유통 (중립)

침체 속 보물 찾기

김민아
02-768-4163
mina.kim@dwsec.com

저성장 시대의 유통업: 투자의견 중립

국내 유통 산업은 경제성장률 둔화, 인구 감소, 인구 고령화 등으로 양적 성장이 둔화될 것으로 예상되고, 정부의 '경제민주화' 정책 일환으로 대기업 유통 회사에 대한 규제가 강화될 것으로 예상되어, 산업 내에서의 영역 확장도 어려워질 것으로 보인다. 또한 제조업과 달리 고객 기반뿐만 아니라 제품 소싱, 머천다이징도 중요한 유통업의 특성상 해외에서의 성공도 점치기 어렵다. 따라서 국내 유통업은 성장률이 더뎌질 것으로 우려되어, 업종에 대한 투자의견은 중립 의견을 제시한다.

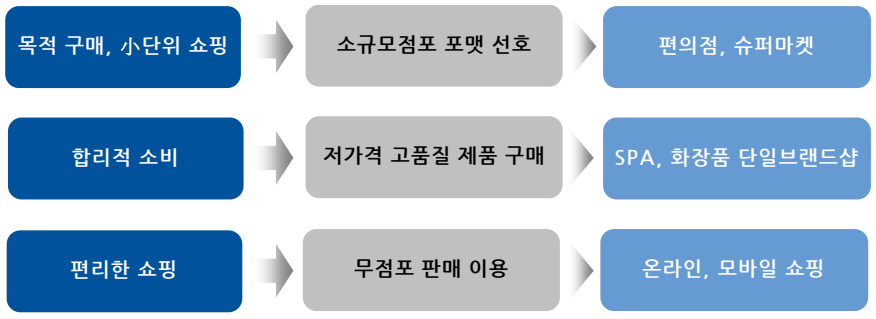
유통업 서바이벌 키트: 1) 소규모 점포 포맷, 2) 저가격 고품질 제품, 3) 무점포 판매

저성장 국면에서도 소비는 계속된다. 유통업 내에서 계속해서 성장을 이어나갈 수 있는 업체들은 소단위 쇼핑(소규모 점포 포맷인 편의점, 슈퍼마켓), 합리적 소비(저가격 고품질 제품을 판매하는 SPA, 화장품 단일 브랜드숍), 편리한 쇼핑(무점포 판매 포맷인 온라인/모바일 쇼핑)을 제공하는 업체들일 것이다. 주식 시장에서도 이러한 기업들과 아닌 기업들과의 밸류에이션 격차는 더욱 심해질 것으로 보인다.

GS리테일(007070), CJ오쇼핑(035760)이 침체 속 보물

따라서 저성장 시대의 유통업체 중 눈에 뜨이는 성장을 할 수 있는 업체로 GS리테일(007070/매수/TP 42,000원), CJ오쇼핑(035760/매수/TP 365,000원)을 제시한다. GS리테일은 편의점과 슈퍼마켓의 고성장으로 인해 양적 성장과 질적 성장을 동시에 이룰 수 있을 것으로 보인다. 단기적으로 규제 이슈가 있기는 하나, 장기적으로 제품 구색 개선에 의한 고객층 기반 확대가 기대된다. CJ오쇼핑은 홈쇼핑, 온라인쇼핑 산업에서 엔터테인먼트 요소를 가미하고, CJ 계열사의 탄탄한 고객 기반을 바탕으로 지속 성장할 수 있을 것으로 보인다. CATV 자회사로 인해 수수료 인상 효과를 흡수할 수 있는 것도 유리하게 작용할 것이다.

저성장 시대의 유통업



자료: KDB대우증권 리서치센터

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.

Contents

I. Investment summary: “침체 속 보물 찾기” 3

II. 소비 여력 감소: 경제 성장률 둔화, 가계 경제 상황 악화, 기타 소득 감소 5
1. 경제 성장률 저하로 임금 상승 둔화 5
2. 가계 부채 문제는 중장기적으로 소비 제약 6
3. 자산 소득, 이자 소득도 침체 예상 7

III. 일본의 장기복합불황 사례가 한국 유통업에 주는 시사점 8

IV. 구조적 변화의 시기: 유통업이 직면할 변화들 10
1. 인구 구조의 변화와 고령 사회 대두 10
2. 여성 근로 인력 증가, 남성 ‘그루밍족’ 등장 12
3. 새로운 유통 채널 각광 14
4. 가치 소비 추구 15

V. 유통업의 과제: 규제 내의 성장, 신시장 개척, 신사업 확장 17

VI. Valuation: 성장주에 대한 밸류에이션 프리미엄 확대 18
“가치주의 신화는 끝났다” – 높은 벨류에이션에도 불구, 성장주 선호 18

GS리테일 (007070/매수) 21

CJ오쇼핑 (035760/매수) 26

현대홈쇼핑 (071840/매수) 31

롯데하이마트 (071840/매수) 33

롯데쇼핑 (023530/Trading Buy) 35

신세계 (004170/Trading Buy) 37

현대백화점 (069960/Trading Buy) 39

GS홈쇼핑 (028150/Trading Buy) 41

이마트 (139480/중립) 43

I. Investment summary: "침체 속 보물 찾기"

국내 유통 산업의 양적 성장은 둔화될 것으로 예상

국내 유통 산업은 경제성장률 둔화, 인구 감소, 인구 고령화 등으로 양적 성장이 둔화될 것으로 예상되고, 정부의 '경제민주화' 정책 일환으로 대기업 유통 회사에 대한 규제가 강화될 것으로 예상되어, 산업 내에서의 영역 확장도 어려워질 것으로 보인다.

소비자의 소비여력은 약화될 것으로 보이는데, 경제 성장률 저하에 따른 임금 성장률 저하, 가계 경제 상황에 따른 가계부채 문제, 자산 소득, 이자 소득 등의 기타 소득 증가율 둔화 등이 그 이유이다. 소비 여력이 줄더라도 소비는 계속되기는 한다. 소비자들은 재량적 소비를 줄이고 합리적 소비를 늘리는 쪽으로 소비 패턴을 바꿔나갈 것이다.

소비에 영향을 미치는 구조적 변화:
1) 고령 사회 대두
2) 여성 근로 인력 증가 및 남성 그루밍족 등장
3) 새로운 유통 채널의 발달
4) 가치 소비 추구

소비 여력이 줄고 있는 상황에서 인구 구조적, 사회적 변화도 소비 패턴을 바꿔 나갈 것이다. 이와 같은 중요한 변화로는 1) 고령 사회 대두, 2) 여성 근로 인력 증가 및 남성 "그루밍족" 등장, 3) 새로운 유통 채널의 발달, 4) 가치 소비 추구 등을 들 수 있다.

고령 사회는 65세 이상 인구가 전체 인구의 14% 이상을 차지하는 인구 구조를 가진 사회를 말하는데, 한국은 2019년에 고령사회로 접어들 것으로 추산된다. **고령 사회가 국내 소비에 미치는 영향으로는, 재량적 소비 감소로 인한 백화점 침체, 내구재 소비 감소 등을 들 수 있다.**

여성 근로 인력 증가 및 남성 '그루밍족'의 등장은 전통적 성 역할의 파괴와 관련이 있다. 그 중 여성 근로 인력 증가는 고령 사회와 맞물린 경제 인구 감소 문제를 해결하는 방향과도 관련된다. 한국의 경우 여성 근로 인력이 선진국에 비해 낮은 수준을 보여 왔는데, 육아 문제 해결을 위한 시설 보충 등으로 **여성 근로 인력이 늘어나는 추세**이다. 이러한 변화가 **국내 소비에 미치는 영향으로는 뷰티 산업 발달, 편리한 쇼핑을 위한 온라인/모바일 쇼핑 발달, 간편식 산업/외식 산업 발달 등을 들 수 있다.**

남성 '그루밍족'의 등장의 이유는, 기대 수명의 연장과 함께 은퇴 시기가 늦춰지면서 40~50대 남성들이 전통적인 '중년남성'의 이미지를 탈피하고자 하는 노력이 한 부분을 차지한다. 또한 젊은 층들은 엔터테인먼트 산업의 영향으로 인해 꾸미는 남성에 대한 이미지에 거부감이 없어진 것이 한 가지 원인일 것이다. 이러한 변화는 **남성 화장품 시장, 남성 패션 시장을 더욱 발전시키는 동력으로 작용할 것이다.**

사회적 변화와 함께, 소비자들의 기호 변화, 유통업체들의 노력과 기술의 발달로 인해 새로운 쇼핑 채널이 각광을 받을 것으로 보인다. **편리한 쇼핑을 추구하는 소비자들의 기호 변화로 인해, 기존의 오프라인 점포를 바탕으로 한 채널보다는 무점포 채널이 선호될 것이다.** 특히 모바일 쇼핑 시장의 괄목할 만 한 발전이 기대된다.

소비자들의 기호 변화로는 **'가치 소비' 추구**도 들 수 있다. 여기서 말하는 '가치 소비'란 지불하는 가격 대비 높은 가치의 제품을 선호한다는 말이다. 경기가 상승기에 있을 때에는 상향구매 패턴이 두드러지면서, 가격에 대한 소비자들의 민감도가 떨어지고, 품질이나 브랜드가 제품 선택의 기준이 된다. 그러나 경기 하강기에는 하향구매 패턴이 나타나는데, 여기서 단기 가격이 싼 물건을 사는 것에 그치는 것이 아니라 품질이나 디자인도 납득할 만한 수준을 찾는 것이다. 이로 인해 **SPA나 화장품 단일 브랜드 숍의 인기는 계속될 것으로 보인다.**

유통업 서바이벌 키트: 소규모 점포 포맷, 저가격 고품질 제품, 무점포 판매

이러한 변화를 수용하고 이에 걸맞는 비즈니스 모델을 제시하는 업체들로는: 1) 목적 구매에 의한 소단위 쇼핑이 퍼지면서 소규모 점포인 편의점, 슈퍼마켓, 2) 합리적 소비 추구에 따라 저가격 고품질 제품을 판매하는 SPA, 화장품 단일 브랜드숍), 3) 편리한 쇼핑을 선호함에 따라 무점포 판매 포맷인 온라인/모바일 쇼핑몰 등을 들 수 있다. 주식 시장에서도 이러한 기업들과 아닌 기업들과의 밸류에이션 격차는 더욱 심해질 것으로 보인다.

유통업종 Top Picks
GS리테일: 편의점 성장 지속
CJ오쇼핑: 새로운 유통 채널 창조

이와 같은 환경에서도 지속적으로 성장할 수 있는 기업으로 편의점, 홈쇼핑/온라인쇼핑, 전문점(단일 브랜드전문점과 멀티 브랜드 전문점 포함) 등을 들 수 있다. 이를 바탕으로 **장기적인 관점에서 유통업 내에서의 Top Picks는 GS리테일(007070/매수/TP 42,000원), CJ오쇼핑(035760/매수/TP 365,000원)을 제시**한다. GS리테일은 편의점과 슈퍼마켓의 고성장으로 인해 양적 성장과 질적 성장을 동시에 이룰 수 있을 것으로 보인다. 단기적으로 규제 이슈가 있기는 하나, 장기적으로 제품 구색 개선에 의한 고객층 기반 확대가 기대된다. CJ오쇼핑은 홈쇼핑, 온라인쇼핑 산업에서 엔터테인먼트 요소를 가미하고, CJ 계열사의 탄탄한 고객 기반을 바탕으로 지속 성장할 수 있을 것으로 보인다. CATV 자회사로 인해 수수료 인상 효과를 흡수할 수 있는 것도 유리하게 작용할 것이다.

장기적인 전략 방향이 흥미로운 업체
신세계: 새로운 업태 도전
롯데쇼핑: 폭넓은 고객 기반 유리

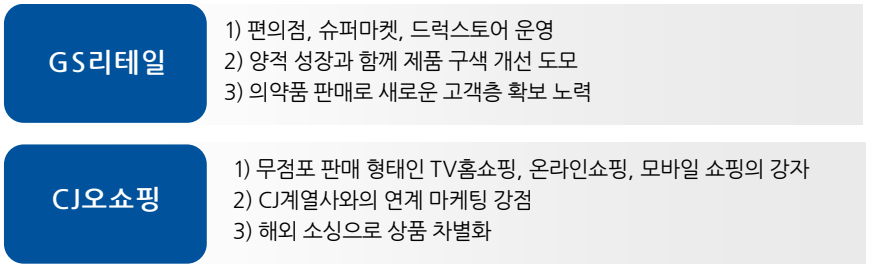
반면, 백화점을 기반으로 하고 있는 현대백화점, 신세계는 이전보다 성장률이 더뎌질 것으로 예상되고, 할인점을 기반으로 하고 있는 이마트는 정부 규제가 지속되면서 성장이 정체될 것으로 예상된다. 이들 업체들은 새로운 업태를 성공적으로 이끌어야 할 것으로 보인다. **신세계는 기존의 백화점업을 기본으로 새로운 업태인 온라인, 아울렛, 쇼핑몰, 전문관 등의 확장을 계획하고 있다.** 온라인몰은 이마트몰과 연계하여 고객층을 집결하는데 집중하고 있고, 경기 불황에 수혜를 받는 아울렛 산업은 사이먼 프로퍼티 그룹과 합작으로 운영하고 있다. 또한 향후 신규 점포는 집객효과가 뛰어난 쇼핑몰 형태로 개발될 계획이다. **롯데쇼핑은 넓은 고객 기반을 바탕으로 계속해서 시장점유율을 늘려나갈 것으로 기대된다.** 롯데쇼핑은 백화점, 할인점, 슈퍼마켓을 직접 운영하고 있고, 편의점, 홈쇼핑, 온라인 쇼핑 등은 자회사의 형태로 운영하고 있다. 통합적인 유통망 제시를 통해 넓은 고객 기반을 유지하고, 고객의 충성도를 이끄는 것이 관건일 것이다.

표 1. KDB대우증권 유통 Top Picks 및 관심 종목

종목	투자의견	목표주가(원)	현재주가(원)	시가총액(십억원)	2013F PER(x)	2013F PBR(x)	2013F EV/EBITDA(x)
GS리테일	**매수**	**42,000**	**27,400**	**2,110**	**12.5**	**1.3**	**3.4**
CJ오쇼핑	**매수**	**365,000**	**272,900**	**1,693**	**15.7**	**2.9**	**9.4**
현대홈쇼핑	매수	167,000	127,000	1,524	8.7	1.3	4.3
롯데하이마트	매수	90,000	63,000	1,487	9.1	0.9	4.2
롯데쇼핑	Trading Buy	420,000	355,000	10,310	9.1	0.9	-0.7
신세계	Trading Buy	252,000	214,000	2,107	10.6	0.9	5.9
현대백화점	Trading Buy	187,000	159,000	3,721	9.9	1.2	7.4
GS홈쇼핑	Trading Buy	172,000	138,400	908	8.9	1.2	4
이마트	중립	-	239,500	6,676	12.0	1.0	5.8

주: 2012년 12월 11일 종가 기준 / 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 1. 침체 속 보물 찾기



자료: KDB대우증권 리서치센터

II. 소비 여력 감소: 경제 성장률 둔화, 가계 경제 상황 악화, 기타 소득 감소

1. 경제 성장률 저하로 임금 상승 둔화

2013년 경제성장률은 2.9%로 전망
2012년에 비해 높은 성장률이나 회복 정도 미미함

국내 유통 산업은 경제 성장 둔화, 인구 감소, 인구 고령화 등으로 양적 성장이 둔화될 것으로 예상되고, 정부의 '경제민주화' 정책 일환으로 대기업 유통 회사에 대한 규제가 강화될 것으로 예상되어 산업 내에서의 영역 확장도 어려워질 것으로 보인다. 또한 제조업과 달리 고객 기반뿐만 아니라 제품 소싱, 머천다이징도 중요한 유통업의 특성상 해외에서의 성공도 점치기 어렵다.

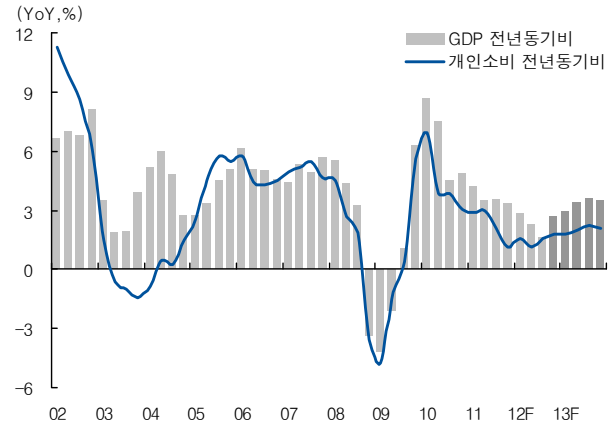
유통업은 민간소비 성장과 맥을 같이 하는데, 민간소비 성장은 경제성장률과 가장 밀접한 관계를 가지고 있다. **KDB대우증권 경제팀은 2013년 경제성장률을 2.9%로 전망한다. 2012년 경제성장률 2.2% 전망치 보다는 높은 성장률이나, 향후 경제 성장 전망도 그리 밝은 편은 아니다.** 한국의 경제 성장률은 IMF 구제 금융 시기 이후 2002년까지 평균 5%를 기록했고, 이후 글로벌 경제 위기가 닥쳤던 2008년까지 평균 4%대를 기록한 후, 2008년 이후 현재까지 2~3%를 보이고 있다.

현재의 경기 침체는 구조적 위기로 보여

경제 성장률이 장기적으로 낮은 수준을 유지할 것으로 보이는 이유는, 현재의 경기 침체가 단순한 국내 경기 순환상 침체가 아닌 것으로 보는 시각 때문이다. IMF 구제 금융 시기에는 아시아 지역 국가들의 위기로 지역적으로 아시아 지역에 국한되어 있었고, 글로벌 경제 위기 시기에는 금융권의 위기로, 산업적으로 금융권이 가장 큰 문제였던 것으로 보인다. 그러나 현재의 위기는 미국 경제 회복이 더디고, 유로존 여러 나라의 문제가 복잡하게 얽혀 있으며, 중국의 경기에 대한 불확실성이 존재하는 상황이기 때문에, 근본적으로 지난 위기와는 다르다는 위기감이 팽배해 있다.

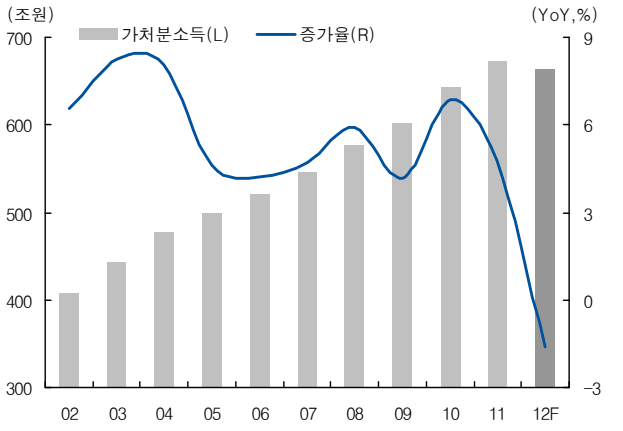
특히 한국은 수출 중심의 산업이 경제 성장의 근간을 이루고 있기 때문에, 현재의 세계 경제 침체 상황에서는 급격한 경제 성장률 회복이 불가능해 보인다. 이로 인해 고용 지표 개선 속도도 느릴 것으로 보여 민간소비 침체는 길어질 전망이다.

그림 2. 한국 GDP와 민간소비 성장률 추이 및 전망



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 3. 가처분소득 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터 예상

2. 가계 부채 문제는 중장기적으로 소비 제약

가계부채 문제는 단기간 현실화되기 어려우나, 중장기적으로 소비 성장 저지

민간소비의 발목을 잡고 있는 또 하나의 제약 조건은 가계 경제 상황이다. **현재 가계 경제 상황에서 가장 심각하게 대두되는 문제는 주택담보대출로 인한 가계부채 문제이다. 가계부채가 문제가 되고 있는 이유는 소득 증가율이 부채 증가율을 따라잡지 못하고 있기 때문이다.** 가계부채 문제는 단기간 현실화 가능성은 낮아 보이나, 중장기적으로 소비 성장을 저지할 것으로 우려된다.

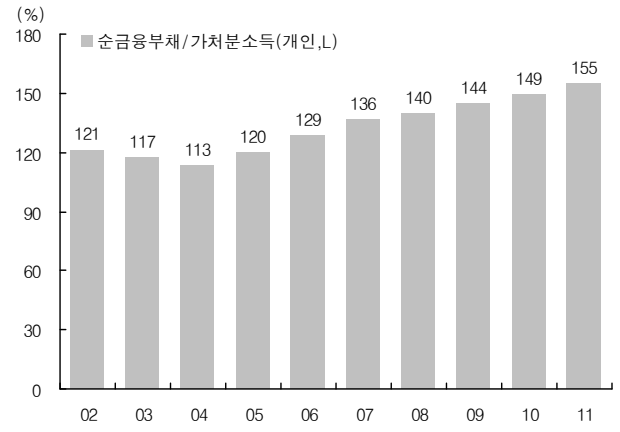
과거 2002년 신용카드 대란 때의 가계 연체율과 신용카드 연체율은 최고 14%까지 올랐었다. 이후 계속해서 낮아지면서 2012년 11월 현재 가계 연체율은 5%대, 신용카드 연체율은 2%대로 낮은 수준을 유지하고 있다.

현재 가계부채가 문제되는 이유는 가계부채가 지속적으로 증가하는 반면, 소득이 그 증가율을 따라가지 못하고 있다는 것이다. 개인 금융부채는 2002년 이후 연평균 8.3% 증가한 반면, 같은 기간 동안 개인 순가처분소득은 연평균 5.8% 증가에 그쳤다. 국내총생산과 국민처분가능소득이 유사한 증가 흐름을 보였음을 감안할 때, 개인부문의 소득과 경제 규모의 괴리에서 발생했다고 볼 수 있다.

가계부채 문제가 단기간 현실화될 가능성은 낮아 보인다. 가계부채 문제는 소득 1분위에서 가장 심각한 것으로 나타나는데, 2011년 소득 1분위의 가처분소득 대비 총부채 비중은 900%로 2010년 780%에서 크게 증가했다. 소득 2분위에서 5분위의 가구들은 대부분 200% 이상에서 소폭 변화했다. 이러한 심각성은 이미 정부가 인지하고 있어, 단기간에 큰 문제가 될 가능성은 적어 보인다.

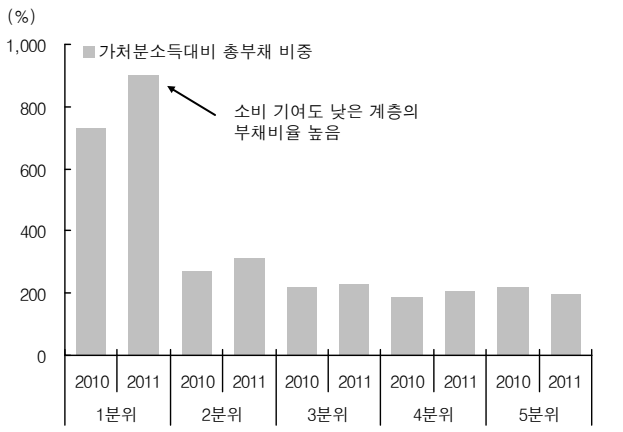
가계 부채 문제의 또 한 가지 심각성은 50대 이상에서 나타난다. 2005~2007년간 6억원 이상 고가의 주택을 담보로 한 대출의 54%가 50세 이상이었다. 이들은 집을 투자 목적으로 여겨 단기 시세차익을 남길 목적으로 대출을 한 경우가 많다. 이로 인해 고령화와 겹쳐 일본과 같이 은퇴 후 생활에 어려움을 겪는 가구들이 늘어날 가능성이 높다. 이로 인해 자산을 가진 고령층도 소비를 줄이는 상황에 놓이면 국내 소비에는 악영향을 미칠 것이다.

