이익	-4	-11	-4	0	0
총포괄이익	233	261	325	403	518
총포괄이익률(%)	8.2	7.6	8.2	8.8	9.7

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	13,016	14,941	18,110	22,213	28,569
EPS ² (원)	13,374	15,325	18,548	22,736	29,242
BPS ¹ (원)	6,988	18,839	24,898	41,086	63,624
CPS (원)	24,923	27,275	30,091	25,404	36,321
DPS (원)	2,650	3,500	3,500	3,500	3,500
PER ¹ (배)	30.0	32.6	35.6	29.0	22.6
PBR ¹ (배)	55.8	25.9	25.9	15.7	10.1
PCR(배)	15.6	17.9	21.4	25.4	17.8
EV/EBITDA(배)	16.0	17.0	19.3	16.1	12.8
배당성익률(%)	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
성장성					
매출액증가율(%)	27.5	22.1	14.7	15.4	16.4
영업이익증가율(%)	45.8	15.6	16.8	22.3	25.5
EBITDA증가율(%)	32.7	15.7	15.4	18.4	21.7
순이익증가율(%)	41.6	14.6	21.0	22.6	28.6
EPS ¹ 증가율(%)	44.3	14.8	21.2	22.7	28.6
수익성					
ROE ¹ (%)	33.0	29.7	28.5	28.2	29.3
ROA (%)	14.6	12.6	12.4	13.4	15.4
ROIC (%)	22.0	18.3	18.8	20.8	25.6
안정성					
유동비율(%)	93.8	104.9	92.1	95.4	128.1
부채비율(%)	130.3	123.4	119.7	93.4	79.7
차입금/EBITDA(배)	1.2	1.1	1.3	0.9	0.8
이자보상배율(배)	11.0	12.1	13.2	12.8	22.1
활동성					
매출채환전율(배)	11.7	11.7	10.6	10.4	10.6
재고자산회전율(배)	14.4	12.8	12.5	13.6	14.8
매입채무회전율(배)	17.5	16.6	17.2	18.3	19.0
총자산회전율(배)	1.7	1.6	1.5	1.5	1.6

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	1,366	1,602	1,866	1,956	1,986
유형자산	607	832	930	990	994
무형자산	664	664	814	806	799
투자자산	30	35	44	67	69
투자부동산	23	23	23	30	50
기타 비유동자산	42	50	54	63	74
유동자산	579	767	1,047	1,166	1,640
재고자산	233	306	326	346	372
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	266	327	418	464	540
기타유동자산	36	42	40	47	55
현금및현금성자산	44	92	262	309	673
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,945	2,369	2,913	3,122	3,626
비유동부채	483	578	450	286	327
사채	349	379	229	29	29
장기차입금	0	2	3	3	3
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	134	196	218	254	295
유동부채	618	731	1,137	1,222	1,281
단기차입금	155	133	140	163	189
매입채무및기타채무	186	231	231	269	293
유동상장기부채	0	50	350	400	400
기타유동부채	276	317	416	391	399
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,100	1,308	1,587	1,508	1,608
자배주지분	788	997	1,255	1,534	1,926
자본금	89	89	89	89	89
자본잉여금	97	97	97	97	97
자본조정등	-72	-72	-73	-73	-73
기타포괄이익누계액	-1	0	-4	-4	-4
이익잉여금	675	884	1,146	1,425	1,817
비자배주지분	57	63	71	80	92
자본총계	845	1,061	1,326	1,614	2,018

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	319	289	378	405	559
당기순이익	237	272	329	403	518
현금유출이 없는비용 및 수익	205	212	205	47	125
유형자산및무형자산의 감소	73	87	94	95	96
무형자산상각비	7	6	8	7	7
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산의 처분손익(이익)	0	-4	3	0	0
이자비용(수익)	28	28	30	31	22
기타	96	95	69	-86	0
영업활동으로인한자산부채변동	-57	-99	-77	-14	-62
매출채권및기타채권의 감소	-33	-1	8	-46	-76
재고자산의 감소	-57	-54	-14	-20	-27
매입채무및기타채무의 증가	32	-29	-5	38	24
기타	1	-15	-67	14	17
영업관련이자배당법인세 및 중금리금흐름	-66	-95	-78	-31	-22
투자활동으로인한현금흐름	-529	-135	-290	-200	-141
투자자산의 감소(증가)	31	0	10	-29	-22
유형자산의 감소	5	17	2	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	149	155	150	155	100
무형자산의 감소(증가)	-4	1	-3	0	0
기타	-411	1	-151	-9	-10
투자관련이자배당법인세 및 중금리금흐름	0	0	1	-7	-8
재무활동으로인한현금흐름	219	-108	85	-159	-154
장기차입금의 증가(감소)	-1	2	0	0	0
사채의 증가(감소)	299	80	149	-200	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	-1	102	83	-67
재무관련이자배당법인세 및 중금리금흐름	-78	-189	-167	-41	-88
현금의 증가	10	47	170	47	264
기초현금	34	44	92	262	309
기말현금	44	92	262	309	573

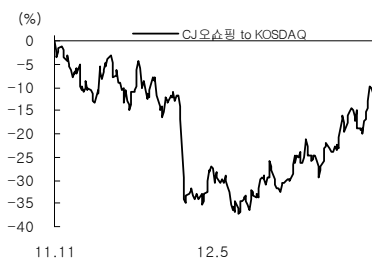
CJ오쇼핑 (035760)

매수(유지)

목표주가 300,000원
현재가 (11/19) 254,300원

KOSDAQ (11/19)	493.14pt
시가총액	1,578십억원
발행주식수	6,204천주
액면가	5,000원
52주 최고가	300,000원
최저가	165,500원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	14.4%
배당수익률 (11.12월)	0.8%
주요제품 매출비중	
TV	60%
인터넷 및 카탈로그	40%
주주구성	
CJ 외 4 인	40.50%
미래에셋자산운용투자자문 외 9 인	8.02%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	4% 40% -11%
절대기준	9% 27% -10%

상대주가(%)



다사다난했던 2012년, 2013년 성장을 위한 체력 보강

수익성 하락했지만 체력 개선은 확인

2012년 3분기 취급고는 전년대비 16% 증가하며 경쟁사와의 비교에 있어서도 긍정적 수준을 시현했다. GS홈쇼핑의 경우 렌탈가전의 비중 증가로 20% 수준의 외형 증가가 추정되는 반면 현대홈쇼핑의 경우 TV부문이 소폭의 역신장을 보이며 2% 수준의 외형 성장에 그쳤기 때문이다. 동사는 상반기에 이어 3분기에도 TV 중심의 PB상품 강화가 효과를 가져온 것으로 확인되는데 3분기 누적 PB매출 비중은 연간 목표치인 25%에 부합하며 3분기는 30%에 가까운 수준으로 추정된다. 다만 영업이익은 4분기 개선을 바탕으로 연간 영업이익 증가는 가능할 전망이다.

SO수수로 경쟁 심화, 양날의 칼로 작용

2012년 홈&쇼핑(제6의 사업자)의 과열된 SO마케팅으로 홈쇼핑 업계의 3년 연속 수수료 인상률은 평균 25% 수준으로 추정된다. 홈&쇼핑의 경우 자본금 규모가 1,000억원이며 사업 허가 자체가 중소기업에 대한 지원과 고용 창출 목적에서 부여 받았다. 그러나 홈&쇼핑의 공격적인 SO마케팅으로 인해 동업계의 사업모델은 일부 악순환 구조를 보이고 있다. 문제는 2013년에도 이러한 구조가 이어질 것으로 전망되는데 결과적으로 이러한 사업환경으로 인해 CJ헬로비전의 주가는 상장 이후에도 중장기적으로 모멘텀 강화가 가능할 것으로 전망된다.

