

2013. 10. 04

Analyst

이지연 02) 3777-8484
jiyeon.lee@kbsec.co.kr윤종민 02) 3777-8445
jongmin_yoon@kbsec.co.kr

유통 (NEUTRAL)

Earnings Preview

Recommendations

롯데쇼핑 (023530)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 450,000원 (상향)

현대백화점 (069960)

투자의견: HOLD (유지)
목표주가: 185,000원 (상향)

신세계 (004170)

투자의견: HOLD (유지)
목표주가: 250,000원 (상향)

CJ오쇼핑 (035760)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 410,000원 (유지)

현대홈쇼핑 (057050)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 200,000원 (유지)

GS홈쇼핑 (028150)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 290,000원 (상향)

이마트 (139480)

투자의견: HOLD (유지)
목표주가: 265,000원 (상향)

GS리테일 (007070)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 37,000원 (유지)

롯데하이마트 (071840)

투자의견: BUY (유지)
목표주가: 105,000원 (유지)

3Q13 Preview: 실적 부진의 저점 확인 예상

유통업종 커버리지 9개사의 합산 영업이익은 -4.5% YoY로 컨센서스 대비 3.5% 하회할 전망이다, 영업이익 감소 폭의 축소로 실적 부진의 저점 확인이 기대된다. 단기적으로는 예상보다 양호한 기존점 신장률을 기록하며 백화점 업태의 실적 모멘텀이 부각될 전망이다. 동종업태 대비 견조한 실적 흐름이 예상되는 롯데쇼핑과 현대홈쇼핑을 업종 내 top-pick으로 제시한다.

커버리지 9개사 합산 영업이익 -4.5% YoY로 컨센서스 대비 3.5% 하회 예상

유통업종 커버리지 9개사의 합산 매출액 및 영업이익은 각각 +3.3% YoY, -4.5% YoY인 13.39조원, 8,125억원으로 컨센서스 대비 각각 0.8%, 3.5% 하회할 전망이다. 업체별로는 신세계 및 이마트가 예상보다 양호한 기존점 신장률을 기록하여 기대치를 소폭 상회할 것으로 추정되는 반면, 롯데하이마트의 경우 계절 가전상품의 수요가 2분기에 선반영되어 예상보다 부진한 실적을 기록할 것으로 예상된다.

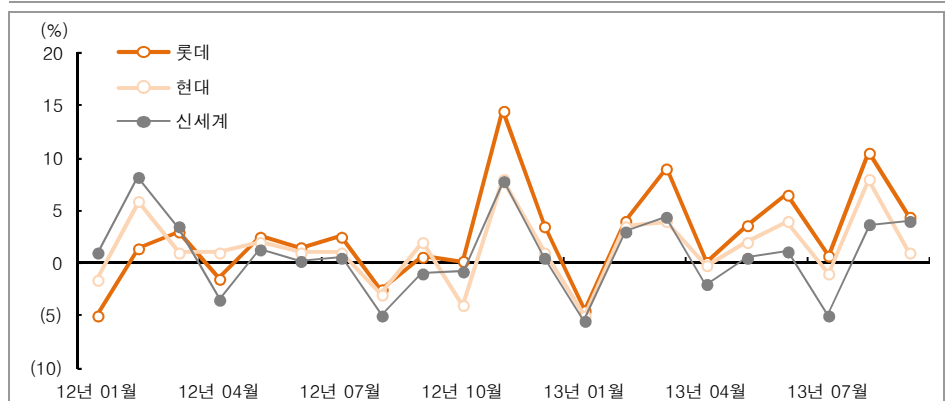
단기적으로 백화점 업태 실적 모멘텀 부각 예상

백화점의 기존점 신장률이 7월을 저점으로 8~9월 양호하게 회복되면서 백화점 업태의 저점 확인에 대한 기대감이 형성되고 있음을 단기적으로 주목할 만하다. 1) 백화점 매출액의 20% 이상을 차지하고 있는 여성의류는 여전히 역신장 중이나 그 폭이 둔화되고 있고, 2) 백화점 업체들도 수익성 개선을 위한 판촉비 절감 등에 집중하고 있으며, 3) 2014년 1분기 기저효과가 예상된다는 점 등을 감안할 때, 단기적 실적 모멘텀 회복 기대감은 유효하다는 판단이다.

유통업종 중립 투자의견 유지, 롯데쇼핑 및 현대홈쇼핑 top-pick 제시

소비의 순환적 회복 기대감은 유효하나 유통업체의 구조적 성장 전략 및 소비여력 측면에서 추세적인 우상향을 기대하기는 아직 이르다고 판단되는 만큼 유통업종에 대한 중립 투자의견을 유지한다. 업종 내에서는 경기회복에 대한 기대감의 초기 국면에서 1) 기저효과, 2) 실적의 하방경직성, 3) valuation 매력도에 의존한 주가 변동성이 예상됨을 감안할 때, 롯데쇼핑 및 현대홈쇼핑을 top-pick으로 제시한다. 롯데쇼핑의 경우 백화점 3사 중 적극적인 상품군 및 업태 다각화 전략이 최근의 소비트렌드 변화에 있어 유효하다는 판단이다. 현대홈쇼핑의 경우 경쟁업체 대비 부진했던 실적 격차의 축소가 기대된다.

백화점 3사 월별 기존점 신장률 추이



자료: 각 사, KB투자증권

표 1. 유통 업종 커버리지 9개사 3Q13 실적 Preview

(단위: 십억원)	3Q13E	컨센서스	차이 (%)	3Q12	YoY (%)	3Q13 Preview 요약
롯데쇼핑						BUY / TP: 450,000원
매출액	7,205.1	7,269.5	(0.9)	6,054.9	19.0	- 백화점 부문 3분기 기준점 신장률 +4.9% YoY로 추정치 상회
영업이익	346.6	359.0	(3.5)	320.3	8.2	- 할인점 부문 3분기 기준점 신장률 -4.7% YoY로 추정치 상회
영업이익률 (%)	4.8	4.9		5.3		- 롯데하이마트 및 홈쇼핑 부문 실적 개선 폭 예상보다 부진
순이익	222.5	246.6	(9.8)	194.1	14.7	- 업종 내 top-pick으로 제시
현대백화점						HOLD / TP: 185,000원
매출액	364.6	367.8	(0.9)	346.2	5.3	- 기존점 신장률 개선 추세
영업이익	70.6	77.0	(8.3)	71.2	(0.8)	- 무역점 영업면적 확장 효과 기대에 못 미치는 수준
영업이익률 (%)	19.4	20.9		20.6		- 무역점 확장 효과 및 기존점 신장률 회복으로 4분기 단기적 실적 모멘텀 예상되나, 역사적 valuation의 상단
순이익	65.2	69.2	(5.8)	65.7	(0.8)	
신세계						HOLD / TP: 250,000원
매출액	590.2	582.2	1.4	535.7	10.2	- 백화점 기존점 신장률 개선 추세
영업이익	41.9	39.5	6.1	19.4	116.4	- 판매촉진비 절감 및 온라인몰의 백화점 상품 비중 증가로 수익성 개선 전략 유효
영업이익률 (%)	7.1	6.8		3.6		- 동종업체 대비 부담스러운 valuation으로 HOLD 의견 유지
순이익	24.0	21.9	9.4	25.9	(7.5)	
CJ오쇼핑						BUY / TP: 410,000원
매출액	591.5	603.6	(2.0)	n/a	n/a	- 적극적인 PB 브랜드 확대에 따른 매출총이익률 개선
영업이익	67.5	67.4	0.1	n/a	n/a	- 송출수수료 증가율 연초 가정 대비 하향조정
영업이익률 (%)	11.4	11.2		n/a		- TV 성장을 둔화 예상되나, 모바일 채널은 견조한 성장이 예상
순이익	46.3	44.8	3.5	n/a	n/a	- 2013년 모바일 취급고 비중 7.2% 전망 (2012년 2.5%)
현대홈쇼핑						BUY / TP: 200,000원
매출액	192.6	195.2	(1.4)	176.7	9.0	- 작년 3분기 부진했던 TV 취급고 성장을 회복
영업이익	32.8	34.5	(5.0)	30.9	6.0	- 모바일 부문 상반기 대비 성장 폭 확대
영업이익률 (%)	17.0	17.7		17.5		- 의류 비중 확대 속도 예상보다 더디게 진행
순이익	33.4	34.3	(2.6)	34.9	(4.3)	- 업종 내 단기 실적 모멘텀 부각 예상되어 top-pick으로 제시
GS홈쇼핑						BUY / TP: 290,000원
매출액	250.6	254.9	(1.7)	n/a	n/a	- 2012년 하반기부터 의류 매출 비중의 가파른 확대에 따른
영업이익	33.1	34.2	(3.2)	n/a	n/a	- 역기저효과로 영업이익 증가 폭 미미
영업이익률 (%)	13.2	13.4		n/a		- 모바일 부문 취급고 고성장 예상
순이익	28.0	29.1	(3.6)	n/a	n/a	- 상품 경쟁력 부각으로 견조한 외형성장 기대
이마트						HOLD / TP: 265,000원
매출액	3,426.2	3,435.3	(0.3)	3,381.3	1.3	- 3분기 기준점 신장률 -3.0% YoY로 추정치 상회
영업이익	213.9	212.0	0.9	216.0	(1.0)	- 4분기 기준점 신장률 -1.0% YoY 수준 예상
영업이익률 (%)	6.2	6.2		6.4		- 이마트몰 확장, 중국시장 철수 기대감, 제한적 규제 리스크 등
순이익	140.4	147.6	(4.9)	154.5	(9.1)	- 단기 모멘텀 존재하나, 최근 주가 상승이 이를 반영했다는 판단
GS리테일						BUY / TP: 37,000원
매출액	1,294.1	1,304.8	(0.8)	1,194.6	8.3	- 편의점 부문 영업이익 +17.9% YoY 기록하며 실적 성장 견인
영업이익	65.4	65.6	(0.3)	59.1	10.7	- 슈퍼 부문 영업이익 -46.7% YoY 기록하며 부진 지속
영업이익률 (%)	5.1	5.0		4.9		- 편의점 점포 수 +11.2% YoY로 점유율 확대 예상
순이익	48.1	51.1	(5.7)	49.8	(3.4)	- 장기적 관점에서의 매수 전략 추천
롯데하이마트						BUY / TP: 105,000원
매출액	958.7	993.7	(3.5)	928.0	3.3	- 에어컨 등 계절상품 수요 2분기에 선반영
영업이익	65.6	71.4	(8.1)	68.1	(3.7)	- 기존 마케팅비용으로 인식되던 카드사와의 공동진행 프로모션
영업이익률 (%)	6.8	7.2		7.3		- 비용이 3분기부터 매출활동으로 반영
순이익	45.2	50.2	(9.9)	39.6	14.3	- 피인수 이후 신용등급 상승으로 이자비용 감소

자료: 각 사, FnGuide, KB투자증권

주: 1) 연결기준 (현대홈쇼핑 제외)

2) CJ오쇼핑, GS홈쇼핑 연결기준 분기실적은 1Q13부터 발표

롯데쇼핑 (BUY / TP: 450,000원)

백화점 및 할인점 부문
3Q13 실적 예상보다 양호,
백화점 업태 내 top-pick 유지

롯데쇼핑의 3Q13 총매출액은 전년동기대비 20.1% 증가한 7.5조원, 영업이익은 전년동기대비 8.2% 증가한 3,466억원을 기록하며, 영업이익 기준으로 컨센서스 대비 3.5% 하회할 전망이다. 1) 백화점 부문의 경우 3분기 기준점 신장률은 +4.9% YoY로 기존 KB 추정치 +3.5% YoY를 상회하여 동 부문의 영업이익이 전년동기대비 8.0% 증가하며 예상보다 양호한 실적을 기록할 것으로 예상된다. 2) 할인점 부문의 경우는 3분기 기준점 신장률이 -4.7% YoY로 KB 추정치 -6.5% YoY 대비 역신장 폭이 축소되어 영업이익 감소 폭이 예상보다 양호한 -3.0% YoY를 기록할 전망이다. 그러나 롯데하이마트 및 홈쇼핑 부문의 실적 개선 폭이 예상보다 부진하여 전사의 영업이익은 기대치에 소폭 못 미칠 전망이다.

롯데쇼핑 영업이익의 46.6% (2013년 기준)를 차지하고 있는 백화점 부문의 실적이 예상보다 양호하게 개선되고 있다는 점은 긍정적이다. 특히, 3분기 기준점 신장률의 경우 경쟁업체 대비 양호한 흐름을 보여주고 있는데, 이는 1) 동사가 적극적으로 확대하고 있는 아울렛의 실적 호조 및 2) 상대적으로 높은 매스 브랜드 비중으로 인해 객수 증가율이 약 10% 수준으로 경쟁업체 대비 높게 유지되고 있기 때문으로 판단된다. 또한, 영업이익 비중 17.8%를 차지하고 있는 할인점 부문도 의무휴업 확대에도 불구하고 실적 감소 폭이 예상보다 양호하여 규제 리스크가 해소되는 2014년 이후 실적 개선에 대한 가시성을 높여준다는 판단이다.

1) 예상보다 견조한 아울렛 및 백화점 기준점 신장률 회복 정도, 2) 할인점 부문의 역성장 폭 둔화 등을 반영하여 롯데쇼핑의 2013~14년 영업이익을 각각 1.0%, 0.2% 상향 조정하며, 목표주가 또한 450,000원으로 기존 대비 7.1% 상향 조정한다. 단기적으로 백화점 업황이 바닥을 다지고 있는 가운데, 합리적 소비패턴의 정착과 더불어 아울렛, 매스 브랜드의 도입 등 적극적인 업태 다각화 및 MD 다양화는 유효한 전략으로 판단되는 만큼, 동사에 대한 매수 투자 의견을 유지하며 백화점 업태 내 top-pick으로 제시한다.

표 2. 롯데쇼핑 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	7,205.1	7,269.5	(0.9)	6,054.9	19.0	6,977.4	3.3
영업이익	346.6	359.0	(3.5)	320.3	8.2	414.0	(16.3)
영업이익률 (%)	4.8	4.9		5.3		5.9	
세전이익	309.1	332.7	(7.1)	285.2	8.4	341.7	(9.5)
세전이익률 (%)	4.3	4.6		4.7		4.9	
순이익	222.5	246.6	(9.8)	194.1	14.7	280.4	(20.6)
순이익률 (%)	3.1	3.4		3.2		4.0	

자료: 롯데쇼핑, Fnguide, KB투자증권

표 3. 롯데쇼핑 2013~2014년 추정치 변경

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		차이 (%)	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
총매출액	29,801.2	32,170.3	29,939.6	32,370.1	(0.5)	(0.6)
순매출액	28,697.3	30,883.4	28,855.2	31,127.1	(0.5)	(0.8)
영업이익	1,593.0	1,715.9	1,577.4	1,712.4	1.0	0.2
영업이익률 (%)	5.6	5.6	5.5	5.5		
세전이익	1,459.6	1,640.9	1,444.0	1,637.4	1.1	0.2
세전이익률 (%)	5.1	5.3	5.0	5.3		
순이익	1,072.3	1,181.4	1,061.1	1,178.9	1.1	0.2
순이익률 (%)	3.7	3.8	3.7	3.8		
지배주주지분 순이익	976.0	1,086.9	965.6	1,084.6	1.1	0.2
순이익률 (지배주주, %)	3.4	3.5	3.3	3.5		
EPS (원)	31,005	34,530	30,677	34,457	1.1	0.2

자료: KB투자증권

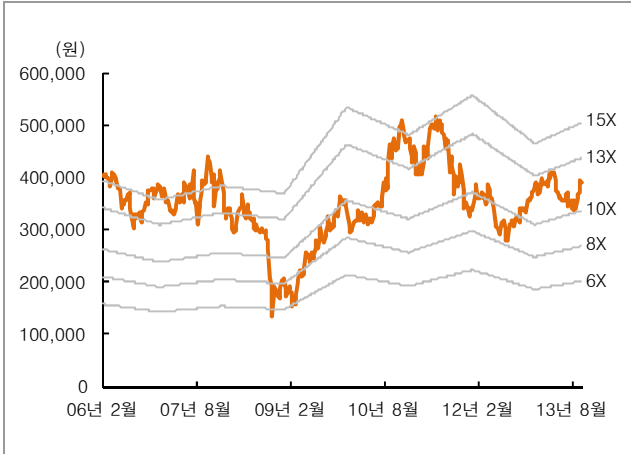
표 4. 롯데쇼핑 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	
매출액	25,043.7	28,697.3	30,883.4	32,994.8	35,076.4	37,181.2	39,360.5	41,667.4	44,109.6	46,694.9	49,431.8	
EBIT	1,467.5	1,593.0	1,715.9	1,844.4	1,964.5	2,108.8	2,241.0	2,372.4	2,511.4	2,658.6	2,814.5	
(-) 법인세	425.7	422.7	480.4	516.4	550.1	590.5	627.5	664.3	703.2	744.4	788.0	
NOPLAT	1,041.8	1,170.3	1,235.4	1,328.0	1,414.4	1,518.3	1,613.5	1,708.1	1,808.2	1,914.2	2,026.4	
(+) 자산상각비	724.3	756.7	816.6	884.8	968.3	1,038.6	1,163.6	1,231.8	1,304.0	1,380.5	1,461.4	
Gross Cash Flow	1,766.0	1,927.0	2,052.0	2,212.8	2,382.7	2,556.9	2,777.2	2,939.9	3,112.3	3,294.7	3,487.8	
(-) 운전자본 증감	(615.3)	156.3	85.6	81.6	81.7	81.9	84.3	82.6	82.9	83.3	83.0	
(-) 설비투자	(1,778.5)	(1,850.0)	(1,945.7)	(2,078.7)	(2,167.7)	(2,297.8)	(2,432.5)	(2,575.0)	(2,726.0)	(2,885.7)	(3,054.9)	
Free Cash Flow	(627.8)	233.3	191.9	215.7	296.7	341.0	429.0	447.5	469.2	492.2	515.8	
FCF의 현재가치		227.4	177.7	189.7	247.8	270.5	323.2	320.2	318.9	317.7	316.3	
WACC (%)	5.3	[민감도 분석]										
FCF 현재가치의 합 (A)	2,709.3	WACC (%)	(원)	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
영구성장률 (%)	3.0		3.8	424,364	522,452	675,505	947,705	1,566,849	4,361,739	(5,816,694)	(1,768,184)	(1,050,592)
영속가치의 현재가치 (B)	13,843.6		4.3	339,181	404,361	498,071	644,293	904,345	1,495,856	4,166,006	(5,558,150)	(1,690,330)
기업가치 (C=A+B)	16,552.8		4.8	277,229	323,056	385,340	474,888	614,614	863,114	1,428,348	3,979,883	(5,312,299)
순부채 (D)	3,400.9		5.3	230,340	263,918	307,719	367,249	452,837	586,386	823,897	1,364,139	3,802,855
우선주가치 (E)	-		5.8	193,764	219,155	251,255	293,128	350,038	431,859	559,530	786,589	1,303,054
적정 보통주가치 (F=C-D-E)	13,151.9		6.3	164,548	184,232	208,511	239,205	279,243	333,660	411,897	533,975	751,086
발행주식수 (천주) (G)	29,043.4		6.8	140,763	156,334	175,160	198,380	227,735	266,028	318,072	392,897	509,651
적정주가 (원) (H=F/G)	452,837		7.3	121,093	133,619	148,514	166,523	188,735	216,816	253,446	303,231	374,808