그림 4. 가계부채 상황



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 소득 분위별 가계 부채 상황



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

3. 자산 소득, 이자 소득도 침체 예상

기타 소득도 저조
재량적 소비에 특히 악영향

가처분소득은 기타 소득과도 연관이 있다. **기타 소득으로 특히 자산 소득, 이자 소득, 임대 소득 등이 중요하고, 이는 특히 상위층 소비에 영향을 미친다.** 자산 소득과 가장 큰 관련성이 있는 부동산, 특히 아파트 가격은 당분간 하락세를 면치 못 할 것으로 보이고, 이자율 또한 크게 오르지 않을 것으로 보여 **향후 기타 소득 증가율은 높지 않을 것으로 예상된다.**

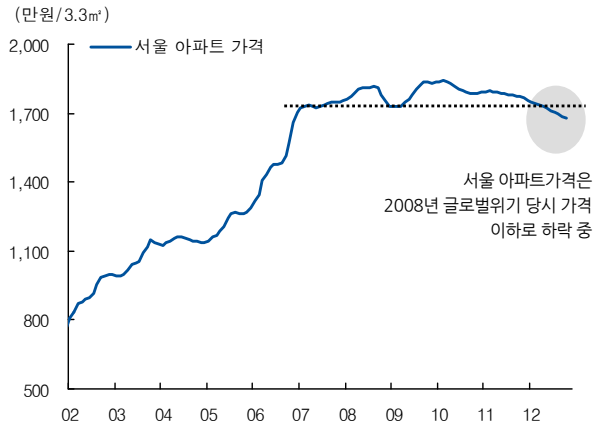
KDB대우증권 리서치팀에 따르면 서울/수도권 아파트 가격은 앞으로 10% 내외 추가 하락 가능성이 높다. 전고점인 2010년 8월 대비 현재까지 약 7% 정도 하락했고, 핵심 지역 아파트 가격은 더욱 큰 폭으로 하락했다.

향후 저출산, 고령화 등의 인구 구조 변화는 부동산 가격의 추가 하락을 가져올 것으로 보인다. 특히 주 수요층인 30~54세 인구가 감소하고, 가계부채가 1,000조원 수준에 와 있고, 베이비부머의 은퇴가 다가오면서 부동산 자산의 유동화가 이루어질 것으로 보이고, 또한 아파트에 대한 인식이 투자 대상에서 거주 대상으로 바뀌면서 시세 차익을 노린 투기 수요가 현저히 줄어들 것으로 보인다. 서울/수도권 아파트 가격이 10% 추가 하락하면 170조원의 부가 증발하고, 서울/수도권에서 248조원의 가계대출은 원금 손실로 이어져 소비 둔화로 연결될 것이다.

특히 서울 고가지역으로 분류되는 강남구, 서초구, 송파구, 용산구의 아파트 가격 하락폭(약 17%)이 중가지역이나 저가지역보다 클 것으로 보여, 고소득층 또는 고액 자산 보유층들에게 미칠 역 자산 효과는 더욱 클 것으로 예상된다.

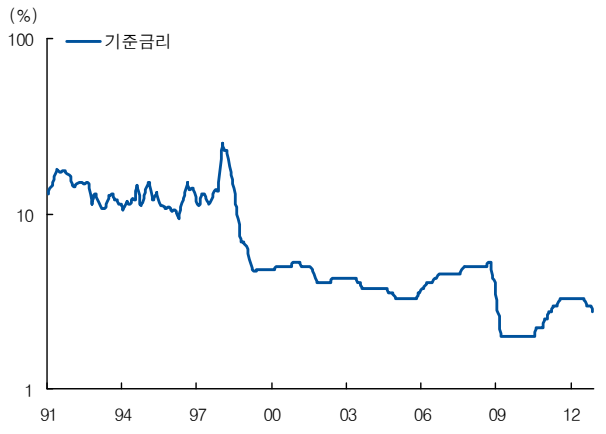
정부 부문의 부채 문제도 심각한 수준에 이르러, 정부 부채 문제를 해결하기 위해서 금리의 안정화가 추진될 것이다. 저금리 기조가 유지되면 이자 소득도 줄어들게 된다. 가계 부채 문제가 특히 소득 1분위에서 심각한 이상 금리를 올릴 가능성은 더욱 낮아진다.

그림 6. 서울 아파트가격 추이



자료: 부동산114, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 기준금리 추이



자료: 한국은행, KDB대우증권 리서치센터

III. 일본의 장기복합불황 사례가 한국 유통업에 주는 시사점

20년간의 장기복합불황이 이어지면서 일본 내수는 서서히 침몰

일본의 **장기복합불황은 소비의 주체인 중산층의 붕괴**를 가져왔다. 1990년대 초부터 경제 버블이 꺼지기 시작하면서 일본 경제는 장기적인 경기 침체에 들어가게 되었고, 이로 인한 중산층의 붕괴는 내수 소비가 높은 비중을 차지하는 일본 경제의 저성장을 악화시키는 악순환 구조에 빠지게 만들었다.

한국도 지난 수년 간 저성장, 저투자, 저금리가 고착화되고, 부동산 가격의 하락이 나타나고 있다. 여기에 고령화와 사회 양극화 상황까지 가세하여 한국도 일본형 불황에 직면할 것이라는 우려를 낳고 있는 상황이다. 한국의 유통업체들은 일본 유통 업체들의 전철을 밟지 않기 위해, 새로운 가치를 창출하고 영업 효율성을 높이는 데 노력해야 할 것이다.

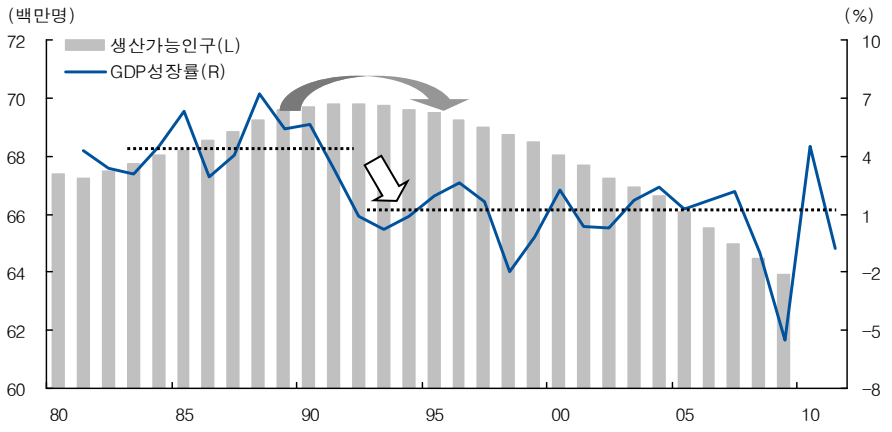
20년간의 장기복합불황 국면에서 일본 유통 업체들은 가처분소득 감소와 수요 감소로 인한 소비 침체를 겪었다. 장기간 경기가 침체되면서 임금 상승이 정체되고, 자산가격 마저 하락하면서 역자산 효과로 내수 소비가 침체되는 악순환 구조에 빠졌다. 내수 소비 침체는 버블 붕괴와 함께 시작되었다. 일본의 부동산 가격은 1991년, 주가 또한 1990년 사상 최고치를 기록한 후 지속적으로 하락했다. 동시에 인구구조의 고령화가 소비 감소와 사회 활력 저하로 나타나면서 구조적인 소비 침체 시기로 진입한다.

장기복합불황은 소비자의 양극화를 가져왔다. 이는 상위 계층의 소득 증가의 영향보다는 중위 이하 계층의 소득 하락 영향이 보다 큰 영향을 보였다. 연간 수입별 가구 수 비율을 보면, 1992년에는 400~600만엔 대를 중심으로 중류층이 가장 두터운 모습을 보였으나, 불황 발생 후 12년이 경과한 2002년에는 소득 계층이 낮은 쪽으로 소비의 중심이 이동했다.

일본은 세계 최초로 고령화와 복합불황이 동시에 발생한 국가

버블 붕괴와 고령화가 동시에 발생하면서 일본은 성장률 저하, 세금 인상, 투자 감소, 생산성 정체 등 소비의 기반이 되는 주요 경제 영역이 모두 (-) 성장을 보이면서 끝모를 내수 불황에 지금도 시달리고 있다. 특히 90년대를 통해 일본은 내수 부양에 심혈을 기울였으나 고령자들은 오히려 소비를 줄이는 것으로 대응했다. 또한 젊은 층의 경우에는 임시직 중심으로 고용이 형성되어 상대적인 고물가 속에서 소비가 늘지 않았다. **고령화된 국가의 버블 붕괴 위험**이 얼마나 큰지 일본을 통해 확인할 수 있었다.

그림 8. 일본의 생산 가능 인구와 성장률



자료: 일본 내각부, KDB대우증권 리서치센터

<표 2>에서 보면 86~90년의 소위 버블 경제 시기, GDP 성장률이 3.0%에서 4.7%로, 소비지출 전체가 3.0%에서 4.1%로 상승한 반면, 비내구재+서비스의 성장률은 3.0%에서 3.2%로 거의 변하지 않다. 따라서 80년대 후반의 소비지출 전체 증가는 내구재 소비의 역할이 컸다. 80년대 후반의 내구재 소비 증가는 자산 가격 상승과 고성장의 당연한 결과였다. 또한 엔화 강세로 인해 수입 물가가 하락한 점도 큰 도움이 되었다. 이런 복합 호재로 일본의 유통업은 마지막 호황을 향하고 있었다.

버블 붕괴 후 비내구재, 서비스 중심으로 소비 구조 변화

버블 붕괴 이후 소비 양태는 내구재 중심에서 비내구재와 서비스 중심으로 소비 구조가 변화했다. 21세기 초반 BRICs 부각에 따른 일시적인 경기 확산으로 내구재 소비가 일시적으로 호황을 보이기도 했지만 2008년 글로벌위기 발생 이후 재차 침체하고 있다.

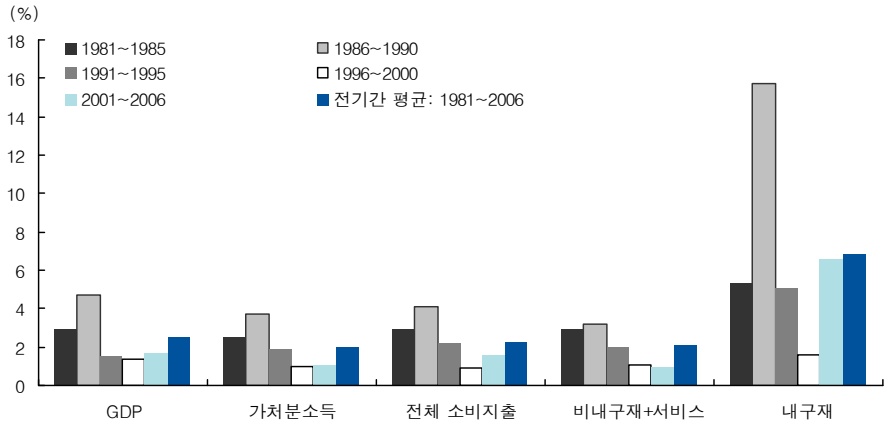
일본은 지속적으로 내수를 부양하는 재정정책으로 복합불황에서 탈출하고자 했다. 그러나 전체 내수시장 규모는 90년 초반 이후 거의 확대되지 못했다. 특히 1997년 하시모토의 과감한 경기부양책에 힘입어 백화점 매출은 96~97년 크게 증가했다. 그러나 이에 소비세 인상으로 소비가 급감하는 악수를 둔 결과 이후 일본 백화점 매출은 장기간 횡보 혹은 감소세를 보여왔다.

표 2. 실질 GDP, 가계소득, 가계소비의 평균성장률(1981~2006)

	1981~1985	1986~1990	1991~1995	1996~2000	2001~2006	전 기간 평균 1981~2006
GDP	3.0	4.7	1.5	1.4	1.7	2.5
가처분소득	2.5	3.7	1.9	1.0	1.1	2.0
전체 소비지출	3.0	4.1	2.2	0.9	1.6	2.3
비내구재+서비스	3.0	3.2	2.0	1.1	1.0	2.1
내구재	5.3	15.7	5.1	1.6	6.6	6.8

주: 전체소비지출 = 내구재+반내구재+비내구재+서비스
자료: 내각부, KDB대우증권

그림 9. 일본의 실질 GDP, 가계소득, 가계 소비의 평균 성장률



자료: 일본 내각부, KDB대우증권 리서치센터

Ⅳ. 구조적 변화의 시기: 유통업이 직면할 변화들

1. 인구 구조의 변화와 고령 사회 대두

고령 사회의 소비에 대한 영향: 백화점 침체 지속, 내구재 소비 감소

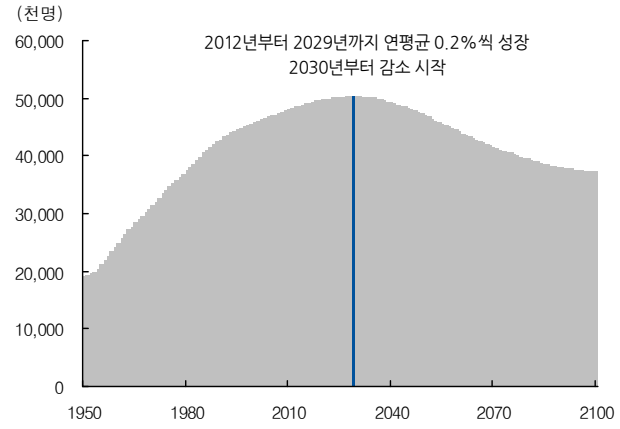
경제성장률이 둔화되고 가처분소득이 줄어드는 가운데, **수요의 가장 큰 핵심이 되는 인구 구조 또한 소비에 불리하게 변화될 것으로 예상되어, 수요의 감소가 수반될 것으로 보인다.** 한국의 인구는 2012년부터 연평균 0.2% 성장하면서 2029년에 정점을 찍고 감소하기 시작할 것이다. 인구 감소와 함께 한국의 인구 구조 변화도 두드러질 것으로 예상되는데, 기대 수명 연장과 함께 인구 고령화도 시작된다.

한국의 인구 중 65세 이상 인구는 향후 연평균 2.2% 성장하면서 2064년에는 전체 인구의 최대 48.5%까지 차지할 것으로 추정된다. 고령화 사회란 사회 구성원 인구 분포가 점점 고령 쪽에 가까워짐에 따라 평균 연령 또는 중간값 연령이 높아지는 것을 의미한다. 전 세계 인구는 연 평균 0.8% 증가하고 있는데, 이 중 60세 이상 인구는 연 평균 2.5% 증가하면서 2030년 전체 인구 중 고령 인구 비중은 17%를 넘어설 것으로 예상된다. 고령화는 전 세계적으로 공통적으로 진행되는 과정인데, 특히 선진국들의 고령화 속도는 더욱 빠르다.

OECD 국가들 중 한국은 고령화가 가장 빠르게 진행되는 국가 중 하나이다. 반면 한국의 65세 이상 인구는 연평균 2.2% 성장하면서 2019년에는 전체 인구의 14%를 차지, 고령사회에 접어들고, 2026년에는 전체 인구의 20%를 차지, 초고령사회로 접어들 것으로 추정된다. 한국은 무엇보다도 고령화 속도가 급속히 진행된다는 점에서 우려가 된다. OECD 국가들에서 고령화가 진행되는 데 평균 18년이 걸린다는 통계가 나와있는데, 한국은 불과 8년밖에 걸리지 않는다.

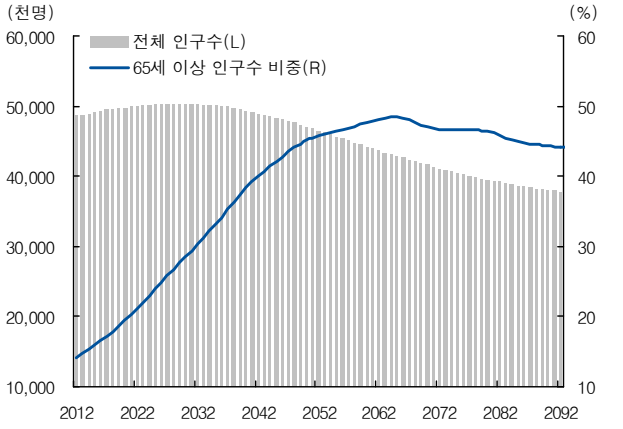
이와 같은 고령화는 한국 사회와 경제에 복잡하고 다양한 영향을 미칠 것이다. 고령화가 국내 소비에 미칠 영향으로는 성장률 둔화에 의한 소비 여력 감소, 사회 복지 시스템 변화 필요에 의한 세금 부담 증가, 내구재와 사치품 소비 둔화 등을 들 수 있다.

그림 10. 한국의 인구수 추이 및 전망



자료: United Nations, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 한국의 65세 이상 인구수 비중 추이 및 전망



자료: United Nations, KDB대우증권 리서치센터

성장률 둔화: 고령화 사회의 가장 큰 영향은 경제성장률 둔화이다. 이는 근로 인력의 감소에서 온다. 고령화의 단순 효과로는 생산성 저하와 일자리 병목 현상이다. 한국의 GDP성장률은 2020년까지 2% 중반으로 떨어질 것으로 보인다.

세금 부담 증가: 고령화와 함께 사회 복지 시스템은 어려운 상황에 처할 것으로 보인다. 국민연금은 현재 상태로는 2060년에 고갈될 것으로 전망된다. 이는 수령 인구의 증가와 낮은 수익률 때문이다. 한국은 현재로서는 연금이 누적되고 있으나 현재의 제도를 유지할 경우 2060년에 고갈 될 것이다.

현재로서는 세수를 늘려야지만 복지 시스템이 유지될 것으로 보인다. 특히 건강 유지비, 병원비 부담이 가장 큰 문제로 부각된다. 예를 들어 근로 소득세와 소비세 등에 큰 변화가 올 것으로 보이고, 개인 보장 시스템이 요구된다.

내구재와 사치품 소비 둔화: 연금 저축보다는 연금 수령이 늘어나고, 정부 부채를 늘려 사회적 비용을 부담하고, 은퇴자들이 저축 시기에서 자산을 유동화하는 시기로 넘어갈 것으로 예상된다. 이와 함께 내구재 교체 수요가 줄어들고, 재량적 소비가 줄어들어 사치품 소비가 둔화될 것으로 보인다.

2. 여성 근로 인력 증가, 남성 '그루밍족' 등장

여성 근로 인력은 꾸준히 증가

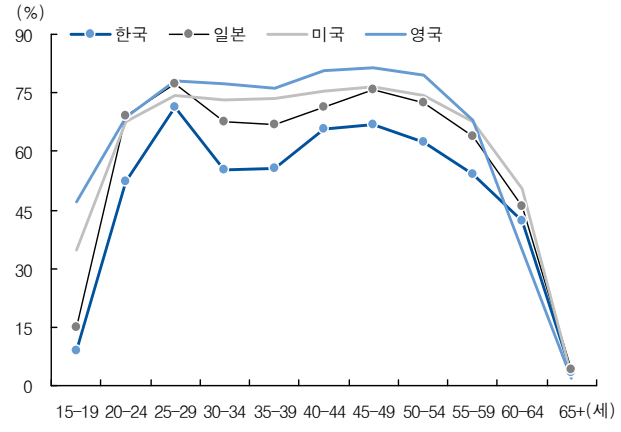
예전에는 여성은 가사노동을 하고 육아를 담당하고, 남성은 직장에서의 노동을 통해 가계를 책임지는 전통적인 성 역할이 정해져 있었다. 또한 외모에 신경쓰는 것은 여성들에 국한되어 있는 것이고, 남성들은 이에 대해 무관심한 현상을 보였다. 그러나 이러한 전통적인 성 역할은 깨지기 시작했고, 여성의 근로 인력이 증가하는 추세를 보이고 있으며, 남성들은 외모에 신경쓰면서 남성 소비 시장이 확대되고 있다. 특히 남성들의 패션, 뷰티 시장이 커지고 있다.

한국의 현재 여성 근로 인력 비율은 OECD 국가 중 최하위권에 머물고 있다. 여성 근로 인력의 증가는 가계 소득 증가와, 고령화 사회화와 맞물린 경제 인구 감소 문제를 해결하는 데 매우 중요하다. 한국의 여성 근로 인력 비율이 낮은 이유는 육아 문제가 해결이 안 되어 있기 때문이다. 한국의 경우 30세에서 44세 사이의 여성 근로 인력 비율이 58.9%로 선진국의 75.7%에 비해 현저히 떨어진다. **향후 여성 근로 인력의 증가가 국내 소비에 미칠 영향으로는 뷰티 산업 발달, 편리한 쇼핑을 위한 인터넷, 모바일 쇼핑 발달, 간편식 산업/외식 산업 발달 등을 들 수 있다.**

온라인/모바일 쇼핑 발달: 유통 업체들의 영업 시간이 여성의 근무 시간과 맞물리게 되어 쇼핑은 무점포 형태 특히 영업 시간이 정해져 있지 않은 온라인이나 모바일 쇼핑이 발달하게 될 것으로 보인다. 온라인 쇼핑은 규격화된 제품(예를 들어 전자제품, 책 등)에서 시작하여 화면 상으로 확인할 수 있는 의류 등으로 확산되었고, 현재는 품질의 차이가 존재할 수 있는 신선식품까지 확대되었다. 온라인 쇼핑의 발달은 배송업의 발달도 같이 불러일으킬 것이다.

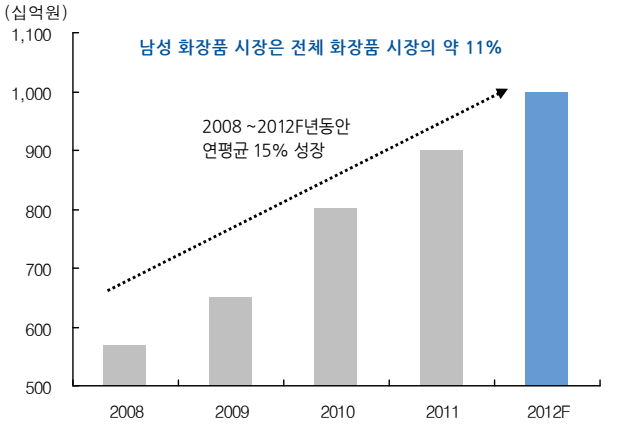
간편식 산업/외식 산업 발달: 여성 근로 인력의 증가로 조리 시간을 단축할 수 있는 간편식 산업이 크게 발달할 것으로 예상된다. 간편식 산업은 크게 세 가지로 나뉘는데, RTE(Ready to Eat, 즉석 식품), RTH(Ready to Heat, 가열 식품), RTC(Ready to Cook, 조리 식품) 등이다. RTE는 편의점에서 파는 도시락과 같이 즉석에서 먹을 수 있는 타입, RTH는 가열하여 먹을 수 있는 냉동식품 타입, RTC는 조리해서 먹을 수 있는 가공식/반조리식품 타입을 말한다. 간편식 산업은 1인 가구 증가에 따라서도 성장할 것으로 예상된다. 현재 간편식 산업은 중소업체들이 대부분의 시장을 차지하고 있는데, 고품질과 함께 규모의 경제에 의한 가격 하락이 요구된다.

그림 12. 국가별 여성 근로 인력(연령별)



자료: OECD, KDB대우증권 리서치센터

그림 13. 남성 화장품 시장규모



자료: LG생활건강, KDB대우증권 리서치센터

가꾸는 남성들 늘어나면서 화장품, 패션 시장 고성장

남성 소비 시장은 취미 생활 용품에서 시작하여 패션, 뷰티 등 외모를 가꾸는 쪽으로 성장하고 있다. 일본은 대표적으로 남성 소비 시장이 크게 발달한 나라고, 남성 용품만 판매하는 남성 전용 백화점이 2011년 문을 열었다. 한국은 여전히 백화점 내에서 남성 소비가 차지하는 비중(남성 의류, 남성 화장품 등)이 차지하는 비중이 30%에 그치고 있지만 꾸준히 상승하고 있다.