목표주가 300,000원 및 매수의견 유지

동사에 대한 목표주가 300,000원과 매수의견을 유지한다. 다만 CJ헬로비전의 상장은 동사 주가에는 단기 모멘텀 실현 시점이 될 것으로 전망된다. 그러나 2013년 상반기 유통업 환경에 대한 불확실성이 지속됨에 따라 동사의 PB상품력은 영업 전망에 긍정적 선택이 될 것으로 판단된다. 한편 해외 영업 법인의 지분법(2011년 -164억원, 2012년F -70억원, 2013년F 30억원) 흑자 전환 전망에 따라 2013년 주가 모멘텀 반향이 가능할 전망이다. 이에 기존 목표주가 300,000원과 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
순매출액	711	895	1,070	1,261	1,450
영업이익	121	132	136	143	162
세전이익	126	118	189	183	208
당기순이익	93	88	141	138	157
EPS(원)	9,533	14,258	22,773	22,283	25,299
증가율(%)	36.2	49.6	59.7	-2.2	13.5
영업이익률(%)	17.0	14.8	12.7	11.3	11.2
순이익률(%)	13.1	9.9	13.2	11.0	10.8
ROE(%)	20.6	25.4	33.9	25.2	22.9
PER	24.2	18.1	11.1	11.3	10.0
PBR	4.2	4.9	3.4	2.7	2.1
EV/EBITDA	11.7	12.5	11.4	10.8	8.9

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별기준

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	711	895	1,070	1,261	1,450
매출원가	95	140	98	204	235
매출총이익	616	755	972	1,057	1,215
매출총이익률 (%)	86.6	84.4	90.8	83.8	83.8
판매비	495	624	841	913	1,053
판매비율 (%)	69.6	69.8	78.6	72.4	72.6
조정영업이익	121	131	131	143	162
조정영업이익률 (%)	17.0	14.6	12.2	11.3	11.2
기타영업손익	0	2	5	-1	0
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	2	5	-1	0
영업이익	121	132	136	143	162
영업이익률 (%)	17.0	14.8	12.7	11.3	11.2
EBITDA	136	145	149	154	172
EBITDA마진율 (%)	19.2	16.2	13.9	12.2	11.9
순금융손익	-13	-11	-12	-7	-1
이자손익	-13	-11	-8	-2	-1
기타	0	0	-5	-5	0
기타영업외손익	-2	-3	22	-5	0
외환가치손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-3	22	-5	0
종속공동자비및관계기업관련손익	21	-1	44	53	47
세전이익	126	118	189	183	208
법인세	33	29	48	45	51
계속사업이익	93	88	141	138	157
중단사업손익	-1	0	0	0	0
당기순이익	93	88	141	138	157
당기순이익률 (%)	13.1	9.9	13.2	11.0	10.8
자배주당당기순이익	93	88	141	138	157
비자배주당당기순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	2	9	0	0
총포괄이익	0	90	150	138	157
총포괄이익률 (%)	0.0	10.1	14.0	11.0	10.8

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	9,533	14,258	22,773	22,283	25,299
EPS ² (원)	9,533	14,258	22,773	22,283	25,299
BPS ¹ (원)	54,747	52,646	75,082	95,288	118,801
CPS (원)	9,399	23,938	18,147	17,539	19,481
DPS (원)	1,200	2,000	2,000	2,000	2,000
PER ¹ (배)	24.2	18.1	11.1	11.3	10.0
PBR ¹ (배)	4.2	4.9	3.4	2.7	2.1
PCR (배)	24.6	10.8	13.9	14.4	13.0
EV/EBITDA (배)	11.7	12.5	11.4	10.8	8.9
배당수익률 (%)	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
성장성					
매출액증가율 (%)	10.4	25.8	19.6	17.8	15.0
영업이익증가율 (%)	18.0	9.6	2.4	5.2	13.8
EBITDA증가율 (%)	10.9	6.7	2.4	3.2	12.2
순이익증가율 (%)	18.1	-4.7	59.8	-2.2	13.5
EPS ¹ 증가율 (%)	36.2	49.6	59.7	-2.2	13.5
수익성					
ROE ¹ (%)	20.6	25.4	33.9	25.2	22.9
ROA (%)	9.1	9.8	14.0	12.0	12.1
ROIC (%)	-202.3	-156.7	-327.8	-424.3	-403.0
안정성					
유동비율 (%)	42.0	44.8	55.5	66.0	86.3
부채비율 (%)	159.2	160.4	128.7	94.8	84.9
차입금/EBITDA (배)	2.0	1.7	1.7	1.2	1.1
이자보상배율 (배)	6.9	9.5	13.0	29.3	41.9
활동성					
매출채환전율 (배)	18.7	19.7	15.2	13.2	12.8
재고자산회전율 (배)	63.6	31.3	18.8	15.8	15.4
매입채무회전율 (배)	76.6	46.0	33.0	29.8	29.0
총자산회전율 (배)	0.7	1.0	1.1	1.1	1.1

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	728	755	799	852	904
유형자산	118	119	113	106	100
무형자산	10	21	20	21	20
투자자산	585	613	665	724	782
투자부동산	0	0	0	0	0
기타 비유동자산	15	2	1	2	2
유동자산	176	150	312	339	495
재고자산	15	42	72	88	101
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	36	55	86	105	121
기타유동자산	45	26	39	47	54
현금및현금성자산	81	27	115	99	219
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	904	906	1,111	1,192	1,399
비유동부채	136	222	63	66	68
사채	110	209	50	50	50
장기차입금	4	0	0	0	0
금융리스부채	0	3	1	1	1
기타 비유동부채	22	10	13	15	18
유동부채	420	336	562	514	574
단기차입금	0	30	36	19	21
매입채무및기타채무	12	27	38	47	54
유동상장기부채	153	4	164	114	114
기타유동부채	254	275	324	335	385
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	555	558	625	580	642
자배주주지분	349	348	486	612	757
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	110	-73	100	100	100
자본조정등	-212	-12	-185	-185	-185
기타포괄이익누계액	28	-2	6	6	6
이익잉여금	392	404	533	660	805
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	349	348	486	612	757

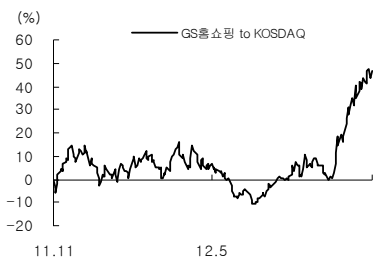
현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	135	92	38	82	99
당기순이익	93	88	141	138	157
현금유출이 없는비용 및 수익	-1	60	-29	-29	-36
유형자산및무형자산의 처분	8	8	8	7	6
무형자산상각비	7	5	5	4	4
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	0	-1	0	0	0
이자비용(수익)	0	11	8	2	1
기타	-17	38	-49	-43	-47
영업활동으로인한자산부채변동	44	-12	-50	-24	-20
매출채권및기타채권의 감소	5	-19	-32	-19	-16
재고자산의 감소	-8	-29	-32	-16	-13
매입채무및기타채무의 증가	6	14	11	8	7
기타	41	22	2	2	2
영업관련자배당법인세 및 중단현금흐름	0	-45	-24	-2	-1
투자활동으로인한현금흐름	-256	-118	-23	-38	-30
투자자산의 감소(증가)	-368	-119	-15	-25	-21
유형자산의 감소	0	6	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	14	22	4	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	-2	-5	-3
기타	-4	0	2	0	0
투자관련자배당법인세 및 중단현금흐름	131	18	-5	-7	-6
재무활동으로인한현금흐름	108	-27	73	-60	48
장기차입금의 증가(감소)	69	4	0	0	0
사채의 증가(감소)	110	100	-100	0	0
자본의 증가	0	1	0	0	0
기타	0	-1	93	19	57
재무관련자배당법인세 및 중단현금흐름	-71	-131	79	-79	-9
현금의 증가	-20	-53	87	-16	117
기초현금	101	81	27	115	99
기말현금	81	27	115	99	216

매수(유지)

목표주가 180,000원
현재가 (11/19) 146,600원

KOSDAQ (11/19)	493.14pt
시가총액	962십억원
발행주식수	6,563천주
액면가	5,000원
52주 최고가	151,900원
최저가	89,000원
60일 일평균거래대금	2십억원
외국인 자본율	29.9%
배당수익률 (11.12월)	3.0%
주요제품 매출비중	
TV	60%
인터넷 및 카탈로그	40%
주주구성	
GS	30.00%
트러스트자산운용	9.18%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	20% 52% 46%
절대기준	25% 37% 48%

상대주가(%)



GS홈쇼핑 (028150)

6분기 만의 반전에서 그치지 않는다

체질 정상화 효과 지속

동사는 2010년 4분기 보유 MSO(50만가구)를 매각한 이후 SO마케팅 경쟁 열위에 놓이게 되면서 2011년 2분기 이후 2012년 상반기까지 절대적인 영업이익 규모에서 경쟁사 대비 낮은 수준으로 하락세를 이어왔다. 2012년 상반기부터 본격적인 영업개선 작업을 통해 금번 실적은 서프라이즈를 시현한 것으로 확인된다. 특히 핵심사업인 TV무문 외형 규모는 4,404억원(+27.3%YoY)으로 3사(CJ오쇼핑 4,261억원, 현대홈쇼핑 3,491억원) 가운데 가장 선전했다. 구체적으로 기존 상품 구성에서는 가전과 보험 대비 이미용품과 생활용품, 속옷 판매가 호조세를 보이며 수익성 증가로 이어진 것으로 판단된다.