자료: KB투자증권

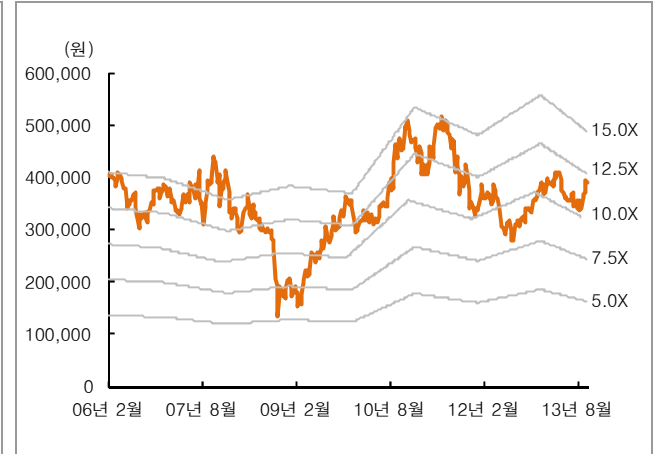
주: WACC = 무위험수익률 4.5%, 베타 0.64 (과거 3년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

그림 1. 롯데쇼핑 12개월 Fwd PER Band 차트



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 2. 롯데쇼핑 Trailing PER Band 차트



자료: Fnguide, KB투자증권

표 5. 롯데쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
총매출액	6,197.0	6,061.0	6,248.0	7,311.0	7,097.0	7,256.0	7,505.3	7,942.6	25,817.0	29,801.2	32,170.3
순매출액	5,991.9	5,874.1	6,054.9	7,122.7	6,889.9	6,977.4	7,205.1	7,624.9	25,043.7	28,697.3	30,883.4
백화점	2,134.0	2,120.0	1,838.0	2,575.0	2,125.0	2,095.0	1,973.6	2,697.9	8,667.0	8,891.5	9,403.9
국내	2,130.0	2,115.0	1,833.0	2,566.0	2,116.0	2,085.0	1,963.4	2,680.6	8,644.0	8,844.9	9,321.1
해외	4.0	5.0	5.0	9.0	9.0	10.0	10.2	17.3	23.0	46.5	82.7
할인점	2,339.0	2,117.0	2,388.0	2,212.0	2,364.0	2,248.0	2,478.3	2,307.4	9,056.0	9,397.6	10,316.3
국내	1,668.0	1,510.0	1,687.0	1,595.0	1,650.0	1,567.0	1,695.9	1,634.9	6,460.0	6,547.8	7,079.3
해외	671.0	607.0	701.0	617.0	714.0	681.0	782.4	672.5	2,596.0	2,849.9	3,237.0
전자소매업	-	-	-	604.7	728.7	921.0	958.7	942.1	604.7	3,550.6	3,853.3
금융	395.2	370.3	442.7	464.8	425.1	452.0	478.5	461.5	1,673.0	1,817.1	1,935.5
기타	1,328.8	1,453.7	1,579.3	1,454.6	1,454.2	1,540.0	1,616.3	1,533.9	5,816.4	6,144.3	6,661.4
슈퍼	566.0	580.0	620.0	551.0	567.0	583.0	625.0	574.7	2,317.0	2,349.7	2,478.3
홈쇼핑	175.0	182.0	183.0	218.0	200.0	208.0	190.7	219.9	758.0	818.6	884.1
코리아세븐	533.0	626.0	676.0	614.0	584.0	647.0	700.9	664.0	2,449.0	2,595.9	2,907.5
기타 및 연결조정	54.8	65.7	100.3	71.6	103.2	102.0	99.6	75.3	292.4	380.1	391.5
영업이익	364.0	360.8	320.3	422.4	345.1	414.0	346.6	487.2	1,467.5	1,593.0	1,715.9
백화점	194.0	184.0	102.0	265.0	177.0	179.0	110.2	276.9	745.0	743.1	755.2
국내	201.0	193.0	111.0	283.0	190.0	197.0	129.6	302.9	788.0	819.5	866.9
해외	(7.0)	(9.0)	(9.0)	(18.0)	(13.0)	(18.0)	(19.4)	(26.0)	(43.0)	(76.4)	(111.7)
할인점	95.0	67.0	90.0	63.0	63.0	65.0	87.3	68.4	315.0	283.7	333.1
국내	98.0	78.0	99.0	78.0	77.0	85.0	96.7	78.5	353.0	337.1	375.2
해외	(3.0)	(11.0)	(9.0)	(15.0)	(14.0)	(20.0)	(9.4)	(10.1)	(38.0)	(53.5)	(42.1)
전자소매업	-	-	-	33.0	30.0	65.0	65.6	49.9	33.0	210.7	228.9
금융	53.0	72.0	44.0	50.0	45.0	70.0	43.2	48.5	219.0	206.7	228.6
기타	22.0	37.8	84.3	11.4	30.1	35.0	40.4	43.4	155.5	148.9	170.0
슈퍼	10.0	19.0	19.0	7.0	8.0	10.0	11.0	8.6	55.0	37.6	44.6
홈쇼핑	17.0	9.0	10.0	35.0	17.0	17.0	10.5	37.4	71.0	81.9	88.4
코리아세븐	8.0	24.0	29.0	7.0	6.0	21.0	26.0	8.9	68.0	61.9	72.0
기타 및 연결조정	(13.0)	(14.2)	26.3	(37.6)	(0.9)	(13.0)	(7.2)	(11.5)	(38.5)	(32.5)	(35.0)
세전이익	443.7	307.0	285.2	594.8	293.7	341.7	309.1	515.0	1,630.7	1,459.6	1,640.9
순이익	326.5	211.8	194.1	425.3	198.5	280.4	222.5	370.8	1,157.6	1,072.3	1,181.4
순이익 (지배주주지분)	310.3	193.6	207.5	368.9	184.4	245.7	204.7	341.1	1,080.3	976.0	1,086.9

자료: 롯데쇼핑, KB투자증권

표 6. 롯데쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망 (표 4에 이어 계속)

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
성장률 (% YoY)											
총매출액	8.9	9.1	10.2	20.5	14.5	19.7	20.1	8.6	12.3	15.4	7.9
백화점	1.2	4.3	3.1	7.9	(0.4)	(1.2)	7.4	4.8	4.3	2.6	5.8
국내	1.0	4.1	3.1	7.7	(0.7)	(1.4)	7.1	4.5	4.1	2.3	5.4
해외	n/a	400.0	25.0	125.0	125.0	100.0	104.3	92.5	155.6	102.3	77.7
할인점	7.6	5.3	5.9	3.2	1.1	6.2	3.8	4.3	5.5	3.8	9.8
국내	4.3	(0.9)	1.5	1.7	(1.1)	3.8	0.5	2.5	1.7	1.4	8.1
해외	16.9	24.4	18.4	7.3	6.4	12.2	11.6	9.0	16.5	9.8	13.6
전자소매업	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	55.8	n/a	487.2	8.5
금융	3.9	(4.1)	8.7	49.2	7.6	22.1	8.1	(0.7)	12.7	8.6	6.5
기타	29.3	29.2	28.6	18.9	9.4	5.9	2.3	5.5	26.3	5.6	8.4
슈퍼	41.9	37.8	38.1	29.3	0.2	0.5	0.8	4.3	36.7	1.4	5.5
홈쇼핑	3.6	1.1	9.6	15.3	14.3	14.3	4.2	0.9	7.5	8.0	8.0
코리아세븐	28.7	28.5	26.6	10.2	9.6	3.4	3.7	8.1	22.9	6.0	12.0
영업이익	(24.1)	(20.3)	(21.2)	18.7	(5.2)	14.8	8.2	15.3	(13.4)	8.6	7.7
백화점	(19.5)	(18.2)	(22.1)	(2.2)	(8.8)	(2.7)	8.0	4.5	(14.2)	(0.3)	1.6
국내	(16.6)	(15.7)	(19.6)	1.1	(5.5)	2.1	16.7	7.0	(11.3)	4.0	5.8
해외	n/a	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
할인점	6.7	(20.2)	(10.9)	5.0	(33.7)	(3.0)	(3.0)	8.6	(5.7)	(9.9)	17.4
국내	14.0	(10.3)	(7.5)	(4.9)	(21.4)	9.0	(2.4)	0.6	(2.5)	(4.5)	11.3
해외	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
전자소매업	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	51.3	n/a	538.3	8.7
금융	(27.4)	2.9	(22.8)	(3.8)	(15.1)	(2.8)	(1.9)	(3.0)	(13.1)	(5.6)	10.6
기타	(71.3)	(48.8)	(28.2)	흑전	36.7	(7.3)	(52.1)	2.8	(35.5)	(4.2)	14.2
슈퍼	(9.1)	72.7	72.7	(22.2)	(20.0)	(47.4)	(42.0)	22.4	31.0	(31.6)	18.7
홈쇼핑	(34.6)	(59.1)	(52.4)	9.4	0.0	88.9	4.8	6.8	(29.7)	15.3	8.0
코리아세븐	0.0	(4.0)	3.6	(50.0)	(25.0)	(12.5)	(10.3)	27.6	(9.3)	(8.9)	16.3
세전이익	8.4	(29.0)	156.2	(1.2)	(33.8)	11.3	8.4	(13.4)	4.9	(10.5)	12.4
순이익	5.2	(25.7)	275.5	16.4	(39.2)	32.3	14.7	(12.8)	14.3	(7.4)	10.2
순이익 (지배주주지분)	(4.3)	(30.0)	141.6	50.5	(40.6)	26.9	(1.3)	(7.5)	15.9	(9.7)	11.4
수익성 (%)											
영업이익률	6.1	6.1	5.3	5.9	5.0	5.9	4.8	6.4	5.9	5.6	5.6
백화점	9.1	8.7	5.5	10.3	8.3	8.5	5.6	10.3	8.6	8.4	8.0
국내	9.4	9.1	6.1	11.0	9.0	9.4	6.6	11.3	9.1	9.3	9.3
해외	(175.0)	(180.0)	(180.0)	(200.0)	(144.4)	(180.0)	(190.0)	(150.0)	(187.0)	(164.2)	(135.0)
할인점	4.1	3.2	3.8	2.8	2.7	2.9	3.5	3.0	3.5	3.0	3.2
국내	5.9	5.2	5.9	4.9	4.7	5.4	5.7	4.8	5.5	5.1	5.3
해외	(0.4)	(1.8)	(1.3)	(2.4)	(2.0)	(2.9)	(1.2)	(1.5)	(1.5)	(1.9)	(1.3)
전자소매업	n/a	n/a	n/a	5.5	4.1	7.1	6.8	5.3	5.5	5.9	5.9
금융	13.4	19.4	9.9	10.8	10.6	15.5	9.0	10.5	13.1	11.4	11.8
기타	1.7	2.6	5.3	0.8	2.1	2.3	2.5	2.8	2.7	2.4	2.6
슈퍼	1.8	3.3	3.1	1.3	1.4	1.7	1.8	1.5	2.4	1.6	1.8
홈쇼핑	9.7	4.9	5.5	16.1	8.5	8.2	5.5	17.0	9.4	10.0	10.0
코리아세븐	1.5	3.8	4.3	1.1	1.0	3.2	3.7	1.3	2.8	2.4	2.5
세전이익률	7.4	5.2	4.7	8.4	4.3	4.9	4.3	6.8	6.5	5.1	5.3
순이익률	5.4	3.6	3.2	6.0	2.9	4.0	3.1	4.9	4.6	3.7	3.8
순이익률 (지배주주지분)	5.2	3.3	3.4	5.2	2.7	3.5	2.8	4.5	4.3	3.4	3.5

자료: 롯데쇼핑, KB투자증권 주: 백화점 및 할인점 영업이익률은 총매출액 기준

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	22,253	25,044	28,697	30,883	32,995
증가율 (% YoY)	17.0	12.5	14.6	7.6	6.8
매출원가	15,377	17,415	19,925	21,428	22,877
판매 및 일반관리비	5,181	6,161	7,179	7,740	8,273
영업이익	1,695	1,467	1,593	1,716	1,844
증가율 (% YoY)	2.2	(13.4)	8.6	7.7	7.5
기타영업손익	(0)	0	0	0	0
EBITDA	2,255	2,192	2,350	2,532	2,729
증가율 (% YoY)	10.2	(2.8)	7.2	7.8	7.8
이자수익	106	115	117	117	117
이자비용	191	206	232	249	265
지분법손익	62	69	55	71	87
기타	24	23	61	61	61
세전계속사업손익	1,555	1,631	1,460	1,641	1,769
증가율 (% YoY)	5.1	4.9	(10.5)	12.4	7.8
법인세비용	543	473	387	459	495
당기순이익	1,013	1,158	1,072	1,181	1,274
증가율 (% YoY)	(2.9)	14.3	(7.4)	10.2	7.8
순손익의귀속					
지배주주	932	1,080	976	1,087	1,172
비지배주주	81	77	96	95	102
이익률 (%)					
영업이익률	7.6	5.9	5.6	5.6	5.6
EBITDA를	10.1	8.8	8.2	8.2	8.3
세전이익률	7.0	6.5	5.1	5.3	5.4
순이익률	4.6	4.6	3.7	3.8	3.9

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	1,926	1,517	2,081	2,163	2,303
당기순이익	1,013	1,158	1,072	1,181	1,274
자산상각비	560	724	757	817	885
기타비현금성손익	451	251	95	79	63
운전자본증감	(98)	(615)	156	86	82
매출채권감소 (증가)	(175)	(279)	(134)	(80)	(77)
재고자산감소 (증가)	(372)	(708)	(401)	(240)	(232)
매입채무증가 (감소)	687	210	711	426	411
기타	(237)	162	(20)	(20)	(20)
투자현금	(2,870)	(3,696)	(2,550)	(2,646)	(2,779)
단기투자자산감소	(1,388)	(601)	0	0	0
장기투자증권감소	43	8	0	0	0
설비투자	(1,592)	(1,779)	(1,850)	(1,946)	(2,079)
유무형자산감소	60	(1)	0	0	0
재무현금	1,654	1,170	515	553	553
차입금증가	1,778	2,021	850	900	900
자본증가	0	0	12	0	0
배당금지급	(54)	(54)	(47)	(47)	(47)
현금 증감	716	(1,024)	46	70	77
총현금흐름 (Gross CF)	2,024	2,133	1,924	2,077	2,221
(-) 운전자본증가 (감소)	98	615	(156)	(86)	(82)
(-) 설비투자	1,592	1,779	1,850	1,946	2,079
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	334	(261)	231	217	224
(-) 기타투자	(7)	1,324	700	700	700
잉여현금	341	(1,585)	(469)	(483)	(476)

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	33,061	36,857	39,534	42,076	44,699
유동자산	12,728	13,071	13,738	14,180	14,617
현금성자산	1,958	934	980	1,049	1,126
매출채권	637	916	1,049	1,129	1,206
재고자산	2,042	2,750	3,152	3,392	3,624
기타	8,091	8,471	8,558	8,610	8,661
비유동자산	20,333	23,786	25,795	27,895	30,082
투자자산	2,172	2,244	2,299	2,370	2,457
유형자산	13,285	14,826	15,508	16,773	18,132
무형자산	2,707	4,408	4,408	4,408	4,408
부채총계	18,382	21,139	22,778	24,186	25,583
유동부채	9,911	11,089	12,087	12,815	13,529
매입채무	4,724	4,934	5,646	6,071	6,482
유동성이자부채	2,254	1,940	2,075	2,218	2,361
기타	2,933	4,215	4,366	4,526	4,686
비유동부채	8,471	10,050	10,692	11,371	12,054
비유동이자부채	6,755	8,094	8,658	9,255	9,852
기타	1,716	1,955	2,034	2,116	2,202
자본총계	14,679	15,718	16,756	17,890	19,116
자본금	145	145	157	157	157
자본잉여금	3,622	3,622	3,622	3,622	3,622
이익잉여금	10,092	11,093	12,118	13,252	14,478
자본조정	107	18	(37)	(98)	(163)
자배주주지분	13,966	14,878	15,860	16,934	18,095
순차입금	634	3,401	4,205	5,036	5,859
이자지급성부채	10,185	12,206	13,056	13,956	14,856

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	10.6	10.1	12.6	11.3	10.5
PBR	0.9	1.0	1.1	1.0	0.9
PSR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/ EBITDA	4.7	6.5	7.0	6.8	6.6
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EPS (원)	32,084	37,195	31,005	34,530	37,222
BPS (원)	480,875	512,281	503,860	537,966	574,842
SPS (원)	766,202	862,286	911,676	981,128	1,048,205
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
수익성지표 (%)					
ROA	2.4	2.9	0.0	0.0	0.0
ROE	7.5	8.0	7.0	7.2	7.3
ROIC	5.5	4.5	4.5	4.4	4.4
안정성지표 (%)					
부채비율	69.4	77.7	77.9	78.0	77.7
순차입비율	4.3	21.6	25.1	28.1	30.6
유동비율	128.4	117.9	113.7	110.7	108.0
이자보상배율 (배)	19.8	16.0	13.8	13.0	12.4
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	35.0	27.3	27.3	27.3	27.3
재고자산회전율	10.9	9.1	9.1	9.1	9.1
자산, 자본구조 (%)					
투자자본	43.9	52.0	53.6	59.7	60.8
차입금	30.8	33.1	33.0	33.2	33.2

주: EPS는 완전회석 EPS

현대백화점 (HOLD / TP: 185,000원)

영업면적 확장 효과 예상에
못 미치며, 3Q13 영업이익
컨센서스 대비 8.3% 하회 예상

현대백화점의 3Q13 총매출액은 전년동기대비 5.3% 증가한 1.09조원, 영업이익은 전년동기대비 0.8% 감소한 706억원을 기록하며, 영업이익 기준으로 컨센서스 대비 8.3% 하회할 전망이다. 월별 기준점 신장률의 경우 7월 -0.6%, 8월 +7.1%, 9월 +1.0% (3분기 약 +2%) 수준으로 개선되고 있으나, 영업면적 확장 효과로 매출 증가 기대감이 높았던 무역점 매출 증가 폭이 아직은 기대치에 다소 못 미치면서 수익성 측면에서 기대치를 하회할 것으로 예상된다.