한국에서 가꾸는 '그루밍족' 남성이 늘어나는 이유는, 기대수명의 연장과 함께 은퇴 시기가 늦춰지면서 40~50대 남성들이 더 젊게 보여 일하는 기간을 연장시키려는 노력도 한 축을 차지한다고 볼 수도 있다. 전통적인 '중년남성'의 이미지를 탈피하고자 하는 노력이다. 한편, 젊은 층들은 엔터테인먼트 산업의 영향으로 인해, 화장하는 남성들에 대한 이미지가 좋아지고, 거부감이 없어진 것이 한 가지 원인일 것이다.

남성 화장품 시장은 올해 1조원으로 전체 화장품 시장의 11%를 차지할 것으로 보이는데(2010년 8,000억원 규모, 2011년 9,000억원 규모 등으로 꾸준히 성장), 여성 화장품을 사용하는 남성을 고려할 경우, 남성 화장품 소비자층은 더욱 두터운 것으로 보인다. 패션 분야에서는 남성의류 시장이 여성의류 시장 규모를 뛰어 넘고 있는데, 2011년 기준 남성의류는 전체 시장의 54%를 차지하였는데, 2008년에는 그 규모가 53%였다.

3. 새로운 유통 채널 각광

편리한 쇼핑 추구: 온라인, 모바일 쇼핑 성장

유통업의 기존 포맷은 소비자가 상점에 방문하는 점포 형태이다. 점포 형태의 포맷은 소비자가 제품을 직접 체험하고, 영업 사원의 마케팅이 구매 의사에 영향을 미친다. 그러나, 소비자가 직접 매장을 방문하는 데 시간을 투자해야 하고, 대부분 제품을 직접 운반해야 하는 귀찮음이 있다. 기술의 발달은 이와 같은 전통적 쇼핑 형태를 바꾸어놓을 것으로 보인다. **가장 각광을 받는 업태는 온라인, 모바일 쇼핑이 될 것으로 보이는데, 기술의 발전으로 인해 소비자가 직접 체험하지 않더라도 제품에 대해 느끼고 파악할 수 있는 쇼핑 방법이 제시**될 것이고, 모바일 기기의 발달에 따라 이에 맞는 쇼핑 형태가 발달할 것이다. 또한 가격 비교가 이전보다 수월해져, 가격 경쟁력이 높은 업체가 성공할 것이고, 제품을 직접 체험하지 못한다는 단점이 있기에, 무엇보다도 신뢰도가 중요해질 것이다.

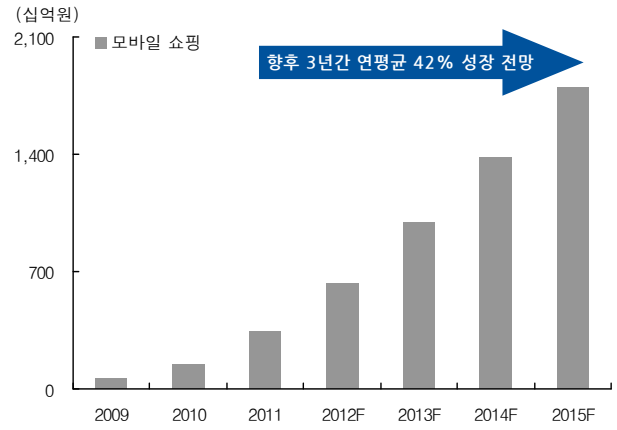
모바일쇼핑 기기들은 더욱 발달하고 있고, 애플리케이션도 많아지고 있다. 모바일 단말기의 경우 기존 컴퓨터에 비해 화면이 작고 메모리 용량도 적기 때문에 모바일용 인터페이스를 얼마나 효율적으로 만드느냐가 중요한 관건이 될 것이다.

모바일 쇼핑은 이미 영화 티켓 예매와 같은 무형 제품 판매 분야에서는 높은 비중을 차지하고 있고, 향후 유형 제품 판매에 있어서도 점유율을 높여갈 것으로 보인다. 모바일 쇼핑의 장점은 때와 장소를 가리지 않고 쇼핑할 수 있다는 것이고, 유통업체로서는 앱(app)을 통해 유통업체 사이트로 직접 통하는 비중이 높다는 점이 있으나, 단점으로는 화면이 작아 많은 콘텐츠를 담을 수 없다는 점이 있다.

기술의 발전에 의한 유통업태 발달은 이 외에도, 현재 시스템 상에서는 불가능한 혁신적 형태가 나올 확률이 높다. 애플의 앱스토어는 대표적인 예로, 애플 기기의 등장과 함께 강력한 유통업태로 자리잡았다. 이와 같이 '창조적 혁신'을 이끌어가는 업태가 향후에 등장할 것이다.

모바일 거래 매출액은 2012년에 약 6,000억원 규모로 예상되는데, 향후 3년간 연평균 42% 성장, 2015년에는 1.8조원으로 전체 유통업의 약 0.6%를 차지할 것으로 예상된다.

그림 14. 모바일 쇼핑 시장규모 추이 및 전망



자료: KDB대우증권 리서치센터

그림 15. 모바일 쇼핑 애플리케이션

자료: KDB대우증권 리서치센터

4. 가치 소비 추구

저가격 고품질 상품 인기: 의류 SPA, 화장품 단일 브랜드숍 성장

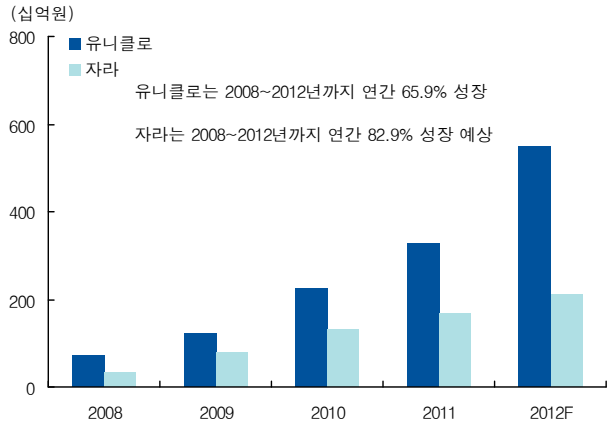
경기가 상승기에 있을 때에는 소비자들의 상향구매(trading up)이 두드러진다. 지난 경기 상승기인 2009년부터 2011년 상반기까지는 이러한 상향구매 현상이 널리 퍼지면서 백화점이 크게 성장했다. 이후 2011년 하반기부터는 소비자들의 하향구매(trading down)이 시작되었다. 그러나 **이번 하향 구매 패턴은 단지 가격이 싼 물건을 사는 것에 그치는 것이 아니라 품질이나 디자인도 함께 고려한 '가치 소비' 패턴이 두드러졌다.** 여기서 말하는 '가치 소비(value oriented consumption)'은 지불하는 가격 대비 높은 가치를 선호한다는 말이다. 즉, 가격과 품질/디자인을 동시에 비교하여, 가격 대비 높은 품질 또는 디자인의 제품은 잘 팔리는 것이다. 이로 인해 제조 업체들은 효율화를 통해 가격을 낮추면서 품질과 디자인은 어느 정도 높은 수준을 유지하는 제품을 내놓기 시작했고, 이것이 SPA 나 화장품에서의 단일브랜드숍이 각광받는 요인이다.

패션 분야에서는 유니클로나 자라가 이러한 트렌드를 잘 반영하고 있는데, 캐주얼하면서도 최신 유행을 따르는 상품을 내면서, 유행하는 디자인을 연구하고 제조과정을 효율화하여 1~3주 안에 제품을 출시한다. 유니클로는 2005년 한국 시장에 진출, 2010년 매출액 2,260억원(+84.3% YoY), 2011년 매출액 3,280억원(+45% YoY)을 기록했다. 2012년에는 79개 매장에서 매출액 5,500억(+68% YoY)을 기록할 것으로 보인다. 자라는 2008년에 한국 시장에 진출, 2010년 매출액 1,338억원(+67.4% YoY), 2011년 매출액 1,673억원(+25.1% YoY)을 기록했다. 2012년에는 34개 매장에서 매출액 2,100억원(+25.5% YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

화장품 분야에서는 한국의 더페이스샵, 미샤, 스킨푸드 등이 단일브랜드샵의 1세대로, 패션과는 달리 제조 부문에는 관여하지 않고, 마케팅, 유통 부문만을 중점적으로 관리한다. 제조 부문은 코스맥스, 한국콜마와 같은 ODM 사들이 제품 개발에 집중하고, 개발된 제품을 브랜드 회사에 제안하는 형태를 띠고 있다.

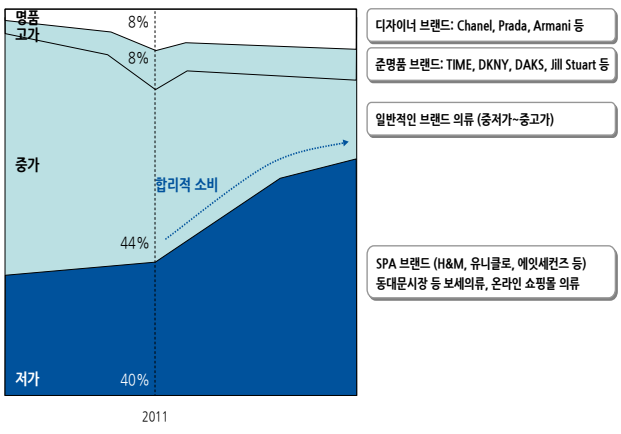
이러한 '가치소비'를 추구하는 제품들은 디자인에서 제품 출하까지 걸리는 시간이 짧고, 상품의 회전율이 높다. 또한 품질이나 디자인이 경쟁력 있기 때문에 그저 싸기만 한 저가 제품과는 차별화한다. 가치 소비는 소비자 전반에 걸쳐 지속될 것으로 예상되는데, 상위층 고객들도 이러한 가치 소비에 동참하고 있다. 상위층 또한 품질과 감각이 양호한 상품이나 서비스에 대해서는 프리미엄을 기꺼이 지불한다. 그러나 동시에 가격이 싸고 품질이 좋은 상품도 구매하는 이중적 소비를 하고 있고, 이와 같은 추세는 경기 상승기에도 지속될 것으로 보인다.

그림 16. 유니클로와 자라의 매출액 추이



주: 유니클로는 8월 결산
자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

그림 17. 의류 산업의 SPA 비중확대



자료: KDB대우증권 리서치센터

가격 할인에 중점

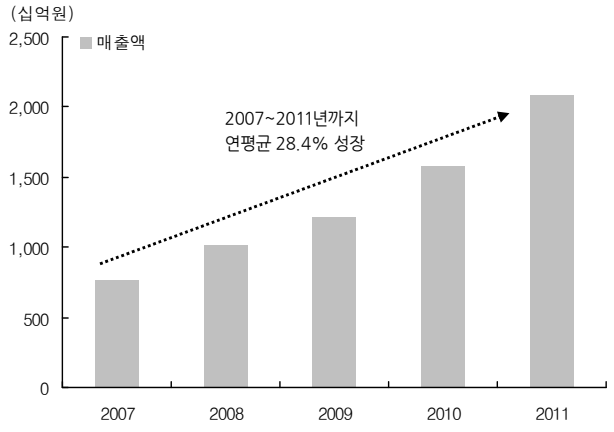
가처분 소득이 줄어드는 상황에서 주목해야할 업태는 창고형 할인점, 아울렛 등 저렴한 가격에 중점을 둔 유통업태이다. 한국의 할인점은 가격보다는 쇼핑 환경과 제품 구색에 초점은 맞춘 하이퍼마켓에 가까운 업태라고 볼 수 있는데, **창고형 할인점은 가격 할인에 중점을 둔 진정한 할인점 형태라 볼 수 있다. 고가 제품을 상시 할인해서 판매하는 아울렛 또한 불황에 각광받을 수 있는 업태이다.**

창고형 할인점은 창고형 할인점은 기존 할인점보다 대형 포장 단위 상품을 판매하고, 단위당 비교시보다 저렴한 가격에 판매하는 포맷이다. 창고형 할인점은 현재 미국계 회원제 할인점인 코스트코가 독점적 위치를 누리고 있다. 코스트코는 국내 7개 점포를 운영하고 있는데, 서울에 3개, 경기도 1개, 대전, 대구, 부산에 각각 한 개씩의 점포를 가지고 있다. 코스트코의 점포당 평균 매출액은 약 3,270억원으로 이마트의 약 731억원, 홈플러스의 686억원 등에 비해 월등히 높다. 이와 같은 코스트코의 성공 요인으로는: ① 틈새 시장을 효과적으로 노린 포지셔닝 전략, ② 글로벌 소싱을 통한 독특한 상품 제공, ③ 효율적인 원가 관리 등을 들 수 있다.

한국의 유통업 내에서 창고형 할인점은 큰 비중을 차지하고 있지는 않고 있다. 그러나 코스트코의 경우 틈새 시장인 창고형 할인점 분야에서 독점적 위치를 차지하고 있다. 특히, 해외 유수 업체들이 한국 유통 시장에서 고전을 면치 못하다가, 결국 매각, 철수 등의 과정을 거친 상황에서, 코스트코의 활약은 괄목할 만하다. 코스트코의 SKU(Stock Keeping Unit)는 약 4,000개로, 할인점 평균 40,000개에 비해 약 10분의 1이다. 포장 단위의 경우 3~5개의 묶음 판매 또는 2~3배의 대형 용량을 판매하기 때문에 포장 단위당 단가는 그리 낮은 편이 아니다. 그러나 단위당 가격으로 환산했을 경우 일반 소매점에 비해 약 10~30% 저렴하다.

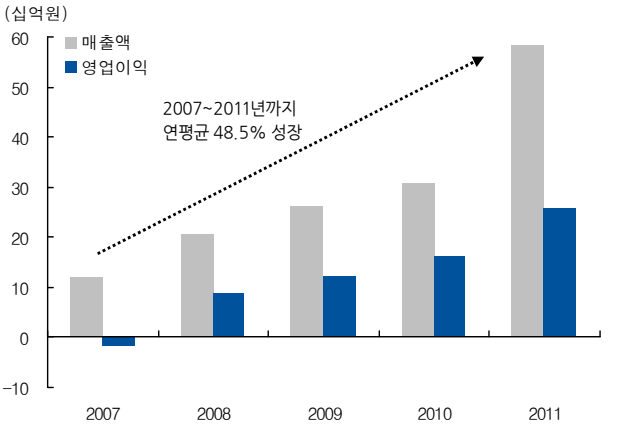
신세계는 사이먼 프로퍼티 그룹(Simon Property Group)과 합작하여 프리미엄 아울렛을 운영하고 있다. 아울렛의 운영 주체인 신세계 사이먼은 신세계 25%, 신세계인터내셔날 25%, 사이먼 프로퍼티 그룹 50%의 지분율로 이루어져 있다. 현재 파주와 여주에 두 개의 매장을 운영하고 있으며, 2013년 부산점을 오픈할 계획이다. 2011년 매출액은 583원(+89.7% YoY), 영업이익은 258억원(+58.3% YoY)이었고, 2012년 매출액은 874억원(+50% YoY), 영업이익은 335억원(+30% YoY)이 예상된다. 아울렛은 경기 불황에 강한 업태이다. 향후 신세계가 자체 머천다이징을 늘릴 경우, 재고 자산을 효율적으로 처분하는 데 유효한 업태가 될 것이다.

그림 18. 코스트코 코리아의 매출액과 영업이익



자료: 코스트코 코리아, KDB대우증권 리서치센터

그림 19. 신세계 사이먼그룹(구 신세계첼시)의 매출액과 영업이익



자료: 신세계사이먼, KDB대우증권 리서치센터

V. 유통업의 과제: 규제 내의 성장, 신시장 개척, 신사업 확장

유통업의 과제 1
규제 내에서의 성장

대규모 유통 업체들이 전통 시장을 흡수하는 방안은 규제에 의해 저지되고 있는데, **특히 대형 할인점에 대한 규제는 이어질 것으로 보인다.** 대형 할인점은 1990년대 후반에 국내에 도입되기 시작했는데, 당시에는 전통적인 유통 채널 즉 시장이나 소규모 영세업체들이 유통 시장에서 차지하는 비중이 70%에 달했다. 대형 할인점은 1) 신선 식품의 고품질, 2) 쾌적한 매장 환경, 3) 가격 경쟁력을 바탕으로 전통 시장을 흡수하기 시작했는데, 현재 대형 할인점이 국내 유통업에서 차지하는 비중은 12%에 이르고, 전통 시장 비중은 40%까지 떨어졌다.

전통 시장 측에서는 할인점과 대형 슈퍼마켓이 이들 시장을 계속해서 점령할 것을 우려하고 있고, 소규모 상인들을 보호하는 차원에서 '경제 민주화'가 이루어지고 있는 바, 대규모 유통업체에 대한 규제는 어떤 방향으로든 계속될 것으로 보여, 지속적인 위기 요인이 될 것이다. 이로 인해 대형 업체들은 온라인 쇼핑 강화, 전통 시장과 겹치지 않는 전문점, 창고형 할인점 등이 상대적으로 규제를 피해나갈 수 있는 유통 채널들을 강화해 나가야 할 것으로 보인다.

유통업의 과제 2
신시장 개척

해외 진출은 수월하지 않다. 특히 유통업은 전형적인 플랫폼 사업으로, 고객층 확보와 제품 소싱이 둘 다 중요하다. 고객층 확보는 나름대로 수월하나, 제품 소싱이 문제가 되고 있다. 특히 제품 소싱은 현지 업체들로 대부분 이루어져야 되기 때문에 어려움은 가중된다. 현재 해외 진출에 가장 앞서 있는 업체는 롯데쇼핑으로 백화점 3개, 할인점 100개를 운영하고 있고, 이마트의 경우 할인점 16개를 운영하고 있다. 홈쇼핑 업체들로서는 CJ오쇼핑이 가장 선두주자로 중국에서 성공을 거두다가 지분율이 낮아지는 결과를 맞았다.

유통업의 과제 3
신사업 확장

유통업 이외에도 사업 다각화를 모색하고 있는 업체들이 있는데, 주로 관련 업종인 패션, 인테리어, 또는 식자재 유통 등의 산업으로 확장하고 있다. 다른 유통업태로의 확장을 '수평적 확장'이라고 하면, '수직적 확장'은 유통 단계와 제조 단계를 통합함으로써 비용을 낮추는 SPA식 산업을 발달시킴을 뜻한다. 이와 같은 확장은 리스크 분산화, 비용 효율화면에서 효과적이라고 볼 수 있다.

현대홈쇼핑의 한섬 인수, 신세계인터내셔널의 신세계 그룹 내에서의 의류/생활 용품 산업 확장, 롯데쇼핑의 유니클로, 자라 지분 투자 등이 신사업으로의 확장 유형이라고 볼 수 있다. 이와 같은 수직적 확장은 효율적인 재고 처리에도 역할을 하는데, 특히 아울렛을 가지고 있는 업체들은 의류 재고 관리에 더욱 큰 효과를 볼 수 있다고 보인다.

표 3. 유통업 규제

구분	날짜		설명
대형마트	2011년	12월 30일	유통산업발전법(유통법) 개정안 국회 통과
	2012년	1월 17일	유통법 개정 법률안 공포
		4월 3일	정부, 유통법 시행령 개정안 심의 및 의결
		4월 22일	전국 40개 지역에서 대형마트 114곳과 SSM 345곳 휴무
		6월 22일	서울행정법원, 서울 강동구와 송파구 대형마트 영업제한처분을 절차상 위법으로 취소
		7월 22일	각 지방법원이 대형마트가 각 지방자치단체를 상대로 제기한 정지 가처분신청 인용. 대형마트 30여곳 영업 재개. 휴점 비율 50%대로 떨어짐
		8월 12일	지방법원 가처분 인용 확산. 휴점 비율 10%대로 떨어짐
		11월 16일	대형마트 월 3일 강제휴무 개정안 통과
슈퍼마켓	2010년	11월 11일	신규 점포 출점 시 재래시장 반경 500m 이내에서 1km 로 제한거리 확대
제과/제빵	2012년	4월 9일	기존 제과제빵점 500m 이내에 신규출점 금지
치킨/피자		7월 5일	기존 가맹점 치킨(800m), 피자(1,500m) 이내에 신규출점 금지
커피전문점		11월 21일	기존 가맹점 500m 이내에 신규출점 금지

자료: 언론보도 종합

VI. Valuation: 성장주에 대한 밸류에이션 프리미엄 확대

"가치주의 신화는 끝났다" - 높은 벨류에이션에도 불구, 성장주 선호

국내 유통업체 시장 대비 프리미엄에 거래

현재 국내 유통업 밸류에이션은 2013년 기준 PER 10.7배로, KOSPI 대비 17% 프리미엄에 거래되고 있다. 성장이 귀해지는 상황에서 고성장 주식의 벨류에이션 프리미엄은 지속될 것 같은데, ① 저성장국면에서도 일정 소비는 계속되고, ② 특정 업태들은(특히 홈쇼핑, 온라인쇼핑, 편의점) GDP를 월등히 상회하는 성장률을 보이고 있기 때문이다.