2013년 턴어라운드 효과 부각

4분기에도 3분기의 영업 트렌드가 지속되고 있어 전년대비 성장성 확대는 충분할 전망이다. 2012년 상반기까지 베이스가 현저히 낮은 상황이며 일부 회계적 이슈도 예상되기 때문이다. 동사는 연간 30~40억원의 기부금에 대해 영업이익의 1%의 판관비 항목으로 반영해 왔는데 금번 확정된 IFRS회계 기준에 따르면 영업외 비용 항목으로 조정됨에 따라 4분기엔 실적 개선의 가시성이 확대될 전망이다.

내수주 최고의 배당정책도 부각, TP 180,000원 및 매수유지

동사는 지난 2006년 중국 충칭에 처음 해외 진출을 했지만 국가 리스크로 인한 노하우 부족으로 실패를 거뒀으며 이로 인해 해외 투자에 대한 부정적 평가를 받아왔다. 그러나 2009년 인도를 시작으로 최근까지 태국, 중국, 베트남, 인도네시아 등 해외 진출이 집중적으로 나타나고 있다. 비록 투자규모와 투자지분을 측면에서 고려할 때 중단기내에 크게 의미 있는 성과를 주기엔 제한적이지만 국내 사업의 경쟁 상황을 고려할 때 중장기 대안 마련을 위한 투자와 풍부한 현금 활용 측면에서 긍정적으로 판단된다. 또한 4분기 배당시즌이 도래함에 따라 국내 내수 업종 가운데 독보적인 배당정책을 유지하고 있다는 점은 주가 상승 모멘텀 강화로 이어질 전망이다.

(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
순매출액	799	906	1,039	1,179	1,332
영업이익	117	106	101	113	127
세전이익	105	262	119	134	152
당기순이익	77	192	89	102	115
EPS(원)	11,734	29,322	13,527	15,478	17,569
증가율(%)	32.1	149.9	-53.9	14.4	13.5
영업이익률(%)	14.7	11.7	9.7	9.6	9.5
순이익률(%)	9.6	21.2	8.5	8.6	8.7
ROE(%)	19.6	37.3	13.9	14.3	14.5
PER	9.3	4.0	11.1	9.7	8.5
PBR	1.7	1.3	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.4	4.0	6.9	5.9	4.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별기준

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	799	906	1,039	1,179	1,332
매출원가	132	160	190	198	223
매출총이익	667	746	849	981	1,109
매출총이익률 (%)	83.5	82.3	81.7	83.2	83.2
판매비	550	636	746	868	982
판매비율 (%)	68.8	70.2	71.8	73.6	73.7
조정영업이익	117	109	103	113	127
조정영업이익률 (%)	14.7	12.1	9.9	9.6	9.5
기타영업손익	0	-3	-1	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	-3	-1	0	0
영업이익	117	106	101	113	127
영업이익률 (%)	14.7	11.7	9.7	9.6	9.5
EBITDA	126	113	109	120	133
EBITDA마진율 (%)	15.7	12.5	10.5	10.2	10.0
순금융손익	8	20	22	24	28
이자손익	8	20	22	24	28
기타	0	-1	0	0	0
기타영업외손익	-3	0	0	0	0
외환기타손익	0	0	0	0	0
기타	-2	0	0	0	0
종속공동자비및관계기업관련손익	-18	136	-4	-3	-3
세전이익	105	262	119	134	152
법인세	28	70	31	32	36
계속사업이익	77	192	89	102	115
중간이익손익	0	0	0	0	0
당기순이익	77	192	89	102	115
당기순이익률 (%)	9.6	21.2	8.5	8.6	8.7
자배주당순이익	77	192	89	102	115
비자배주당순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	3	0	0	0
총포괄이익	0	195	89	102	115
총포괄이익률 (%)	0.0	21.5	8.5	8.6	8.7

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	11,734	29,322	13,527	15,478	17,569
EPS ² (원)	11,734	29,322	13,527	15,478	17,569
BPS ¹ (원)	64,376	89,139	99,318	111,815	126,337
CPS (원)	16,349	17,950	14,857	13,371	14,729
DPS (원)	3,000	3,500	3,500	3,500	3,500
PER ¹ (배)	9.3	4.0	11.1	9.7	8.5
PBR ¹ (배)	1.7	1.3	1.5	1.3	1.2
PCR (배)	6.7	6.5	10.1	11.2	10.2
EV/EBITDA (배)	5.4	4.0	6.9	5.9	4.8
배당수익률 (%)	2.7	3.0	3.0	3.0	3.0
성장성					
매출증가율 (%)	15.2	13.4	14.6	13.5	13.0
영업이익증가율 (%)	18.5	-9.7	-4.6	11.9	12.2
EBITDA증가율 (%)	15.2	-9.9	-3.3	9.9	10.8
순이익증가율 (%)	32.1	149.9	-53.9	14.4	13.5
EPS ¹ 증가율 (%)	32.1	149.9	-53.9	14.4	13.5
수익성					
ROE ¹ (%)	19.6	37.3	13.9	14.3	14.5
ROA (%)	11.1	22.5	8.8	9.1	9.2
ROIC (%)	-69.5	4,307.7	-460.0	-54.7	-50.7
안정성					
유동비율 (%)	121.1	201.5	208.7	212.4	217.2
부채비율 (%)	75.6	59.3	56.5	57.1	57.4
차입금/EBITDA (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율 (배)	0.0	152.9	591.5	0.0	0.0
활동성					
매출채환전율 (배)	46.3	5.0	5.5	36.8	36.8
재고채환전율 (배)	38.8	27.4	26.9	31.1	31.1
매입채무회전율 (배)	39.6	40.3	37.5	33.9	33.9
총자산회전율 (배)	1.2	1.1	1.0	1.1	1.1

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

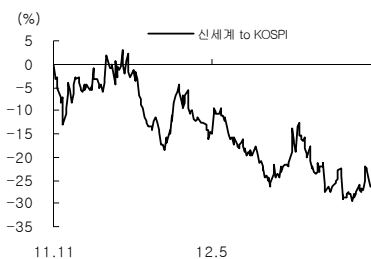
재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	387	261	281	294	306
유형자산	93	62	67	63	59
무형자산	3	22	20	17	15
투자자산	278	72	108	117	121
투자부동산	0	31	0	0	0
기타 비유동자산	13	73	87	98	111
유동자산	359	707	769	885	1,023
재고자산	24	42	36	40	45
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	19	345	30	34	38
기타유동자산	274	7	467	528	597
현금및현금성자산	42	313	237	283	342
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	746	967	1,051	1,180	1,328
비유동부채	24	9	11	12	14
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	24	9	11	12	14
유동부채	297	351	369	417	471
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	22	23	33	37	42
유동상장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	275	328	336	380	429
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	321	360	379	429	485
자배주지분	425	607	671	751	844
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	80	80	80	80	80
자본조정등	-4	-17	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	7	0	-1	-1	-1
이익잉여금	310	512	578	658	751
비자배주지분	0	0	0	0	0
자본총계	425	607	671	751	844

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	112	20	53	108	120
당기순이익	77	192	89	102	115
현금유출이 없는비용 및 수익	30	-75	9	-14	-19
유형자산상각비	5	5	5	4	4
무형자산상각비	3	2	3	3	2
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	0	0	0	0	0
이자비용(수익)	0	-20	-22	-24	-28
기타	22	-61	22	3	3
영업활동으로인한자산부채변동	5	-80	-24	-4	-4
매출채권및기타채권의감소	-3	-2	-9	-4	-4
재고자산의감소	-8	-17	6	-5	-5
매입채무및기타채무의증가	4	0	10	4	5
기타	11	-61	-31	0	1
영업관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	0	-17	-20	24	28
투자활동으로인한현금흐름	-147	270	-162	-82	-87
투자자산의 감소(증가)	16	344	-14	-12	-8
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	12	15	5	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-1	-44	-15	-11	-13
투자관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	-149	-15	-128	-59	-67
재무활동으로인한현금흐름	-26	-19	32	21	26
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-6	0	77	43	49
재무관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	-19	-19	-44	-22	-22
현금의 증가	-61	271	-76	46	59
기초현금	103	42	313	237	283
기말현금	42	313	237	283	342

매수(유지)

목표주가	310,000원
현재가 (11/19)	196,500원
KOSPI (11/19)	1,878.10pt
시가총액	1,935십억원
발행주식수	9,845천주
액면가	5,000원
52주 최고가	286,500원
최저가	183,000원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	54.8%
배당수익률 (11.12월)	0.3%
주요제품 매출비중	
백화점	89%
온라인	11%
주주구성	
이명희 외 2 인	27.13%
Aberdeen Asset	
Manangement Asia	10.24%
Limited 외 4 인	
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-1% -7% -22%
절대기준	2% -13% -24%