그러나 4분기에는 1) 무역점 확장 효과가 전월에 걸쳐 반영되며 평균 영업면적이 전년동기대비 +6.7% 증가할 것으로 예상되고, 2) 기준점 신장률 또한 +5.0% YoY 수준으로 가파르게 회복되어 4Q13 총매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 7.0%, 6.0% 증가하며 단기적 실적 모멘텀이 부각될 수 있을 것으로 예상된다.

3분기 실적은 기대치에 다소 못 미칠 전망이다, 8월 이후 백화점 업태의 기준점 신장률이 예상보다 양호하게 회복되고 있음을 감안하여 현대백화점의 2014년 총매출액 및 영업이익을 각각 1.2%, 0.2% 상향 조정하며, 목표주가 또한 기존 170,000원에서 185,000원으로 상향 조정한다. 다만, 1) 연초 이후 기대감이 높았던 무역점 확장 효과가 인근 점포 간의 경쟁심화로 아직 기대에 못 미치고 있다는 점, 2) trailing PER 12.0X, 12M fwd PER 11.3X로 역사적 band의 상단에 있다는 점 등을 감안하여 점진적인 매수 전략 보다는 valuation band 내에서의 trading 전략을 추천하며, 기존의 HOLD 투자 의견을 유지한다.

표 7. 현대백화점 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	364.6	367.8	(0.9)	346.2	5.3	372.3	(2.1)
영업이익	70.6	77.0	(8.3)	71.2	(0.8)	108.1	(34.7)
영업이익률 (%)	19.4	20.9		20.6		29.0	
세전이익	87.8	94.6	(7.2)	90.3	(2.8)	126.7	(30.7)
세전이익률 (%)	24.1	25.7		26.1		34.0	
순이익	65.2	69.2	(5.8)	65.7	(0.8)	94.5	(31.0)
순이익률 (%)	17.9	18.8		19.0		25.4	

자료: 현대백화점, Fnguide, KB투자증권

표 8. 현대백화점 2013~2014년 추정치 변경

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		차이 (%)	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
총매출액	4,824.7	5,196.7	4,790.7	5,134.9	0.7	1.2
순매출액	1,572.4	1,693.7	1,578.0	1,691.7	(0.4)	0.1
영업이익	411.7	453.6	414.3	452.6	(0.6)	0.2
영업이익률 (%)	26.2	26.8	26.3	26.8		
세전이익	490.7	528.4	493.3	527.4	(0.5)	0.2
세전이익률 (%)	31.2	31.2	31.3	31.2		
순이익	365.5	392.6	367.5	391.9	(0.5)	0.2
순이익률 (%)	23.2	23.2	23.3	23.2		
지배주주지분 순이익	325.9	349.4	327.6	348.8	(0.5)	0.2
순이익률 (지배주주, %)	20.7	20.6	20.8	20.6		
EPS (원)	13,925	14,931	13,998	14,903	(0.5)	0.2

자료: KB투자증권

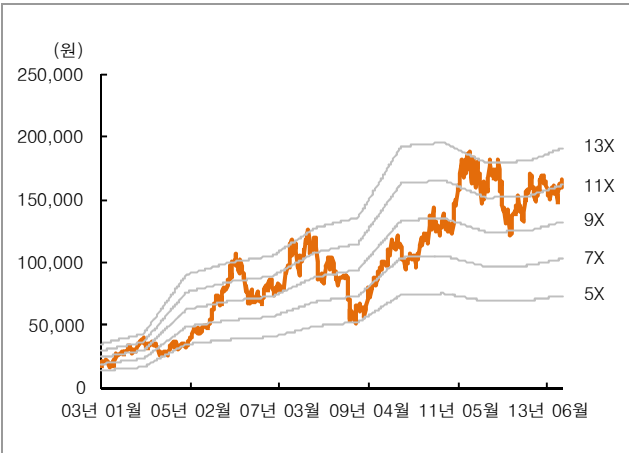
표 9. 현대백화점 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	
매출액	1,520.0	1,572.4	1,693.7	1,796.7	1,925.5	2,042.7	2,144.9	2,209.2	2,275.5	2,343.8	2,414.1	
EBIT	426.3	411.7	453.6	484.8	520.3	561.9	589.4	607.0	625.3	644.0	663.3	
(-) 법인세	109.4	105.0	116.6	124.6	133.7	144.4	151.5	156.0	160.7	165.5	170.5	
NOPLAT	316.8	306.7	337.0	360.2	386.6	417.5	437.9	451.0	464.6	478.5	492.9	
(+) 자산상각비	97.6	111.0	137.4	147.7	165.8	172.0	185.0	190.6	196.3	202.2	208.2	
Gross Cash Flow	414.4	417.7	474.3	507.8	552.4	589.5	622.9	641.6	660.9	680.7	701.1	
(-) 운전자본 증감	(23.9)	(34.3)	(37.6)	(11.1)	(12.1)	(11.9)	(11.6)	(11.9)	(11.8)	(11.8)	(11.8)	
(-) 설비투자	(312.6)	(380.0)	(400.0)	(400.0)	(317.7)	(337.0)	(358.2)	(368.9)	(380.0)	(391.4)	(403.2)	
Free Cash Flow	77.9	3.4	36.7	96.7	222.6	240.6	253.1	260.8	269.0	277.5	286.1	
FCF의 현재가치		3.3	33.0	81.0	173.5	174.7	171.1	164.2	157.8	151.6	145.6	
WACC (%)	7.4	[민감도 분석] 영구성장률 (%)										
FCF 현재가치의 합 (A)	1,255.7	WACC (%)	(원)	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
영구성장률 (%)	3.0		6.5	165,621	177,991	193,127	212,071	236,467	269,066	314,839	383,797	499,527
영속가치의 현재가치 (B)	3,327.4		6.8	156,149	166,918	179,943	196,015	216,346	242,885	278,990	330,971	412,247
기업가치 (C=A+B)	4,583.2		7.1	147,698	157,130	168,420	182,179	199,314	221,243	250,306	290,657	350,462
순부채 (D)	260.0		7.4	140,121	148,426	158,277	170,148	184,733	203,082	226,870	258,933	304,501
우선주가치 (E)	-		7.7	133,298	140,647	149,291	159,606	172,127	187,648	207,393	233,358	269,032
적정 보통주가치 (F=C-D-E)	4,323.2		8.0	127,129	133,661	141,286	150,305	161,136	174,388	190,974	212,334	240,876
발행주식수 (천주) (G)	23,402.4		8.3	121,531	127,361	134,120	142,049	151,481	162,889	176,966	194,773	218,018
적정주가 (원) (H=F/G)	184,733		8.6	116,435	121,657	127,674	134,681	142,945	152,837	164,892	179,906	199,121

자료: KB투자증권

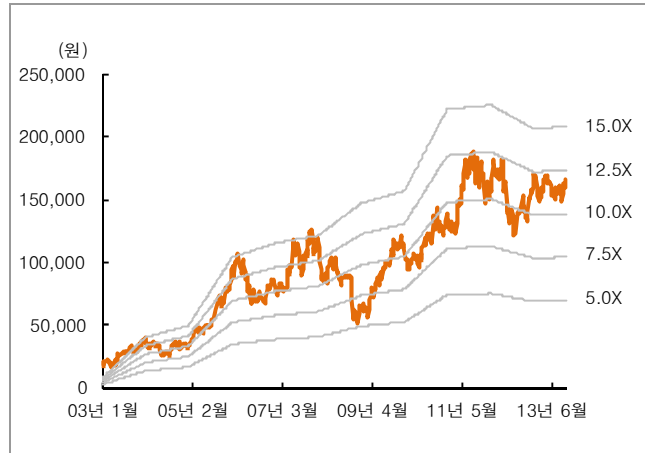
주: WACC = 무위험수익률 4.5%, 베타 0.72 (과거 3년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

그림 3. 현대백화점 12개월 Fwd PER Band 차트



자료: Fnguide, KB투자증권

그림 4. 현대백화점 Trailing PER Band 차트



자료: Fnguide, KB투자증권

표 10. 현대백화점 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
총매출액	1,140.3	1,097.4	1,037.6	1,321.8	1,170.4	1,147.0	1,092.6	1,414.7	4,597.1	4,824.7	5,196.7
순매출액	390.9	362.6	346.2	420.3	385.7	372.3	364.6	449.8	1,520.0	1,572.4	1,693.7
영업이익	121.3	112.8	71.2	120.9	104.8	108.1	70.6	128.2	426.3	411.7	453.6
세전이익	141.4	133.9	90.3	124.7	133.0	126.7	87.8	143.7	490.3	490.7	528.4
순이익	106.3	100.6	65.7	91.8	99.6	94.5	65.2	106.8	364.4	365.5	392.6
순이익 (지배주주지분)	93.4	89.5	59.1	80.0	89.6	83.8	57.8	94.7	321.9	325.9	349.4
성장률 (% YoY)											
총매출액	13.2	9.4	(0.8)	3.2	2.6	4.5	5.3	7.0	6.0	4.9	7.7
순매출액	12.4	8.7	0.8	1.4	(1.3)	2.7	5.3	7.0	5.6	3.4	7.7
영업이익	3.0	(7.0)	(11.0)	2.9	(13.6)	(4.2)	(0.8)	6.0	(2.4)	(3.4)	10.2
세전이익	(4.9)	(5.0)	(37.2)	(2.0)	(5.9)	(5.4)	(2.8)	15.3	(12.5)	0.1	7.7
순이익	(4.7)	(2.2)	(40.6)	31.9	(6.2)	(6.1)	(0.8)	16.3	(7.6)	0.3	7.4
순이익 (지배주주지분)	(4.1)	0.7	(41.9)	36.7	(4.0)	(6.4)	(2.2)	18.4	(7.1)	1.2	7.2
수익성 (%)											
영업이익률	10.6	10.3	6.9	9.1	9.0	9.4	6.5	9.1	9.3	8.5	8.7
세전이익률	12.4	12.2	8.7	9.4	11.4	11.0	8.0	10.2	10.7	10.2	10.2
순이익률	9.3	9.2	6.3	6.9	8.5	8.2	6.0	7.5	7.9	7.6	7.6
순이익률 (지배주주지분)	8.2	8.2	5.7	6.0	7.7	7.3	5.3	6.7	7.0	6.8	6.7

자료: 현대백화점, KB투자증권

주: 수익성은 총매출액 기준

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	1,439	1,520	1,572	1,694	1,797
증가율 (% YoY)	13.3	5.6	3.4	7.7	6.1
매출원가	248	251	251	259	275
판매 및 일반관리비	755	842	910	981	1,037
영업이익	437	426	412	454	485
증가율 (% YoY)	14.1	(2.4)	(3.4)	10.2	6.9
기타영업손익	0	0	0	0	0
EBITDA	514	524	523	591	632
증가율 (% YoY)	15.8	1.9	(0.2)	13.0	7.0
이자수익	7	18	17	17	17
이자비용	14	13	12	11	11
지분법손익	44	41	60	57	63
기타	(37)	(46)	(65)	(63)	(69)
세전계속사업손익	561	490	491	528	566
증가율 (% YoY)	7.8	(12.5)	0.1	7.7	7.1
법인세비용	166	126	125	136	145
당기순이익	395	364	366	393	420
증가율 (% YoY)	2.6	(7.6)	0.3	7.4	7.1
순손익의귀속					
지배주주	346	322	326	349	374
비지배주주	48	42	40	43	46
이익률 (%)					
영업이익률	30.3	28.0	26.2	26.8	27.0
EBITDA를	35.7	34.5	33.2	34.9	35.2
세전이익률	39.0	32.3	31.2	31.2	31.5
순이익률	27.4	24.0	23.2	23.2	23.4

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	310	432	382	435	494
당기순이익	395	364	366	393	420
자산상각비	78	98	111	137	148
기타비현금성손익	(42)	(6)	(60)	(57)	(63)
운전자본증감	(121)	(24)	(34)	(38)	(11)
매출채권감소 (증가)	(153)	22	(21)	(48)	(41)
재고자산감소 (증가)	(14)	2	(1)	(3)	(3)
매입채무증가 (감소)	135	(40)	(2)	24	42
기타	(88)	(7)	(10)	(10)	(10)
투자현금	(635)	(692)	(331)	(397)	(397)
단기투자자산감소	(35)	(374)	25	0	0
장기투자증권감소	18	(9)	20	0	0
설비투자	(733)	(313)	(380)	(400)	(400)
유무형자산감소	70	(0)	0	0	0
재무현금	249	326	(49)	(39)	(79)
차입금증가	209	345	(30)	(20)	(60)
자본증가	3	0	0	0	0
배당금지급	(17)	(18)	(14)	(14)	(14)
현금 증감	(76)	66	2	(1)	18
총현금흐름 (Gross CF)	430	456	417	473	505
(-) 운전자본증가 (감소)	121	24	34	38	11
(-) 설비투자	733	313	380	400	400
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(423)	119	2	35	94
(-) 기타투자	(45)	(3)	(3)	(3)	(3)
잉여현금	(378)	123	6	38	97

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	4,720	5,400	5,718	6,115	6,519
유동자산	849	1,267	1,267	1,320	1,383
현금성자산	9	74	77	76	94
매출채권	625	603	624	672	713
재고자산	41	40	41	44	47
기타	174	550	526	528	529
비유동자산	3,871	4,133	4,450	4,795	5,136
투자자산	548	603	642	700	763
유형자산	3,258	3,468	3,246	3,542	3,796
무형자산	39	40	40	40	40
부채총계	1,828	2,164	2,145	2,164	2,162
유동부채	1,132	1,245	1,234	1,251	1,276
매입채무	707	667	665	689	731
유동성이자부채	0	100	97	94	87
기타	425	478	472	469	458
비유동부채	695	918	912	912	886
비유동이자부채	400	600	579	565	523
기타	295	318	333	347	363
자본총계	2,892	3,237	3,572	3,951	4,357
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	1,708	2,014	2,366	2,744	3,151
자본조정	7	5	(61)	(118)	(179)
지배주주지분	2,443	2,749	3,034	3,355	3,700
순차입금	356	260	253	234	155
이자지급성부채	515	860	830	810	750

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	10.8	11.6	12.0	11.2	10.4
PBR	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
PSR	2.6	2.4	2.5	2.3	2.2
EV/ EBITDA	8.1	7.6	7.9	7.0	6.4
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EPS (원)	15,027	13,755	13,925	14,931	15,986
BPS (원)	105,997	117,456	129,641	143,379	158,124
SPS (원)	62,430	64,949	67,187	72,372	76,776
DPS (원)	600	600	600	600	600
수익성지표 (%)					
ROA	6.1	4.4	0.0	0.0	0.0
ROE	17.6	14.0	12.6	12.3	11.9
ROIC	13.6	11.5	9.3	9.1	9.1
안정성지표 (%)					
부채비율	17.8	26.6	23.2	20.5	17.2
순차입비율	12.3	8.0	7.1	5.9	0.0
유동비율	74.9	101.8	102.7	105.5	108.4
이자보상배율 (배)	63.9	nm	nm	nm	nm
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	2.3	2.5	2.5	2.5	2.5
재고자산회전율	35.0	38.4	38.4	38.4	38.4
자산, 자본구조 (%)					
투자자본	63.1	38.3	42.7	49.9	54.3
차입금	10.9	15.9	14.5	13.2	11.5

주: EPS는 완전회석 EPS

신세계 (HOLD / TP: 250,000원)

백화점 기존점 신장을 회복 및
수익성 개선 전략에 힘입어,
3Q13 영업이익 컨센서스 대비
6.1% 상회 예상

신세계의 3Q13 예상 매출액 및 영업이익은 각각 5,902억원 (+10.2% YoY), 419억원 (+116.4% YoY)으로 컨센서스 대비 각각 1.4%, 6.1% 상회할 전망이다. 이는 1) 오프라인 백화점의 기존점 신장률이 7월 -5.4%, 8월 3.6%, 9월 4.0%로 예상보다 양호하게 회복한데다, 2) 판매촉진비 절감 및 온라인몰의 백화점 상품 비중 증가 등에 힘입은 수익성 개선 전략이 유효하게 작용했기 때문으로 판단된다.