표 4. KDB대우증권 유통 Top Picks 및 관심 종목

종목	투자의견	목표주가(원)	현재주가(원)	시가총액(십억원)	2013F PER(x)	2013F PBR(x)	2013F EV/EBITDA(x)
GS리테일	**매수**	**42,000**	**27,400**	**2,110**	**12.5**	**1.3**	**3.4**
CJ오쇼핑	**매수**	**365,000**	**272,900**	**1,693**	**15.7**	**2.9**	**9.4**
현대홈쇼핑	매수	167,000	127,000	1,524	8.7	1.3	4.3
롯데하이마트	매수	90,000	63,000	1,487	9.1	0.9	4.2
롯데쇼핑	Trading Buy	420,000	355,000	10,310	9.1	0.9	-0.7
신세계	Trading Buy	252,000	214,000	2,107	10.6	0.9	5.9
현대백화점	Trading Buy	187,000	159,000	3,721	9.9	1.2	7.4
GS홈쇼핑	Trading Buy	172,000	138,400	908	8.9	1.2	4
이마트	중립	-	239,500	6,676	12.0	1.0	5.8

주: 2012년 12월 11일 종가 기준 / 자료: KDB대우증권 리서치센터 예상

표 5. 글로벌 유통 동종 업체 수익예상 비교

회사명	EV/EBITDA(배)			PER(배)			PBR(배)			ROE(%)		
	11	12F	13F	11	12F	13F	11	12F	13F	11	12F	13F
GS리테일	4.4	3.4	2.9	15.3	12.5	10.5	1.5	1.3	1.1	9.3	10.6	11.6
CJ오쇼핑	9.5	9.4	9.3	13.0	15.7	14.4	3.6	2.9	2.4	32.1	21.0	19.2
현대홈쇼핑	7.0	4.3	2.9	9.3	8.7	7.6	1.5	1.3	1.1	18.1	16.4	16.1
하이마트	4.9	4.2	3.7	13.7	9.1	7.7	1.0	0.9	0.8	7.4	10.3	11.1
현대백화점	7.3	7.4	6.6	10.5	9.9	9.0	1.3	1.2	1.0	13.6	12.7	12.4
신세계	5.5	5.9	4.9	10.5	10.6	10.5	1.0	0.9	0.8	9.6	8.7	8.1
롯데쇼핑	-0.3	-0.7	-1.0	10.2	9.1	8.2	1.0	0.9	0.8	7.0	7.4	7.6
GS홈쇼핑	4.9	4.0	3.2	10.2	8.9	7.7	1.4	1.2	1.0	13.8	14.3	14.6
이마트	6.0	5.8	5.5	12.7	12.0	11.5	1.1	1.0	0.9	9.1	8.9	8.5
국내 평균	**5.5**	**4.9**	**4.2**	**11.7**	**10.7**	**9.7**	**1.5**	**1.3**	**1.1**	**13.3**	**12.3**	**12.1**
월마트(미)	8.1	7.7	7.4	14.7	13.4	12.1	3.1	2.9	2.6	21.7	21.8	22.1
테스코(영)	7.0	6.6	6.1	10.6	10.0	9.2	1.4	1.4	1.3	14.6	14.3	14.6
코스트코(미)	9.6	8.7	8.3	21.9	19.6	17.8	3.5	3.2	3.4	15.9	17.8	21.3
타겟(미)	7.7	7.4	6.7	13.6	12.7	10.5	2.5	2.3	2.1	17.9	18.2	20.2
노드스트롬(미)	7.2	6.6	5.9	15.1	13.3	11.7	5.5	5.2	4.7	36.0	39.1	38.5
크로거(미)	5.2	5.2	5.0	10.8	10.1	9.2	3.6	3.1	2.9	32.8	32.5	32.8
메트로(독)	4.5	4.3	4.2	9.0	8.6	7.8	1.1	1.0	1.0	11.3	12.7	13.4
메이시스(미)	5.7	5.5	5.2	-	10.2	8.9	2.7	2.5	2.1	23.4	24.5	25.1
Seven & I(일)	4.5	4.1	3.8	14.1	12.0	11.1	1.1	1.0	1.0	7.3	6.4	6.6
로손(일)	5.3	4.5	4.2	16.3	14.5	13.3	2.5	2.3	2.1	12.9	13.8	14.1
미니스톱(일)	3.1	1.3	1.3	12.2	11.2	9.7	0.7	0.7	0.7	6.3	5.0	5.1
훼미리마트(일)	5.5	3.5	3.2	15.6	13.1	11.9	1.5	1.3	1.3	12.9	14.5	14.9
홈디포(미)	11.1	10.3	9.6	21.2	18.6	16.2	5.5	5.6	5.6	25.8	29.2	34.9
티제이엑스(미)	8.5	7.9	7.3	17.4	15.5	13.7	8.8	8.1	6.4	53.2	53.7	51.5
베스트바이(미)	2.8	2.9	2.9	4.7	5.2	5.2	1.0	0.9	0.7	23.3	35.0	18.3
야마다덴키(일)	6.1	5.4	5.1	7.1	6.3	5.7	0.5	0.5	0.4	7.1	7.6	7.7
아론스(미)	6.6	5.9	5.2	13.6	12.2	10.8	2.0	1.7	1.6	15.2	13.5	19.3
오피스디포(미)	5.0	4.4	4.2	-	35.9	22.1	1.1	1.1	1.1	1.9	4.7	11.1
해외 평균	**6.3**	**5.7**	**5.3**	**13.6**	**13.5**	**11.5**	**2.7**	**2.5**	**2.3**	**18.9**	**20.2**	**20.6**

주: 2012년 12월 11일 종가 기준

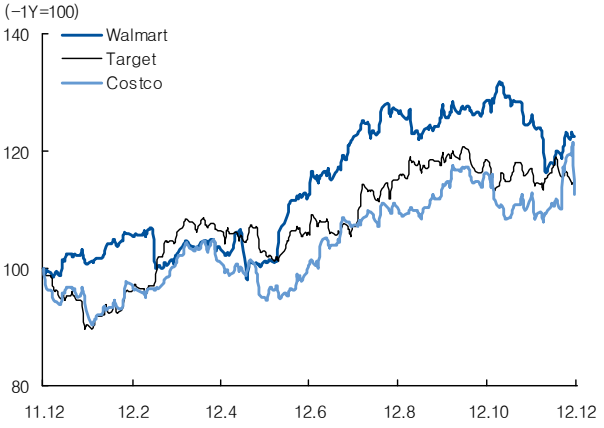
자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터 예상

Global Peer Group Valuation

그림 20. 국내 유통업체들의 상대주가 비교

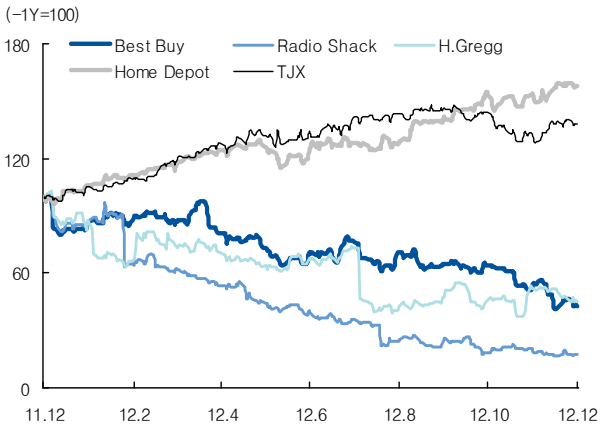
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 21. 미국 유통업체들의 상대주가 비교



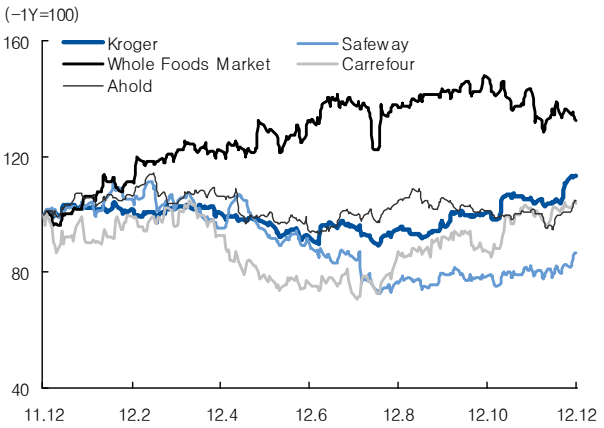
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 22. 해외 카테고리 킬러 업체들의 상대주가 비교



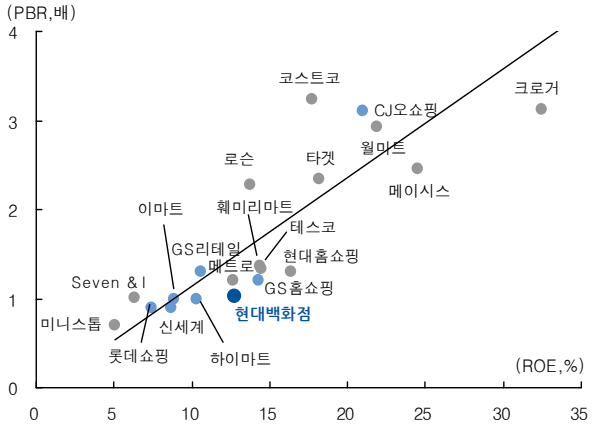
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 23. 해외 슈퍼마켓 업체들의 상대주가 비교



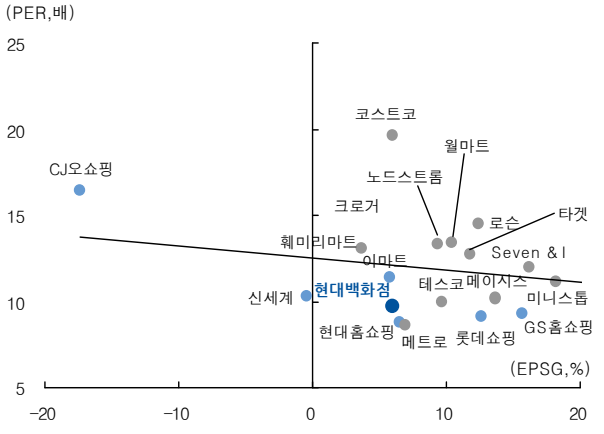
자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터

그림 24. 유통업체 2013F P/B-ROE 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 25. 유통업체 2013F P/E-EPS 성장률 비교



자료: Thomson Reuters, KDB대우증권 리서치센터 예상

업태별로 차별화된 벨류에이션 보일 듯 - 편의점, 무점포 판매 유리

성장주에 대한 선호도는 계속해서 높아질 듯

저성장 국면에서 구조적 성장을 하는 업태, 새로운 가치를 창출하는 업태들은 지속적으로 성장을 이루어나갈 수 있고, 이는 벨류에이션 프리미엄 확대로 이어질 것이다. 이는 성장이 귀해지는 상황이 계속되면서 주식에 있어서도 "양극화"가 일어날 것으로 보이기 때문이다.

편의점 업태는 계속되는 구조적 성장으로 인해 벨류에이션 프리미엄이 유지될 것으로 기대된다. 편의점관련 주식(GS리테일, 롯데쇼핑)은 단기적으로는 규제 이슈에 민감하게 반응할 것으로 예상되나, 장기적으로는 벨류에이션 프리미엄이 유지될 것으로 보인다.

홈쇼핑, 온라인/모바일 쇼핑 업태는 비교적 신규 유통 채널로, 새로운 가치를 창출하고 있다. 신속한 제품 구색 교체, 편리한 쇼핑 제공 등을 바탕으로 계속해서 시장 성장률을 상회하는 실적을 보여주고, 이로 인해 관련 주식(CJ오쇼핑, 현대홈쇼핑, GS홈쇼핑) 벨류에이션도 계속해서 높아질 전망이다.

반면, 재량적 소비를 바탕으로 한 백화점 업태가 벨류에이션이 낮아질 것으로 보인다. 백화점 관련 주식(신세계, 현대백화점, 롯데쇼핑)의 경우, 단기적인 소비 추세에 주가가 많이 좌우될 것으로 보이지만, 장기적으로는 벨류에이션 하락(valuation de-rating)이 일어날 가능성이 크다.

한국보다 구조적 변화를 먼저 거친 일본 유통 기업들의 주가 추이를 보면, 결론적으로, 백화점 주가는 경제 버블과 함께 하락하였고, 편의점 주가는 버블 붕괴 이후 구조적 성장기를 거쳤다. 일본과 비슷한 인구 구조적, 사회적 변화를 한국이 겪고 있다고 가정했을 때, 한국의 유통업 주가도 일본과 유사한 형태로 흐를 가능성이 크다고 볼 수 있다.

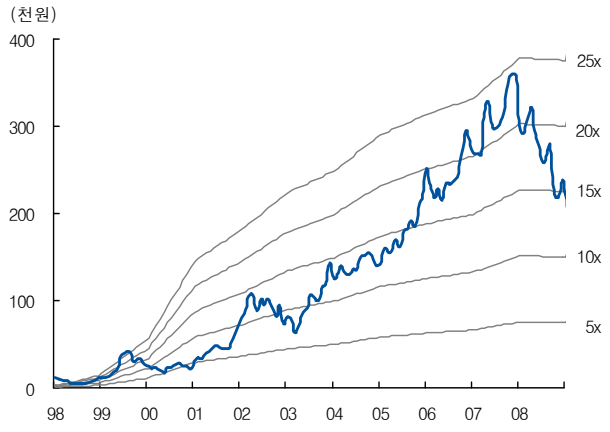
백화점 주가는 경제 버블과 함께 1989년까지 고성장 이후 하락

일본의 백화점 주가는 80년대 초반부터 시작된 고성장기에 가장 높은 주가 상승률을 기록했다. 다카시마야 백화점은 1984년부터 1989년까지 11.2배의 주가 상승을 보였다. 그러나 1989년 정점 이후 1992년 말까지 무려 주가는 무려 80% 하락했다. 1984년부터 현재까지 다카시마야 백화점 주가는 연평균 1.9% 상승에 그쳤다.

편의점 주가는 구조적 성장기인 2000~2001년에 정점

반면, 편의점 업체인 세븐일레븐(2005년 9월 세븐&아이 홀딩스로 편입)의 주가는 1984년부터 1989년까지 16% 상승에 머물러 버블 형성기의 수혜를 못 보았다. 세븐일레븐의 주가 정점은 2000~2001년으로 편의점 산업이 구조적 성장을 하던 시기였다. 버블 붕괴 후인 1993년부터 2000년까지 세븐일레븐의 주가는 무려 6.7배 상승했다.

그림 26. 신세계의 벨류에이션 확장 국면



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 27. 일본 유통업체 주가 추이(백화점, 편의점만 남기고)

자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

GS리테일 (007070/매수)

불황도 이기는 편의점

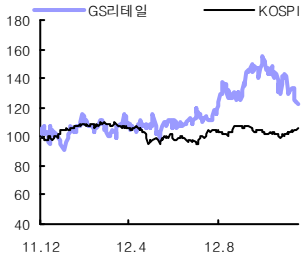
- 어려워지는 국내 소비 환경에서 편의점의 구조적 성장 지속될 것으로 예상
- 양적 성장과 더불어 질적 성장도 이루어질 것
- 단기적인 위험요소로는 출점 거리 제한에 대한 규제

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	42,000
현재주가(12/12/11,원)	27,400
상승여력(%)	53.3
EPS 성장률(12F,%)	47.3
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	16.2
MKT P/E(12F,x)	10.5
KOSPI	1,964.62
시가총액(십억원)	2,110
발행주식수(백만주)	77
60D 일평균 거래량(천주)	418
60D 일평균 거래대금(십억원)	13
배당수익률(12F,%)	1.1
유동주식비율(%)	34.3
52주 최저가(원)	19,350
52주 최고가(원)	35,850
베타(12M,일간수익률)	-0.10
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.8
외국인 보유비중(%)	9.8

주요주주

GS(65.75%)
미래에셋자산운용투자자문(주) 외 9인(6.37%)
삼성자산운용(5.01%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-15.2	11.8	
상대주가	-18.3	6.6	



GS리테일에 대한 **투자의견 매수와 목표주가 42,000원을 유지**한다. 어려워지는 국내 소비 환경 내에서 편의점의 구조적 성장이 계속될 것으로 예상되며, GS리테일의 독보적인 높은 성장이 계속될 것으로 기대된다. 이러한 지속적인 구조적 성장을 고려하여 목표 PER 19배를 2013년 EPS에 적용하여 목표주가 42,000원을 산출했다.

주가 상승에 대한 단기적인 위험 요소로는 공정거래위원회의 편의점 출점 거리제한으로 인해 (250m 내에 신규출점 금지) 출점이 제한 되는 것이다. 반면, 11월 15일부터 13개 품목의 안전상비의약품이 편의점에서 판매가 허가되어 집객효과를 일으켜 긍정적 영향이 기대된다.

편의점의 지속적 성장을 기대하는 이유는 한국의 인구 구조 변화가 소단위 쇼핑을 성장시킬 것으로 보기 때문이다. 한국의 인구 구조 변화는 일본의 인구 구조 변화 패턴과 흡사하다. 고령화와 특히 1인 가구의 증가와 소규모 가구의 증가로 인해 대형 점포 포맷보다는 소형 점포 포맷의 성장이 두드러질 것으로 보인다. 한국의 경우 SSM(Super Supermarket)에 대한 규제로 인한 성장 제한으로 편의점이 그 수혜를 보고 있는 상황이다.

양적 성장과 더불어 편의점의 질적 성장도 이루어질 것으로 기대한다. GS리테일 편의점 매출액은 담배 37%, 일반 식품 53%, 잡화 5.5%, 서비스 4.5%으로 구성되어 있다. 이 중 담배 제품의 비중은 갈수록 줄고 있는데, 2009년 40.7%에서 2011년 37%로 감소됐다. 반면 이익률이 높은 간편 식품상품(유제품, 즉석조리식품, 패스트푸드, 야채, 과일류 포함)의 비중은 2009년 17%에서 2011년 21%로 증가됐다. 이는 **편의점을 방문하는 고개들의 수요가 변하기 때문인데, 이로 인해 제품 구색의 변화, 이익률의 개선이 따를 것으로 기대**된다.

편의점, 슈퍼마켓 이외에도 GS리테일은 **드럭스토어 산업의 성장을 기대해 볼 수 있다.** 드럭스토어은 2007년 약 800억원 규모에서 2012년 2,200억원 규모에 이를 것으로 예상된다. 드럭스토어의 급속한 발달은 1) CJ올리브영의 가맹점 체제 시작으로 인한 급속한 매장 확대, 2) 저가 화장품 시장의 발달, 3) 새로운 제품과 다양한 브랜드 출시 등으로 이루어졌다. 향후에도 가맹점 사업 확대로 인한 매장 확대, 저가 화장품 시장의 새로운 유통 채널로서 드럭스토어의 발전을 계속될 것으로 보인다.

❯ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	3,280	95	2.9	442	5,743	173	96	37.4	0.0	0.0	-1.9
12/11	3,982	103	2.6	94	1,215	214	-263	6.7	19.1	1.4	9.2
12/12F	4,710	165	3.5	138	1,790	261	227	9.3	16.2	1.5	4.9
12/13F	5,416	208	3.8	169	2,189	303	105	10.6	13.2	1.4	3.8
12/14F	6,138	253	4.1	201	2,613	351	137	11.6	11.1	1.2	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: GS리테일, KDB대우증권 리서치센터

1. 인구 구조 변화에 가장 유리한 업태인 편의점

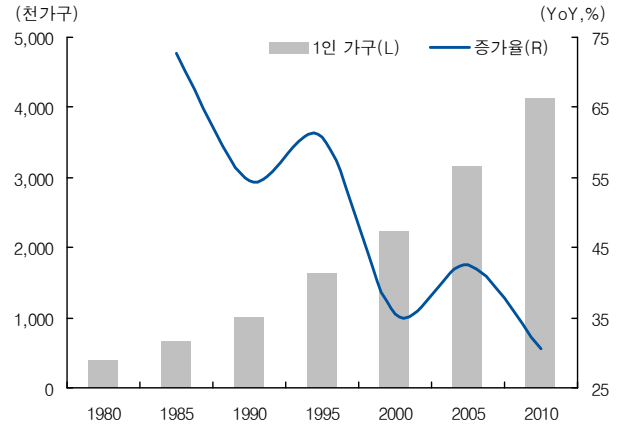
편의점 구조적 성장 지속

한국의 인구 구조 변화는 일본의 인구 구조 변화 패턴과 흡사하다. 인구 구조 변화, 특히 고령화는 1) 성장률 둔화, 2) 세금 부담 증가, 3) 부의 분배 문제 대두 등의 문제점을 야기하여 소비 시장에 변화를 가져올 수 있다. 편의점은 이와 같은 인구 구조 변화에 가장 유리한 업태이다. 특히 1인 가구의 증가와 소규모 가구의 증가로 인해 대형 점포 포맷보다는 소형 점포 포맷의 성장이 두드러질 것으로 보인다. 한국의 경우 SSM(Super Supermarket)에 대한 규제로 인한 성장 제한으로 편의점이 그 수혜를 보고 있는 상황이다.

한국의 편의점은 일본의 편의점 산업 성장의 모습을 따라가는 모습이다. 최근 급격하게 늘어나면서 한국 편의점 산업이 포화에 이르지 않았는가 하는 논란이 있기는 하나, 여전히 편의점은 고성장을 거듭하면서 향후 3년간 연평균 15% 성장을 기록할 것으로 전망된다. 이를 이끄는 동력으로는 소비자의 편의성 추구, 가맹점 수요의 증가, 제품 구색 다양화, 특히 편의식품 및 신선식품 강화 등이 있다

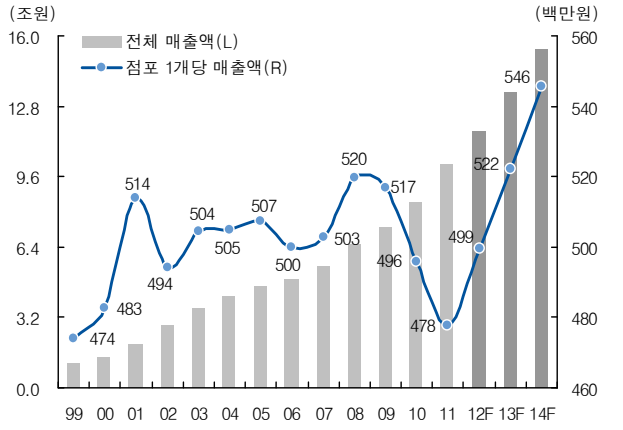
소비자의 편의성을 추구하는 소비 행태로 인해 단위당 가격이 높더라도 가까운 점포에서 소량으로 구매하는 패턴이 증가할 것으로 보인다. 또한 편의점은 가맹점 출점이 대부분이다. 가맹점형 사업은 상품 공급과 판촉, 운영 등을 가맹점 본사에서 지원하기 때문에, 퇴직자들에게 재취업 기회로 이용되고 있다. 또한 일정 계약 기간 동안 최저 수입을 가맹본부에서 지원하는 시스템은 갖추고 있어, 가맹점주들의 위험 부담을 덜어 주고 있다. 편의점은 신선 식품 강화 등 제품 구색의 변화로 새로운 성장이 기대된다.

그림 28. 한국의 1인 가구 증가율 추이



자료: 통계청, KDB대우증권 리서치센터

그림 29. 한국의 전체 편의점 매출액 추이



자료: 한국편의점협회, IMF, KDB대우증권 리서치센터 예상

2. 상품 구색 개선을 통한 이익률 개선 기대

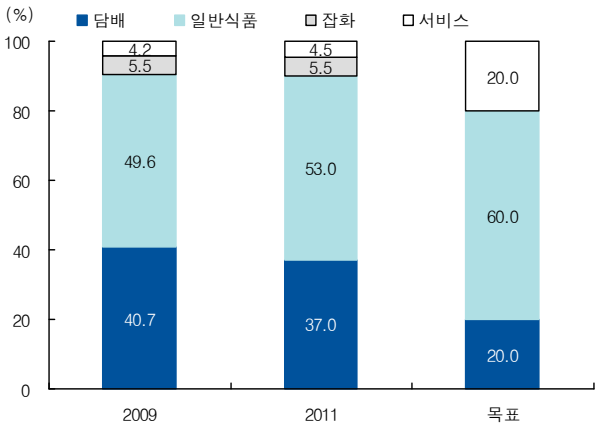
식품 상품 비중 증가와 새로운 서비스 제공으로 질적 성장 기대

GS리테일 편의점 매출액은 다음과 같이 구성되어 있다. 담배 37%, 일반 식푹 53%, 잡화 5.5%, 서비스 4.5%이다. 이 중 담배 제품의 비중은 갈수록 줄고 있는데, 2009년 40.7%에서 2011년 37%로 감소됐다. 반면 간편 식품상품(유제품, 즉석조리식품, 패스트푸드, 야채, 과일류 포함)의 비중은 2009년 17%에서 2011년 21%로 증가됐다. 이는 편의점을 방문하는 고개들의 수요가 변하기 때문인데, 이로 인해 영업이익률은 개선 효과가 있었다. GS리테일은 제품 판매뿐만 아니라 서비스 상품 도입도 확대하고 있는데, 예를 들어 택배서비스, 은행서비스 등 서비스 상품의 매출 비중은 4%이다. 또한 11월 15일부터 일부 의약품 판매가 허가된다. 편의점에서 판매 허가된 의약품은 해열진통제, 감기약, 소화제, 파스 등 상비의약품 4개군의 13개 품목이다. 전체 편의점에서 의약품의 매출액 기여는 미미할 것으로 보이나, 이로 인한 방문객 수 증가가 매출액 성장에 긍정적 영향을 줄 것이다.

특히 이익률 개선을 이끌어 나갈 상품군은 간편식, 가정대체식(Home meal replacement, HMR) 등이 될 것이다. GS리테일의 경우 간편식, 가정대체식 공급 중 약 30%가 자회사를 통해서 이루어지고 있고, 나머지는 중소업체들이 담당하고 있다. 간편식, 가정대체식 시장이 확대되려면 합리적인 가격대에서 제품 품질 개선이 이루어져야 할 것으로 보인다.