상대주가(%)



신세계 (004170)

2013년 백화점 턴어라운드에 편승 기대

분할 이후 현대백화점 대비 과도한 저평가

신세계는 2011년 5월 인적분할 이후 거래 첫날 종가기준 시가총액은 39,429억원으로 당시 현대백화점 시가총액 41,650억원 대비 94% 수준이었다. 그리고 2012년 11월 19일 종가 기준은 57% 수준이다. 전체적인 백화점 영업경기 악화와 신세계의 수익 구조의 상대성을 고려해도 과도한 수준인데 주된 요인은 신세계 인천점 부지에 대한 롯데쇼핑의 매각 가능성 때문으로 판단된다. 한편 동사는 2011년 12월말 대전역사 의류전문 Style 마켓점(2,700평), 2012년 4월 의정부 역사(15,000평) 출점 식품전문관(6월 청담점 1,500평, 부산해운대 7월 마린시티점 1,000평) 출점 및 인천점 확장(5,000평) 으로 기존 영업은 계획대로 진행되어 왔다. 물론 경쟁사 대비 임대 점포 비중이 높은 점과 온라인 사업 강화로 수익성 악화가 불가피한 것으로 판단된다. 그러나 3년만의 신규 출점 등의 투자로 2013년 백화점 업황의 턴어라운드 효과는 기대할 수 있을 전망이다.

인천점 및 본점 이슈로 인한 주가センチメント 반영

목표주가 300,000원과 매수의견을 유지한다. 업황 불황에 따른センチメント 최악의 시점에서 2013년 영업 전망은 기저효과 측면에서 턴어라운드 가능성이 높은 것으로 판단되기 때문이다. 또한 강남점 부지 매입 결정으로 단기에는 순차입 증가가 예상되지만 점포 임대료에 따른 임차료 수입은 차입금 증가에 따른 이자비용을 상회할 전망이다. 동사는 이미 최저 영업이익률 수준에서 신규 출점 비용을 반영하며 2012년 영업이익 감소는 불가피해 보인다. 현재 주가는 펀더멘털 악화와 중장기 영업 환경의 안정성에 대한 디스카운트 요인을 충분히 반영하고 있는 것으로 보인다. 시가총액이 현대백화점 대비 57% 수준인 점과 2012년 백화점 3사의 외형 성장률(3분기 누적 신세계 7%, 롯데 3%, 현대 7%)과 비교에 근거할 때 현대백화점의 70% 수준까지 Valuation 회복은 가능할 전망이다.

(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
순매출액	13,005	2,185	2,284	3,192	3,676
영업이익	1,030	268	229	281	370
세전이익	1,487	274	236	291	353
지배주주순이익	1,106	3,522	179	224	275
EPS(원)	28,531	182,729	16,948	21,420	26,350
증가율(%)	90.0	540.4	-90.7	26.4	23.0
영업이익률(%)	7.9	12.2	10.0	8.8	10.1
순이익률(%)	8.5	161.2	7.8	7.0	7.5
ROE(%)	18.4	75.9	8.0	9.2	10.3
PER	21.5	1.3	11.7	9.2	7.5
PBR	3.2	1.3	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	10.6	8.5	7.3	6.4	5.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 연결기준

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	13,005	2,185	2,284	3,192	3,676
매출원가	8,841	773	890	1,466	1,728
매출총이익	4,164	1,413	1,393	1,726	1,948
매출총이익률 (%)	32.0	64.6	61.0	54.1	53.0
판매비	3,134	1,158	1,185	1,459	1,595
판매비율 (%)	24.1	53.0	51.9	45.7	43.4
조정영업이익	1,030	254	208	268	353
조정영업이익률 (%)	7.9	11.6	9.1	8.4	9.6
기타영업손익	0	13	21	14	17
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	13	21	14	17
영업이익	1,030	268	229	281	370
영업이익률 (%)	7.9	12.2	10.0	8.8	10.1
EBITDA	1,420	396	410	448	524
EBITDA마진율 (%)	10.9	18.1	17.9	14.0	14.2
순금융손익	440	-8	-7	-5	-17
이자손익	-145	-24	-28	-5	-17
기타	585	17	21	0	0
기타영업외손익	3	0	0	0	0
외환가치손익	20	0	0	0	0
기타	-18	0	0	0	0
총속공동자비및관계기업관련손익	15	14	14	14	0
세전이익	1,487	274	236	291	353
법인세	381	62	56	67	78
계속사업이익	1,106	212	179	224	275
중단사업손익	0	3,310	0	0	0
당기순이익	1,106	3,522	179	224	275
당기순이익률 (%)	8.5	161.2	7.8	7.0	7.5
자배주당당기순이익	1,076	3,502	167	211	259
비자배주당당기순이익	30	21	12	13	16
기타판권이익	0	-151	65	0	0
총포괄이익	0	3,371	244	224	275
총포괄이익률 (%)	0.0	154.3	10.7	7.0	7.5

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	28,531	182,729	16,948	21,420	26,350
EPS ² (원)	29,317	183,801	18,207	22,714	27,942
BPS ¹ (원)	192,933	195,501	21,7957	239,062	265,053
CPS (원)	27,464	191,777	36,426	37,290	43,597
DPS (원)	2,500	750	750	750	750
PER ¹ (배)	21.5	1.3	11.7	9.2	7.5
PBR ¹ (배)	3.2	1.3	0.9	0.8	0.7
PCR (배)	22.4	1.3	5.4	5.3	4.5
EV/EBITDA (배)	10.6	8.5	7.3	6.4	5.2
배당성익률 (%)	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
성장성					
매출액증가율 (%)	13.2	-83.2	4.5	39.8	15.2
영업이익증가율 (%)	10.4	-74.0	-14.5	22.8	31.5
EBITDA증가율 (%)	10.3	-72.1	3.5	9.2	17.0
순이익증가율 (%)	89.8	218.5	-94.9	24.8	23.0
EPS ¹ 증가율 (%)	90.0	540.4	-90.7	26.4	23.0
수익성					
ROE ¹ (%)	18.4	75.9	8.0	9.2	10.3
ROA (%)	8.6	37.9	4.2	4.4	4.9
ROIC (%)	14.1	72.3	10.3	13.1	17.8
안정성					
유동비율 (%)	31.7	38.3	38.5	53.5	44.7
부채비율 (%)	94.5	90.2	83.9	116.1	93.1
차입금/EBITDA (배)	2.4	2.0	2.4	3.1	1.2
이자보상배율 (배)	5.4	7.0	4.7	4.6	10.0
활동성					
매출채환전율 (배)	54.4	11.5	40.5	0.0	0.0
재고자산회전율 (배)	24.2	5.4	11.6	13.7	11.6
매입채무회전율 (배)	15.6	4.5	79.4	0.0	0.0
총자산회전율 (배)	1.0	0.2	0.5	0.6	0.7

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	13,075	3,638	3,893	4,397	4,740
유형자산	9,604	2,147	2,290	2,378	2,578
무형자산	-10	40	41	37	33
투자자산	2,534	937	1,143	1,284	1,326
투자부동산	0	181	0	0	0
기타 비유동자산	947	333	418	697	803
유동자산	1,378	507	548	1,289	857
재고자산	610	192	201	265	368
유가증권	0	0	20	34	39
매출채권	269	113	0	0	0
기타유동자산	395	124	175	293	337
현금및현금성자산	104	78	152	697	113
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,452	4,145	4,441	5,686	5,597
비유동부채	2,681	642	602	644	781
사채	1,325	399	398	398	398
장기차입금	412	20	0	0	100
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	944	223	204	245	282
유동부채	4,341	1,323	1,425	2,412	1,917
단기차입금	384	84	627	1,046	184
매입채무및기타채무	909	58	0	0	129
유동상장기부채	1,248	300	-50	-50	-50
기타유동부채	1,800	882	848	1,416	1,655
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	7,022	1,965	2,027	3,055	2,698
자배주주지분	7,268	1,965	2,187	2,391	2,643
자본금	94	49	49	49	49
자본잉여금	723	364	369	369	369
자본조정등	0	-7046	-11	-11	-11
기타판권이익누계액	1,804	479	544	544	544
이익잉여금	4,647	8,118	1,236	1,439	1,691
비자배주지분	163	215	227	240	256
자본총계	7,430	2,180	2,414	2,631	2,898