신세계의 고객 구성상 VIP에 대한 매출 의존도가 높을 것으로 추정되는 가운데, 연초 이후 지속 하락세에 있던 객단가 증감률이 8월부터 회복되고 있다는 점은 주목할 만하다. 동사의 점포별 매출 현황 점검 시 9월 매출 회복에 있어 서울 강남점 및 부산 센텀점의 매출 성장이 실적 회복을 견인했다는 점에서 미뤄볼 때, 향후 동사의 실적 개선 폭을 가늠하기 위한 관건은 명품 등의 주력 소비층인 VIP 소비의 추세적 회복 여부라는 판단이다.

경쟁업체 대비 2014년까지 영업면적 확대 효과는 미미하나, 예상보다 빠르게 저점을 확인하고 있는 백화점 업황 등을 감안하여 신세계의 기존점 신장률 전망치를 상향 조정하며, 이를 반영하여 동사의 목표주가를 250,000원으로 13.6% 상향 조정한다. 다만, valuation 측면에서 trailing PER 13.4X, 12M fwd PER 12.1X로 동종업체 대비 부담스러운 수준인 만큼 기존의 HOLD 투자의 견을 유지한다.

표 11. 신세계 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	590.2	582.2	1.4	535.7	10.2	580.8	1.6
영업이익	41.9	39.5	6.1	19.4	116.4	78.0	(46.2)
영업이익률 (%)	7.1	6.8		3.6		13.4	
세전이익	33.3	31.6	5.2	37.9	(12.1)	71.2	(53.2)
세전이익률 (%)	5.6	5.4		7.1		12.3	
순이익	24.0	21.9	9.4	25.9	(7.5)	55.1	(56.5)
순이익률 (%)	4.1	3.8		4.8		9.5	

자료: 신세계, Fnguide, KB투자증권
주: 연결기준

표 12. 신세계 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E		
매출액	2,296.7	2,464.7	2,631.0	2,783.6	3,082.4	3,474.7	3,722.6	3,983.2	4,262.0	4,560.4	4,879.6		
EBIT	257.5	293.2	322.5	345.0	394.9	455.3	493.1	527.6	564.5	604.0	646.3		
(-) 법인세	73.6	73.4	80.6	86.3	98.7	113.8	123.3	131.9	141.1	151.0	161.6		
NOPLAT	184.0	219.8	241.9	258.8	296.1	341.5	369.8	395.7	423.4	453.0	484.7		
(+) 자산상각비	148.6	161.5	139.4	163.0	188.1	201.3	212.7	227.6	243.6	260.6	278.8		
Gross Cash Flow	332.5	381.3	381.2	421.8	484.3	542.8	582.5	623.3	666.9	713.6	763.6		
(-) 운전자본 증감	(136.5)	(34.9)	(37.9)	(39.6)	(56.1)	(60.1)	(46.7)	(54.3)	(53.7)	(51.6)	(53.2)		
(-) 설비투자	(485.6)	(450.0)	(550.0)	(550.0)	(416.1)	(382.2)	(364.8)	(390.4)	(417.7)	(446.9)	(478.2)		
Free Cash Flow	(289.6)	(103.5)	(206.7)	(167.9)	12.0	100.5	171.0	178.7	195.6	215.2	232.2		
FCF의 현재가치		(102.0)	(191.8)	(146.8)	9.9	78.0	125.2	123.2	127.1	131.7	134.0		
WACC (%)	6.1	[민감도 분석] WACC (%)		영구성장률 (%)									
FCF 현재가치의 합 (A)	288.4			(원)	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0	3.5	4.0	4.5	5.0
영구성장률 (%)	3.0			5.2	160,799	207,524	268,728	352,377	473,588	664,987	1,012,384	1,837,672	6,299,604
영속가치의 현재가치 (B)	4,284.0			5.5	129,267	168,595	219,075	286,231	379,963	519,939	751,586	1,208,804	2,533,711
기업가치 (C=A+B)	4,572.3			5.8	101,881	135,319	177,493	232,345	306,599	412,764	577,041	865,119	1,501,564
순부채 (D)	2,134.1			6.1	77,908	106,587	142,215	187,666	247,652	330,474	452,235	648,836	1,019,893
우선주가치 (E)	-			6.4	56,776	81,564	111,951	150,076	199,327	265,404	358,708	500,433	741,479
적정 보통주가치 (F=C-D-E)	2,438.2			6.7	38,032	59,604	85,740	118,059	159,050	212,743	286,126	392,463	560,374
발행주식수 (천주) (G)	9,845.2			7.0	21,314	40,203	62,850	90,499	125,014	169,315	228,252	310,512	433,355
적정주가 (원) (H=F/G)	247,652	7.3	6,330	22,961	42,714	66,558	95,914	132,940	181,096	246,286	339,492		

자료: KB투자증권

주: WACC = 무위험수익률 4.5%, 베타 0.67 (과거 3년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

표 13. SOTP 방식을 적용한 신세계 적정가치 산정

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2013~14년 평균
영업가치 (A)	3,092.0	3,140.7	3,128.5
EBITDA	454.7	461.9	460.1
Target Multiple (X)	6.8	6.8	6.8
비영업가치 (B)	1,238.9	1,278.0	1,238.9
유가증권	844.3	883.4	844.3
삼성생명 보유지분 가치 (738.1만주)	782.4	821.5	782.4
기타 유가증권	61.9	61.9	61.9
투자부동산	394.6	394.6	394.6
순부채 (C)	2,134.1	2,392.8	2,134.1
적정주주가치 (D = A + B - C)	2,196.8	2,026.0	2,233.3
주식수 (천주) (E)	9,845	9,845	9,845
적정주가 (원) (D / E)	223,131	205,784	226,844

자료: KB투자증권

주: 1) 삼성생명 지분가치는 2013년 10월 02일 기준 종가를 적용한 시장가치

2) 2013~14년 가중평균 산정 시 2013년 25%, 2014년 75% 비중 적용

표 14. 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액	557.7	539.0	535.7	664.2	593.7	580.8	590.2	699.9	2,296.7	2,464.7	2,631.0
신세계 (별도기준)	368.0	366.0	363.8	423.4	385.4	371.1	369.6	434.4	1,521.2	1,560.6	1,622.6
신세계인터내셔널 (45.8%)	200.1	194.5	181.1	212.6	184.5	180.2	191.1	236.2	788.3	791.9	886.5
센트럴시티 (60%)	-	-	-	34.1	31.5	30.8	30.8	30.8	119.5	123.8	127.5
기타 및 연결조정	(10.4)	(21.6)	(9.1)	(5.8)	(7.6)	(1.3)	(1.3)	(1.5)	(12.8)	(11.6)	(5.5)
영업이익	59.4	61.1	19.4	96.5	66.6	78.0	41.9	106.7	236.5	293.2	322.5
신세계 (별도기준)	50.5	51.8	20.0	60.7	45.4	53.0	20.9	74.3	182.9	193.6	213.9
신세계인터내셔널 (45.8%)	8.7	12.4	21.1	(8.9)	4.5	5.2	4.6	16.0	33.3	30.2	40.9
센트럴시티 (60%)	-	-	-	-	16.0	16.9	15.4	15.4	59.7	63.7	63.8
세전이익	69.0	77.6	37.9	86.8	57.3	71.2	33.3	100.9	271.2	262.7	287.2
순이익	52.1	55.8	25.9	59.9	45.2	55.1	24.0	72.6	193.7	197.0	215.4
순이익 (지배주주지분)	47.1	49.8	16.0	48.6	38.7	48.0	20.9	63.3	161.6	170.8	187.6
성장률 (% YoY)											
매출액	3.5	0.5	3.4	12.2	6.5	7.8	10.2	5.4	5.1	7.3	6.7
신세계 (별도기준)	2.4	4.9	7.6	10.2	4.7	1.4	1.6	2.6	6.3	2.6	4.0
신세계인터내셔널 (45.8%)	6.8	(1.6)	(4.2)	(2.6)	(7.8)	(7.4)	5.5	11.1	(0.5)	0.5	11.9
센트럴시티 (60%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(9.7)	3.3	3.6	3.0
영업이익	(10.1)	(13.1)	(35.8)	10.0	12.0	27.5	116.4	10.5	(7.0)	24.0	10.0
신세계 (별도기준)	(8.0)	(9.2)	(27.9)	(5.4)	(10.1)	2.5	4.6	22.5	(10.2)	5.9	10.5
신세계인터내셔널 (45.8%)	(35.3)	(23.2)	136.1	(160.0)	(48.4)	(58.2)	(78.1)	(280.0)	(37.5)	(9.1)	35.3
센트럴시티 (60%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	6.0	6.7	0.0
세전이익	2.8	(11.4)	36.7	(5.4)	(17.0)	(8.2)	(12.1)	16.3	(1.0)	(3.2)	9.3
순이익	(69.0)	(98.3)	24.0	(32.0)	(13.3)	(1.2)	(7.5)	21.2	(94.5)	1.7	9.4
순이익 (지배주주지분)	(71.0)	(98.5)	(14.4)	(38.3)	(17.9)	(3.7)	30.2	30.1	(95.4)	5.7	9.8
수익성 (%)											
영업이익률	10.7	11.3	3.6	14.5	11.2	13.4	7.1	15.2	10.3	11.9	12.3
신세계 (별도기준)	13.7	14.1	5.5	14.3	11.8	14.3	5.7	17.1	12.0	12.4	13.2
신세계인터내셔널 (45.8%)	4.3	6.4	11.7	(4.2)	2.4	2.9	2.4	6.8	4.2	3.8	4.6
센트럴시티 (60%)	0.0	0.0	0.0	0.0	51.0	55.0	50.0	50.0	50.0	51.5	50.0
세전이익률	12.4	14.4	7.1	13.1	9.7	12.3	5.6	14.4	11.8	10.7	10.9
순이익률	9.3	10.3	4.8	9.0	7.6	9.5	4.1	10.4	8.4	8.0	8.2
순이익률 (지배주주지분)	8.4	9.2	3.0	7.3	6.5	8.3	3.5	9.0	7.0	6.9	7.1

자료: 신세계, KB투자증권

표 15. 신세계 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
총매출액	1,005.8	1,014.1	958.2	1,198.5	1,052.5	1,008.4	977.0	1,219.4	4,176.6	4,257.3	4,426.0
순매출액	368.0	366.0	363.8	423.4	385.4	371.1	369.6	434.4	1,521.2	1,560.6	1,622.6
백화점 (오프라인)	885.3	907.8	851.3	1,093.7	941.6	920.4	878.5	1,122.1	3,738.1	3,862.6	4,003.7
신세계몰 (온라인)	120.5	106.3	106.9	104.8	110.9	88.0	98.5	97.3	438.5	394.7	422.3
영업이익	50.5	51.8	20.0	60.7	45.4	53.0	20.9	74.3	182.9	193.6	213.9
백화점 (오프라인)	55.5	56.8	27.7	80.6	51.7	54.6	26.4	78.2	220.5	210.9	226.3
신세계몰 (온라인)	(5.1)	(6.9)	(7.2)	(5.4)	(5.1)	(5.1)	(5.4)	(3.9)	(24.5)	(19.5)	(12.5)
성장률 (% YoY)											
총매출액	4.8	7.7	6.9	12.1	4.6	(0.6)	2.0	1.7	8.0	1.9	4.0
순매출액	2.4	4.9	7.6	10.2	4.7	1.4	1.6	2.6	6.3	2.6	4.0
백화점 (오프라인)	3.0	6.6	6.9	13.1	6.4	1.4	3.2	2.6	7.6	3.3	3.7
신세계몰 (온라인)	19.9	18.4	6.6	2.3	(8.0)	(17.2)	(7.9)	(7.2)	11.6	(10.0)	7.0
영업이익	(8.0)	(9.2)	(27.9)	(5.4)	(10.1)	2.5	6.5	(4.4)	(10.2)	(2.8)	22.2
백화점 (오프라인)	(4.3)	(8.1)	(15.5)	0.8	(6.8)	(3.9)	(4.7)	(3.0)	(5.1)	(4.4)	7.3
신세계몰 (온라인)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
수익성 (%)											
영업이익률	5.0	5.1	2.1	5.1	4.3	5.3	2.2	4.8	4.4	4.2	4.9
백화점 (오프라인)	6.3	6.3	3.2	7.4	5.5	5.9	3.0	7.0	5.9	5.5	5.7
신세계몰 (온라인)	(4.2)	(6.5)	(6.7)	(5.1)	(4.6)	(5.8)	(5.5)	(4.0)	(5.6)	(4.9)	(3.0)

자료: 신세계, KB투자증권

주: 매출액 Breakdown 및 수익성은 총매출액 기준

손익계산서

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	2,185	2,297	2,465	2,631	2,784
증가율 (% YoY)	17.0	5.1	7.3	6.7	5.8
매출원가	773	806	885	952	1,007
판매 및 일반관리비	1,158	1,254	1,287	1,356	1,432
영업이익	254	236	293	323	345
증가율 (% YoY)	7.4	(7.0)	24.0	10.0	7.0
기타영업손익	(0)	21	0	0	0
EBITDA	383	385	455	462	508
증가율 (% YoY)	9.0	0.6	18.1	1.6	10.0
이자수익	12	15	18	16	16
이자비용	36	52	78	85	94
자본법손익	14	16	16	18	19
기타	10	42	44	51	58
세전계속사업손익	274	271	263	287	302
증가율 (% YoY)	(29.5)	(1.0)	(3.2)	9.3	5.2
법인세비용	62	77	66	72	76
당기순이익	3,522	194	197	215	227
증가율 (% YoY)	217.0	(94.5)	1.7	9.4	5.2
순손익의귀속					
지배주주	3,502	162	171	188	197
비지배주주	21	32	26	28	29
이익률 (%)					
영업이익률	11.6	10.3	11.9	12.3	12.4
EBITDA를	17.5	16.8	18.4	17.6	18.3
세전이익률	12.5	11.8	10.7	10.9	10.9
순이익률	161.2	8.4	8.0	8.2	8.1

대차대조표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	4,145	6,968	7,336	7,850	8,353
유동자산	507	576	587	620	662
현금성자산	78	40	34	35	48
매출채권	145	178	191	204	216
재고자산	192	222	238	254	269
기타	92	137	124	126	129
비유동자산	3,638	6,392	6,749	7,231	7,691
투자자산	930	1,263	1,279	1,297	1,316
유형자산	2,147	4,293	4,589	5,043	5,433
무형자산	40	242	242	242	242
부채총계	1,965	3,868	4,048	4,357	4,643
유동부채	1,323	1,497	1,552	1,635	1,709
매입채무	285	251	276	297	314
유동성이자부채	300	300	318	355	389
기타	739	945	958	983	1,006
비유동부채	642	2,371	2,496	2,722	2,934
비유동이자부채	420	1,622	1,721	1,920	2,102
기타	222	749	775	803	832
자본총계	2,180	3,101	3,288	3,493	3,710
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	364	388	388	388	388
이익잉여금	8,118	1,225	1,412	1,618	1,835
자본조정	(6,567)	545	518	460	400
자배주주지분	1,965	2,207	2,367	2,515	2,671
순차입금	660	1,983	2,134	2,393	2,620
이자지급성부채	804	2,128	2,258	2,518	2,758

현금흐름표

(십억원)

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	(97)	188	307	299	331
당기순이익	3,522	194	197	215	227
자산상각비	128	149	162	139	163
기타비현금성손익	(3,589)	(18)	(16)	(18)	(19)
운전자본증감	(158)	(137)	(35)	(38)	(40)
매출채권감소 (증가)	131	(33)	(13)	(13)	(12)
재고자산감소 (증가)	407	(30)	(16)	(16)	(15)
매입채무증가 (감소)	(893)	(33)	24	21	17
기타	197	(40)	(30)	(30)	(30)
투자현금	(484)	(1,563)	(433)	(548)	(548)
단기투자자산감소	(66)	(25)	15	0	0
장기투자증권감소	(50)	6	0	0	0
설비투자	(282)	(486)	(450)	(550)	(550)
유무형자산감소	7	2	2	2	2
재무현금	647	1,337	120	250	230
차입금증가	(2,489)	1,324	130	260	240
자본증가	(45)	0	0	0	0
배당금지급	(7)	(10)	(10)	(10)	(10)
현금 증감	66	(38)	(6)	1	13
총현금흐름 (Gross CF)	62	324	342	337	371
(-) 운전자본증가 (감소)	158	137	35	38	40
(-) 설비투자	282	486	450	550	550
(+) 자산매각	(0)	0	0	0	0
Free Cash Flow	(379)	(298)	(143)	(251)	(219)
(-) 기타투자	92	1,061	0	0	0
잉여현금	(471)	(1,359)	(143)	(251)	(219)

자료: FnGuide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	1.3	13.3	13.1	12.0	11.4
PBR	2.4	1.0	0.9	0.9	0.8
PSR	2.1	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/ EBITDA	8.0	10.7	9.6	10.0	9.6
배당수익률	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4
EPS (원)	182,729	16,415	17,351	19,053	20,044
BPS (원)	102,518	224,187	240,447	255,478	271,328
SPS (원)	114,049	233,282	250,346	267,241	282,737
DPS (원)	750	1,000	1,000	1,000	1,000
수익성지표 (%)					
ROA	38.1	3.5	2.8	2.8	0.0
ROE	76.2	9.3	8.6	8.8	8.7
ROIC	3.2	4.8	4.2	4.4	4.3
안정성지표 (%)					
부채비율	36.9	68.6	68.7	72.1	74.3
순차입비율	30.3	64.0	64.9	68.5	70.6
유동비율	38.3	38.5	37.8	37.9	38.7
이자보상배율 (배)	10.4	6.5	4.9	4.7	4.5
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.2	0.4	0.3	0.3	0.3
매출채권회전율	15.1	12.9	12.9	12.9	12.9
재고자산회전율	11.4	10.3	10.3	10.3	10.3
자산, 자본구조 (%)					
투자자본	64.1	72.2	72.8	73.4	74.1
차입금	19.4	30.5	30.8	32.1	33.0

주: EPS는 완전회석 EPS

CJ오쇼핑 (BUY / TP: 410,000원)

3Q13 별도기준 영업이익
전년동기대비 154% 증가하며
컨센서스에 부합 예상

CJ오쇼핑의 3Q13 연결기준 매출액 및 영업이익은 각각 5,915억원, 675억원으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 3분기 별도기준 취급고는 전년동기대비 5.4% 증가한 7,264억원으로 예상대비 소폭 둔화될 전망이다. 1) 적극적인 PB 브랜드 확대에 따른 매출총이익률 개선, 2) 연초 약 +20% YoY로 반영했던 송출수수료 증가율 수치가 계약 진행에 따라 연초 이후 누적으로 약 +17% YoY 수준으로 조정되며, 별도기준 영업이익은 전년동기대비 15.4% 증가한 331억원으로 예상한다.