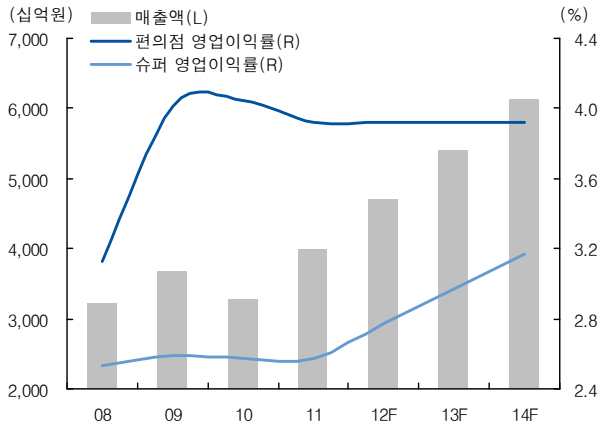
편의점 이익률 개선 여부는 또한 산업 규제 여부와도 관련이 있다. 정부의 규제가 주로 자영업자들과 중소업체들의 이익을 대변하기 위해 이루어지고 있는데, 편의점은 주로 가맹점 형태로 운영되고 있고, 가맹점주는 대부분 자영업자들이며 본사에서 일정 금액을 지원받고 있기 때문에 정부의 규제가 약한 편이었다. 그러나, 신규 출점 거리 제한, 가맹점 수수료 규제 등의 정부 규제가 강화될 경우, 이익률 개선은 더디게 이루어질 것으로 보인다.

그림 30. GS25의 현재 매출액 구성 및 목표 구성



자료: GS리테일, KDB대우증권 리서치센터

그림 31. GS리테일의 사업부문별 영업이익률 추이



자료: GS리테일, KDB대우증권 리서치센터 예상

3. 신규 성장 산업인 드럭스토어 사업 발전 기대

드럭스토어는 여전히 성장의 초기 단계

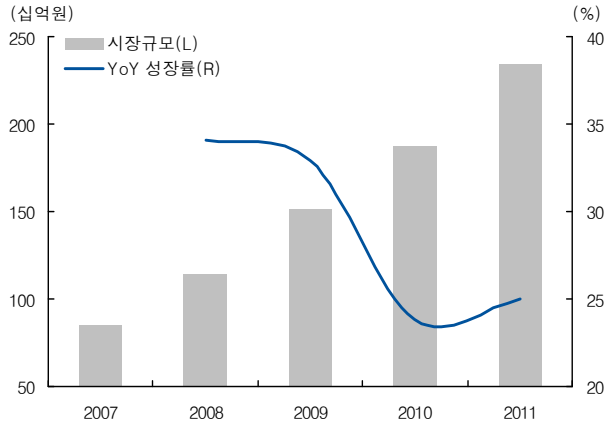
GS리테일은 AS 왓슨과 합작으로 GS왓슨스를 운영하고 있다. GS왓슨스는 드럭스토어로 전국에 75개의 점포를 가지고 있다. GS왓슨스는 직영점 형태로만 운영되고 있으며, AS 왓슨 브랜드를 판매하는 등, 글로벌 소싱이 특징이다.

한국의 드럭스토어는 1999년 CJ올리브영이 직영점을 오픈하면서 시작되었는데, 의약품 판매가 제한되어 있어 주로 화장품, 생활용품, 건강식품 등의 판매를 주로 하고 있다. 드럭스토어는 미국에서 시작되었는데, 기존의 약국 형태에서 미용 건강용품을 더해 판매하고 있다. 한국에서는 약사법 규제와 일반 의약품 판매가 허용되지 않아 드럭스토어라기 보다는 '헬스 & 뷰티 스토어'로 불리는 것이 더 적합할 것이다.

한국의 드럭스토어는 편의점, 저가 화장품 전문점, 건강 보조 식품을 판매하는 약국 등을 통합한 개념이다. 드럭스토어 산업은 2007년 약 800억원 규모에서 2012년 약 2,200억원 규모에 이를 것으로 예상된다. 드럭스토어의 급속한 발달은 1) CJ올리브영의 가맹점 체제 시작으로 인한 급속한 매장 확대, 2) 저가 화장품 시장의 발달, 3) 새로운 제품과 다양한 브랜드 출시 등으로 이루어졌다. 향후에도 가맹점 사업 확대로 인한 매장 확대, 저가 화장품 시장의 새로운 유통 채널로서 드럭스토어의 발전을 계속될 것으로 보인다.

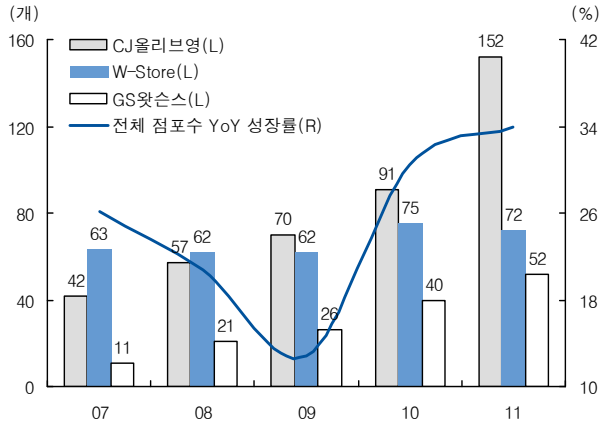
미국은 주로 처방의약품, 비처방 의약품을 합쳐 약 75% 매출이 의약품으로 구성되어 있고, 일본은 의약품 30%, 화장품 25% 등으로 구성되어 있다. 한국의 경우 화장품 매출이 약 65%를 차지한다.

그림 32. 국내 드럭스토어 시장규모 추이



자료: 유통업체연감, KDB대우증권 리서치센터 예상

그림 33. 드럭스토어 3사 점포수 추이



자료: 각 사, KDB대우증권 리서치센터

GS리테일 (007070)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**3,982**	**4,710**	**5,416**	**6,138**
매출원가	**3,136**	**3,705**	**4,254**	**4,815**
매출총이익	**846**	**1,006**	**1,162**	**1,323**
판매비와관리비	**752**	**853**	**969**	**1,087**
조정영업이익	**94**	**153**	**193**	**235**
영업이익	**103**	**165**	**208**	**253**
비영업손익	**26**	**18**	**15**	**12**
순금융비용	-22	-15	-13	-10
관계기업등 투자손익	3	2	3	3
세전계속사업손익	129	184	225	268
계속사업법인세비용	36	46	56	67
계속사업이익	93	138	169	201
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**93**	**138**	**169**	**201**
지배주주	94	138	169	201
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**90**	**138**	**169**	**201**
지배주주	90	138	169	201
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	214	261	303	351
FCF	-263	227	105	137
EBITDA마진율 (%)	5.4	5.5	5.6	5.7
영업이익률 (%)	2.6	3.5	3.8	4.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.4	2.9	3.1	3.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**994**	**1,349**	**1,416**	**1,488**
현금 및 현금성자산	30	309	298	288
매출채권 및 기타채권	69	94	108	122
재고자산	133	157	181	205
기타유동자산	30	21	24	26
비유동자산	**2,001**	**1,940**	**2,154**	**2,373**
관계기업투자등	12	12	12	12
유형자산	683	493	571	648
무형자산	110	657	715	772
자산총계	**2,994**	**3,289**	**3,571**	**3,861**
유동부채	**957**	**1,015**	**1,064**	**1,110**
매입채무 및 기타채무	393	477	526	571
단기금융부채	507	305	305	305
기타유동부채	57	233	233	234
비유동부채	**603**	**745**	**847**	**929**
장기금융부채	404	494	594	674
기타비유동부채	169	251	253	255
부채총계	**1,559**	**1,759**	**1,911**	**2,039**
지배주주지분	**1,430**	**1,530**	**1,660**	**1,822**
자본금	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156
이익잉여금	1,198	1,297	1,427	1,590
비지배주주지분	**4**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,435**	**1,530**	**1,660**	**1,822**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**34**	**214**	**221**	**247**
당기순이익	93	138	169	201
비현금수익비용가감	166	78	43	41
유형자산감가상각비	101	81	83	85
무형자산상각비	20	23	27	31
기타	-38	-17	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-62	17	10	5
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-15	-15	-14	-14
재고자산 감소(증가)	-63	-24	-24	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	47	58	49	45
법인세납부	-164	-18	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**-199**	**-13**	**-294**	**-298**
유형자산처분(취득)	-183	0	-240	-160
무형자산감소(증가)	-43	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-4	-37	-38	-40
기타투자활동	30	24	-15	-98
재무활동으로 인한 현금흐름	**158**	**77**	**62**	**42**
장단기금융부채의 증가(감소)	246	140	100	80
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-39	-23	-23	-23
기타재무활동	-50	-25	0	0
현금의증가	**-8**	**279**	**-11**	**-10**
기초현금	38	30	309	298
기말현금	30	309	298	288

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	19.1	16.2	13.2	11.1
P/CF (x)	8.3	9.1	8.0	7.0
P/B (x)	1.4	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA (x)	9.2	4.9	3.8	3.2
EPS (원)	1,215	1,790	2,189	2,613
CFPS (원)	2,782	3,197	3,622	4,118
BPS (원)	17,141	18,935	21,475	24,484
DPS (원)	300	300	300	300
배당성향 (%)	24.7	16.8	13.7	11.5
배당수익률 (%)	1.3	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	21.4	18.3	15.0	13.3
EBITDA증가율 (%)	24.2	21.8	16.0	15.9
영업이익증가율 (%)	8.4	59.9	26.0	22.1
EPS증가율 (%)	-78.8	47.3	22.3	19.4
매출채권 회전율 (회)	122.2	70.5	53.9	53.5
재고자산 회전율 (회)	39.3	32.5	32.1	31.9
매입채무 회전율 (회)	17.7	13.3	10.8	11.2
ROA (%)	3.3	4.4	4.9	5.4
ROE (%)	6.7	9.3	10.6	11.6
ROIC (%)	6.9	10.8	13.5	17.4
부채비율 (%)	108.7	115.0	115.2	111.9
유동비율 (%)	103.9	133.0	133.1	134.0
순차입금/자기자본 (%)	10.3	-18.2	-12.4	-8.6
영업이익/금융비용 (x)	5.2	6.0	6.7	7.6

자료: GS리테일, KDB대우증권 리서치센터 예상

CJ오쇼핑 (035760/매수)

신규 유통 채널의 강자

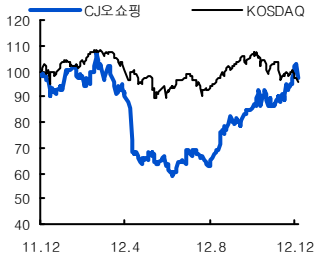
- 무점포 판매 포맷인 TV홈쇼핑, 온라인쇼핑, 모바일쇼핑의 성장 지속
- CJ헬로비전 지분을 보유하고 있어, 송출수수료 인상 부담을 부분적으로 상쇄
- 해외 사업 경험은 소싱 차별화로 이어질 듯

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	365,000
현재주가(12/12/11,원)	272,900
상승여력(%)	33.7
EPS 성장률(12F,%)	47.6
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	13.0
MKT P/E(12F,x)	10.5
KOSDAQ	481.59
시가총액(십억원)	1,693
발행주식수(백만주)	6
60D 일평균 거래량(천주)	29
60D 일평균 거래대금(십억원)	7
배당수익률(12F,%)	0.7
유동주식비율(%)	56.6
52주 최저가(원)	163,300
52주 최고가(원)	300,000
베타(12M,일간수익률)	0.28
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.1
외국인 보유비중(%)	14.7

주요주주

씨제이(주) 외 1인(40.39%)
미래에셋자산운용투자자문(주) 외 9인(8.02%)
Fidelity Funds 외 18인(7.59%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.6	61.4	-0.4
상대주가	6.4	56.2	-5.2



CJ오쇼핑에 대한 투자의견을 매수로 유지하고, 목표주가를 365,000원(이전 목표주가 299,000원)으로 상향 조정한다. 목표주가의 상향 조정은 CJ오쇼핑의 모바일 쇼핑 매출액 증가 가능성, CJ계열사와의 연계 마케팅 가능성을 높이 평가, 목표 PER을 기존 10배에서 15배로 대폭 높였다. PER 15배는 지난 10년간 유통업 PER 상단 수준이다. 성장 가능성이 높은 주식과 그렇지 못한 주식 사이의 벨류에이션 차이는 더욱 벌어질 것으로 보인다. CJ오쇼핑의 목표주가는 가치합산방식(sum-of-the parts)을 이용해서 산출했다. 영업가치 261,000원은 2013년 예상 EPS에 PER 15배를 적용했다. 자산가치 108,000원은 CJ헬로비전의 가치와 중국 동방CJ홈쇼핑(2013년 지분법이익에 적정 PER 20배)의 가치를 합했다.

무점포 판매 포맷인 TV홈쇼핑, 온라인쇼핑, 모바일쇼핑은 계속해서 구조적인 성장을 계속할 것으로 기대된다. 그 중, 온라인쇼핑과 모바일쇼핑은 TV홈쇼핑보다 높은 성장률을 기록할 것으로 보이는데, 이는 시간과 장소에 구애받지 않는 편리한 쇼핑을 소비자들이 선호하기 때문이다. 이러한 변화 내에서 CJ오쇼핑은 경쟁사에 비해 괄목할 만한 성장을 보일 것으로 기대되는데, CJ오쇼핑의 계열사와의 연계 덕분이다. CJ오쇼핑은 CJ계열사 통합마케팅 전략으로 출시한 CJ원카드 및 제휴 신용카드 마케팅이 주효한 것으로 보인다.

프리미엄 채널 확보에 대한 대가로 CATV SO들에 지불하는 송출수수료는 2010년을 기점으로 급격히 상승하여 2012년에는 전년대비 약 25% 인상되었다. 홈쇼핑 송출 수수료의 급등은 홈쇼핑 업체간의 프리미엄 채널 확보 경쟁이 강화되면서 일어난 현상이다. 이러한 송출 수수료 상승에 대해서, **CJ오쇼핑은 이를 부분적으로 상쇄할 수 있는 유리한 위치에 있는데, 이는 CJ오쇼핑이 국내 최대 CATV 채널 사업자인 CJ헬로비전의 지분을 54% 보유하고 있기 때문이다.** 이로 인해 송출 수수료가 인상되더라도, 그 일부는 CJ헬로비전에 대한 지분법 이익으로 상쇄할 수 있는 구조이다.

현재 CJ오쇼핑은 중국 이외에도 인도, 베트남, 일본, 태국, 터키에 홈쇼핑 자회사 지분을 가지고 있다. **해외 시장은 향후에 수익원도 될 수 있지만, 무엇보다도 해외 소싱을 통한 차별적 상품 공급에서 힘을 발휘할 수 있을 것으로 보인다.** 특히 CJ오쇼핑의 장점은 높은 직접 소싱, 자사 상표 비율인데, 이로 인해 이익률 상승도 기대해 볼 수 있을 것이다.

❯ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	711	122	17.2	76	7,789	138	140	18.6	29.7	5.6	11.6
12/11	895	132	14.8	88	14,258	144	83	28.9	18.1	4.7	12.6
12/12F	1,043	132	12.7	131	21,045	142	315	32.1	13.0	3.6	9.5
12/13F	1,164	142	12.2	108	17,390	152	148	21.0	15.8	2.9	9.4
12/14F	1,299	151	11.7	118	18,953	144	143	19.2	14.5	2.4	9.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: CJ오쇼핑, KDB대우증권 리서치센터

1. TV홈쇼핑, 온라인쇼핑, 모바일 쇼핑의 발전 기대

무점포 판매 포맷의 지속적 성장 기대

무점포 판매 포맷인 TV홈쇼핑, 온라인쇼핑, 모바일쇼핑은 계속해서 구조적인 성장을 계속할 것으로 기대된다. 그 중, 온라인쇼핑과 모바일쇼핑은 TV홈쇼핑보다 높은 성장률을 기록할 것으로 보이는데, 이는 시간과 장소에 구애받지 않는 편리한 쇼핑을 소비자들이 선호하기 때문이다.

CJ계열사와의 연계 효과

이러한 변화 내에서 CJ오쇼핑은 경쟁사에 비해 괄목할 만한 성장을 보일 것으로 기대되는데, CJ오쇼핑의 계열사와의 연계 덕분이다. CJ오쇼핑은 CJ계열사 통합마케팅 전략으로 출시한 CJ원카드 및 제휴 신용카드 마케팅이 주효한 것으로 보인다. CJ원카드란 쇼핑, 외식, 엔터테인먼트 등 CJ의 27개 브랜드가 하나의 멤버쉽 카드로 통합되어 포인트를 적립하고 사용하는 통합 멤버쉽 카드이다. 쇼핑 부문에서 올리브영, CJmall, 외식 부문에서 빕스, 투썸플레이스 등, 엔터테인먼트 부문에서 CJ CGV, Mnet 등에서 사용한 금액을 적립률에 따라 0.3~10%를 포인트로 적립하여 사용할 수 있게 하였다.

CJ원카드의 활성화로 CJ계열사간의 연계마케팅이 강화되고, 신용카드사와의 제휴를 통해 CJ카드를 출시, CJ브랜드에 대한 충성도를 높일 수 있었다. 예를 들어, 멀티플렉스 분야에서 영화관객수 기준으로 시장점유율 1위를 차지하고 있는 CJ CGV의 고객 기반을 쇼핑, 외식 분야에 활용할 수 있고, 쇼핑 분야에서 머천다이징 강화, 외식 신규 브랜드 런치 등으로 인해 CJ브랜드 이용도가 높아질 수 있었다.

그림 34. CJ원카드에 연계된 27개의 브랜드

자료: CJ원카드, KDB대우증권 리서치센터

2. 송출 수수료 상승은 부분적으로 지분법 이익 증가로 상쇄

CJ헬로비전에 대한 지분으로 송출 수수료 부담 경감

프리미엄 채널 확보에 대한 대가로 CATV SO들에 지불하는 송출수수료는 2010년을 기점으로 급격히 상승하여 2012년에는 전년동기대비 25% 인상이 예상된다. 홈쇼핑 송출 수수료의 급등은 홈쇼핑 업체간의 프리미엄 채널 확보 경쟁이 강화되면서 일어난 현상이다. 이러한 경쟁은 당분간 계속될 것으로 보이고, 2013년에도 전년동기대비 20% 인상을 예상하고 있다. 송출 수수료의 상승은 계속해서 홈쇼핑 업체들의 이익률에 부담을 줄 것으로 보인다.

이러한 송출 수수료 상승에 대해서, CJ오쇼핑은 이를 부분적으로 상쇄할 수 있는 유리한 위치에 있는데, 이는 CJ오쇼핑이 국내 최대 CATV 채널 사업자인 CJ헬로비전의 지분을 54% 보유하고 있기 때문이다. 이로 인해 송출 수수료가 인상되더라도, 그 일부는 CJ헬로비전에 대한 지분법 이익으로 상쇄할 수 있는 구조이다. SO의 수익 구조 중 홈쇼핑 송출 수수료가 차지하는 비중은 크게 증가하고 있다. 2011년과 2012년 상반기 CJ헬로비전의 매출액 중 홈쇼핑사들로부터 발생한 송출 수수료는 각각 19.5%, 22.3%에 이른다. 홈쇼핑 송출 수수료는 1년마다 재협상을 하게 되어 있는데, 홈쇼핑사들의 매출신장이 지속적으로 이루어지고, 경쟁이 심화되면서, 송출 수수료가 지속적으로 증가할 것으로 보인다.

또한 CJ헬로비전의 지분가치 상승이 기대되어, CJ오쇼핑의 주가에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 현재 CATV 가입자수는 감소하고 있으나, CJ헬로비전의 가입자수는 꾸준히 증가하는 추세를 보여왔다. 현재 CATV 가입자수는 2009년에 최고치인 1,529만 가구를 기록하고 감소하여 2012년 반기말 기준 1,489만명을 기록하고 있다. 이는 IPTV서비스와 위성TV 가입자 수 증가와 관련이 있다. IPTV 가입자수는 2012년 말 620만 명을 기록할 것으로 예상되고, 위성 TV 가입자수는 2012년 말 380만 명을 기록했다.

CJ헬로비전의 가입자수는 2012년 반기말 348만 명을 기록했다. 가입자 방어력 이외에도 디지털방송 전환율 증가가 예상되어, 수익성은 계속해서 개선될 것으로 보인다. CJ헬로비전의 디지털 케이블TV 가입자수는 2012년 8월말 현재 136만으로 케이블 TV 가입자 수의 39%를 차지하고 꾸준히 증가하는 추세이다. 아날로그 서비스의 ARPU가 5,500원, 디지털 서비스의 ARPU가 14,000원임을 감안할 때, 전체 ARPU는 지속적으로 증가할 것으로 보인다.

표 6. 국내 CATV, IPTV, 스카이라이프 가입자 추이 및 예상

		2010	2011	2012F	2013F
케이블	홈쇼핑 수익 (십억원)	437	555	666	766
	전체 가입자수 (백만명)	15.1	14.9	14.9	14.8
	가입자 당 홈쇼핑 수익 (원)	29,012	37,168	44,698	51,922
위성	홈쇼핑 수익 (십억원)	19	30	68	115
= KT Skylife	전체 가입자수 (백만명)	2.8	3.3	3.8	4.4
	가입자 당 홈쇼핑 수익 (원)	6,753	9,212	17,895	26,136
IPTV	홈쇼핑 수익 (십억원)	94	65	78	101
	전체 가입자수 (백만명)	3.6	4.9	6.2	8.1
	가입자 당 홈쇼핑 수익 (원)		13,204	12,541	12,541

자료: 한국케이블TV방송협회, KT스카이라이프, KDB대우증권 리서치센터

3. 해외 소싱을 통한 차별적 상품과 미케팅 전략

해외 시장은 상품 판매의 장인 동시에 소싱기지로의 역할

CJ오쇼핑은 중국 동방CJ의 지분을 일부 매각하여 지분율이 27%에서 16%로 떨어졌다. 이로 인해 **중국 홈쇼핑 세전 이익 기여도는 2011년 16%에서 2012년 10%대로 떨어졌다.** CJ오쇼핑 측에서는 지분 매각 대금으로 중국에서 물류 사업을 담당하는 CJ IMC(CJ International Merchandising Corporation)에 투자하여, 상품 공급 사업을 늘릴 계획이라고 밝혔다. CJ IMC는 CJ오쇼핑이 100% 지분을 가지고 있고, 물류 사업의 성장성을 보고 투자했다.

CJ오쇼핑의 중국 홈쇼핑 지분 매각은 투자자들에게 예상치 못한 악재로 다가오면서, 해외 시장 성장 가능성에 대한 실망을 안겨 주었다. 현재 CJ오쇼핑은 중국 이외에도 인도, 베트남, 일본, 태국, 터키에 홈쇼핑 자회사 지분을 가지고 있다. 해외 시장은 향후에 수익원도 될 수 있지만, 무엇보다도 해외 소싱을 통한 차별적 상품 공급에서 힘을 발휘할 수 있을 것으로 보인다. 특히 CJ오쇼핑의 장점은 높은 직접 소싱, 자사 상표 비율인데, 이로 인해 이익률 상승도 기대해 볼 수 있을 것이다.

CJ오쇼핑이 경쟁사에 비해 유리한 또 한 가지는 계열사인 CJ E&M이 가진 채널 파워이다. CJ E&M은 국내 최대의 CATV PP로 18개의 PP를 보유하고 있다. CJ E&M 채널들은 CATV 내에서 시청률 상위권을 형성하고 있는데, 특히 OnStyle, Story On, m.net, tvN 등의 채널들이 가장 시청률이 높다. CJ오쇼핑은 CJ E&M의 채널 파워를 이용할 수 있을 것으로 보이는데, 1) CJ E&M 프로그램을 통해 인기 있는 상품들의 소싱을 직접 하거나, 마케팅에 이용할 수 있고, 2) 나아가, 채널 협상에 있어서도 CJ E&M 채널과의 연계를 통해 유리한 채널을 확보하는 데 이용될 수도 있을 것이다.