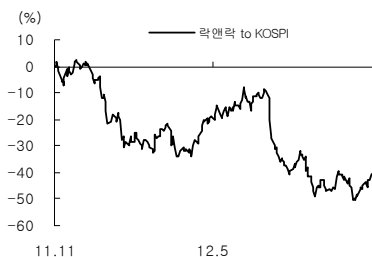
현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	1,277	-60	104	320	447
당기순이익	1,106	3,522	179	224	275
현금유출이 없는 비용 및 수익	-70	153	179	144	154
유형자산상각비	381	126	176	162	150
무형자산상각비	9	2	5	4	4
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	11	7	2	0	0
이자비용(수익)	4	24	28	5	17
기타	-474	-7	-32	-27	-17
영업활동으로인한자산부채변동	241	-122	-191	-42	35
매출채권및기타채권의감소	-61	0	2	0	0
재고자산의감소	-177	-47	-29	-65	-102
매입채무및기타채무의증가	146	0	-19	0	129
기타	333	-75	-145	22	8
영업관련이자배당법인세 및 중금리금흐름	0	-3,613	-64	-5	-17
투자활동으로인한현금흐름	-735	-484	-232	-801	-546
투자자산의 감소(증가)	595	-143	72	-141	-41
유형자산의 감소	56	7	9	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	1,452	282	352	250	350
무형자산의 감소(증가)	-18	0	-2	0	0
기타	-99	1	4	-280	-106
투자관련이자배당법인세 및 중금리금흐름	183	-66	37	-131	-49
재무활동으로인한현금흐름	-523	610	164	1,026	-735
장기차입금의증가(감소)	174	448	208	0	100
사채의증가(감소)	415	0	0	0	0
자본의 증가	0	165	0	0	0
기타	68	-4	-18	614	35
재무관련이자배당법인세 및 중금리금흐름	-1,179	0	-26	412	-869
현금의 증가	20	66	74	545	-834
기초현금	84	12	78	152	697
기말현금	104	78	152	697	-137

매수(유지)

목표주가 36,000원
현재가 (11/19) 23,700원

KOSPI (11/19)	1,878.10pt
시가총액	1,304십억원
발행주식수	55,000천주
액면가	500원
52주 최고가	39,750원
최저가	20,300원
60일 일평균거래대금	15십억원
외국인 지분율	6.6%
배당수익률 (11.12월)	0.6%
주요제품 매출비중	
중국	50%
국내 및 기타	50%
주주구성	
김준일 외 23 인	64.09%
0	0.00%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-3% -20% -38%
절대기준	0% -24% -40%

상대주가(%)



락앤락 (115390)

체질 개선의 정점에서 중국 매크로 모멘텀 기대

이미 낮아진 기대감

동사는 금년 상반기 이후 국내외 경기 여건과 내부적인 시스템 도입에 따른 상황을 고려하여 금년 하반기 및 연간 가이던스에 대한 조정치를 발표했다. 우선 영업 여건에 있어서는 중국의 내수 경기 악화 영향으로 특판 부문에 있어서의 성장성 둔화, 국내는 홈쇼핑 내 방송 횟수 및 노출 빈도 하향 조정에 따른 매출 감소 등의 여건을 고려했다. 3분기 또한 이러한 상황을 반영하며 연결 기준 매출액은 5%에 그쳤지만 이미 예고된 범주 내의 결과로 판단된다.

4분기 체화재고 반영으로 체질개선 마무리

현재 동사의 재고는 1,247억원(2011년말 1,272억원, 2012년 2분기말 1,342억원)이며 체화재고가 116억으로 확인된다. 이와 관련 3분기 대손상각비용은 13억원의 반영이 있었으며 4분기 중 잔여분에 대한 재고자산 감모손 처리가 예상된다. 궁극적으로 체화재고 정리는 구조조정의 마무리 단계로 이어질 전망으로 펀더멘털 상의 저점이 임박한 것으로 판단된다.

2년 연속된 성장통과 중국 경쟁력에 근거 매수유지

동사의 2013년 매출액 6,204억원 영업이익 850억원 순이익 780억원을 제시한다. 이를 반영한 목표주가 36,000원과 매수의견을 유지한다. 동사 Valuation은 2년 연속 이어지는 성장통으로 Historically 평균 Trailing P/E 29배 대비 조정이 불가피한 것으로 판단된다. 그러나 중국 사업에서의 경쟁력은 중국관련 대표 내수 기업과 비교에 있어서도 프리미엄 근거는 충분해 보인다. 2013년 중국 사업의 견조한 성장성과 국내 사업의 턴어라운드 전망에 근거할 때 동사의 Target P/E 25배 적용(당사 커버리지 기준 중국 관련 소비재 Target P/E 대비 20% discount 적용)했다. 또한 2013년 국내 유통 채널의 방향성에 따라 실적 전망치의 상향 조정 가능성도 존재한다.

(단위:십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	388	476	539	620	820
영업이익	85	73	75	85	113
세전이익	87	71	83	100	115
지배주주순이익	68	51	64	78	90
EPS(원)	1,356	982	1,167	1,422	1,636
증가율(%)	15.7	-27.6	18.8	21.9	15.1
영업이익률(%)	21.9	15.4	13.9	13.7	13.7
순이익률(%)	17.5	10.6	11.9	12.6	11.0
ROE(%)	24.2	10.6	10.9	12.1	12.4
PER	26.6	39.0	20.6	16.9	14.7
PBR	4.8	3.8	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.9	23.7	14.4	12.7	10.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 연결기준

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	388	476	539	620	820
매출원가	191	241	280	332	439
매출총이익	197	235	258	288	381
매출총이익률 (%)	50.8	49.4	48.0	46.5	46.5
판매비	112	154	182	203	269
판매비용(%)	28.9	32.3	33.7	32.8	32.8
조정영업이익	85	81	77	85	113
조정영업이익률(%)	21.9	17.1	14.3	13.7	13.7
기타영업손익	0	-8	-2	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	-4	0	0	0
기타	0	-4	-1	0	0
영업이익	85	73	75	85	113
영업이익률(%)	21.9	15.4	13.9	13.7	13.7
EBITDA	98	89	96	103	129
EBITDA마진율(%)	25.4	18.7	17.8	16.6	15.7
순금융손익	5	-2	3	12	3
이자손익	3	0	2	3	3
기타	3	-1	0	9	0
기타영업외손익	-3	0	5	3	0
외환기타손익	-3	0	0	0	0
기타	-1	0	5	3	0
종속공동자비및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전이익	87	71	83	100	115
법인세	19	21	19	22	25
계속사업이익	68	51	64	78	90
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	68	51	64	78	90
당기순이익률(%)	17.5	10.6	11.9	12.6	11.0
자비배주당순이익	68	51	64	78	90
비자비배주당순이익	0	0	0	0	0
기타판권이익	0	7	0	0	0
총포괄이익	0	57	64	78	90
총포괄이익률(%)	0.0	12.0	11.9	12.6	11.0

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	1,356	982	1,167	1,422	1,636
EPS ² (원)	1,356	982	1,167	1,422	1,636
BPS ¹ (원)	7,606	10,030	10,934	12,217	13,712
CPS (원)	1,704	1,893	1,627	1,481	1,886
DPS (원)	160	160	160	160	160
PER ¹ (배)	26.6	39.0	20.6	16.9	14.7
PBR ¹ (배)	4.8	3.8	2.2	2.0	1.8
PCR(배)	21.2	20.3	14.8	16.2	12.8
EV/EBITDA(배)	17.9	23.7	14.4	12.7	10.5
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
성장성					
매출액증가율(%)	38.7	22.7	13.1	15.1	32.3
영업이익증가율(%)	31.1	-14.0	2.7	13.3	32.3
EBITDA증가율(%)	26.4	-9.7	7.7	7.8	24.8
순이익증가율(%)	42.7	-25.7	26.9	21.9	15.1
EPS ¹ 증가율(%)	15.7	-27.6	18.8	21.9	15.1
수익성					
ROE ¹ (%)	24.2	10.6	10.9	12.1	12.4
ROA (%)	19.5	8.7	8.4	9.0	8.7
ROIC (%)	30.9	14.4	13.5	15.1	16.7
안정성					
유동비율(%)	581.1	356.1	288.8	275.9	247.5
부채비율(%)	14.4	28.2	32.3	37.2	47.2
차입금/EBITDA(배)	0.1	0.8	1.3	1.2	1.6
이자보상배율(배)	113.0	27.0	16.4	17.2	16.9
활동성					
매출채권회전율(배)	8.7	6.7	6.3	6.2	6.6
재고자산회전율(배)	6.2	4.6	4.0	4.1	4.5
매입채무회전율(배)	32.7	35.0	24.2	20.3	21.5
총자산회전율(배)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.8