3분기 채널별 취급고는 1) TV의 경우 전년동분기 대비 길었던 연휴 및 모바일 등 다른 채널로 고객을 유도하기 위한 프로모션 등의 영향으로 성장률이 전분기 대비 둔화된 +4.3% YoY로 예상되는 반면, 2) 모바일 채널의 경우 지속 견조하게 성장하여 3분기에는 609억원으로 확대될 전망이다. 모바일 취급고 비중은 2012년 2.5%에서 2013년 7.2%로 가파르게 확대될 것으로 예상된다.

1) 모바일 등 국내 채널의 다각화로 기존 TV 홈쇼핑의 본질적인 성장 한계를 극복하며 고객 기반을 확대시키고 있다는 점, 2) 국내 홈쇼핑 업체 중 해외 시장에서의 성장성이 가장 가시적으로 이루어지고 있다는 점, 3) 합리적 소비패턴과 더불어 적극적인 독점 브랜드 의류 상품 개발 등으로 수익성 향상 기초가 유지될 것이라는 점 등을 감안하여, CJ오쇼핑에 대한 BUY 투자 의견 및 목표주가 410,000원을 유지한다.

표 16. CJ오쇼핑 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	591.5	603.6	(2.0)	n/a	n/a	609.3	(2.9)
영업이익	67.5	67.4	0.1	n/a	n/a	59.1	14.1
영업이익률 (%)	11.4	11.2		n/a		9.7	
세전이익	61.9	60.2	2.9	n/a	n/a	54.2	14.3
세전이익률 (%)	10.5	10.0		n/a		8.9	
순이익	46.3	44.8	3.5	n/a	n/a	39.3	17.9
순이익률 (%)	7.8	7.4		n/a		6.5	

자료: CJ오쇼핑, Fnguide, KB투자증권

주: 1) 연결기준

2) 연결기준 분기 실적 1Q13부터 발표

표 17. CJ오쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액	417.2	463.3	n/a	n/a	568.2	609.3	591.5	651.2	1,992.0	2,420.3	2,792.2
국내	n/a	n/a	n/a	n/a	576.6	613.9	615.4	697.9	2,058.5	2,503.8	2,839.0
CJ오쇼핑 (본사)	237.8	257.4	270.4	311.6	278.5	293.1	288.7	337.7	1,077.3	1,198.1	1,304.8
케이بل MSO (CJ헬로비전)	181.7	213.1	216.3	279.9	273.6	296.6	300.7	331.1	891.0	1,202.0	1,420.1
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	24.5	24.2	25.9	29.1	90.2	103.7	114.1
해외 (일본, CJ IMC)	n/a	n/a	n/a	n/a	31.1	32.4	35.1	36.5	113.3	135.1	205.4
영업이익	56.4	64.5	0.0	0.0	61.6	59.1	67.5	73.8	260.6	262.1	306.5
CJ오쇼핑 (본사)	34.3	30.7	28.7	45.1	38.0	38.8	33.1	47.2	138.8	157.2	172.8
케이블 MSO (CJ헬로비전)	28.2	45.6	43.8	31.8	25.5	23.7	41.2	41.3	149.3	131.8	165.1
해외 (일본, CJ IMC)	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(1.3)	(0.5)	(0.5)
세전이익	47.2	56.2	n/a	n/a	52.5	54.2	61.9	67.0	250.8	235.9	289.7
순이익	34.3	41.1	n/a	n/a	38.7	39.3	46.3	48.6	187.5	173.2	214.3
순이익 (지배주주지분)	31.3	34.1	n/a	n/a	32.4	32.0	37.7	39.6	159.9	141.9	174.5
성장률 (% YoY)											
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	36.2	31.5	n/a	n/a	24.7	21.5	15.4
국내	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	25.1	21.6	13.4
CJ오쇼핑 (본사)	n/a	n/a	n/a	n/a	17.1	13.9	6.8	8.4	20.4	11.2	8.9
케이블 MSO (CJ헬로비전)	n/a	n/a	n/a	n/a	50.6	39.2	39.0	18.3	30.9	34.9	18.1
기타	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	28.6	15.0	10.0
해외 (일본, CJ IMC)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(9.6)	19.2	52.0
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	9.2	(8.3)	n/a	n/a	3.5	0.6	17.0
CJ오쇼핑 (본사)	n/a	n/a	n/a	n/a	10.7	26.3	15.4	4.7	6.0	13.3	9.9
케이블 MSO (CJ헬로비전)	n/a	n/a	n/a	n/a	(9.3)	(47.9)	(6.0)	30.0	(1.6)	(11.7)	25.3
해외 (일본, CJ IMC)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	적지	적지
세전이익	n/a	n/a	n/a	n/a	11.4	(3.5)	n/a	n/a	25.2	(6.0)	22.8
순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	13.0	(4.3)	n/a	n/a	52.6	(7.7)	23.8
순이익 (지배주주지분)	n/a	n/a	n/a	n/a	3.4	(6.3)	n/a	n/a	42.2	(11.3)	23.0
수익성 (%)											
영업이익률	13.5	13.9	n/a	n/a	10.8	9.7	11.4	11.3	13.1	10.8	11.0
CJ오쇼핑 (본사)	14.4	11.9	10.6	14.5	13.6	13.2	11.5	14.0	12.9	13.1	13.2
CJ헬로비전 (연결)	15.5	21.4	20.3	11.4	9.3	8.0	13.7	12.5	16.8	11.0	11.6
해외 (일본, CJ IMC)	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전이익률	11.3	12.1	n/a	n/a	9.2	8.9	10.5	10.3	12.6	9.7	10.4
순이익률	8.2	8.9	n/a	n/a	6.8	6.5	7.8	7.5	9.4	7.2	7.7
순이익률 (지배주주지분)	7.5	7.4	n/a	n/a	5.7	5.3	6.4	6.1	8.0	5.9	6.2

자료: CJ오쇼핑, KB투자증권

주: 연결기준 분기 실적 1Q13부터 발표

표 18. CJ오쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
취급고	708.9	701.6	689.0	753.7	737.0	766.6	726.4	806.9	2,853.2	3,037.0	3,309.3
TV	430.8	421.9	425.5	466.9	451.6	455.8	443.9	503.7	1,745.1	1,855.0	1,994.2
인터넷	227.2	217.3	201.1	210.4	238.4	265.0	231.9	242.2	856.0	977.5	1,118.3
유선인터넷	217.4	201.9	183.1	181.4	203.1	219.0	171.0	166.9	783.5	760.0	748.6
모바일	9.8	15.4	18.0	29.0	35.3	46.0	60.9	75.3	72.5	217.5	369.8
카탈로그	32.8	36.9	33.9	36.4	32.7	30.0	29.3	34.0	140.0	126.0	122.2
기타	18.1	25.5	28.5	40.0	14.3	15.8	21.4	27.0	112.1	78.5	74.5
매출액	237.8	257.4	270.4	311.6	278.5	293.1	288.7	337.7	1,077.3	1,198.1	1,304.8
영업이익	34.3	30.7	28.7	45.1	38.0	38.8	33.1	47.2	138.8	157.2	172.8
TV	25.2	24.3	23.9	28.7	28.7	28.8	n/a	n/a	102.1	116.9	126.6
인터넷	5.5	5.6	4.2	6.4	4.2	4.7	n/a	n/a	21.8	23.9	33.5
카탈로그	1.3	1.9	2.2	2.6	1.7	2.2	n/a	n/a	8.0	7.6	7.3
기타	2.3	(1.2)	(1.6)	7.4	3.4	3.1	n/a	n/a	6.9	6.3	6.0
성장률 (% YoY)											
취급고	18.6	14.6	15.5	7.8	4.0	9.3	5.4	7.1	13.9	6.4	9.0
TV	20.7	15.8	18.6	11.0	4.8	8.0	4.3	7.9	16.3	6.3	7.5
인터넷	12.7	7.8	4.5	(6.1)	4.9	22.0	15.3	15.1	4.4	14.2	14.4
유선인터넷	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.6)	8.5	(6.6)	(8.0)	(2.5)	(3.0)	(1.5)
모바일	n/a	n/a	n/a	n/a	260.2	198.7	238.3	159.7	353.1	200.0	70.0
카탈로그	1.2	(0.5)	4.0	(9.5)	(0.3)	(18.7)	(13.7)	(6.5)	(1.6)	(10.0)	(3.0)
기타	162.3	180.2	120.9	183.7	(21.0)	(38.0)	(25.1)	(32.5)	160.7	(30.0)	(5.0)
매출액	19.1	18.8	27.5	17.1	17.1	13.9	6.8	8.4	20.4	11.2	8.9
영업이익	(1.8)	(7.7)	(10.6)	47.3	10.7	26.3	15.4	4.7	6.0	13.3	9.9
TV	5.8	5.8	5.6	6.2	6.4	6.3	n/a	n/a	10.2	14.4	8.4
인터넷	2.4	2.6	2.1	3.0	1.7	1.8	n/a	n/a	34.6	9.9	40.0
카탈로그	4.1	5.3	6.4	7.1	5.1	7.4	n/a	n/a	(47.3)	(5.8)	(3.0)
기타	12.5	(4.7)	(5.5)	18.4	23.9	19.3	n/a	n/a	1.1	(8.6)	(5.0)
수익성 (%)											
영업이익률	4.8	4.4	4.2	6.0	5.2	5.1	4.6	5.8	4.9	5.2	5.2
TV	5.8	5.8	5.6	6.2	6.4	6.3	n/a	n/a	5.9	6.3	6.4
인터넷	2.4	2.6	2.1	3.0	1.7	1.8	n/a	n/a	2.5	2.4	3.0
카탈로그	4.1	5.3	6.4	7.1	5.1	7.4	n/a	n/a	5.7	6.0	6.0

자료: CJ오쇼핑, KB투자증권
주: 영업이익률은 취급고 기준

손익계산서

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	1,598	1,992	2,420	2,792	3,165
증가율 (% YoY)	28.4	24.7	21.5	15.4	13.4
매출원가	585	859	1,113	1,276	1,437
판매 및 일반관리비	761	873	1,045	1,210	1,379
영업이익	252	261	262	307	349
증가율 (% YoY)	8.4	3.5	0.6	17.0	13.8
기타영업손익	0	0	0	0	0
EBITDA	400	445	429	494	560
증가율 (% YoY)	15.5	11.4	(3.7)	15.1	13.4
이자수익	4	5	12	10	10
이자비용	42	35	32	29	25
지분법손익	(8)	35	(1)	7	11
기타	(90)	(84)	(69)	(62)	(56)
세전계속사업손익	200	251	236	290	339
증가율 (% YoY)	0.6	25.2	(6.0)	22.8	17.1
법인세비용	75	65	65	75	88
당기순이익	123	188	173	214	251
증가율 (% YoY)	(16.9)	52.6	(7.7)	23.8	17.1
순손익의귀속					
지배주주	112	160	142	174	204
비지배주주	10	28	31	40	47
이익률 (%)					
영업이익률	15.8	13.1	10.8	11.0	11.0
EBITDA률	25.0	22.4	17.7	17.7	17.7
세전이익률	12.5	12.6	9.7	10.4	10.7
순이익률	7.7	9.4	7.2	7.7	7.9

현금흐름표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	321	265	351	387	443
당기순이익	123	188	173	214	251
자산상각비	148	185	167	187	211
기타비현금성손익	58	(5)	20	12	8
운전자본증감	(7)	(101)	(9)	(27)	(27)
매출채권감소 (증가)	(36)	(112)	(55)	(48)	(48)
재고자산감소 (증가)	(35)	(33)	(19)	(17)	(17)
매입채무증가 (감소)	67	61	75	48	47
기타	(4)	(18)	(10)	(10)	(10)
투자현금	(304)	(431)	(307)	(364)	(402)
단기투자자산감소	26	(49)	20	0	0
장기투자증권감소	(78)	(6)	0	0	0
설비투자	(182)	(179)	(242)	(279)	(317)
유무형자산감소	(29)	(76)	15	15	14
재무현금	(22)	182	(42)	(22)	(32)
차입금증가	9	83	(80)	(60)	(70)
자본증가	32	(47)	0	0	0
배당금지급	(7)	(12)	(12)	(12)	(12)
현금 증감	(4)	12	2	0	8
총현금흐름 (Gross CF)	328	367	360	414	470
(-) 운전자본증가 (감소)	7	101	9	27	27
(-) 설비투자	182	179	242	279	317
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	139	87	109	108	126
(-) 기타투자	(42)	(122)	(100)	(100)	(100)
잉여현금	181	208	209	208	226

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	1,948	2,393	2,552	2,745	2,965
유동자산	414	635	738	824	917
현금성자산	79	116	141	142	150
매출채권	144	256	311	358	406
재고자산	57	91	110	127	144
기타	134	173	176	196	217
비유동자산	1,534	1,758	1,814	1,922	2,048
투자자산	178	195	194	201	212
유형자산	667	764	860	968	1,089
무형자산	660	716	703	691	679
부채총계	1,295	1,457	1,455	1,447	1,427
유동부채	913	966	1,000	1,017	1,029
매입채무	192	253	328	376	424
유동성이자부채	109	129	114	103	90
기타	612	583	557	538	515
비유동부채	382	491	455	430	399
비유동이자부채	234	338	299	270	236
기타	148	153	157	160	163
자본총계	653	936	1,097	1,299	1,537
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	(94)	(142)	(142)	(142)	(142)
이익잉여금	571	714	875	1,076	1,315
자본조정	(22)	(15)	(75)	(150)	(239)
지배주주지분	486	588	689	815	965
순차입금	520	513	472	412	334
이자지급성부채	610	693	613	553	483

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	14.2	10.7	15.3	12.5	10.7
PBR	3.3	2.9	3.2	2.7	2.3
PSR	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/ EBITDA	5.3	5.0	6.2	5.2	4.5
배당수익률	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
EPS (원)	18,137	25,778	22,873	28,124	32,925
BPS (원)	78,297	94,728	110,978	131,408	155,539
SPS (원)	257,674	321,103	390,095	450,043	510,143
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
수익성지표 (%)					
ROA	6.9	8.6	7.0	8.1	8.8
ROE	29.4	35.0	27.1	28.5	28.2
ROIC	20.2	21.5	19.8	23.0	24.7
안정성지표 (%)					
부채비율	93.4	74.1	55.9	42.6	31.4
순차입비율	79.6	54.8	43.0	31.7	21.7
유동비율	45.3	65.8	73.9	81.0	89.1
이자보상배율 (배)	6.6	8.7	12.9	16.2	22.2
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	11.1	7.8	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율	27.9	22.0	22.0	22.0	22.0
자산, 자본구조 (%)					
투하자본	42.5	40.2	37.6	37.0	36.3
차입금	31.3	29.0	24.0	20.2	16.3

주: EPS는 완전회석 EPS

현대홈쇼핑 (BUY / TP: 200,000원)

3Q13 취급고는 컨센서스에 부합하였지만, 예상보다 더딘 의류 비중 확대로 영업이익은 컨센서스 대비 5.0% 하회 예상

현대홈쇼핑의 3Q13 취급고는 전년동기대비 13.5% 증가한 6,610억원으로 컨센서스에 부합할 전망이다, 영업이익은 전년동기대비 6.0% 증가한 328억원으로 기대치 대비 5.0% 하회할 전망이다. 작년 3분기 매우 부진했던 TV 취급고 성장률이 주방용품, 생활용품 등 대부분의 카테고리에서 회복되며 올해 3분기에는 전년동기대비 14.8% 증가한 4,006억원으로 예상되고, 경쟁사 대비 성장이 더디게 진행되었던 모바일 부문 또한 상반기 대비 성장 폭이 확대되어 3분기 모바일 취급고는 전년동기대비 약 4배 이상 증가한 297억원으로 예상된다. 다만, 의류 비중 확대 속도가 예상보다 더디게 진행되어 수익성 개선 정도는 기대치에 소폭 못 미칠 전망이다.

1) 하반기 이후 독점 브랜드 등 신규 브랜드 런칭이 과거 대비 적극적으로 이루어진 이후 9월부터 의류 매출이 회복되고 있고, 2) 4분기에는 기존 대비 짧은 연령층 (30~40대)을 타겟으로 한 수입 의류 브랜드 런칭이 계획되어 있어 3분기 대비 4분기 실적 개선 폭이 확대될 것으로 예상된다. KB투자증권은 현대홈쇼핑의 4분기 취급고 및 영업이익이 전년동기대비 각각 11.9%, 18.7% 증가할 것으로 예상한다.

1) 의류 부문 역량 강화와 더불어 업종 내 단기적 실적 모멘텀이 부각될 것으로 예상된다는 점, 2) 장기적으로는 계열사와의 시너지 창출로 상품구색 차별화의 잠재력을 보유하고 있다는 점 등을 감안하여, 현대홈쇼핑에 대한 BUY 투자 의견과 목표주가 200,000원을 유지한다.