표 7. CJ channels

CJ E&M	채널수	채널명
예능/버라이어티	1	tvN
드라마/영화/뉴스	7	OCN, CGV, Action, OCN Series, 중화TV, 캐치온, 온 플러스
어린이	1	Tooniverse
스포츠/생활/홈쇼핑	4	온스타일, 올리브, 스토리온, XTM
교육/다큐멘터리	1	National Geographic
음악/종교	2	Mnet, KM
취미/레져	2	온게임넷, 바둑TV

자료: CJ E&M, KDB대우증권 리서치센터

CJ오쇼핑 (035760)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**895**	**1,043**	**1,164**	**1,299**
매출원가	**140**	**177**	**298**	**333**
매출총이익	**755**	**867**	**866**	**966**
판매비와관리비	**624**	**736**	**726**	**817**
조정영업이익	**131**	**131**	**140**	**150**
영업이익	**132**	**132**	**142**	**151**
비영업손익	**-15**	**39**	**2**	**5**
순금융비용	11	6	-3	-6
관계기업등 투자손익	-1	49	0	0
세전계속사업손익	118	174	144	157
계속사업법인세비용	29	44	36	39
계속사업이익	88	131	108	118
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**88**	**131**	**108**	**118**
지배주주	88	131	108	118
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**90**	**139**	**108**	**118**
지배주주	90	139	108	118
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	144	142	152	144
FCF	83	315	148	143
EBITDA마진율 (%)	16.1	13.6	13.0	11.1
영업이익률 (%)	14.8	12.7	12.2	11.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.9	12.5	9.3	9.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**150**	**391**	**397**	**520**
현금 및 현금성자산	28	249	239	344
매출채권 및 기타채권	68	79	88	99
재고자산	42	49	55	61
기타유동자산	6	6	6	6
비유동자산	**755**	**767**	**814**	**859**
관계기업투자등	56	548	598	648
유형자산	119	82	81	79
무형자산	21	18	15	12
자산총계	**906**	**1,158**	**1,210**	**1,379**
유동부채	**336**	**569**	**626**	**690**
매입채무 및 기타채무	83	489	545	608
단기금융부채	34	34	34	34
기타유동부채	218	46	47	47
비유동부채	**222**	**123**	**23**	**23**
장기금융부채	212	109	9	9
기타비유동부채	6	13	13	13
부채총계	**558**	**692**	**649**	**713**
지배주주지분	**348**	**466**	**561**	**667**
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	-73	-73	-73	-73
이익잉여금	404	522	618	723
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**348**	**466**	**561**	**667**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**103**	**315**	**166**	**181**
당기순이익	88	131	108	118
비현금수익비용가감	60	-34	16	17
유형자산감가상각비	8	8	9	9
무형자산상각비	5	3	3	4
기타	-6	-4	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-12	215	42	47
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-19	-11	-9	-10
재고자산 감소(증가)	-29	-20	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	27	8	-6	-6
법인세납부	-34	-18	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**-115**	**25**	**-63**	**-63**
유형자산처분(취득)	-15	-10	-10	-10
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-60	-1	-1	-1
기타투자활동	-39	36	-52	-52
재무활동으로 인한 현금흐름	**-41**	**-119**	**-112**	**-12**
장단기금융부채의 증가(감소)	-20	-100	-100	0
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-7	-12	-12	-12
기타재무활동	-14	-6		0
현금의증가	**-53**	**221**	**-10**	**105**
기초현금	81	28	249	239
기말현금	28	249	239	344

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	18.1	13.0	15.8	14.5
P/CF (x)	15.8	12.0	14.2	15.2
P/B (x)	4.7	3.6	2.9	2.4
EV/EBITDA (x)	12.6	9.5	9.4	9.4
EPS (원)	14,258	21,045	17,390	18,953
CFPS (원)	16,343	22,789	19,294	18,020
BPS (원)	54,640	75,614	93,520	113,035
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	13.6	9.5	11.5	10.6
배당수익률 (%)	0.8	0.7	0.7	0.7
매출액증가율 (%)	25.8	16.6	11.6	11.6
EBITDA증가율 (%)	4.3	-1.4	7.1	-5.2
영업이익증가율 (%)	8.2	0.0	6.9	6.9
EPS증가율 (%)	83.1	47.6	-17.4	9.0
매출채권 회전율 (회)	19.7	15.6	13.9	13.9
재고자산 회전율 (회)	31.3	22.9	22.4	22.4
매입채무 회전율 (회)	46.0	4.1	2.3	2.3
ROA (%)	10.4	12.7	9.1	9.1
ROE (%)	28.9	32.1	21.0	19.2
ROIC (%)	-192.1	-64.2	-37.0	-35.0
부채비율 (%)	160.5	148.5	115.6	106.9
유동비율 (%)	44.8	68.7	63.3	75.3
순차입금/자기자본 (%)	61.0	-24.3	-36.3	-46.6
영업이익/금융비용 (x)	9.6	12.1	26.7	61.3

자료: CJ오쇼핑, KDB대우증권 리서치센터 예상

현대홈쇼핑 (071840/매수)

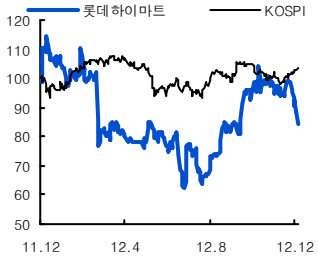
머천다이징의 강자

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	167,000
현재주가(12/12/11,원)	63,000
상승여력(%)	42.9
EPS 성장률(12F,%)	-30.4
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	14.4
MKT P/E(12F,x)	10.5
KOSPI	1,964.6
시가총액(십억원)	1,487
발행주식수(백만주)	24
60D 일평균 거래량(천주)	95
60D 일평균 거래대금(십억원)	7
배당수익률(12F,%)	1.4
유동주식비율(%)	34.8
52주 최저가(원)	45,950
52주 최고가(원)	89,300
베타(12M,일간수익률)	0.48
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.7
외국인 보유비중(%)	6.0

주요주주

롯데쇼핑(주) 외 1인(65.25%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.7	7.9	-23.8
상대주가	-16.9	2.7	-28.6



- 현대백화점과의 연계로 효과적인 마케팅 가능
- HCN을 통해 수수료 인상분 부분적으로 상쇄
- 모바일 쇼핑 성장 기대

현대홈쇼핑에 대한 투자의견을 매수, 목표주가 167,000원으로 상향 조정(이전 목표주가 153,000원)한다. 목표주가의 상향 조정은 홈쇼핑 산업의 높은 성장성을 반영, 목표 PER을 10배에서 11배로 높였다. 목표주가는 가치합산방식(sum-of-the parts)을 이용하여 주당 영업가치와 자산가치를 합하였다. 홈쇼핑 영업가치 160,000원은 2013년 예상 EPS에 PER 11배를 적용하였고, 자산가치 7,000원은 HCN의 지분 24.0%에 대한 시가총액(2012년 12일 11일 종가 기준)을 적용해서 산출하였다. 한섬 지분 34.6%의 가치는 지분법이익(2012년 340억원, 2013년 415억원)에 포함했다.

현대홈쇼핑의 매출 성장률은 2013년에 강세를 보일 것으로 예상되는데, 이는 1) 효과적인 마케팅 전략으로 신상품이 계속해서 성공하고, 2) 고마진 상품인 화장품, 생활용품 등의 제품 머천다이징 강화 등이 그 이유이다. 또한 HCN을 자회사로 두고 있어, 앞으로 지속적으로 증가할 것으로 우려되는 채널사업자에게 지불하는 수수료 비용을 부분적으로 상쇄할 수 있을 것으로 보인다.

한섬에 대해서는 기존의 경영진을 유지하는 등, 한섬 고유의 브랜드 운영 방식과 영업 방침을 당분간 고수할 것으로 보인다. 장기적으로는 한섬이 고유 브랜드 판매와 함께 다른 패션 브랜드 소싱도 강화할 것으로 보이는데, 이를 이용한 새로운 머천다이징이 용이할 것으로 보이고, 패션 부문에서의 시너지 효과가 나타날 것이라고 기대하고 있다. 향후 유통업체들의 머천다이징은 경쟁 우위를 점하는데 가장 중요한 요소가 될 것으로 판단된다.

현대홈쇼핑은 현재는 모바일 쇼핑에 크게 집중하고 있지 않으나, 향후 시장 확장에 따라 또 다른 기회요인으로 고려할 수 있다. 국내 모바일 쇼핑 산업 거래규모는 2012년 6,000억원, 2013년 약 1조원으로 추산된다. 컴퓨터 환경에서의 온라인 쇼핑과 비교했을 때, 모바일 쇼핑의 장점으로는 장소, 시간에 구애 받지 않고 거래를 할 수 있는 점이 있지만, 스마트폰의 화면이 작은 관계로, 물건 확인이 어렵고, 결제시 보안 시스템에 대한 불신이 여전히 남아있는 등의 단점이 있다. 모바일 쇼핑에서 현대홈쇼핑의 기회요인으로는: 1) 애플리케이션을 이용할 경우, 쇼핑몰의 브랜드파워가 무엇보다 중요해지게 되어 현대홈쇼핑에 유리하고, 2) 가장 거래가 활발한 상품군인 패션 의류에 머천다이징 강점이 있다는 점이다.

❯ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	3,052	216	7.1	107	5,711	254	81	13.0	0.0	0.0	4.6
12/11	3,411	259	7.6	141	6,604	298	326	11.6	12.3	1.3	8.4
12/12F	3,276	180	5.5	109	4,598	223	81	7.4	14.4	1.0	5.2
12/13F	3,501	241	6.9	164	6,947	291	192	10.3	9.5	0.9	4.4
12/14F	3,855	272	7.0	194	8,201	328	212	11.1	8.1	0.9	3.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: 롯데하이마트, KDB대우증권 리서치센터

현대홈쇼핑 (057050)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**3,411**	**3,276**	**3,501**	**3,855**
매출원가	**2,551**	**2,432**	**2,605**	**2,872**
매출총이익	**859**	**844**	**896**	**983**
판매비와관리비	**602**	**664**	**659**	**717**
조정영업이익	**257**	**177**	**237**	**266**
영업이익	**259**	**180**	**241**	**272**
비영업손익	**-72**	**-31**	**-20**	**-14**
순금융비용	65	28	20	11
관계기업등 투자손익	0	0	1	1
세전계속사업손익	187	146	219	258
계속사업법인세비용	46	37	55	65
계속사업이익	141	109	164	194
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**141**	**109**	**164**	**194**
지배주주	141	109	164	194
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**138**	**109**	**164**	**194**
지배주주	138	109	164	194
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	298	223	291	328
FCF	326	81	192	212
EBITDA마진율 (%)	8.7	6.8	8.3	8.5
영업이익률 (%)	7.6	5.5	6.9	7.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.1	3.3	4.7	5.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**573**	**544**	**508**	**617**
현금 및 현금성자산	269	233	191	276
매출채권 및 기타채권	42	39	39	43
재고자산	226	210	213	231
기타유동자산	14	37	37	37
비유동자산	**2,195**	**2,076**	**2,072**	**2,060**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	384	389	385	374
무형자산	1,688	1,687	1,687	1,686
자산총계	**2,768**	**2,620**	**2,580**	**2,677**
유동부채	**301**	**258**	**273**	**296**
매입채무 및 기타채무	243	205	219	242
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	58	54	54	55
비유동부채	**1,039**	**841**	**642**	**544**
장기금융부채	866	680	480	380
기타비유동부채	162	161	162	164
부채총계	**1,340**	**1,099**	**916**	**840**
지배주주지분	**1,428**	**1,521**	**1,664**	**1,837**
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,056	1,056	1,056	1,056
이익잉여금	254	347	491	663
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**1,428**	**1,521**	**1,664**	**1,837**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**298**	**144**	**241**	**269**
당기순이익	141	111	164	194
비현금수익비용가감	168	0	0	0
유형자산감가상각비	40	46	54	62
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-16	-8	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	32	-24	11	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-6	4	-1	-3
재고자산 감소(증가)	-24	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	74	-44	15	23
법인세납부	-43	-26	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**-51**	**-51**	**-54**	**-53**
유형자산처분(취득)	-60	-50	-50	-50
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	9	-4	-2	-3
기타투자활동	0	3	-2	
재무활동으로 인한 현금흐름	**-182**	**-218**	**-221**	**-121**
장단기금융부채의 증가(감소)	-489	-200	-200	-100
자본의 증가(감소)	262	0	0	0
배당금의 지급	0	-21	-21	-21
기타재무활동	46	-187		0
현금의증가	**65**	**-36**	**-42**	**85**
기초현금	204	269	233	191
기말현금	269	233	191	276

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	12.3	14.4	9.5	8.1
P/CF (x)	9.5	10.1	7.2	6.1
P/B (x)	1.3	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	8.4	5.2	4.4	3.9
EPS (원)	6,604	4,598	6,947	8,201
CFPS (원)	8,514	6,547	9,232	10,826
BPS (원)	60,307	64,304	70,369	77,695
DPS (원)	880	880	880	880
배당성향 (%)	14.8	19.1	12.7	10.7
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.3	1.3
매출액증가율 (%)	11.7	-3.9	6.9	10.1
EBITDA증가율 (%)	17.2	-25.1	30.5	12.8
영업이익증가율 (%)	20.2	-30.5	34.0	12.7
EPS증가율 (%)	15.6	-30.4	51.1	18.1
매출채권 회전율 (회)	105.0	93.8	89.7	94.1
재고자산 회전율 (회)	15.9	15.0	16.6	17.4
매입채무 회전율 (회)	22.1	16.7	16.5	16.7
ROA (%)	5.2	4.0	6.3	7.4
ROE (%)	11.6	7.4	10.3	11.1
ROIC (%)	9.4	6.6	8.8	9.9
부채비율 (%)	93.9	72.3	55.0	45.7
유동비율 (%)	190.2	210.6	185.8	208.3
순차입금/자기자본 (%)	40.2	27.7	15.7	4.0
영업이익/금융비용 (x)	3.4	5.3	9.7	14.7

자료: 롯데하이마트, KDB대우증권 리서치센터 예상

롯데하이마트 (071840/매수)

전자 제품 판매 점유율 상승 기대

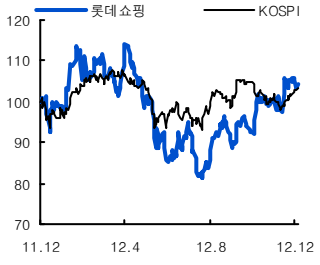
- 롯데쇼핑의 고객 기반을 이용하여 고객층 늘릴 수 있을 것으로 기대
- 새로운 제품 판매로 매출 성장 지속
- 전문점 내에서의 독점적 지위 유지

매수	Maintain
목표주가(원,12M)	90,000
현재주가(12/12/11,원)	355,00
상승여력(%)	18.3
EPS 성장률(12F,%)	8.4
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	10.3
MKT P/E(12F,x)	10.5
KOSPI	1,964.
시가총액(십억원)	10,310
발행주식수(백만주)	29
60D 일평균 거래량(천주)	47
60D 일평균 거래대금(십억원)	16
배당수익률(12F,%)	0.4
유동주식비율(%)	30.6
52주 최저가(원)	273,50
52주 최고가(원)	390,00
베타(12M,일간수익률)	0.67
주가변동성(12M daily,%,SD)	1.7
외국인 보유비중(%)	13.9

주요주주

신동빈 외 19인(69.36%)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.5	20.5	4.4
상대주가	3.3	15.3	-0.4



롯데하이마트에 대한 투자의견 매수와 목표주가 90,000원을 유지한다. 국내 소비 경기 침체가 예상보다 길어지고 특히 내구재 소비 침체가 계속되고 있지만, 유리한 기저효과와 내부의 경영 불안정성이 진정되고 롯데쇼핑과의 시너지 효과가 기대됨에 따라, 롯데하이마트 주가는 계속해서 프리미엄 밸류에이션에 거래될 것으로 보인다. 목표주가는 2013년 예상 EPS에 목표 PER 13배를 적용해서 산출했다.

롯데하이마트의 사업모델은 장기간에 걸친 구매 노하우, 숙련된 판매 사원 구성, 그리고 강한 가격협상력에 바탕을 두고 있어, 단기적으로 독점적 지위가 쉽게 흔들리지는 않을 것으로 보인다. **롯데하이마트는 가전제품 전문점 내에서의 독점적 지위(가전제품 시장 점유율 34.9%, 2~4위권 3사를 합한 점유율(44.1%))를 유지해 왔다.** 이로 인해 강력한 가격협상력 및 구매력, 높은 이익률, 그리고 점포수 확대를 통한 시장점유율 상승 등을 이룰 수 있었다.

내구재에 속하는 전자제품은 소비자 심리뿐만 아니라 구매력에도 큰 영향을 받는다. 경제성장률의 둔화, 자산 효과의 감소, 저금리에 따른 금융 소득 하락으로 민간 소비는 계속해서 침체된 모습을 보일 것으로 예상되고, 특히 내구재 소비 침체가 계속될 것으로 예상된다. 이와 같은 상황에서 롯데하이마트의 전자제품 시장 내에서의 점유율은 올라갈 것으로 보이는데, 그 이유는 **1) 롯데쇼핑의 고객 기반을 이용하여 고객층을 늘릴 수 있고, 2) 모바일 제품 판매 호조로 집객효과를 누릴 수 있을 것**으로 보이기 때문이다. 특히 내구재 소비 침체가 계속되더라도 새로운 제품 판매로 감소세를 어느 정도 만회할 수 있다는 것이 긍정적인 요소로 작용할 것으로 보인다. 또한 장기적으로는 롯데쇼핑이 이미 진출해 있는 인도네시아 시장에 수월한 입성을 할 수 있는 가능성도 열려 있다

또한 롯데하이마트의 전문점 경영은 수치화하기 힘든 경쟁력 우위 요소가 존재한다. 장시간에 걸쳐 축적된 구매에 대한 노하우, 가격협상력, 그리고 전문적 제품 지식과 서비스 제공 능력을 갖춘 판매직원 등이 이를 뒷받침한다. 이러한 특질은 전문점 시장으로 갈수록 중요한 요소로 작용한다. 할인점의 경우, 규모의 경제로 어느 정도 경쟁력을 확보할 수 있으나, 전문점의 경우, 시장 제품 지식과 판매 기술 등이 더욱 중요해진다. 가격경쟁력을 앞세운 온라인몰은 가전제품 판매 시장에서 **소형 전자제품과 중저가 제품을 중심으로 확대해 나갈 것으로 보인다.**

❯ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	19,018	1,598	8.4	1,035	35,626	2,106	4,391	8.1	13.3	1.3	7.2
12/11	22,253	1,663	7.5	932	32,084	2,379	119	6.9	10.6	0.9	4.8
12/12F	23,917	1,408	5.9	1,010	34,765	1,997	218	7.0	10.3	1.0	-0.2
12/13F	26,583	1,573	5.9	1,137	39,152	2,123	703	7.4	9.1	0.9	-0.7
12/14F	29,504	1,766	6.0	1,254	43,173	2,356	983	7.6	8.3	0.8	-1.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: 롯데쇼핑, KDB대우증권 리서치센터

롯데하이마트 (071840)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**22,253**	**23,917**	**26,583**	**29,504**
매출원가	**15,251**	**16,389**	**18,216**	**20,217**
매출총이익	**7,002**	**7,528**	**8,368**	**9,287**
판매비와관리비	**5,183**	**5,966**	**6,645**	**7,374**
조정영업이익	**1,819**	**1,562**	**1,723**	**1,913**
영업이익	**1,663**	**1,408**	**1,573**	**1,766**
비영업손익	**-108**	**45**	**75**	**51**
순금융비용	86	48	30	57
관계기업등 투자손익	62	70	78	80
세전계속사업손익	1,555	1,463	1,648	1,817
계속사업법인세비용	543	366	412	454
계속사업이익	1,013	1,097	1,236	1,363
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**1,013**	**1,097**	**1,236**	**1,363**
지배주주	932	1,010	1,137	1,254
비지배주주	81	88	99	109
총포괄이익	**1,013**	**1,107**	**1,236**	**1,363**
지배주주	916	1,012	1,137	1,254
비지배주주	96	95	99	109
EBITDA	2,379	1,997	2,123	2,356
FCF	119	218	703	983
EBITDA마진율 (%)	10.7	8.4	8.0	8.0
영업이익률 (%)	7.5	5.9	5.9	6.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.2	4.2	4.3	4.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**12,728**	**15,083**	**16,275**	**17,652**
현금 및 현금성자산	1,958	3,305	3,286	3,332
매출채권 및 기타채권	637	737	819	909
재고자산	2,042	2,195	2,440	2,708
기타유동자산	499	394	434	477
비유동자산	**20,333**	**20,114**	**21,913**	**23,690**
관계기업투자등	941	1,441	1,941	2,441
유형자산	13,154	13,983	15,097	16,167
무형자산	2,707	2,693	2,679	2,665
자산총계	**33,061**	**35,197**	**38,189**	**41,342**
유동부채	**9,911**	**10,237**	**10,784**	**11,372**
매입채무 및 기타채무	4,724	5,625	6,161	6,737
단기금융부채	3,463	1,177	1,177	1,177
기타유동부채	1,725	3,435	1,176	3,458
비유동부채	**8,471**	**9,431**	**10,748**	**12,065**
장기금융부채	6,752	2,270	2,270	2,270
기타비유동부채	1,609	6,474	7,509	8,585
부채총계	**18,382**	**19,668**	**21,533**	**23,437**
지배주주지분	**13,966**	**14,922**	**16,006**	**17,206**
자본금	145	145	145	145
자본잉여금	3,622	3,622	3,622	3,622
이익잉여금	10,092	11,048	12,131	13,332
비지배주주지분	**713**	**606**	**650**	**699**
자본총계	**14,679**	**15,529**	**16,656**	**17,905**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,523**	**1,517**	**1,780**	**1,941**
당기순이익	1,013	1,097	1,236	1,363
비현금수익비용가감	1,099	495	363	392
유형자산감가상각비	482	345	386	429
무형자산상각비	78	52	14	14
기타	104	-315	-463	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-98	57	181	186
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-117	-51	-82	-90
재고자산 감소(증가)	-385	-153	-245	-268
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	428	314	536	576
법인세납부	-492	-199	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**-2,248**	**-999**	**-3,052**	**-3,147**
유형자산처분(취득)	-1,451	-1,500	-1,000	-1,000
무형자산감소(증가)	-81	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-1,345	-842	-845	-930
기타투자활동	629	1,343	-1,207	-1,217
재무활동으로 인한 현금흐름	**1,455**	**838**	**1,246**	**1,246**
장단기금융부채의 증가(감소)	1,807	1,069	1,300	1,300
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-54	-63	-54	-54
기타재무활동	-298	-168		
현금의증가	**716**	**1,347**	**-19**	**40**
기초현금	1,242	1,958	3,305	3,286
기말현금	1,958	3,305	3,286	3,326

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	10.6	10.3	9.1	8.3
P/CF (x)	6.6	7.2	6.8	6.1
P/B (x)	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	4.8	-0.2	-0.7	-1.0
EPS (원)	32,084	34,765	39,152	43,173
CFPS (원)	51,362	49,759	52,929	58,434
BPS (원)	387,669	344,549	382,688	424,846
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,500
배당성향 (%)	4.7	4.3	3.8	3.5
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	17.0	7.5	11.2	11.0
EBITDA증가율 (%)	13.0	-16.0	6.3	11.0
영업이익증가율 (%)	4.1	-15.3	11.7	12.3
EPS증가율 (%)	-9.9	8.4	12.6	10.3
매출채권 회전율 (회)	40.5	34.8	34.2	34.2
재고자산 회전율 (회)	12.0	11.3	11.5	11.5
매입채무 회전율 (회)	7.5	5.4	4.5	4.6
ROA (%)	3.3	3.2	3.4	3.4
ROE (%)	6.9	7.0	7.4	7.6
ROIC (%)	8.5	7.3	6.6	7.6
부채비율 (%)	125.2	126.7	129.3	130.9
유동비율 (%)	128.4	147.3	150.9	155.2
순차입금/자기자본 (%)	4.5	-53.5	-54.9	-56.5
영업이익/금융비용 (x)	8.7	6.4	6.5	6.5

자료: 롯데쇼핑, KDB대우증권 리서치센터 예상

롯데쇼핑 (023530/Trading Buy)

국내 소비 둔화로 인한 전반적 부진

- 이익의 가장 큰 부분을 차지하는 백화점 성장률 약세 지속
- 할인점의 영업 규제, 금융 부분 이익 저하 우려
- 홈쇼핑, 편의점 등의 업태에서 성장이 관건

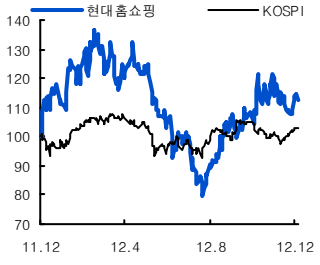
Trading Buy	Maintain
목표주가(원,12M)	420,000
현재주가(12/12/11,원)	127,000
상승여력(%)	31.5
EPS 성장률(12F,%)	15.2
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	9.3
MKT P/E(12F,x)	10.5
KOSPI	1,964.62
시가총액(십억원)	1,524
발행주식수(백만주)	12
60D 일평균 거래량(천주)	29
60D 일평균 거래대금(십억원)	4
배당수익률(12F,%)	0.9
유동주식비율(%)	58.8
52주 최저가(원)	89,600
52주 최고가(원)	155,000
베타(12M,일간수익률)	-0.02
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.4
외국인 보유비중(%)	39.3

주요주주

(주)현대백화점 외 7인(41.16%)

Wellington Management Company,

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.5	5.0	3.7
상대주가	-7.7	-0.3	-1.1



롯데쇼핑에 대한 투자의견을 Trading Buy로 유지하고, 목표주가는 420,000원(이전 목표주가 390,000원)으로 상향 조정한다. 목표주가의 상향 조정은 백화점 매출액이 단기적으로 성장할 수 있는 가능성이 있기 때문에 목표 PER을 10배에서 11배로 올린 데 따른다. 롯데쇼핑에 대한 목표주가는 2013년 예상 EPS에 PER 11배를 적용해서 산출하였다. 롯데쇼핑에 대해서 Trading Buy 의견을 유지하는 이유는 1) 할인점의 영업 규제, 2) 금융부분의 이익 저하 등에 대한 우려, 3) 홈쇼핑, 편의점 등의 업태에서도 경쟁에 의한 비용 증가로 인해 이익률이 타격을 받을 것으로 예상되기 때문이다.