주: ¹ 지배주주기준, ² 지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	164	283	349	348	347
유형자산	134	233	294	287	272
무형자산	3	11	11	10	9
투자자산	20	3	4	5	6
투자부동산	0	0	0	0	0
기타 비유동자산	8	35	39	46	60
유동자산	281	439	462	589	777
재고자산	78	127	140	162	205
유가증권	11	110	114	133	176
매출채권	63	79	92	107	141
기타유동자산	72	47	50	58	77
현금및현금성자산	57	75	66	128	177
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	445	721	811	936	1,124
비유동부채	8	36	38	41	46
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2	0	22	22	22
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	5	36	16	18	24
유동부채	48	123	160	213	314
단기차입금	8	69	0	0	82
매입채무및기타채무	11	16	28	33	44
유동상장기부채	2	2	98	98	98
기타유동부채	27	36	34	83	90
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	56	159	198	254	360
자배주지분	389	563	613	682	764
자본금	25	28	28	28	28
자본잉여금	184	315	315	315	315
자본조정등	0	-14	-19	-19	-19
기타포괄이익누계액	17	9	9	9	9
이익잉여금	163	225	280	350	431
비자배주지분	0	0	0	0	0
자본총계	389	563	613	682	764

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	0	17	45	52	42
당기순이익	68	51	64	78	90
현금유출이 없는비용 및 수익	17	47	25	3	14
유형자산상각비	12	15	19	17	15
무형자산상각비	2	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	0	1	1	0	0
이자비용(수익)	0	0	-1	-3	-3
기타	4	30	5	-12	0
영업활동으로인한자산부채변동	-86	-55	-35	-32	-65
매출채권및기타채권의감소	-37	-17	-14	-15	-34
재고자산의감소	-31	-41	-14	-23	-43
매입채무및기타채무의증가	-1	4	12	5	11
기타	-17	-1	-19	1	2
영업관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	0	-25	-10	3	3
투자활동으로인한현금흐름	-109	-198	-75	-43	-78
투자자산의 감소(증가)	-16	-84	15	-1	-1
유형자산의 감소	1	1	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	42	116	85	10	0
무형자산의 감소(증가)	-2	-1	-1	0	0
기타	-7	2	-1	-6	-15
투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-43	0	-6	-27	-62
재무활동으로인한현금흐름	117	189	21	54	85
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	155	134	0	0	0
기타	0	64	38	63	12
재무관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-39	-8	-17	-9	73
현금의 증가	8	11	-10	63	49
기초현금	49	64	75	66	128
기말현금	57	75	66	128	177

매수(유지)

호텔신라 (008770)

목표주가 63,000원
현재가 (11/19) 49,200원

KOSPI (11/19)	1,878.10pt
시가총액	1,941십억원
발행주식수	40,000천주
액면가	5,000원
52주 최고가	58,100원
최저가	35,800원
60일 일평균거래대금	21십억원
외국인 지분율	28.0%
배당수익률 (11.12월)	0.6%
주요제품 매출비중	
면세점	87%
호텔 및 기타	13%
주주구성	
삼성생명보험 외 4 인	17.24%
국민연금공단	9.48%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-1% 3% 32%
절대기준	2% -3% 28%

상대주가(%)



한 템포 여유로, 한 번의 모멘텀 회복 유효

역사적 최고 시점에서 우려되는 것들

동사 주가는 2012년 상반기 역사적 최고 실적과 함께 주가 re-rating을 반영했지만 하반기 이후 3분기 영업이익의 성장을 둔화와 기타 규제 및センチ먼트 악화 요인들을 반영하며 기술적 조정을 반영했다. 특히 1) 인천공항 내 관광공사 영업장 운영 불가와 2) 중소기업체 기준 시내 면세점 추가 계획 3) 서울 호텔 리뉴얼 계획 등은 2013년 영업전망에 대한 부담을 주는 이슈들이기 때문이다. 2012년 영업은 2011년 대비 베이스 효과뿐만 아니라 중국인 관광객 규모 급증을 바탕으로 한 면세점 업황 호황, 제과사업 매각에 따른 매각 대금 반영으로 역사상 최고 수준의 순이익 실현이 가능할 전망이다. 반면에 2013년 영업 전망은 서울 호텔 리뉴얼 영향과 함께 2012년 상반기 대비 베이스 부담은 존재한다.

중국인 무비자 8월 시행, 4분기 이후 점진적 효과

다만 현 시점 이후 단기 모멘텀에 있어서는 4분기 중국인 무비자 효과 확대와 일본인 독도 이슈 완화, 지난 10월 초 중국 국경절과 국내 추석 명절에 따른 내국인 특수 효과 및 3분기 대비 원/달러, 원/엔 환율 하향 안정화로 금번 3분기 대비 외형 및 영업이익의 회복이 가능할 전망이다.

목표주가 63,000원 및 매수의견 유지

국내외 경기 불황에도 면세점의 영업 호조는 당분간 유지될 전망이다. 중국인의 출국자 수요 증가를 배경, 한국인과 일본인의 여행 수요가 지난 3년 사이 회복세를 보이고 있기 때문이다. 다만 3분기엔 독도 관련センチ먼트 악화로 일본인 수요에 일시적 걸림돌이 작용했지만 중국인 무비자 실행 효과로 4분기 매출액 및 영업이익의 절대적인 규모는 3분기 수준은 충분히 상회할 전망이다. 4분기 성장성은 2012년 상반기보다 둔화가 불가피 하지만 절대적인 영업이익 규모가 400억원 실현은 충분할 전망으로 주가 모멘텀 회복도 가능할 것이다. 이에 목표주가 63,000원과 매수의견을 유지한다.

(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,452	1,764	2,239	2,519	2,846
영업이익	78	96	149	170	197
세전이익	65	74	153	157	177
당기순이익	50	56	117	119	135
EPS(원)	1,242	1,401	2,913	2,981	3,366
증가율(%)	57.8	12.7	108.0	2.4	12.9
영업이익률(%)	5.4	5.4	6.7	6.8	6.9
순이익률(%)	3.4	3.2	5.2	4.7	4.7
ROE(%)	9.0	9.5	17.7	15.7	15.6
PER	22.3	27.5	16.7	16.3	14.4
PBR	1.9	2.7	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	12.0	13.9	11.4	10.2	8.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별기준

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	1,452	1,764	2,239	2,519	2,846
매출원가	795	975	1,191	1,339	1,514
매출총이익	658	790	1,048	1,180	1,333
매출총이익률 (%)	45.3	44.8	46.8	46.8	46.8
판매비	580	694	899	1,009	1,136
판매비율 (%)	39.9	39.3	40.1	40.1	39.9
조정영업이익	78	96	149	170	197
조정영업이익률 (%)	5.4	5.4	6.7	6.8	6.9
기타영업손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업이익	78	96	149	170	197
영업이익률 (%)	5.4	5.4	6.7	6.8	6.9
EBITDA	109	130	187	203	226
EBITDA마진율 (%)	7.5	7.4	8.3	8.0	8.0
순금융손익	-16	-13	-16	18	15
이자손익	-16	-13	-16	1	-5
기타	0	0	0	17	20
기타영업외손익	1	-9	19	-31	-35
외환가치손익	2	-1	-1	0	0
기타	0	-9	21	-31	-35
종속공동자비및관계기업관련손익	2	0	0	0	0
세전이익	65	74	153	157	177
법인세	16	17	36	38	43
계속사업이익	50	56	117	119	135
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	50	56	117	119	135
당기순이익률 (%)	3.4	3.2	5.2	4.7	4.7
자배주당순이익	50	56	115	118	133
비배주당순이익	0	0	0	0	0
기타판권이익	0	-12	0	0	0
총포괄이익	0	44	117	119	135
총포괄이익률 (%)	0.0	2.5	5.2	4.7	4.7