표 19. 현대홈쇼핑 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	192.6	195.2	(1.4)	176.7	9.0	195.7	(1.6)
영업이익	32.8	34.5	(5.0)	30.9	6.0	35.7	(8.4)
영업이익률 (%)	17.0	17.7		17.5		18.3	
세전이익	44.6	44.6	(0.1)	40.4	10.3	45.6	(2.4)
세전이익률 (%)	23.1	22.9		22.9		23.3	
순이익	33.4	34.3	(2.6)	34.9	(4.3)	35.6	(6.1)
순이익률 (%)	17.4	17.6		19.8		18.2	

자료: 현대홈쇼핑, Enguide, KB투자증권

표 20. 현대홈쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
취급고	649.5	592.2	582.5	641.9	665.8	659.9	661.0	718.3	2,466.1	2,705.0	2,926.6
TV	405.1	370.5	349.1	385.8	407.3	420.3	400.6	441.0	1,510.6	1,669.2	1,819.4
인터넷	192.7	167.5	182.6	203.8	204.4	186.6	209.3	225.8	746.6	826.1	897.7
카탈로그	37.4	38.4	36.0	36.7	37.6	37.4	35.7	35.7	148.5	146.3	144.1
기타	14.3	15.7	14.8	15.6	16.5	15.6	15.5	15.9	60.4	63.5	65.4
매출액	202.0	185.0	176.7	196.8	194.7	195.7	192.6	211.6	760.5	794.6	859.7
영업이익	47.1	35.9	30.9	38.9	34.4	35.7	32.8	46.2	152.8	149.1	169.0
TV	37.5	26.3	23.0	34.0	28.2	26.5	24.9	37.3	120.8	116.8	132.8
인터넷	0.7	0.2	0.2	0.0	0.7	0.2	1.2	2.6	1.0	4.7	8.0
카탈로그	1.0	1.0	0.6	0.0	0.5	1.0	0.4	0.3	2.6	2.2	2.0
기타	8.0	8.4	7.1	4.9	5.1	8.0	6.3	5.9	28.4	25.4	26.1
세전이익	63.2	48.9	40.4	(2.3)	103.3	45.6	44.6	60.3	150.2	253.8	233.5
순이익	48.5	38.0	34.9	(17.4)	86.7	35.6	33.4	45.3	104.0	201.0	175.1
성장률 (% YoY)											
취급고	12.0	6.7	1.9	3.7	2.5	11.4	13.5	11.9	6.0	9.7	8.2
TV	10.5	5.1	(0.2)	1.1	0.5	13.4	14.8	14.3	4.1	10.5	9.0
인터넷	14.3	9.2	5.2	11.1	6.1	11.4	14.6	10.8	10.0	10.7	8.7
카탈로그	13.4	2.3	0.4	(8.9)	0.6	(2.7)	(1.0)	(2.8)	1.3	(1.5)	(1.5)
기타	19.3	35.2	22.2	13.0	15.5	(0.6)	4.2	1.8	22.0	5.0	3.0
매출액	10.3	6.0	6.5	4.7	(3.6)	5.8	9.0	7.5	6.9	4.5	8.2
영업이익	5.6	(6.3)	(1.1)	(3.6)	(27.0)	(0.4)	6.0	18.7	(1.1)	(2.4)	13.3
TV	6.6	(10.2)	(8.6)	(28.1)	(24.8)	0.7	8.1	9.8	(11.8)	(3.3)	13.7
인터넷	(77.4)	(87.6)	10.5	(94.1)	(0.2)	45.8	587.4	6,479.4	(79.6)	349.2	70.0
카탈로그	288.2	42.4	428.1	(89.1)	(47.8)	(1.4)	(46.0)	1,982.9	113.9	(16.8)	(8.1)
세전이익	21.1	(8.1)	(4.4)	적전	63.4	(6.6)	10.3	흑전	(23.8)	69.0	(8.0)
순이익	22.6	(7.9)	5.7	적전	78.6	(6.2)	(4.3)	흑전	(31.6)	93.3	(12.8)
수익성 (%)											
영업이익률	7.3	6.1	5.3	6.1	5.2	5.4	5.0	6.4	6.2	5.5	5.8
TV	9.3	7.1	6.6	8.8	6.9	6.3	6.2	8.5	8.0	7.0	7.3
인터넷	0.3	0.1	0.1	0.0	0.3	0.1	0.6	1.2	0.1	0.6	0.9
카탈로그	2.6	2.6	1.8	0.0	1.3	2.7	1.0	1.0	1.8	1.5	1.4
세전이익률	9.7	8.3	6.9	(0.4)	15.5	6.9	6.7	8.4	6.1	9.4	8.0
순이익률	7.5	6.4	6.0	(2.7)	13.0	5.4	5.1	6.3	4.2	7.4	6.0

자료: 현대홈쇼핑, KB투자증권

주: 1) 별도기준

2) 수익성은 취급고 기준

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	712	760	795	860	925
증가율 (% YoY)	22.4	6.9	4.5	8.2	7.6
매출원가	21	16	18	15	19
판매 및 일반관리비	536	592	628	675	722
영업이익	155	153	149	169	184
증가율 (% YoY)	14.7	(1.1)	(2.4)	13.3	9.0
기타영업손익	0	0	0	0	0
EBITDA	164	162	155	176	192
증가율 (% YoY)	14.4	(1.0)	(4.0)	13.2	9.1
이자수익	32	27	23	28	35
이자비용	0	4	0	0	0
지분법손익	9	32	31	39	45
기타	1	(66)	51	(2)	(2)
세전계속사업손익	197	150	254	234	263
증가율 (% YoY)	31.1	(23.8)	69.0	(8.0)	12.5
법인세비용	45	46	53	58	66
당기순이익	152	104	201	175	197
증가율 (% YoY)	33.9	(31.6)	93.3	(12.8)	12.5
순이익의귀속					
지배주주	152	104	201	175	197
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	21.7	20.1	18.8	19.7	19.9
EBITDA율	23.0	21.3	19.6	20.5	20.8
세전이익률	27.7	19.7	31.9	27.2	28.4
순이익률	21.3	13.7	25.3	20.4	21.3

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	138	113	195	203	294
당기순이익	152	104	201	175	197
자산상각비	9	9	6	7	8
기타비현금성손익	(34)	(54)	2	24	31
운전자본증감	11	54	(14)	(3)	59
매출채권감소 (증가)	(20)	(2)	(1)	(2)	(2)
재고자산감소 (증가)	(5)	1	(0)	(0)	(0)
매입채무증가 (감소)	4	(2)	137	(26)	36
기타	32	56	(150)	25	25
투자현금	(11)	(218)	(109)	(163)	(266)
단기투자자산감소	8	169	(99)	(150)	(250)
장기투자증권감소	(16)	8	0	0	0
설비투자	(17)	(6)	(10)	(13)	(16)
유무형자산감소	0	(0)	0	0	0
재무현금	(10)	(15)	(16)	(16)	(16)
차입금증가	2	3	0	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(12)	(13)	(13)	(13)	(13)
현금 증감	118	(120)	69	24	12
총현금흐름 (Gross CF)	127	59	209	206	235
(-) 운전자본증가 (감소)	(11)	(54)	14	3	(59)
(-) 설비투자	17	6	10	13	16
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	121	108	185	190	279
(-) 기타투자	(14)	389	0	0	0
잉여현금	135	(282)	185	190	279

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	1,140	1,306	1,527	1,744	2,065
유동자산	891	596	766	943	1,209
현금성자산	123	3	72	96	108
매출채권	25	27	28	30	32
재고자산	6	5	5	5	6
기타	737	562	661	812	1,063
비유동자산	249	711	761	800	856
투자자산	153	618	648	687	732
유형자산	91	88	96	105	116
무형자산	5	5	5	5	5
부채총계	271	332	364	419	557
유동부채	261	315	347	402	538
매입채무	37	35	172	147	183
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	225	280	175	255	355
비유동부채	9	17	17	18	19
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	9	17	17	18	19
자본총계	869	975	1,162	1,324	1,508
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	253	253	253	253	253
이익잉여금	554	644	832	994	1,178
자본조정	2	17	17	17	17
지배주주지분	869	975	1,162	1,324	1,508
순차입금	(840)	(549)	(717)	(891)	(1,153)
이자지급성부채	2	5	5	5	5

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	10.5	14.0	9.9	11.4	10.1
PBR	1.8	1.5	1.7	1.5	1.3
PSR	2.2	1.9	2.5	2.3	2.2
EV/ EBITDA	4.6	5.6	8.2	6.3	4.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (원)	12,659	8,664	16,746	14,595	16,427
BPS (원)	72,438	81,224	96,870	110,365	125,692
SPS (원)	59,300	63,374	66,221	71,641	77,073
DPS (원)	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
수익성지표 (%)					
ROA	14.7	8.5	14.2	10.7	10.4
ROE	19.3	11.3	18.8	14.1	13.9
ROIC	18.2	19.5	25.1	22.5	20.5
안정성지표 (%)					
부채비율	0.2	0.5	0.4	0.4	0.3
순차입비율	nc	nc	nc	nc	nc
유동비율	341.1	189.1	220.5	234.9	224.8
이자보상배율 (배)	nm	nm	nm	nm	nm
활동성지표 (회)					
총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
매출채권회전율	28.9	28.7	28.7	28.7	28.7
재고자산회전율	119.5	167.2	167.2	167.2	167.2
자산, 자본구조 (%)					
투하자본	57.6	32.7	33.6	35.1	35.7
차입금	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2

주: EPS는 완전회석 EPS

GS홈쇼핑 (BUY / TP: 290,000원)

3Q13 매출액 및 영업이익
컨센서스 대비 소폭 하회
예상되지만, 모바일 부분의
가파른 성장 속도에 주목

GS홈쇼핑의 3Q13 매출액 및 영업이익은 각각 2,506억원, 331억원으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 별도기준 취급고 및 영업이익은 전년동기대비 각각 8.9%, 0.4% 증가한 7,658억원, 336억원으로 예상된다. 2012년 하반기부터 의류 매출 비중의 가파른 확대에 따른 역기지 효과로 영업이익 증가 폭은 미미할 전망이다. 한편, 동사가 적극적으로 외형 확대 전략을 펼치고 있는 모바일 부분의 경우 취급고가 전년동기대비 6배 이상 증가한 656억원으로 예상되며, 2013년 연간으로는 2,262억원으로 전년대비 약 5배 증가할 전망이다.

1) 예상보다 가파른 모바일 부분의 성장 속도, 2) 모바일 부분의 경우 기존 인터넷 대비 수익성이 양호하여 모바일 부분의 확대는 수익성 개선에 긍정적이라는 점 등을 감안하여, GS홈쇼핑의 2014년 영업이익 추정치를 6.8% 상향 조정하며, 이를 반영하여 동사에 대한 목표주가를 290,000원으로 3.6% 상향 조정한다. 작년 하반기의 가파른 실적 개선에 따른 역기지효과로 단기적인 실적 모멘텀은 부족하나, 소비트렌드 변화에 대한 진취적인 전략 전개에 따른 MD 경쟁력 부각으로 견조한 외형성장이 기대되고 장기적인 이익창출력에 대한 가시성이 높다고 판단되는 만큼, 동사에 대한 BUY 투자 의견을 유지한다.

표 21. GS홈쇼핑 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	250.6	254.9	(1.7)	n/a	n/a	265.1	(5.5)
영업이익	33.1	34.2	(3.2)	n/a	n/a	36.6	(9.7)
영업이익률 (%)	13.2	13.4		n/a	n/a	13.8	
세전이익	37.4	38.6	(3.3)	n/a	n/a	41.5	(10.0)
세전이익률 (%)	14.9	15.2		n/a	n/a	15.7	
순이익	28.0	29.1	(3.6)	n/a	n/a	31.1	(9.8)
순이익률 (%)	11.2	11.4		n/a	n/a	11.7	

자료: GS홈쇼핑, Fnguide, KB투자증권

주: 1) 연결기준

2) 연결기준 분기실적은 1Q13부터 발표

표 22. GS홈쇼핑 2013~2014년 추정치 변경

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		차이 (%)	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
취급고 (별도기준)	3,261.7	3,539.4	3,266.6	3,494.2	(0.1)	1.3
매출액	1,048.3	1,149.9	1,051.6	1,142.1	(0.3)	0.7
영업이익	155.6	176.6	155.5	165.4	0.1	6.8
영업이익률 (%)	4.8	5.0	4.8	4.7		
세전이익	173.2	197.4	173.1	186.2	0.1	6.0
세전이익률 (%)	5.3	5.6	5.3	5.3		
순이익	130.1	148.1	130.0	139.7	0.1	6.0
순이익률 (%)	4.0	4.2	4.0	4.0		
지배주주지분 순이익	130.1	148.1	130.0	139.7	0.1	6.0
순이익률 (지배주주, %)	4.0	4.2	4.0	4.0		
EPS (원)	19,823	22,564	19,809	21,285	0.1	6.0

자료: KB투자증권

주: 연결기준

표 23. GS홈쇼핑 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2013~14년 평균
영업가치 (A)	1,220.0	1,382.3	1,341.7
EBITDA	157.6	178.6	173.3
Target Multiple (X)	7.7	7.7	7.7
순현금 (B)	576.1	632.4	576.1
적정 주주가치 (C = A + B)	1,796.1	2,014.7	1,917.8
주식수 (천주) (D)	6,563	6,563	6,563
적정주가 (원) (C / D)	273,692	307,009	292,242

자료: KB투자증권

주: 1) Target Multiple 7.7X는 동종업체 대비 수직계열화 및 해외 시장 실적 가시성 차이 등을 반영하여 현대홈쇼핑 적용배수 8.6X 대비 10% 할인한 수치

2) 2013~14년 가중평균 산정 시 2013년 25%, 2014년 75% 비중 적용

표 24. GS홈쇼핑 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액	266.5	246.1	n/a	n/a	248.0	265.1	250.6	284.7	1,024.7	1,048.3	1,149.9
GS홈쇼핑 (본사)	264.3	244.5	241.6	269.3	247.3	264.7	249.5	283.0	1,019.6	1,044.4	1,148.0
GS텔레서비스 (콜센터서비스)	n/a	n/a	n/a	n/a	12.3	11.9	12.2	12.3	46.5	48.8	51.2
기타 및 연결조정	n/a	n/a	n/a	n/a	(11.7)	(11.5)	(11.1)	(10.7)	(41.3)	(44.9)	(49.4)
영업이익	28.1	22.9	n/a	n/a	37.3	36.6	33.1	48.7	132.5	155.6	176.6
세전이익	32.5	22.9	n/a	n/a	42.2	41.5	37.4	52.0	144.5	173.2	197.4
순이익	23.2	22.9	n/a	n/a	31.9	31.1	28.0	39.0	106.6	130.1	148.1
순이익 (지배주주지분)	23.2	22.9	n/a	n/a	31.9	31.1	28.0	39.0	106.6	130.1	148.1
취급고 (별도기준)	752.4	747.1	703.2	818.2	774.7	838.5	765.8	882.8	3,020.9	3,261.7	3,539.4
TV	421.9	430.3	440.4	494.5	474.0	500.0	480.4	547.2	1,787.1	2,001.6	2,201.7
인터넷	277.3	262.4	220.0	266.3	249.4	281.1	241.8	279.2	1,026.0	1,051.5	1,127.3
유선인터넷	272.7	254.1	209.8	245.9	215.7	227.2	176.2	206.2	982.5	825.3	742.8
모바일	4.6	8.3	10.2	20.4	33.7	53.9	65.6	73.0	43.5	226.2	384.5
카탈로그	39.3	39.7	26.6	40.7	32.3	37.1	23.8	35.5	146.3	128.7	118.4
기타	13.9	14.7	16.2	16.7	19.0	20.3	19.8	20.9	61.5	79.9	91.9
성장률 (% YoY)											
매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	(6.9)	7.8	n/a	n/a	11.2	2.3	9.7
GS홈쇼핑 (본사)	23.1	11.4	15.8	2.2	(6.4)	8.3	3.3	5.1	12.5	2.4	9.9
GS텔레서비스 (콜센터서비스)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(0.9)	5.0	5.0
영업이익	n/a	n/a	n/a	n/a	32.5	59.9	n/a	n/a	28.1	17.5	13.5
세전이익	n/a	n/a	n/a	n/a	30.0	81.2	n/a	n/a	57.0	19.8	14.0
순이익	n/a	n/a	n/a	n/a	37.6	35.6	n/a	n/a	(46.8)	22.0	13.8
순이익 (지배주주지분)	n/a	n/a	n/a	n/a	37.6	35.6	n/a	n/a	(47.3)	22.0	13.8
취급고 (별도기준)	23.1	20.1	22.8	11.0	3.0	12.2	8.9	7.9	18.8	8.0	8.5
TV	21.2	20.7	27.3	16.5	12.3	16.2	9.1	10.7	21.2	12.0	10.0
인터넷	32.6	22.1	16.4	4.3	(10.1)	7.1	9.9	4.8	18.2	2.5	7.2
유선인터넷	0.0	0.0	0.0	0.0	(20.9)	(10.6)	(16.0)	(16.2)	13.9	(16.0)	(10.0)
모바일	0.0	0.0	0.0	0.0	632.6	549.4	543.1	257.9	625.0	420.0	70.0
카탈로그	(8.0)	1.5	1.1	(5.6)	(17.8)	(6.5)	(10.5)	(12.7)	(3.2)	(12.0)	(8.0)
기타	24.1	24.6	40.9	19.3	36.7	38.1	22.1	25.0	26.8	30.0	15.0
수익성 (%)											
영업이익률 (연결기준 매출액 대비)	10.6	9.3	n/a	n/a	15.0	13.8	13.2	17.1	12.9	14.8	15.4
영업이익률 (별도기준 취급고 대비)	3.7	3.1	n/a	n/a	4.8	4.4	4.3	5.5	4.4	4.8	5.0
세전이익률	12.2	9.3	n/a	n/a	17.0	15.7	14.9	18.3	14.1	16.5	17.2
순이익률	8.7	9.3	n/a	n/a	12.8	11.7	11.2	13.7	10.4	12.4	12.9
순이익률 (지배주주지분)	8.7	9.3	n/a	n/a	12.8	11.7	11.2	13.7	10.4	12.4	12.9