국내 소비가 침체되고, 기업형 유통업체들의 점포 확장 여지가 점점 축소되고 있는 상황에서, 유통업체로서는 새로운 성장 엔진을 찾는 것이 급선무이다. 특히, 가처분소득이 줄어들고 수요가 줄어드는 상황에서 유통업 매출 성장세는 이전보다 줄어들 것으로 보인다. 이러한 상황에서 유통업태별 차별적 성장이 이루어질 것으로 보인다. 이러한 전망을 바탕으로 볼 때, 롯데쇼핑은 백화점 이외의 업태에서 지속적인 성장을 보일 가능성이 크다. 현재로서는 백화점의 쇠퇴가 이익률을 떨어뜨리고 있는 상황이지만, **백화점 이익률 하락이 어느 정도 진정된 국면에서는 다른 업태, 즉 편의점, 홈쇼핑, 온라인, 창고형 할인점 등이 새로운 성장 엔진으로 자리잡을 것으로 기대된다.**

롯데쇼핑은 다양한 유통 업태를 운영하고 있는데, 이는 다음과 같은 장점을 제공한다. 고객 대상 프로모션에 유리하다. 고객 포인트 시스템 강화 등으로 롯데 브랜드 하에 있는 모든 유통업태에서 통합 프로모션이 가능하게 되어 고객 로열티를 높일 수 있다. 특히 롯데카드를 이용한 프로모션이 효과적이다. 롯데카드를 통한 고객 데이터를 바탕으로, 고객 요구에 맞는 상품을 제공하고, 이에 따른 효과적인 프로모션을 할 수 있다. 제품 공급 업체들에 대한 가격 협상력이 높아지고, 경쟁력 있는 제품을 공급받을 기회가 많아지게 된다.

롯데쇼핑은 해외에서 현재 100개의 할인점, 3개의 백화점을 운영하고 있다. 그러나 롯데쇼핑의 해외 사업은 여전히 적자를 기록하고 있는데, 2012년에도 900억원의 영업적자를 기록할 것으로 보인다. **롯데쇼핑의 해외 사업은 의미있는 이익 기여로 성공하면 좋지만, 그렇지 못하더라도 국내 사업에 있어서 향후에 제품 소싱 차별화로 인해 경쟁력 강화에 필요하다.**

› Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	581	132	22.8	113	11,403	143	132	22.1	9.0	1.8	3.6
12/11	711	152	21.4	143	11,874	163	123	18.5	11.2	1.9	4.7
12/12F	767	154	20.1	164	13,683	170	139	18.1	9.3	1.5	7.0
12/13F	844	176	20.8	175	14,583	192	156	16.4	8.7	1.3	4.3
12/14F	929	194	20.9	200	16,662	211	172	16.1	7.7	1.1	3.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 현대홈쇼핑, KDB대우증권 리서치센터

롯데쇼핑 (023530)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**711**	**767**	**844**	**929**
매출원가	**21**	**32**	**26**	**19**
매출총이익	**690**	**736**	**818**	**910**
판매비와관리비	**536**	**580**	**641**	**714**
조정영업이익	**154**	**156**	**177**	**196**
영업이익	**152**	**154**	**176**	**194**
비영업손익	**35**	**65**	**58**	**72**
순금융비용	-32	-29	-14	-23
관계기업등 투자손익	0	35	42	48
세전계속사업손익	188	219	233	267
계속사업법인세비용	45	55	58	67
계속사업이익	143	164	175	200
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**143**	**164**	**175**	**200**
지배주주	143	164	175	200
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**139**	**164**	**175**	**200**
지배주주	139	164	175	200
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	163	170	192	211
FCF	123	139	156	172
EBITDA마진율 (%)	23.0	22.1	22.7	22.7
영업이익률 (%)	21.4	20.1	20.8	20.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	20.0	21.4	20.7	21.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**889**	**589**	**765**	**968**
현금 및 현금성자산	121	237	408	606
매출채권 및 기타채권	25	43	47	52
재고자산	6	6	7	8
기타유동자산	18	3	3	3
비유동자산	**212**	**678**	**682**	**686**
관계기업투자등	61	482	482	482
유형자산	91	131	130	128
무형자산	5	5	5	5
자산총계	**1,102**	**1,266**	**1,447**	**1,654**
유동부채	**260**	**274**	**293**	**313**
매입채무 및 기타채무	36	226	245	265
단기금융부채	2	2	2	2
기타유동부채	222	45	46	46
비유동부채	**9**	**9**	**9**	**9**
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	3	9	9	9
부채총계	**269**	**283**	**301**	**322**
지배주주지분	**833**	**984**	**1,145**	**1,332**
자본금	60	60	60	60
자본잉여금	254	254	254	254
이익잉여금	507	658	819	1,006
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**833**	**984**	**1,145**	**1,332**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**138**	**155**	**165**	**185**
당기순이익	143	171	175	200
비현금수익비용가감	22	-19	-24	-30
유형자산감가상각비	9	14	14	15
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	0	-2	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	12	10	14	15
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-3	-4	-5
재고자산 감소(증가)	-5	-1	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	31	13	18	20
법인세납부	-38	-59	-58	-67
투자활동으로 인한 현금흐름	**-11**	**-11**	**20**	**26**
유형자산처분(취득)	-17	-5	-5	-5
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-8	-362	0	0
기타투자활동	14	355	25	31
재무활동으로 인한 현금흐름	**-10**	**-13**	**-13**	**-13**
장단기금융부채의 증가(감소)	2	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-12	-13	0	0
기타재무활동	0		0	0
현금의증가	**117**	**116**	**172**	**197**
기초현금	5	121	237	408
기말현금	121	237	408	606

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	11.2	9.3	8.7	7.7
P/CF (x)	10.5	8.6	8.1	7.1
P/B (x)	1.9	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA (x)	4.7	7.0	4.3	3.0
EPS (원)	11,874	13,683	14,583	16,662
CFPS (원)	12,626	14,829	15,766	17,884
BPS (원)	68,954	83,920	98,605	115,281
DPS (원)	1,100	1,100	1,100	1,100
배당성향 (%)	9.3	8.0	7.5	0.0
배당수익률 (%)	0.8	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	22.4	7.8	10.0	10.1
EBITDA증가율 (%)	14.2	3.9	12.9	10.0
영업이익증가율 (%)	15.1	1.1	14.1	10.7
EPS증가율 (%)	4.1	15.2	6.6	14.3
매출채권 회전율 (회)	79.0	25.5	18.7	18.7
재고자산 회전율 (회)	209.9	123.9	125.1	125.2
매입채무 회전율 (회)	628.7	6.7	3.6	3.7
ROA (%)	14.1	13.9	12.9	12.9
ROE (%)	18.5	18.1	16.4	16.1
ROIC (%)	-104.7	-100.5	-102.3	-95.1
부채비율 (%)	32.3	28.7	26.3	24.2
유동비율 (%)	341.6	215.0	261.5	309.3
순차입금/자기자본 (%)	-100.8	-54.3	-61.6	-67.8
영업이익/금융비용 (x)	418.8	419.4	473.5	519.0

자료: 현대홈쇼핑, KDB대우증권 리서치센터 예상

신세계 (004170/Trading Buy)

새로운 세계로의 도전

- 백화점 성장률은 장기적으로 둔화 예상
- 온라인, 쇼핑몰, 전문점, 아울렛 등 새로운 사업 도전
- 소비자 심리 지수 개선시 매출 성장세 개선도 기대

Trading Buy	Maintain
목표주가(원,12M)	252,000
현재주가(12/12/12,원)	216,500
상승여력(%)	16.4
EPS 성장률(12F,%)	-88.9
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	10.7
MKT P/E(12F,x)	10.6
KOSPI	1,975.44
시가총액(십억원)	2,131
발행주식수(백만주)	10
60D 일평균 거래량(천주)	28
60D 일평균 거래대금(십억원)	6
배당수익률(12F,%)	0.3
유동주식비율(%)	72.8
52주 최저가(원)	182,500
52주 최고가(원)	290,000
베타(12M,일간수익률)	0.99
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.1
외국인 보유비중(%)	54.2

주요주주

이명희 외 2인(27.13%)

Aberdeen Asset Manangement Asia Limited

OppenheimerFunds, Inc.(OFI) 외

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.9	-1.6	-11.6
상대주가	3.0	-8.1	-15.6

신세계에 대한 **투자의견 Trading Buy, 목표주가 252,000원을 유지한다.** 신세계의 목표주가는 가치합산방식(Sum-of-the parts)을 이용하여 주당 영업가치와 자산가치를 합하였다. 영업가치 222,000원은 2013년 예상 EPS에 PER 11배를 적용했다. 자산가치 30,000원은 신세계인터내셔날 보유 지분(2012년 12월 11일 종가 90,300원 기준, 동종업이라는 특성으로 자산 가치 할인 없음) 가치를 합산했다.

11월 백화점 매출 강세는 1) 계속해서 억눌렸던 소비 욕구가 표출되고, 2) 추운 날씨로 고가의 겨울 상품인 의류 제품 판매가 호조를 보였기 때문인 것으로 판단된다. 그러나 11월 발표된 소비자 심리지수는 99로 4개월 연속 100 이하를 보이고 있어 **본격적으로 소비가 살아날 것으로 판단하기에는 아직 이른 것으로 보인다.**

매출액 성장 부진도 큰 우려 사항이지만, 판관비 효율 저하와 제품 구성 비율이 악화되면서 이익률 회석이 계속될 것으로 보이는 것이 신세계 주가 상승을 막는 요인이 될 것으로 예상된다. 그러나, 고마진 상품인 의류 매출 호조가 지속된다면 신세계 주가에는 긍정적인 요인이 될 것으로 보인다

기존의 백화점 산업은 장기적으로 볼 때 크게 성장하기 어려울 것으로 보인다. 그 이유는 1) 경기가 회복하더라도 가치형 소비가 지속되면서, 이전과 같은 상향구매 성향이 그리 크지 않을 것으로 보이고, 2) 경제성장률 개선 정도가 완만할 것으로 보이며, 3) 새로운 쇼핑 형태의 등장(예를 들어 아울렛, 쇼핑몰 등)으로 신규 점포 확장 여지가 크지 않기 때문이다. **앞으로 백화점 업체들은 기존의 백화점 산업 형태를 벗어나 전략적으로 새로운 업태를 모색해야 할 것으로 보인다. 신세계 측은 이러한 새로운 업태로 1) 프리미엄 온라인몰, 2) 명품 패션 아울렛, 3) 대형 쇼핑몰, 그리고 전문관 등을 계획하고 있다.** 향후 오픈할 대구점(총 투자비용 7,000억원, 2015년 오픈 예정) 하남점(총 투자비용 9,000억원, 2016년 오픈 예정)은 모두 쇼핑몰 형태로 개발될 계획을 가지고 있다.

❯ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	1,868	239	12.8	1,088	28,829	351	357	18.6	14.0	2.1	42.5
12/11	2,186	268	12.2	3,502	182,729	383	-774	75.7	1.3	1.3	8.7
12/12F	2,239	258	11.5	200	20,302	365	-77	9.6	10.7	1.0	5.6
12/13F	2,328	264	11.3	199	20,213	393	-46	8.7	10.7	0.9	6.0
12/14F	2,400	268	11.2	201	20,440	419	-22	8.1	10.6	0.8	5.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: 신세계, KDB대우증권 리서치센터

신세계 (004170)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**2,186**	**2,239**	**2,328**	**2,400**
매출원가	**773**	**792**	**823**	**849**
매출총이익	**1,413**	**1,447**	**1,505**	**1,552**
판매비와관리비	**1,158**	**1,202**	**1,255**	**1,298**
조정영업이익	**254**	**245**	**250**	**254**
영업이익	**268**	**258**	**264**	**268**
비영업손익	**6**	**-5**	**-12**	**-13**
순금융비용	24	32	63	92
관계기업등 투자손익	14	23	48	76
세전계속사업손익	274	260	259	262
계속사업법인세비용	62	59	59	60
계속사업이익	212	201	200	202
중단사업이익	3,310	0	0	0
당기순이익	**3,522**	**201**	**200**	**202**
지배주주	3,502	200	199	201
비지배주주	21	1	1	1
총포괄이익	**3,371**	**266**	**200**	**202**
지배주주	3,351	265	199	201
비지배주주	20	1	1	1
EBITDA	383	365	393	419
FCF	-774	-77	-46	-22
EBITDA마진율 (%)	17.5	16.3	16.9	17.5
영업이익률 (%)	12.2	11.5	11.3	11.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	160.2	8.9	8.6	8.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**507**	**460**	**493**	**520**
현금 및 현금성자산	78	21	37	50
매출채권 및 기타채권	145	150	156	161
재고자산	192	197	205	211
기타유동자산	26	25	25	25
비유동자산	**3,638**	**3,932**	**5,229**	**5,477**
관계기업투자등	66	66	1,091	1,091
유형자산	2,147	2,430	2,689	2,926
무형자산	40	38	35	33
자산총계	**4,145**	**4,392**	**5,721**	**5,997**
유동부채	**1,323**	**1,413**	**1,445**	**1,471**
매입채무 및 기타채무	285	710	739	671
단기금융부채	384	84	84	174
기타유동부채	655	620	623	626
비유동부채	**642**	**744**	**1,846**	**1,899**
장기금융부채	419	399	1,399	1,399
기타비유동부채	198	345	447	499
부채총계	**1,965**	**2,157**	**3,292**	**3,370**
지배주주지분	**1,965**	**2,190**	**2,382**	**2,575**
자본금	49	49	49	49
자본잉여금	364	364	364	364
이익잉여금	8,118	1,244	1,436	1,629
비지배주주지분	**215**	**44**	**48**	**52**
자본총계	**2,180**	**2,234**	**2,430**	**2,627**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**-34**	**385**	**358**	**354**
당기순이익	274	240	200	202
비현금수익비용가감	153	119	149	145
유형자산감가상각비	126	118	140	163
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-16	0	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-159	27	10	8
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-17	-4	-6	-5
재고자산 감소(증가)	-47	-5	-8	-6
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	12	21	16
법인세납부	-303	-39	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**-466**	**-486**	**-1,434**	**-383**
유형자산처분(취득)	-275	-400	-400	-400
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-116	-39	-3	-2
기타투자활동	-75	-47	-1,032	19
재무활동으로 인한 현금흐름	**566**	**44**	**1,093**	**43**
장단기금융부채의 증가(감소)	485	80	1,100	50
자본의 증가(감소)	162	0	0	0
배당금의 지급	-47	-17	-7	-7
기타재무활동	-33	-19		0
현금의증가	**66**	**-57**	**16**	**14**
기초현금	12	78	21	37
기말현금	78	21	37	50

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	1.3	10.7	10.7	10.6
P/CF (x)	1.3	6.7	6.2	5.8
P/B (x)	1.3	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	8.7	5.6	6.0	5.0
EPS (원)	182,729	20,302	20,213	20,440
CFPS (원)	189,428	32,460	34,701	37,257
BPS (원)	195,864	218,977	238,675	259,359
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	0.2	3.7	3.7	3.7
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	17.0	2.5	4.0	3.1
EBITDA증가율 (%)	9.0	-4.7	7.7	6.7
영업이익증가율 (%)	12.0	-3.4	2.2	1.4
EPS증가율 (%)	533.8	-88.9	-0.4	1.1
매출채권 회전율 (회)	12.7	17.0	15.2	15.2
재고자산 회전율 (회)	5.5	11.5	11.6	11.6
매입채무 회전율 (회)	5.2	5.8	3.2	3.4
ROA (%)	38.1	4.7	4.0	3.5
ROE (%)	75.7	9.6	8.7	8.1
ROIC (%)	3.7	8.9	9.1	9.9
부채비율 (%)	90.2	96.6	135.5	128.3
유동비율 (%)	38.3	32.5	34.1	35.3
순차입금/자기자본 (%)	30.3	17.7	56.6	55.2
영업이익/금융비용 (x)	7.4	6.1	3.6	2.6

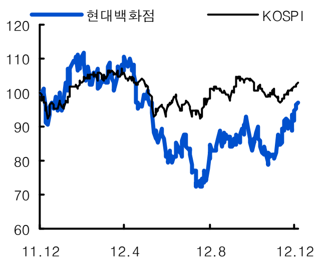
자료: 신세계, KDB대우증권 리서치센터 예상

현대백화점 (069960/Trading Buy)

신규 점포 성공 여부가 성장에 관건

Trading Buy	Maintain
목표주가(원,12M)	**187,000**
현재주가(12/12/12,원)	160,000
상승여력(%)	16.9
EPS 성장률(12F,%)	1.1
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	10.5
MKT P/E(12F,x)	10.6
KOSPI	1,975.44
시가총액(십억원)	3,744
발행주식수(백만주)	23
60D 일평균 거래량(천주)	99
60D 일평균 거래대금(십억원)	14
배당수익률(12F,%)	0.4
유동주식비율(%)	63.5
52주 최저가(원)	116,000
52주 최고가(원)	187,500
베타(12M,일간수익률)	0.91
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.4
외국인 보유비중(%)	37.5
주요주주	
정지선 외 9인(36.16%)	
국민연금관리공단(8.27%)	

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	18.1	18.5	-4.2
상대주가	14.2	12.0	-8.2



- 백화점 성장률은 장기적으로 둔화 예상
- 신규 점포 2016년까지 5개 오픈 예정
- 계열사와의 연계를 통해 머천다이징 강화

현대백화점에 대한 **투자의견은 Trading Buy를 유지하나, 목표주가는 187,000원(이전 목표주가 156,000원)으로 상향 조정한다.** 목표주가의 상향 조정은 목표 PER을 이전 9배에서 11배로 상향 조정한 데 따르는데, 백화점 매출액이 단기적으로 성장할 수 있는 가능성이 있기 때문이다. 현대백화점의 목표주가는 가치합산방식(sum-of-the-parts)을 적용하였는데, 영업가치 177,000원은 2013년 예상 EPS에 PER 11배를 적용하였고, 자산가치 10,000원은 현대홈쇼핑 보유지분 가치(2012년 12월 11일 종가 127,000원 기준, 동종업이라는 이유로 자산가치 할인 없음)를 합해서 산출했다.

경기 침체와 함께 소비 심리도 계속해서 침체된 모습을 보이고 있다. 11월 소비자심리지수는 99로 3개월 연속 100 이하를 기록하고 있다. 소비 심리는 실제 성장률도 중요하지만 향후에 성장률이 어떻게 될 것인지에 더 큰 영향을 받는다. 소비자들의 침체된 소비심리는 백화점 매출에 계속해서 악영향을 미칠 것으로 보인다. **현대백화점의 경우에는 신규점포 개점과 기존점포 확장으로 매출액은 늘어날 것으로 보인다.** 매장 면적의 증가(2012년 8월 오픈한 충청점은 올해 950억원, 내년 2,200억원의 매출을 기록할 것으로 예상, 무역점 증축으로 1,000억원 추가 매출 예상)로 인해 전체 매출액은 증가하나, 감가상각비, 인건비 또한 증가하면서 이익률은 하락세를 보일 것으로 예상된다. 현대백화점은 2016년까지 5개의 신규점포를(1개의 아울렛 포함) 출점할 계획이다.

백화점 산업의 성장 여력에 대한 의문을 가질 수도 있으나, 새로운 개발 프로젝트로 인한 상권의 형성, 교통 개발에 의한 접근성 확대, 소비자의 트레이딩업에 의한 백화점 고객층의 확대 등을 고려할 때 현대백화점의 신규 점포 성공 가능성은 높다고 판단된다.

현대백화점 그룹은 백화점과 홈쇼핑을 주축으로 유통업과 함께 종합 식품 사업을 또 하나의 축으로 성장시키려고 추진 중이다. 이로써 식자재 가공, 단체급식, 외식 사업 등을 주요 사업으로 영위하는 종합식품업체인 현대그린푸드를 중심으로, 백화점 내 외식코너, 간편식품, 반조리식품 등의 상품 판매를 중점 육성할 것으로 보인다.

› Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	1,271	392	30.9	336	14,798	444	-10	17.9	9.4	1.6	8.3
12/11	1,439	450	31.3	346	15,027	514	-302	15.4	10.9	1.6	9.0
12/12F	1,534	437	28.5	356	15,196	505	278	13.6	10.5	1.4	7.3
12/13F	1,640	455	27.7	377	16,113	532	43	12.7	9.9	1.2	7.4
12/14F	1,808	485	26.9	415	17,727	570	141	12.4	9.0	1.1	6.7

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: 현대백화점, KDB대우증권 리서치센터

현대백화점 (069960)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**1,439**	**1,534**	**1,640**	**1,808**
매출원가	**248**	**310**	**331**	**383**
매출총이익	**1,192**	**1,224**	**1,309**	**1,425**
판매비와관리비	**755**	**801**	**868**	**954**
조정영업이익	**437**	**423**	**441**	**471**
영업이익	**450**	**437**	**455**	**485**
비영업손익	**110**	**27**	**38**	**57**
순금융비용	7	10	-1	-19
관계기업등 투자손익	44	23	24	24
세전계속사업손익	561	465	493	542
계속사업법인세비용	166	116	123	136
계속사업이익	395	348	370	407
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**395**	**348**	**370**	**407**
지배주주	346	356	377	415
비지배주주	48	-7	-7	-8
총포괄이익	**391**	**337**	**370**	**407**
지배주주	343	345	377	415
비지배주주	48	-7	-7	-8
EBITDA	514	505	532	570
FCF	-302	278	43	141
EBITDA마진율 (%)	35.7	32.9	32.4	31.5
영업이익률 (%)	31.3	28.5	27.7	26.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	24.1	23.2	23.0	23.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**849**	**1,033**	**1,209**	**1,537**
현금 및 현금성자산	9	147	273	521
매출채권 및 기타채권	625	669	715	789
재고자산	41	44	47	52
기타유동자산	24	21	21	22
비유동자산	**3,871**	**4,137**	**4,467**	**4,792**
관계기업투자등	403	405	407	409
유형자산	3,258	3,476	3,786	4,087
무형자산	39	39	39	39
자산총계	**4,720**	**5,370**	**5,876**	**6,527**
유동부채	**1,132**	**1,339**	**1,410**	**1,581**
매입채무 및 기타채무	707	1,022	1,091	1,261
단기금융부채	115	115	115	115
기타유동부채	310	202	204	206
비유동부채	**695**	**698**	**701**	**704**
장기금융부채	399	0	0	0
기타비유동부채	276	698	701	704
부채총계	**1,828**	**2,037**	**2,111**	**2,285**
지배주주지분	**2,444**	**2,782**	**3,143**	**3,541**
자본금	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612
이익잉여금	1,708	2,046	2,407	2,805
비지배주주지분	**449**	**551**	**622**	**701**
자본총계	**2,892**	**3,333**	**3,765**	**4,242**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**348**	**554**	**449**	**566**
당기순이익	395	347	370	407
비현금수익비용가감	151	109	58	66
유형자산감가상각비	77	81	91	99
무형자산상각비	1	0	0	0
기타	66	-11	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-77	162	22	93
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-42	-46	-73
재고자산 감소(증가)	-14	-3	-3	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	205	69	169
법인세납부	-121	-65	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**-665**	**-397**	**-307**	**-302**
유형자산처분(취득)	-662	-300	-400	-400
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-17	-1	2	2
기타투자활동	14	-96	92	97
재무활동으로 인한 현금흐름	**241**	**-19**	**-17**	**-17**
장단기금융부채의 증가(감소)	213	299	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-17	-17	-17	-17
기타재무활동	45	-2	0	0
현금의증가	**-76**	**138**	**126**	**248**
기초현금	85	9	147	273
기말현금	9	147	273	521

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	10.9	10.5	9.9	9.0
P/CF (x)	8.9	8.6	8.0	7.3
P/B (x)	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	9.0	7.3	7.4	6.7
EPS (원)	15,027	15,196	16,113	17,727
CFPS (원)	18,394	18,688	19,994	21,954
BPS (원)	105,018	118,366	134,486	152,216
DPS (원)	650	650	650	650
배당성향 (%)	4.3	4.3	4.0	3.7
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	13.3	6.6	6.9	10.2
EBITDA증가율 (%)	15.9	-1.8	5.3	7.2
영업이익증가율 (%)	14.8	-2.9	4.1	6.7
EPS증가율 (%)	1.6	1.1	6.0	10.0
매출채권 회전율 (회)	2.7	2.4	2.4	2.4
재고자산 회전율 (회)	42.5	36.2	36.2	36.7
매입채무 회전율 (회)	2.9	1.9	1.6	1.5
ROA (%)	9.1	6.9	6.6	6.6
ROE (%)	15.4	13.6	12.7	12.4
ROIC (%)	12.0	10.6	10.4	10.3
부채비율 (%)	63.2	61.1	56.1	53.9
유동비율 (%)	75.0	77.1	85.8	97.2
순차입금/자기자본 (%)	12.3	-5.5	-8.3	-13.2
영업이익/금융비용 (x)	31.3	24.9	26.3	28.0

자료: 현대백화점, KDB대우증권 리서치센터 예상

GS홈쇼핑 (028150/Trading Buy)

전략의 전환 기대

Trading Buy	Maintain
목표주가(원,12M)	172,000
현재주가(12/12/12,원)	139,500
상승여력(%)	23.3
EPS 성장률(12F,%)	-53.9
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	10.3
MKT P/E(12F,x)	10.6
KOSDAQ	485.33
시가총액(십억원)	915
발행주식수(백만주)	7
60D 일평균 거래량(천주)	23
60D 일평균 거래대금(십억원)	3
배당수익률(12F,%)	2.2
유동주식비율(%)	65.7
52주 최저가(원)	88,600
52주 최고가(원)	153,900
베타(12M,일간수익률)	0.16
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.0
외국인 보유비중(%)	28.0

주요주주

GS(30%)

트러스톤자산운용(9.18%)

Matthews International Capital

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.2	47.5	15.4
상대주가	-11.1	41.0	11.4

- 경쟁사에 비해 낮은 수익성
- 비용 절감에 대한 노력과 효율화로 수익성 개선 노력
- 현금 보유액 높아 새로운 성장 엔진에 투자 기대

GS홈쇼핑에 대한 투자의견을 Trading Buy로 유지하나, 목표주가는 172,000원(이전 목표주가 156,000원)으로 상향 조정한다. 목표주가의 상향 조정은 GS홈쇼핑의 이익 개선 기대감을 반영, 목표 PER을 10배에서 11배로 높였기 때문이다. 목표주가는 2013년 EPS에 목표 PER 11배를 적용해서 산출했다. 그 동안 GS홈쇼핑은 경쟁사에 비해 낮은 수익성을 보였으나, 비용 절감에 대한 노력과 비용 효율화로 수익성 개선에 계속해서 힘쓸 것으로 보인다.

GS홈쇼핑의 향후 성장 전략은 풍부한 현금(3분기말 현금 및 유가증권 보유액 5,400억원)을 바탕으로 새로운 성장 엔진을 모색하는 쪽으로 기대된다. 관련 사업 인수에 대해서는 여전히 구체적인 방향에 대해 고려 중인 것으로 알려져 있다.

향후 GS홈쇼핑의 주가는 채널사업자 수수료 인상 추이와 새로운 성장 엔진 모색이 주요 지표가 될 것을 보인다. GS홈쇼핑은 경쟁사인 CJ오쇼핑과 현대홈쇼핑과 달리 채널사업자에 대한 지분을 갖고 있지 않기 때문에 수수료 인상에 직접 노출되어 있는 점이 우려된다. 홈쇼핑 업체들이 채널사업자에 지불하는 수수료는 2012년 약 20% YoY 이상 상승한 데 이어 2013년에도 약 15% YoY 인상될 것으로 보인다. CATV 이외에도 IPTV와 위성TV 사업자들이 가입자 증가에 따라 수수료 인상을 요구하고 있기 때문이다. GS홈쇼핑은 가전제품 비중을 줄이는 등 수익성 개선에 노력하고 있고, 이로 인해 3분기 실적이 대폭 개선되었으나 향후에도 상품믹스 개선을 꾸준히 지속해야 할 것이다.

GS홈쇼핑은 그동안 경쟁사에 비해 이익 성장률이 뒤쳐져왔다. 그 이유는 이익률이 낮은 가전제품 판매 비중이 높았고, 계열사와의 연계 마케팅(현대홈쇼핑은 현대백화점과, CJ오쇼핑은 CJ계열사들과, 롯데홈쇼핑은 롯데쇼핑과)에 있어 열세를 보여왔기 때문이다. 그러나, MD 개편, 상품 개편 등으로 제품 구색이 좋아질 수 있는 여지는 남아있어, GS홈쇼핑의 전략적 방향에 따라 이익 성장률을 높일 수 있을 것으로 보인다.

❯ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	792	117	14.7	97	14,816	127	-97	24.6	7.4	1.7	5.4
12/11	906	106	11.7	192	29,322	116	244	37.1	4.0	1.3	1.3
12/12F	1,001	113	11.2	89	13,526	117	-192	13.8	10.3	1.4	4.9
12/13F	1,124	127	11.3	103	15,644	132	83	14.3	8.9	1.2	4.1
12/14F	1,263	144	11.4	118	17,988	149	93	14.6	7.8	1.0	3.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익

자료: GS홈쇼핑, KDB대우증권 리서치센터

GS홈쇼핑 (028150)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**906**	**1,001**	**1,124**	**1,263**
매출원가	**160**	**152**	**188**	**229**
매출총이익	**746**	**849**	**937**	**1,035**
판매비와관리비	**637**	**735**	**808**	**890**
조정영업이익	**110**	**114**	**129**	**145**
영업이익	**106**	**113**	**127**	**144**
비영업손익	**156**	**8**	**10**	**14**
순금융비용	-20	-36	-28	-32
관계기업등 투자손익	137	-15	-18	-18
세전계속사업손익	262	118	137	157
계속사업법인세비용	70	30	34	39
계속사업이익	192	89	103	118
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**192**	**89**	**103**	**118**
지배주주	192	89	103	118
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	**195**	**89**	**103**	**118**
지배주주	195	89	103	118
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	116	117	132	149
FCF	244	-192	83	93
EBITDA마진율 (%)	12.9	11.7	11.8	11.8
영업이익률 (%)	11.7	11.2	11.3	11.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	21.2	8.9	9.1	9.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**707**	**743**	**836**	**946**
현금 및 현금성자산	313	338	382	437
매출채권 및 기타채권	45	381	428	481
재고자산	42	16	19	21
기타유동자산	12	7	7	7
비유동자산	**261**	**320**	**344**	**369**
관계기업투자등	6	65	65	65
유형자산	62	60	67	73
무형자산	22	22	22	21
자산총계	**967**	**1,062**	**1,179**	**1,314**
유동부채	**351**	**376**	**408**	**444**
매입채무 및 기타채무	238	304	336	372
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	112	71	72	73
비유동부채	**10**	**10**	**10**	**10**
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	7	10	10	10
부채총계	**360**	**385**	**418**	**454**
지배주주지분	**607**	**677**	**761**	**860**
자본금	33	33	33	33
자본잉여금	80	80	80	80
이익잉여금	512	582	665	765
비지배주주지분	**0**	**0**	**0**	**0**
자본총계	**607**	**677**	**761**	**860**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**3**	**93**	**85**	**97**
당기순이익	192	89	103	118
비현금수익비용가감	-75	31	-1	-2
유형자산감가상각비	5	3	4	4
무형자산상각비	2	0	0	0
기타	-5	-19	5	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-81	14	-16	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-36	-47	-53
재고자산 감소(증가)	-17	25	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	40	24	32	35
법인세납부	-34	-54	-34	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**287**	**-49**	**-22**	**-23**
유형자산처분(취득)	-15	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-15	10	0	0
기타투자활동	317	-58	-22	-23
재무활동으로 인한 현금흐름	**-19**	**-19**	**-19**	**-19**
장단기금융부채의 증가(감소)	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	-2	0	0
배당금의 지급	-19	-19	-19	-19
기타재무활동	0	2	0	0
현금의증가	**271**	**25**	**44**	**55**
기초현금	42	313	338	382
기말현금	313	338	382	437

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	4.0	10.3	8.9	7.8
P/CF (x)	3.8	9.9	8.6	7.5
P/B (x)	1.3	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA (x)	1.3	4.9	4.1	3.2
EPS (원)	29,322	13,526	15,644	17,988
CFPS (원)	30,380	14,063	16,218	18,600
BPS (원)	91,254	101,397	117,089	135,131
DPS (원)	3,500	3,000	3,000	3,000
배당성향 (%)	11.6	22.2	19.2	16.7
배당수익률 (%)	3.0	2.2	2.2	2.2
매출액증가율 (%)	14.4	10.5	12.3	12.4
EBITDA증가율 (%)	-8.4	0.8	12.7	12.7
영업이익증가율 (%)	-9.0	6.0	13.0	13.1
EPS증가율 (%)	97.9	-53.9	15.7	15.0
매출채권 회전율 (회)	6.2	5.0	2.8	2.8
재고자산 회전율 (회)	27.4	34.4	64.4	64.4
매입채무 회전율 (회)	40.3	6.1	3.5	3.6
ROA (%)	22.4	8.8	9.2	9.5
ROE (%)	37.1	13.8	14.3	14.6
ROIC (%)	-324.9	221.0	48.1	47.1
부채비율 (%)	59.3	56.9	54.9	52.8
유동비율 (%)	201.5	197.6	204.6	212.9
순차입금/자기자본 (%)	-100.1	-49.9	-50.2	-50.8
영업이익/금융비용 (x)	148.3		177.6	

자료: GS홈쇼핑, KDB대우증권 리서치센터 예상

이마트 (139480/중립)

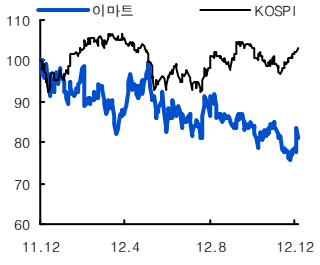
규제는 당분간 계속될 듯

중립	Maintain
목표주가(원,12M)	-
현재주가(12/12/12,원)	232,500
상승여력(%)	0.0
EPS 성장률(12F,%)	71.4
MKT EPS 성장률(12F,%)	10.1
P/E(12F,x)	12.4
MKT P/E(12F,x)	10.6
KOSPI	1,975.44
시가총액(십억원)	6,481
발행주식수(백만주)	28
60D 일평균 거래량(천주)	28
60D 일평균 거래대금(십억원)	6
배당수익률(12F,%)	0.3
유동주식비율(%)	72.9
52주 최저가(원)	212,500
52주 최고가(원)	290,500
베타(12M,일간수익률)	0.60
주가변동성(12M daily,%,SD)	2.0
외국인 보유비중(%)	63.8

주요주주

이명희 외 3인(27.14%)
Aberdeen Asset Manangement Asia Limited
First State Investment Management (UK)

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.7	-6.1	-15.9
상대주가	-6.6	-12.6	-19.9



- 할인점 산업 성장 정체기 들어섬
- 규제로 인해 기존 점포 성장률 떨어지고, 신규 점포 오픈도 어려움
- 저가의 창고형 매장 또는 온라인몰에서 성장 도모

이마트에 대한 **투자의견은 중립을 유지한다**. 이마트는 할인점 산업의 성장 정체기가 당분간 지속될 것으로 보이고, 이로 인해 향후 성장률이 계속해서 부진할 것으로 예상된다. 또한 대부분의 점포가 휴일 영업을 재개하였으나 추가 규제 가능성이 존재한다. 휴일 영업 재개로 인한 매출 회복세도 경기 침체로 인해 제한적일 것으로 보여 주가의 추가 상승 여력이 많지 않은 것으로 판단된다.

향후 이마트는 기존의 대형점포 형태보다는 저가의 창고형 매장, 온라인몰 등에서 더 높은 성장을 기록할 것으로 보인다. 특히, 불황기에는 가격 할인폭이 큰 창고형 할인점이 각광을 받을 것으로 예상된다. 이마트는 현재 7개의 창고형 할인점을 운영하고 있다. 온라인몰은 주로 공산품 위주로 매출이 일어나고 있는데, 배송되는 신선식품의 품질에 대한 신뢰도가 높아지게 되면서 식품 분야로 매출을 확대해 나가고 있다. 배송비 부담이 있어 규모의 경제를 이루기에는 다소 시간이 걸릴 것으로 예상된다. 신규 사업인 이마트몰과 이마트 트레이더스는 전체 매출에서 8.6%를 기록하면서 꾸준히 비중이 늘어가고 있지만, 여전히 전체 매출액을 눈에 띄게 성장시키기에는 역부족이고 이익률 또한 낮은 관계로 이마트의 주가 약세는 당분간 이어질 것으로 보인다

이마트는 중국에 이어 베트남 시장 진출도 계획하고 있다. 내년 중 베트남 1호점을 오픈하고, 2017년까지 14개 점포를 오픈할 예정이다. 현재 이마트는 중국에서 16개의 매장을 운영하고 있는데, 올해 4,600억원 매출(작년 5,400억원, 27개 점포 중 지분 매각 7개, 자산 매각 2개, 영업 종료 2개)을 기록할 것으로 예상되고, 500억원 손실(직년 950억원 손실)을 기록할 것으로 예상된다. **해외 사업은 당분간 이익 기여를 하기는 어려울 것으로 보인다**.

특히, 이마트의 자사상표 상품은 신세계 인터내셔널과의 협력으로 더욱 성공적인 사업으로 자리잡을 것으로 보인다. 생활용품을 판매하는 자연주의, 합리적 가격의 의류를 판매하는 데이즈 등이 좋은 자사상표 제품의 예인데, 전세계적으로 SPA 브랜드들이 성공을 거두고 있는 시기에, 합리적이고 디자인이 뛰어난 이마트의 자사상표 상품은 이마트의 새로운 성장 동력으로 자리잡을 것으로 기대된다

❯ Earnings & Valuation Metrics

결산기	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	순이익 (십억원)	EPS (원)	EBITDA (십억원)	FCF (십억원)	ROE (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)
12/10	0	0		0		0	0				
12/11	7,974	491	6.2	306	10,972	750	642	5.6	25.4	1.5	14.4
12/12F	11,938	763	6.4	524	18,808	1,120	1,421	9.1	12.4	1.1	5.8
12/13F	12,313	813	6.6	555	19,897	1,161	1,378	8.9	11.7	1.0	5.6
12/14F	12,727	854	6.7	580	20,789	1,208	1,513	8.5	11.2	0.9	5.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속순이익
자료: 이마트, KDB대우증권 리서치센터

이마트 (139480)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
매출액	**7,974**	**11,938**	**12,313**	**12,727**
매출원가	**5,788**	**8,933**	**9,214**	**9,523**
매출총이익	**2,186**	**3,005**	**3,100**	**3,204**
판매비와관리비	**1,652**	**2,206**	**2,250**	**2,313**
조정영업이익	**534**	**800**	**849**	**891**
영업이익	**491**	**763**	**813**	**854**
비영업손익	**-40**	**-50**	**-58**	**-64**
순금융비용	77	84	94	104
관계기업등 투자손익	10	23	21	24
세전계속사업손익	451	720	762	796
계속사업법인세비용	136	180	191	199
계속사업이익	315	540	571	597
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**315**	**540**	**571**	**597**
지배주주	306	524	555	580
비지배주주	9	16	17	18
총포괄이익	**95**	**683**	**571**	**597**
지배주주	86	667	555	580
비지배주주	9	16	17	18
EBITDA	750	1,120	1,161	1,208
FCF	642	1,421	1,378	1,513
EBITDA마진율 (%)	9.4	9.4	9.4	9.5
영업이익률 (%)	6.2	6.4	6.6	6.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.8	4.4	4.5	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
유동자산	**1,059**	**1,068**	**1,154**	**1,265**
현금 및 현금성자산	52	59	115	193
매출채권 및 기타채권	273	275	283	293
재고자산	606	609	628	649
기타유동자산	65	65	66	67
비유동자산	**10,051**	**11,364**	**12,277**	**13,190**
관계기업투자등	116	116	116	116
유형자산	7,634	8,934	9,834	10,734
무형자산	217	209	201	193
자산총계	**11,110**	**12,432**	**13,431**	**14,455**
유동부채	**3,040**	**3,351**	**3,409**	**3,567**
매입채무 및 기타채무	1,062	1,697	1,751	1,905
단기금융부채	1,221	368	368	368
기타유동부채	758	1,285	1,290	1,294
비유동부채	**2,495**	**3,002**	**3,409**	**3,717**
장기금융부채	1,775	843	843	843
기타비유동부채	635	2,159	2,567	2,874
부채총계	**5,535**	**6,353**	**6,818**	**7,284**
지배주주지분	**5,486**	**5,990**	**6,523**	**7,082**
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	211	715	1,248	1,807
비지배주주지분	**89**	**89**	**89**	**89**
자본총계	**5,575**	**6,079**	**6,613**	**7,171**

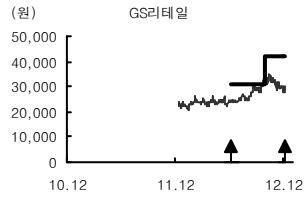
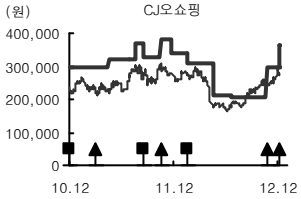
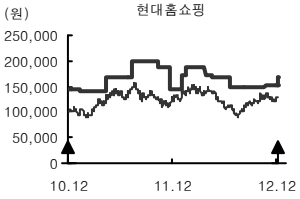
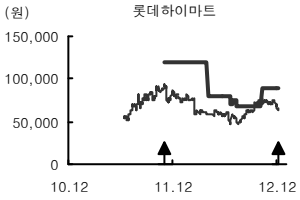
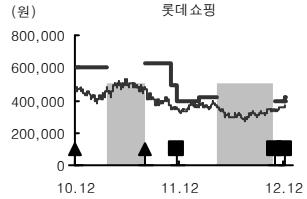
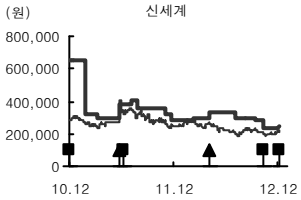
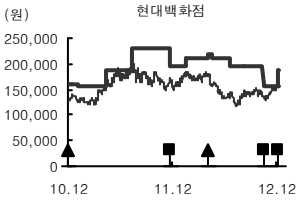
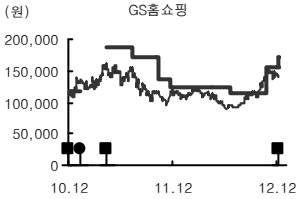
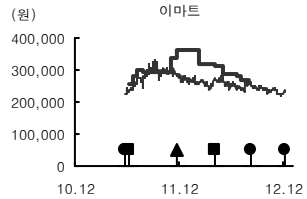
예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
영업활동으로 인한 현금흐름	**681**	**1,207**	**877**	**1,003**
당기순이익	451	636	571	597
비현금수익비용가감	370	311	276	279
유형자산감가상각비	211	298	304	310
무형자산상각비	6	8	8	8
기타	-19	-56	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-131	368	29	127
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-38	-2	-9	-10
재고자산 감소(증가)	-48	7	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	37	-24	-19	-21
법인세납부	-9	-108	0	0
투자활동으로 인한 현금흐름	**-677**	**-1,602**	**-1,201**	**-1,204**
유형자산처분(취득)	-381	-800	-400	-400
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-104	-58	-2	-2
기타투자활동	-188	-745	-799	-802
재무활동으로 인한 현금흐름	**2**	**420**	**379**	**279**
장단기금융부채의 증가(감소)	43	499	400	300
자본의 증가(감소)	-3	0	0	0
배당금의 지급	0	-21	-21	-21
기타재무활동	-38	-58		
현금의증가	**8**	**8**	**56**	**78**
기초현금	44	52	59	115
기말현금	52	59	115	193

예상 주당가치 및 Valuation (요약)

	12/11	12/12F	12/13F	12/14F
P/E (x)	25.4	12.4	11.7	11.2
P/CF (x)	14.9	7.7	7.5	7.2
P/B (x)	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	14.4	5.8	5.6	5.3
EPS (원)	10,972	18,808	19,897	20,789
CFPS (원)	18,730	30,316	31,088	32,191
BPS (원)	189,142	212,614	232,796	253,879
DPS (원)	750	750	750	750
배당성향 (%)	6.8	4.0	3.8	3.6
배당수익률 (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)		49.7	3.2	3.4
EBITDA증가율 (%)		49.3	3.7	4.1
영업이익증가율 (%)		55.6	6.5	5.0
EPS증가율 (%)		71.4	5.8	4.5
매출채권 회전율 (회)	35.4	47.8	44.2	44.2
재고자산 회전율 (회)	13.2	19.7	19.9	19.9
매입채무 회전율 (회)	9.5	9.4	7.1	7.0
ROA (%)	2.8	4.6	4.4	4.3
ROE (%)	5.6	9.1	8.9	8.5
ROIC (%)	10.1	8.1	8.9	9.7
부채비율 (%)	99.3	104.5	103.1	101.6
유동비율 (%)	34.9	31.9	33.8	35.5
순차입금/자기자본 (%)	51.7	18.0	15.7	13.3
영업이익/금융비용 (x)	5.7	8.1	7.6	7.3

자료: 이마트, KDB대우증권 리서치센터 예상

› Compliance Notice

- CJ오쇼핑: 회사가 LP업무를 수행하는 ELW의 기초자산 발행법인. CJ오쇼핑: 회사가 발행한 ELW의 기초자산 발행 법인.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자의견 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(═), Not covered(▨))
  ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)