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	1,242	1,401	2,913	2,981	3,366
EPS ² (원)	1,242	1,401	2,913	2,981	3,366
BPS ¹ (원)	14,580	14,278	16,982	19,401	22,195
CPS (원)	2,304	3,178	4,345	4,122	4,596
DPS (원)	300	300	300	300	300
PER ¹ (배)	22.3	27.5	16.7	16.3	14.4
PBR ¹ (배)	1.9	2.7	2.9	2.5	2.2
PCR (배)	12.0	12.1	11.2	11.8	10.6
EV/EBITDA (배)	12.0	13.9	11.4	10.2	8.7
배당수익률 (%)	1.1	0.8	0.6	0.6	0.6
성장성					
매출액증가율 (%)	19.7	21.5	26.9	12.5	13.0
영업이익증가율 (%)	44.0	23.2	55.2	14.2	15.9
EBITDA증가율 (%)	28.2	19.9	43.1	8.6	11.7
순이익증가율 (%)	57.8	12.7	108.0	2.4	12.9
EPS ¹ 증가율 (%)	57.8	12.7	108.0	2.4	12.9
수익성					
ROE ¹ (%)	9.0	9.5	17.7	15.7	15.6
ROA (%)	4.4	4.4	7.9	7.2	7.4
ROIC (%)	9.2	8.9	16.2	16.4	18.4
안정성					
유동비율 (%)	114.6	195.2	215.7	230.3	243.6
부채비율 (%)	101.2	130.0	124.7	117.0	109.6
차입금/EBITDA (배)	2.8	3.2	2.5	2.3	2.1
이자보상배율 (배)	4.1	3.7	4.5	6.0	8.4
활동성					
매출채환전율 (배)	58.2	52.1	47.2	44.4	44.3
재고채환전율 (배)	7.4	6.4	6.2	6.0	6.0
매입채무회전율 (배)	21.9	20.5	20.6	20.4	20.4
총자산회전율 (배)	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

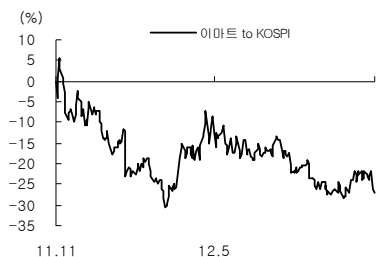
재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	781	805	805	815	831
유형자산	454	475	467	438	411
무형자산	0	27	24	21	18
투자자산	88	303	314	356	401
투자부동산	0	0	0	0	0
기타 비유동자산	239	0	0	0	0
유동자산	393	571	775	915	1,068
재고자산	216	335	392	446	503
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	26	42	53	60	68
기타유동자산	55	70	72	82	93
현금및현금성자산	96	124	257	327	403
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,174	1,376	1,580	1,729	1,899
비유동부채	247	485	518	535	554
사채	0	289	389	389	389
장기차입금	132	80	0	0	0
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	116	116	129	147	166
유동부채	343	292	359	397	439
단기차입금	50	0	0	0	0
매입채무및기타채무	70	102	115	131	148
유동상장기부채	124	52	81	81	81
기타유동부채	99	138	163	186	210
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	590	778	877	933	993
자배주지분	583	598	703	797	906
자본금	200	200	200	200	200
자본잉여금	209	196	197	197	197
자본조정등	-4	-4	-4	-4	-4
기타판권이익누계액	13	5	5	5	5
이익잉여금	166	201	306	399	508
비배주지분	0	0	0	0	0
자본총계	583	598	703	797	906

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	56	17	102	123	133
당기순이익	50	56	117	119	135
현금유출이 없는비용 및 수익	42	71	57	46	49
유형자산및기타비	31	33	34	29	26
무형자산상각비	0	1	4	3	3
외환손익	0	0	2	0	0
유형자산처분손익(이익)	2	3	1	0	0
이자비용(수익)	0	13	16	-1	5
기타	9	20	1	14	15
영업활동으로인한자산부채변동	-37	-94	-53	-42	-46
매출채권및기타채권의감소	-3	-13	-11	-7	-8
재고자산의감소	-43	-118	-60	-53	-58
매입채무및기타채무의증가	7	32	13	16	17
기타	2	4	5	3	3
영업관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	0	-16	-19	1	-5
투자활동으로인한현금흐름	-70	-71	-25	-52	-56
투자자산의 감소(증가)	-10	-6	8	-42	-45
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	40	66	25	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	-1	-1	0	0
기타	5	0	-2	0	0
투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-25	3	-5	-10	-11
재무활동으로인한현금흐름	6	82	56	-2	0
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	289	100	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	1	0	56	23	25
재무관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	5	-207	-99	-26	-26
현금의 증가	-9	28	133	69	77
기초현금	105	96	124	257	327
기말현금	96	124	257	327	403

중립(하향)

목표주가	-
현재가 (11/19)	225,000원
KOSPI (11/19)	1,878.10pt
시가총액	6,272십억원
발행주식수	27,876천주
액면가	5,000원
52주 최고가	305,000원
최저가	225,000원
60일 일평균거래대금	6십억원
외국인 지분율	64.1%
배당수익률 (11.12월)	0.3%
주요제품 매출비중	
할인점	90%
신사업	10%
주주구성	
이명희 외 3 인	27.14%
Aberdeen Asset Manangement Asia Limited 외 3 인	11.26%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	-5% -14% -22%
절대기준	-3% -19% -24%

상대주가(%)



이마트 (139480)

아직은 베이스 효과도 제한적

장기화 되는 정책 이슈, 대표 파해자

2008년말 금융위기 이후 국내 할인점 사업이 온라인, SSM 등에 간섭을 받았던 2009년 이후 2010년은 적극적인 가격 인하 정책으로 기존점 턴어라운드 성공을 보였다. 그럼에도 성장 둔화 압력을 방어하기 위해 온라인 사업 강화로 기존점 성장률 개선에도 이마트 사업부의 수익성 하락 압력은 불가피한 상황이며 향후 신사업 확장 전략에 따라 평균 영업이익률은 6% 초반으로 하락이 전망된다. 궁극적으로 중장기 이마트의 영업이익률은 과거 7~8% 수준 유지는 어렵지만 글로벌 할인점 영업이익률의 최대 수준인 6% 수준은 유지할 전망이다.

2011년 기업 분할 효과 희석

동사는 2011년 5월 1일 과거 신세계의 단순 인적분할을 통해 존속 법인 신세계(0.261)와 신설 법인 이마트(0.739)로 6월 10일 신규 상장 되었다. 동사는 2000년대 1위 할인점의 포지셔닝을 통해 유통업 성장을 주도하며 1위 유통업체로 부상했지만 현재 할인점 사업이 저성장 위기에 놓이며 1위 업체로서의 성장 전략 제고가 시급한 것으로 판단되기 때문이다. 물론 국내 3위 수준의 신세계 백화점의 전략도 구체화 될 것이다.

현 주가 수준에서 매력도 낮아 투자의견 중립 하향

2012년 이마트는 분할 이후 첫 성과는 정책적 이슈로 크게 부각되지 못한 것으로 판단된다. 2013년에도 최근 부정적 매크로 이슈들로 소비 악화가 우려되는 가운데 동사의 사업 모델은 경기 방어력을 강화하는 과정에 있기 때문이다. 2013년 유통업 정책 방향성에 따라 주가는 현 수준에서 상승 모멘텀도 존재하지만 하락 위험도 높은 상황에 있어 투자의견을 중립으로 하향한다.

(단위:십억원배)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
순매출액	0	7,974	12,163	13,431	15,099
영업이익	0	490	713	812	942
세전이익	0	451	539	645	781
지배주주순이익	0	315	387	459	555
EPS(원)	0	11,062	13,391	15,557	18,833
증가율(%)	na	na	21.1	16.2	21.1
영업이익률(%)	0.0	6.2	5.9	6.0	6.2
순이익률(%)	0.0	4.0	3.2	3.4	3.7
ROE(%)	0.0	5.6	6.5	7.0	7.9
PER	0.0	25.2	16.8	14.5	11.9
PBR	0.0	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	0.0	15.3	7.8	7.7	7.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상, IFRS 개별기준

손익계산서 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	0	7,974	12,163	13,431	15,099
매출원가	0	5,788	8,837	9,734	10,943
매출총이익	0	2,186	3,327	3,697	4,156
매출총이익률 (%)	0.0	27.4	27.3	27.5	27.5
판매비	0	1,652	2,556	2,819	3,169
판매비율 (%)	0.0	20.7	21.0	21.0	21.0
조정영업이익	0	534	771	878	987
조정영업이익률 (%)	0.0	6.7	6.3	6.5	6.5
기타영업손익	0	-44	-58	-66	-45
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	-44	-58	-66	-45
영업이익	0	490	713	812	942
영업이익률 (%)	0.0	6.2	5.9	6.0	6.2
EBITDA	0	707	1,198	1,220	1,324
EBITDA마진율 (%)	0.0	8.9	9.9	9.1	8.8
순금융손익	0	-49	-90	-123	-120
이자손익	0	-77	-119	-123	-120
기타	0	28	29	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
외환가치손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
종속공동자비및관계기업관련손익	0	10	-84	-44	-42
세이익	0	451	539	645	781
법인세	0	136	152	186	225
계속사업이익	0	315	387	459	555
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	0	315	387	459	555
당기순이익률 (%)	0.0	4.0	3.2	3.4	3.7
자배주당당기순이익	0	306	373	434	525
비자배주당당기순이익	0	9	14	25	30
기타포괄이익	0	-220	143	0	0
총포괄이익	0	95	531	459	555
총포괄이익률 (%)	0.0	1.2	4.4	3.4	3.7