자료: GS홈쇼핑, KB투자증권

주: 1) 연결기준

2) 연결기준 분기실적은 1Q13부터 발표

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	922	1,025	1,048	1,150	1,237
증가율 (% YoY)	17.2	11.2	2.3	9.7	7.6
매출원가	205	205	140	144	148
판매 및 일반관리비	613	687	753	829	899
영업이익	103	132	156	177	190
증가율 (% YoY)	(12.3)	28.1	17.5	13.5	7.5
기타영업손익	0	0	0	0	0
EBITDA	112	142	165	190	206
증가율 (% YoY)	(25.0)	26.6	16.1	15.0	8.5
이자수익	22	24	24	25	29
이자비용	1	0	0	0	0
지분법손익	(24)	(4)	(3)	(1)	1
기타	3	(19)	(20)	(23)	(29)
세전계속사업손익	92	145	173	197	217
증가율 (% YoY)	(15.1)	57.0	19.8	14.0	9.7
법인세비용	30	38	43	49	54
당기순이익	200	107	130	148	162
증가율 (% YoY)	124.2	(46.8)	22.0	13.8	9.7
순손익의귀속					
지배주주	202	107	130	148	162
비지배주주	(2)	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	11.2	12.9	14.8	15.4	15.3
EBITDA율	12.2	13.9	15.8	16.5	16.7
세전이익률	10.0	14.1	16.5	17.2	17.5
순이익률	21.7	10.4	12.4	12.9	13.1

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	13	153	40	132	168
당기순이익	200	107	130	148	162
자산상각비	9	10	10	13	16
기타비현금성손익	(110)	(4)	(25)	(27)	(9)
운전자본증감	(87)	41	(74)	(2)	(2)
매출채권감소 (증가)	243	(5)	(1)	(5)	(4)
재고자산감소 (증가)	(17)	23	(0)	(2)	(2)
매입채무증가 (감소)	35	(8)	(73)	5	4
기타	(349)	31	0	0	0
투자현금	276	(239)	(94)	(106)	(159)
단기투자자산감소	(45)	(153)	0	(50)	(100)
장기투자증권감소	(12)	(14)	0	0	0
설비투자	(16)	(17)	(26)	(28)	(31)
유무형자산감소	(1)	(0)	2	2	2
재무현금	(21)	(33)	(20)	(20)	(20)
차입금증가	0	0	0	0	0
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(19)	(22)	(20)	(20)	(20)
현금 증감	268	(119)	(74)	6	(11)
총현금흐름 (Gross CF)	100	112	114	134	169
(-) 운전자본증가 (감소)	87	(41)	74	2	2
(-) 설비투자	16	17	26	28	31
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(4)	136	14	104	137
(-) 기타투자	(350)	54	70	30	30
잉여현금	346	82	(56)	74	107

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	970	1,056	1,094	1,227	1,375
유동자산	716	751	679	746	844
현금성자산	320	201	127	133	123
매출채권	46	51	52	57	61
재고자산	42	19	19	21	23
기타	309	480	481	534	637
비유동자산	254	305	414	482	531
투자자산	90	151	148	146	147
유형자산	64	77	111	132	152
무형자산	24	21	21	21	21
부채총계	363	373	301	306	311
유동부채	352	365	292	297	301
매입채무	236	229	156	161	165
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	116	136	136	136	136
비유동부채	11	9	9	9	10
비유동이자부채	0	0	0	0	0
기타	11	9	9	9	10
자본총계	606	683	793	921	1,064
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	80	80	80	80	80
이익잉여금	511	595	705	833	976
자본조정	(17)	(25)	(25)	(25)	(25)
지배주주지분	606	683	793	921	1,064
순차입금	(616)	(650)	(576)	(632)	(722)
이자지급성부채	0	0	0	0	0

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	3.8	9.4	12.8	11.3	10.3
PBR	1.3	1.5	2.1	1.8	1.6
PSR	0.8	1.0	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	1.3	2.5	6.6	5.5	4.6
배당수익률	3.0	2.0	1.2	1.2	1.2
EPS (원)	30,837	16,246	19,823	22,564	24,757
BPS (원)	92,406	104,012	120,835	140,399	162,156
SPS (원)	140,436	156,148	159,747	175,218	188,567
DPS (원)	3,500	3,000	3,000	3,000	3,000
수익성지표 (%)					
ROA	22.5	10.5	12.1	12.8	0.0
ROE	38.4	16.5	17.6	17.3	16.4
ROIC	21.3	6.0	23.1	20.2	18.0
안정성지표 (%)					
부채비율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순차입비율	nc	nc	nc	nc	nc
유동비율	203.5	205.9	232.9	251.2	280.0
이자보상배율 (배)	(4.9)	(5.6)	(6.7)	(7.2)	(6.7)
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
매출채권회전율	20.2	20.2	20.2	20.2	20.2
재고자산회전율	22.0	53.8	53.8	53.8	53.8
자산, 자본구조 (%)					
투하자본	29.0	39.4	54.5	58.4	63.1
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: EPS는 완전회석 EPS

이마트 (HOLD / TP: 265,000원)

3분기 실적 기대치에 부합 예상
내년 상반기까지 실적 개선
모멘텀 유효

이마트의 3Q13 매출액 및 영업이익은 각각 3,426.2억 원 (+1.3% YoY), 213.9억 원 (-1.0% YoY)으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 작년동분기 대비 의무휴업일수의 증가로 기존점 신장률이 -5.0% YoY를 기록할 것으로 예상했던 것과 달리, 소비자들의 의무휴업일에 대한 학습효과 등으로 3분기 기존점 신장률은 약 -3.0% YoY 수준으로 추정치 대비 양호했던 것으로 보인다.

4분기에는 1) 의무휴업일수 차이 정도가 전분기대비 해소되는 가운데, 2) 11월 20주년 대규모 행사로 매출 증대를 위한 적극적인 프로모션이 예정되어 있는 만큼, 4분기 기존점 신장률 또한 -1% 수준으로 양호할 것으로 예상된다. 예상보다 양호한 기존점 신장률 회복 정도를 감안하여 2013~14년 영업이익을 기존 대비 각각 2.7%, 1.5% 상향 조정하며, 이를 반영하여 목표주가 또한 265,000원으로 상향한다. 1) 이마트몰 확장 및 수익성 개선, 2) 중국 시장 철수에 대한 기대감, 3) 제한적인 추가 규제 리스크 등을 감안할 때 단기적 주가 모멘텀은 존재하나, 최근 가파른 주가 상승이 이를 상당부분 반영했다고 판단되어 동사에 대한 HOLD 투자 의견을 유지한다.

표 25. 이마트 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	3,426.2	3,435.3	(0.3)	3,381.3	1.3	3,123.3	9.7
영업이익	213.9	212.0	0.9	216.0	(1.0)	183.2	16.8
영업이익률 (%)	6.2	6.2		6.4		5.9	
세전이익	187.2	197.5	(5.3)	204.7	(8.6)	180.7	3.6
세전이익률 (%)	5.5	5.8		6.1		5.8	
순이익	140.4	147.6	(4.9)	154.5	(9.1)	136.3	3.0
순이익률 (%)	4.1	4.3		4.6		4.4	

자료: 이마트, Fnguide, KB투자증권

주: 연결기준

표 26. 이마트 2013~2014년 추정치 변경

(단위: 십억원)	변경 후		변경 전		차이 (%)	
	2013E	2014E	2013E	2014E	2013E	2014E
매출액	12,853.7	13,846.9	12,846.4	13,898.6	0.1	(0.4)
영업이익	724.9	813.6	705.6	801.7	2.7	1.5
영업이익률 (%)	5.6	5.9	5.5	5.8		
세전이익	642.2	735.1	622.9	723.3	3.1	1.6
세전이익률 (%)	5.0	5.3	4.8	5.2		
순이익	480.1	551.4	465.6	542.4	3.1	1.6
순이익률 (%)	3.7	4.0	3.6	3.9		
지배주주지분 순이익	470.3	537.5	456.2	528.8	3.1	1.6
순이익률 (지배주주, %)	3.7	3.9	3.6	3.8		
EPS (원)	16,871	19,281	16,365	18,969	3.1	1.6

자료: KB투자증권

주: 연결기준

표 27. 이마트 목표주가 산정

(단위: 십억원)	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	12,685.0	12,853.7	13,846.9	14,681.3	15,507.8	16,300.6	17,004.5	17,738.7	18,504.7	19,303.7	20,137.3
EBIT	746.0	724.9	813.6	909.2	999.1	1,084.0	1,156.5	1,206.4	1,258.5	1,312.8	1,369.5
(-) 법인세	218.3	183.0	203.4	227.3	249.8	271.0	289.1	301.6	314.6	328.2	342.4
NOPLAT	527.8	541.9	610.2	681.9	749.4	813.0	867.4	904.8	943.9	984.6	1,027.1
(+) 자산상각비	359.5	391.9	458.6	511.5	562.3	611.3	658.9	687.3	717.0	747.9	780.2
Gross Cash Flow	887.3	933.9	1,068.8	1,193.4	1,311.6	1,424.3	1,526.2	1,592.1	1,660.9	1,732.6	1,807.4
(-) 운전자본 증감	(211.5)	(19.8)	(18.1)	(16.0)	(15.9)	(16.1)	(16.1)	(16.0)	(16.1)	(16.1)	(16.0)
(-) 설비투자	(813.2)	(970.0)	(1,000.0)	(1,030.0)	(1,060.9)	(1,092.7)	(1,136.4)	(1,185.5)	(1,236.7)	(1,290.1)	(1,345.8)
Free Cash Flow	(137.4)	(56.0)	50.7	147.4	234.8	315.4	373.7	390.6	408.1	426.4	445.5
FCF의 현재가치		(55.3)	47.3	129.7	195.0	247.1	276.2	272.4	268.6	264.8	261.0
WACC (%)	6.0	[민감도 분석]									
FCF 현재가치의 합 (A)	1,906.7	영구성장률 (%)									
영구성장률 (%)	3.0	(원)									
영속가치의 현재가치 (B)	8,746.5	1.0 1.5 2.0 2.5 3.0 3.5 4.0 4.5 5.0									
기업가치 (C=A+B)	10,653.2	5.1 198,719 233,311 279,119 342,653 436,671 590,035 884,850 1,684,298 11,976,338									
순부채 (D)	3,279.7	5.4 175,771 204,737 242,263 292,800 364,532 474,335 663,463 1,066,484 2,518,443									
우선주가치 (E)	-	5.7 155,923 180,440 211,613 252,575 308,798 390,762 521,390 762,327 1,355,399									
적정 보통주가치 (F=C-D-E)	7,373.5	6.0 138,609 159,556 185,761 219,487 264,514 327,666 422,645 581,617 902,110									
발행주식수 (천주) (G)	27,875.8	6.3 123,395 141,439 163,694 191,830 228,534 278,420 350,145 462,070 661,150									
적정주가 (원) (H=F/G)	264,514	6.6 109,938 125,593 144,664 168,404 198,767 238,975 294,742 377,266 511,881									
		6.9 97,965 111,637 128,107 148,334 173,769 206,719 251,094 314,080 410,495									
		7.2 87,258 99,266 113,590 130,972 152,508 179,890 215,871 265,257 337,253									

자료: KB투자증권

주: WACC = 무위험수익률 4.5%, 베타 0.50 (과거 1년 주가수익률 적용), Market Risk Premium 6.0% 적용하여 산정

표 28. SOTP 방식을 적용한 이마트 적정가치 산정

(단위: 십억원)	2013E	2014E	2013~14년 평균
영업가치 (A)	7,817.7	8,905.6	8,633.6
EBITDA	1,116.8	1,272.2	1,233.4
Target Multiple (X)	7.0	7.0	7.0
유가증권가치 (B)	1,568.8	1,568.8	1,568.8
삼성생명 (지분율 7.4%)	1,568.8	1,568.8	1,568.8
순부채 (C)	3,279.7	3,206.9	3,225.1
적정주주가치 (D = A + B - C)	6,106.8	7,267.4	6,977.3
주식수 (천주) (E)	27,876	27,876	27,876
적정주가 (원) (D / E)	219,073	260,708	250,299

자료: KB투자증권

주: 1) 삼성생명 지분가치는 2013년 10월 02일 기준 시장가치 적용

2) 2013~14년 가중평균 산정 시 2013년 25%, 2014년 75% 비중 적용

표 29. 이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액	3,240.7	2,966.5	3,381.3	3,096.6	3,233.0	3,123.3	3,426.2	3,071.1	12,685.0	12,853.7	13,846.9
이마트 (별도)	2,856.9	2,541.1	2,930.7	2,610.2	2,690.0	2,553.7	2,925.7	2,685.0	10,939.0	10,854.4	11,592.7
신세계푸드	177.0	189.0	180.6	174.5	177.1	183.2	n/a	n/a	721.1	749.2	873.4
에브리데이리테일	85.1	127.9	146.8	150.1	159.9	174.5	n/a	n/a	510.0	637.5	733.1
에스엠	37.3	36.4	40.4	38.9	39.1	41.3	n/a	n/a	153.0	183.6	211.2
조선호텔	37.4	41.8	41.1	56.4	68.8	81.8	n/a	n/a	176.6	190.8	200.3
이마트 중국법인	125.9	107.5	114.3	110.0	124.8	109.7	n/a	n/a	457.7	503.5	528.7
기타 및 연결조정	(79.1)	(77.2)	(72.6)	(43.5)	(26.6)	(20.9)	n/a	n/a	(272.5)	(265.3)	(292.4)
영업이익	190.5	186.6	216.0	142.8	176.9	183.2	213.9	150.8	735.9	724.9	813.6
이마트 (별도)	205.9	193.8	220.6	155.5	189.0	184.7	219.2	148.5	775.9	742.6	807.7
신세계푸드	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	34.3	31.8	43.6
에브리데이리테일	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(3.5)	6.4	11.0
에스엠	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(9.1)	1.8	3.2
조선호텔	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	5.7	(1.0)	2.0
이마트 중국법인	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(62.0)	(50.4)	(47.6)
기타 및 연결조정	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	(5.5)	(6.4)	(6.3)
세전이익	167.4	194.9	204.7	48.9	152.4	180.7	187.2	122.0	615.9	642.2	735.1
순이익	120.5	145.8	154.5	15.0	112.0	136.3	140.4	91.5	435.8	480.1	551.4
순이익 (지배주주지분)	118.0	142.5	151.8	12.4	111.4	132.8	136.8	89.2	424.7	470.3	537.5
성장률 (% YoY)											
매출액	n/a	54.3	6.3	7.2	(0.2)	5.3	1.3	(0.8)	58.7	1.3	7.7
영업이익	n/a	32.2	(4.0)	(24.1)	(7.1)	(1.8)	(1.0)	5.6	32.7	(1.5)	12.2
세전이익	n/a	27.0	16.3	(59.7)	(9.0)	(7.3)	(8.6)	149.7	36.6	4.3	14.5
순이익	n/a	26.1	27.1	(80.7)	(7.0)	(6.5)	(9.1)	508.8	38.3	10.2	14.8
순이익 (지배주주지분)	n/a	26.8	28.4	(83.6)	(5.6)	(6.8)	(9.9)	622.0	38.9	10.7	14.3
수익성 (%)											
영업이익률	5.9	6.3	6.4	4.6	5.5	5.9	6.2	4.9	5.8	5.6	5.9
세전이익률	5.2	6.6	6.1	1.6	4.7	5.8	5.5	4.0	4.9	5.0	5.3
순이익률	3.7	4.9	4.6	0.5	3.5	4.4	4.1	3.0	3.4	3.7	4.0
순이익률 (지배주주지분)	3.6	4.8	4.5	0.4	3.4	4.3	4.0	2.9	3.3	3.7	3.9

자료: 이마트, KB투자증권

표 30. 이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
총매출액	3,270.7	2,978.9	3,389.4	3,068.3	3,088.9	2,934.5	3,373.6	3,145.8	12,707.3	12,542.8	13,396.0
순매출액	2,856.9	2,541.1	2,930.7	2,610.2	2,690.0	2,553.7	2,925.7	2,685.0	10,939.0	10,854.4	11,592.7
기존사업	2,960.8	2,678.3	3,027.6	2,743.5	2,763.8	2,605.2	3,008.2	2,805.6	11,410.2	11,182.8	11,817.0
신사업	309.9	300.6	361.8	324.8	325.1	329.3	365.4	340.3	1,297.1	1,360.1	1,578.9
이마트몰	101.4	111.2	121.5	120.3	125.3	122.2	134.1	134.2	454.4	515.7	593.1
트레이더스	118.4	125.4	173.3	146.8	149.2	156.4	178.4	151.2	563.9	635.2	766.3
기타 신사업	90.1	64.0	67.0	57.7	50.6	50.7	52.9	54.9	278.8	209.1	219.6
영업이익	205.9	193.8	220.6	155.5	189.0	184.7	219.2	148.5	775.9	742.6	807.7
기존사업	217.1	202.6	233.1	157.3	195.1	189.2	222.6	154.3	810.1	761.2	815.4
신사업	(11.2)	(8.5)	(4.7)	(9.8)	(6.1)	(5.6)	(3.4)	(5.8)	(34.2)	(19.7)	(7.6)
이마트몰	(6.6)	(8.5)	(7.8)	(8.9)	(6.7)	(4.6)	(5.4)	(6.0)	(31.8)	(22.7)	(14.8)
트레이더스	0.2	(1.2)	2.3	(1.6)	0.2	2.2	2.5	0.8	(0.3)	5.7	9.2
기타 신사업	(4.8)	1.2	0.8	0.7	0.4	(3.2)	(0.5)	(0.5)	(2.1)	(3.8)	(2.0)
성장률 (% YoY)											
총매출액	6.6	1.3	2.5	0.3	(5.6)	(1.5)	(0.5)	2.5	2.7	(1.3)	6.8
순매출액	7.2	0.8	1.9	(0.4)	(5.8)	0.5	(0.2)	2.9	2.4	(0.8)	6.8
기존사업	2.4	(1.5)	0.0	(1.1)	(6.7)	(2.7)	(0.6)	2.3	0.0	(2.0)	5.7
신사업	74.6	36.3	29.4	13.7	4.9	9.5	1.0	4.8	34.7	4.9	16.1
이마트몰	75.1	71.1	55.8	46.9	23.6	9.9	10.4	11.5	60.7	13.5	15.0
트레이더스	245.2	114.0	80.0	54.7	26.0	24.7	3.0	3.0	98.5	12.6	20.6
기타 신사업	5.6	(34.0)	(36.3)	(47.0)	(43.8)	(20.8)	(21.1)	(4.8)	(29.6)	(25.0)	5.0
영업이익	(0.2)	(7.1)	(6.8)	(24.0)	(8.2)	(4.7)	(0.6)	(4.5)	(9.4)	(4.3)	8.8
기존사업	4.1	(5.8)	(5.7)	(22.9)	(10.1)	(6.6)	(4.5)	(1.9)	(7.4)	(6.0)	7.1
신사업	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
이마트몰	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
트레이더스	(71.4)	적지	228.6	적전	0.0	흑전	8.6	흑전	적전	흑전	62.6
기타 신사업	적전	300.0	(27.3)	흑전	흑전	적전	적전	적전	적전	적지	적지
수익성 (%)											
영업이익률	6.3	6.5	6.5	5.1	6.1	6.3	6.5	4.7	6.1	5.9	6.0
기존사업	7.3	7.6	7.7	5.7	7.1	7.3	7.4	5.5	7.1	6.8	6.9
신사업	(3.6)	(2.8)	(1.3)	(3.0)	(1.9)	(1.7)	(0.9)	(1.7)	(2.6)	(1.4)	(0.5)
이마트몰	(6.5)	(7.6)	(6.4)	(7.4)	(5.3)	(3.8)	(4.0)	(4.5)	(7.0)	(4.4)	(2.5)
트레이더스	0.2	(1.0)	1.3	(1.1)	0.1	1.4	1.4	0.5	(0.1)	0.9	1.2
기타 신사업	(5.3)	1.9	1.2	1.2	0.8	(6.3)	(0.9)	(0.9)	(0.8)	(1.8)	(0.9)