투자지표 (12월 결산)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Valuation					
EPS ¹ (원)	0	11,062	13,391	15,557	18,833
EPS ² (원)	0	11,396	13,895	16,450	19,913
BPS ¹ (원)	0	189,024	203,450	219,298	238,324
CPS (원)	0	24,767	42,276	39,437	41,023
DPS (원)	0	750	750	750	750
PER ¹ (배)	0.0	25.2	16.8	14.5	11.9
PBR ¹ (배)	0.0	1.5	1.1	1.0	0.9
PCR (배)	0.0	11.3	5.3	5.7	5.5
EV/EBITDA (배)	0.0	15.3	7.8	7.7	7.1
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
성장성					
매출액증가율 (%)	na	na	52.5	10.4	12.4
영업이익증가율 (%)	na	na	45.3	13.9	16.0
EBITDA증가율 (%)	na	na	69.5	1.8	8.6
순이익증가율 (%)	na	na	22.9	18.4	21.1
EPS ¹ 증가율 (%)	na	na	21.1	16.2	21.1
수익성					
ROE ¹ (%)	0.0	5.6	6.5	7.0	7.9
ROA (%)	0.0	2.8	3.4	3.7	4.1
ROIC (%)	0.0	4.5	5.3	5.9	6.8
안정성					
유동비율 (%)	0.0	34.8	43.7	47.6	51.4
부채비율 (%)	0.0	99.3	93.9	99.1	98.3
차입금/EBITDA (배)	0.0	4.2	2.7	2.8	2.6
이자보상배율 (배)	0.0	6.2	5.6	6.6	7.2
활동성					
매출채권회전율 (배)	0.0	0.0	108.0	0.0	0.0
재고자산회전율 (배)	0.0	0.0	19.5	18.7	17.8
매입채무회전율 (배)	0.0	0.0	29.0	0.0	0.0
총자산회전율 (배)	0.0	0.0	1.1	1.1	1.1

주: ¹자배주기준, ²자배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
비유동자산	0	10,051	10,506	11,317	12,005
유형자산	0	7,634	8,116	8,517	9,011
무형자산	0	217	310	281	255
투자자산	0	1,753	1,810	2,181	2,359
투자부동산	0	189	0	0	0
기타 비유동자산	0	258	270	338	380
유동자산	0	1,059	1,289	1,670	1,984
재고자산	0	606	640	800	899
유가증권	0	0	69	86	97
매출채권	0	225	0	0	0
기타유동자산	0	177	328	410	461
현금및현금성자산	0	51	252	374	528
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	0	11,110	11,795	12,987	13,990
비유동부채	0	2,495	2,762	2,956	3,077
사채	0	1,348	1,749	1,749	1,749
장기차입금	0	419	235	235	235
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	0	727	778	972	1,093
유동부채	0	3,040	2,949	3,509	3,858
단기차입금	0	368	578	722	812
매입채무및기타채무	0	839	0	0	0
유동상장기부채	0	843	706	706	706
기타유동부채	0	990	1,665	2,081	2,339
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	0	5,535	5,711	6,465	6,934
자배주지분	0	5,486	5,982	6,394	6,899
자본금	0	139	139	139	139
자본잉여금	0	4,237	4,237	4,237	4,237
자본조정등	0	-3	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	0	902	1,046	1,046	1,046
이익잉여금	0	211	563	976	1,480
비자배주지분	0	89	102	127	157
자본총계	0	5,575	6,084	6,522	7,056

현금흐름표 (십억원)	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	0	595	693	842	940
당기순이익	0	315	387	459	555
현금유출이 없는비용 및 수익	0	370	791	641	588
유형자산및무형자산취득비	0	211	453	379	356
무형자산상각비	0	5	32	29	26
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	0	6	2	0	0
이자비용(수익)	0	77	119	123	120
기타	0	70	184	110	87
영업활동으로인한자산부채변동	0	-162	-285	-134	-83
매출채권및기타채권의감소	0	0	11	0	0
재고자산의감소	0	-48	-46	-160	-99
매입채무및기타채무의증가	0	0	-83	0	0
기타	0	-113	-167	26	16
영업관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	0	72	-200	-123	-120
투자활동으로인한현금흐름	0	-604	-718	-1,362	-1,173
투자자산의 감소(증가)	0	-219	249	-415	-220
유형자산의 감소	0	2	17	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	0	383	870	780	850
무형자산의 감소(증가)	0	-5	-7	0	0
기타	0	0	-116	-67	-42
투자관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	0	0	10	-99	-62
재무활동으로인한현금흐름	0	15	129	642	387
장기차입금의증가(감소)	0	-561	-99	0	0
사채의증가(감소)	0	530	398	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	0	46	-113	518	318
재무관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	0	0	-57	123	69
현금의 증가	0	8	201	122	154
기초현금	0	44	51	252	374
기말현금	0	51	252	374	528

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계약회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 자본율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행판권	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	증권 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

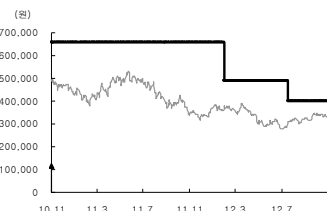
해당사항없음

투자이견 안내

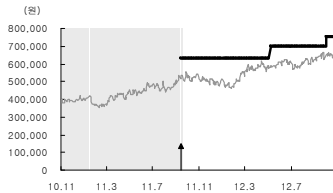
종목 투자이견 (절대수익률 기준)				업종 투자이견 (상대수익률 기준)		투자 기간
적극매수	40% ~	매수	15% ~	비중확대	+10% ~	12개월
중립	-15% ~ 15%	비중축소	~ -15%	중립	-10% ~ +10%	
				비중축소	~ -10%	

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

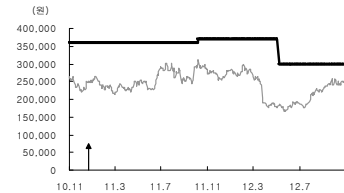
롯데쇼핑 [매수 / TP: 400,000 원]



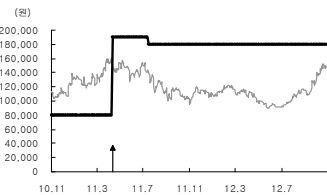
LG생활건강 [매수 / TP: 750,000 원]



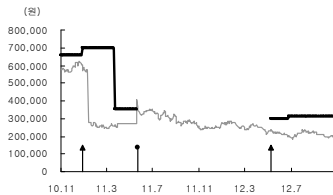
CJ오쇼핑 [매수 / TP: 300,000 원]



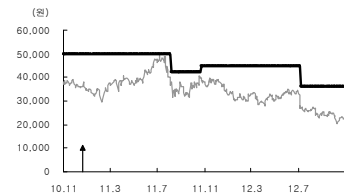
GS홈쇼핑 [매수 / TP: 180,000 원]



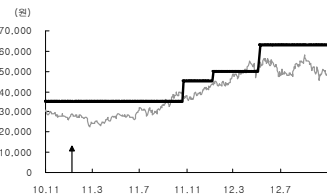
신세계 [매수 / TP: 310,000 원]



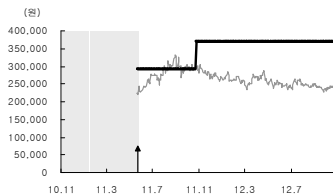
약연약 [매수 / TP: 36,000 원]



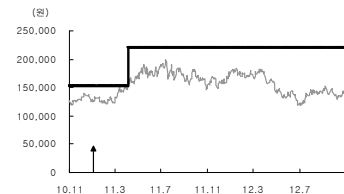
호텔신라 [매수 / TP: 63,000 원]



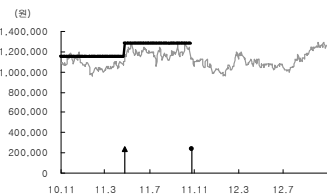
이마트 [중립 / TP: -]



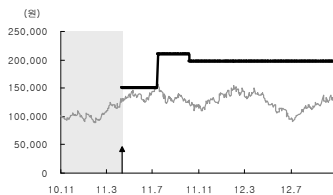
현대백화점 [매수 / TP: 220,000 원]



아모레퍼시픽 [중립 / TP: -]



현대홈쇼핑 [매수 / TP: 198,000 원]



웅진코웨이 [매수 / TP: 45,000 원]