자료: 이마트, KB투자증권

주: 영업이익률은 총매출액 기준

손익계산서

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	7,995	12,685	12,854	13,847	14,681
증가율 (% YoY)	n/a	58.7	1.3	7.7	6.0
매출원가	5,788	9,200	9,266	9,954	10,545
판매 및 일반관리비	1,652	2,749	2,863	3,079	3,227
영업이익	554	736	725	814	909
증가율 (% YoY)	n/a	32.7	(1.5)	12.2	11.8
기타영업손익	0	10	0	0	0
EBITDA	771	1,095	1,117	1,272	1,421
증가율 (% YoY)	n/a	42.2	2.0	13.9	11.7
이자수익	9	22	22	22	22
이자비용	87	130	132	136	134
지분법손익	10	14	6	13	16
기타	67	104	104	101	96
세전계속사업손익	451	616	642	735	835
증가율 (% YoY)	n/a	36.6	4.3	14.5	13.6
법인세비용	136	180	162	184	209
당기순이익	315	436	480	551	626
증가율 (% YoY)	n/a	38.3	10.2	14.8	13.6
순손익의귀속					
지배주주	306	425	470	537	611
비지배주주	9	11	10	14	16
이익률 (%)					
영업이익률	6.9	5.8	5.6	5.9	6.2
EBITDA률	9.6	8.6	8.7	9.2	9.7
세전이익률	5.6	4.9	5.0	5.3	5.7
순이익률	3.9	3.4	3.7	4.0	4.3

대차대조표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	11,110	12,254	12,706	13,380	14,020
유동자산	1,059	1,202	1,237	1,335	1,414
현금성자산	51	53	74	86	94
매출채권	273	309	313	337	357
재고자산	606	723	733	789	837
기타	130	117	118	122	126
비유동자산	10,051	11,052	11,469	12,045	12,606
투자자산	1,545	1,705	1,711	1,724	1,740
유형자산	7,634	8,241	9,118	9,726	10,312
무형자산	217	381	381	381	381
부채총계	5,535	6,125	6,032	6,079	6,006
유동부채	3,040	3,467	3,344	3,393	3,380
매입채무	1,062	1,017	1,024	1,100	1,166
유동성이자부채	843	821	836	821	780
기타	1,136	1,629	1,484	1,471	1,435
비유동부채	2,495	2,657	2,688	2,686	2,626
비유동이자부채	1,768	1,815	1,848	1,815	1,723
기타	727	842	841	871	903
자본총계	5,575	6,129	6,674	7,301	8,014
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	211	587	1,025	1,534	2,119
자본조정	898	1,060	1,157	1,264	1,380
지배주주지분	5,486	6,023	6,559	7,175	7,876
순차입금	2,863	3,240	3,280	3,207	3,029
이자지급성부채	2,979	3,358	3,418	3,358	3,188

현금흐름표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	626	756	987	1,130	1,265
당기순이익	315	436	480	551	626
자산상각비	216	360	392	459	511
기타비현금성손익	226	173	135	138	143
운전자본증감	(131)	(211)	(20)	(18)	(16)
매출채권감소 (증가)	(273)	(36)	(4)	(24)	(20)
재고자산감소 (증가)	(606)	(117)	(10)	(57)	(48)
매입채무증가 (감소)	1,062	(45)	7	76	65
기타	(314)	(13)	(13)	(13)	(13)
투자현금	(709)	(1,126)	(1,000)	(1,030)	(1,060)
단기투자자산감소	(104)	(63)	0	0	0
장기투자증권감소	0	2	0	0	0
설비투자	(383)	(813)	(970)	(1,000)	(1,030)
유무형자산감소	(2)	43	0	0	0
재무현금	89	373	34	(86)	(196)
차입금증가	2,979	379	60	(60)	(170)
자본증가	139	0	0	0	0
배당금지급	0	(22)	(42)	(42)	(42)
현금 증감	51	2	20	13	8
총현금흐름 (Gross CF)	757	968	1,007	1,148	1,281
(-) 운전자본증가 (감소)	131	211	20	18	16
(-) 설비투자	383	813	970	1,000	1,030
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	242	(57)	17	130	235
(-) 기타투자	219	294	30	30	30
잉여현금	24	(351)	(13)	100	205

자료: FnGuide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	25.4	15.6	14.1	12.3	10.9
PBR	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
PSR	1.0	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	13.8	9.0	8.9	7.7	6.8
배당수익률	0.3	0.6	0.6	0.6	0.6
EPS (원)	10,971	15,237	16,871	19,281	21,902
BPS (원)	196,806	216,082	235,286	257,377	282,523
SPS (원)	286,793	455,055	461,107	496,737	526,666
DPS (원)	750	1,500	1,500	1,500	1,500
수익성지표 (%)					
ROA	5.7	3.7	3.8	4.2	0.0
ROE	11.5	7.6	7.6	8.0	8.3
ROIC	10.2	6.5	6.1	6.5	6.9
안정성지표 (%)					
부채비율	53.4	54.8	51.2	46.0	39.8
순차입비율	51.3	52.9	49.1	43.9	37.8
유동비율	34.8	34.7	37.0	39.3	41.8
이자보상배율 (배)	7.2	6.8	6.6	7.2	8.1
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.4	1.1	1.0	1.1	1.1
매출채권회전율	29.3	41.1	41.1	41.1	41.1
재고자산회전율	13.2	17.5	17.5	17.5	17.5
자산, 자본구조 (%)					
투하자본	68.2	70.8	71.7	72.0	72.3
차입금	26.8	27.4	26.9	25.1	22.7

주: EPS는 완전회석 EPS

GS리테일 (BUY / TP: 37,000원)

3Q13 실적 컨센서스에 부합
장기적 관점에서의
점진적 매수 전략 추천

GS리테일의 3Q13 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 8.3%, 10.7% 증가한 1,294억 원, 654억 원으로 컨센서스에 부합할 전망이다. 편의점 부문의 경우 매출액은 전년동기대비 13.0%, 영업이익은 17.9% 증가하며 실적 성장을 견인할 것으로 예상되는 반면, 수퍼 부문의 경우는 매출액 및 영업이익은 전년동기대비 각각 1.4%, 46.7% 감소하며 부진한 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 편의점 점포수의 경우 3분기말 기준 7,630개 (+11.2% YoY)로 경쟁업체 대비 연초 이후 꾸준히 증가하고 있어 동종 업체 내 점유율 확대가 예상된다.

1) 국내 오프라인 유통 업체 중 출점을 통한 외형성장 기대감이 유효하다는 점, 2) 느리지만 HMR 확대 등 상품믹스 개선이 꾸준히 진행되고 있다는 점, 3) 올해 내내 부진했던 수퍼 부문의 턴어라운드 예상된다는 점을 감안하여, GS리테일에 대한 BUY 투자 의견과 목표주가 37,000원을 유지한다. 2014년 기준 PER 17.3X로 장기 성장성에 대한 기대감을 상당 부분 반영하고 있는 만큼, 장기적 관점에서의 점진적 매수 전략을 추천한다.

표 31. GS리테일 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	1,294.1	1,304.8	(0.8)	1,194.6	8.3	1,171.5	10.5
영업이익	65.4	65.6	(0.3)	59.1	10.7	46.8	39.9
영업이익률 (%)	5.1	5.0		4.9		4.0	
세전이익	64.2	67.5	(5.0)	65.2	(1.5)	43.8	46.5
세전이익률 (%)	5.0	5.2		5.5		3.7	
순이익	48.1	51.1	(5.7)	49.8	(3.4)	33.0	46.0
순이익률 (%)	3.7	3.9		4.2		2.8	

자료: GS리테일, Fnguide, KB투자증권

표 32. GS리테일 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액	1,022.1	1,097.8	1,194.6	1,063.1	1,092.7	1,171.5	1,294.1	1,148.2	4,377.6	4,706.6	5,042.3
편의점	645.5	717.7	783.7	712.6	721.3	791.6	885.6	793.7	2,859.5	3,192.2	3,394.9
수퍼	351.8	354.4	380.6	325.5	340.3	352.7	375.4	326.6	1,412.3	1,394.9	1,518.3
기타	24.8	25.7	30.4	25.0	31.1	27.2	33.2	28.0	105.8	119.5	129.1
영업이익	11.0	40.9	59.1	29.5	14.4	46.8	65.4	35.1	140.5	161.8	179.3
편의점	7.2	31.3	43.3	24.5	10.1	35.1	51.0	28.2	106.3	124.5	134.1
수퍼	5.1	8.8	18.0	(1.7)	1.1	5.6	9.6	1.9	30.2	18.1	25.8
기타	(1.3)	0.8	(2.2)	6.6	3.2	6.1	4.8	5.0	4.0	19.1	19.4
세전이익	20.9	44.1	65.2	31.7	15.6	43.8	64.2	36.0	161.8	159.6	181.0
순이익	15.8	33.4	49.8	24.4	11.7	33.0	48.1	27.0	123.5	119.8	135.7
순이익 (지배주주지분)	15.8	33.4	49.8	24.4	11.7	33.0	48.1	27.0	123.5	119.8	135.7
성장률 (% YoY)											
매출액	20.1	14.9	12.3	6.0	6.9	6.7	8.3	8.0	13.0	7.5	7.1
편의점	22.9	17.0	13.7	6.8	11.7	10.3	13.0	11.4	14.6	11.6	6.4
수퍼	16.2	8.5	7.6	2.1	(3.3)	(0.5)	(1.4)	0.3	8.5	(1.2)	8.8
기타	7.1	66.3	43.7	44.1	25.7	5.9	9.3	12.2	37.3	13.0	8.0
영업이익	237.9	42.7	45.6	37.8	31.2	14.4	10.7	19.1	49.6	15.1	10.8
편의점	0.8	22.0	36.0	5.9	41.4	12.3	17.9	14.9	21.1	17.2	7.7
수퍼	39.0	10.8	36.6	적전	(79.0)	(36.8)	(46.7)	흑전	9.2	(40.0)	42.3
기타	적지	흑전	적지	흑전	흑전	649.4	흑전	(24.3)	흑전	383.3	1.3
세전이익	61.5	41.9	15.7	9.7	(25.2)	(0.6)	(1.5)	13.6	25.3	(1.4)	13.4
순이익	69.1	49.7	15.6	30.9	(26.0)	(1.3)	(3.4)	10.6	32.2	(3.0)	13.3
순이익 (지배주주지분)	73.7	49.7	15.3	29.0	(26.0)	(1.3)	(3.4)	10.6	32.0	(3.0)	13.3
매출액 비중 (%)											
편의점	63.2	65.4	65.6	67.0	66.0	67.6	68.4	69.1	65.3	67.8	67.3
수퍼	34.4	32.3	31.9	30.6	31.1	30.1	29.0	28.4	32.3	29.6	30.1
기타	2.4	2.3	2.5	2.3	2.9	2.3	2.6	2.4	2.4	2.5	2.6
수익성 (%)											
영업이익률	1.1	3.7	4.9	2.8	1.3	4.0	5.1	3.1	3.2	3.4	3.6
편의점	1.1	4.4	5.5	3.4	1.4	4.4	5.8	3.6	3.7	3.9	4.0
수퍼	1.5	2.5	4.7	(0.5)	0.3	1.6	2.6	0.6	2.1	1.3	1.7
기타	(5.3)	3.2	(7.2)	26.6	10.3	22.4	14.4	18.0	3.7	16.0	15.0
세전이익률	2.0	4.0	5.5	3.0	1.4	3.7	5.0	3.1	3.7	3.4	3.6
순이익률	1.6	3.0	4.2	2.3	1.1	2.8	3.7	2.4	2.8	2.5	2.7
순이익률 (지배주주지분)	1.6	3.0	4.2	2.3	1.1	2.8	3.7	2.4	2.8	2.5	2.7

자료: GS리테일, KB투자증권

주: 연결기준

손익계산서

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	3,874	4,378	4,707	5,042	5,336
증가율 (% YoY)	21.7	13.0	7.5	7.1	5.8
매출원가	3,028	3,384	3,621	3,869	4,091
판매 및 일반관리비	752	853	924	994	1,052
영업이익	94	140	162	179	194
증가율 (% YoY)	17.9	49.6	15.1	10.8	8.0
기타영업손익	0	9	0	0	0
EBITDA	215	293	332	369	403
증가율 (% YoY)	24.3	36.7	13.1	11.2	9.1
이자수익	42	43	31	31	31
이자비용	20	46	44	42	40
지분법손익	3	(1)	(4)	(2)	(1)
기타	(25)	14	17	13	10
세전계속사업손익	129	162	160	181	199
증가율 (% YoY)	21.7	25.3	(1.4)	13.4	10.0
법인세비용	36	38	40	45	50
당기순이익	93	123	120	136	149
증가율 (% YoY)	(78.9)	32.2	(3.0)	13.3	10.0
순이익의귀속					
지배주주	94	123	120	136	149
비지배주주	(0)	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	2.4	3.2	3.4	3.6	3.6
EBITDA율	5.5	6.7	7.0	7.3	7.5
세전이익률	3.3	3.7	3.4	3.6	3.7
순이익률	2.4	2.8	2.5	2.7	2.8

현금흐름표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	1	221	242	294	326
당기순이익	93	123	120	136	149
자산상각비	121	153	170	190	209
기타비현금성손익	(151)	27	7	5	4
운전자본증감	(62)	(82)	(55)	(36)	(36)
매출채권감소 (증가)	(14)	(22)	(19)	(8)	(7)
재고자산감소 (증가)	(63)	(17)	(18)	(12)	(10)
매입채무증가 (감소)	95	(72)	22	24	21
기타	(80)	29	(40)	(40)	(40)
투자현금	(216)	(23)	(164)	(179)	(192)
단기투자자산감소	(1)	0	0	0	0
장기투자증권감소	(3)	(1)	0	0	0
설비투자	(188)	(193)	(207)	(222)	(235)
유무형자산감소	(38)	(39)	(7)	(7)	(7)
재무현금	208	(177)	(76)	(104)	(122)
차입금증가	402	(156)	(40)	(60)	(70)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(39)	(23)	(39)	(46)	(54)
현금 증감	6	8	2	11	12
총현금흐름 (Gross CF)	63	303	297	330	362
(-) 운전자본증가 (감소)	62	82	55	36	36
(-) 설비투자	188	193	207	222	235
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	(188)	29	34	71	90
(-) 기타투자	(14)	(210)	(50)	(50)	(50)
잉여현금	(174)	238	84	121	140

자료: FnGuide, KB투자증권

대차대조표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,994	2,914	2,980	3,036	3,086
유동자산	994	731	771	802	832
현금성자산	30	52	53	64	76
매출채권	69	91	110	117	124
재고자산	133	149	168	180	190
기타	762	439	440	441	442
비유동자산	2,001	2,183	2,210	2,234	2,254
투자자산	630	695	691	689	688
유형자산	683	749	793	840	903
무형자산	110	131	137	144	151
부채총계	1,559	1,389	1,375	1,341	1,295
유동부채	957	602	614	620	622
매입채무	393	321	343	367	388
유동성이자부채	200	50	47	43	39
기타	364	232	223	210	196
비유동부채	603	787	761	721	673
비유동이자부채	404	543	514	471	420
기타	199	244	247	250	253
자본총계	1,435	1,524	1,606	1,695	1,791
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156	156
이익잉여금	1,198	1,292	1,374	1,463	1,559
자본조정	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
지배주주지분	1,430	1,524	1,606	1,695	1,791
순차입금	147	275	234	163	81
이자지급성부채	909	753	713	653	583

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	19.1	18.7	19.6	17.3	15.7
PBR	1.2	1.5	1.5	1.4	1.3
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/ EBITDA	9.0	8.8	7.8	6.8	6.0
배당수익률	1.3	1.3	1.6	2.0	2.3
EPS (원)	1,215	1,603	1,556	1,763	1,938
BPS (원)	18,574	19,798	20,854	22,016	23,254
SPS (원)	50,306	56,851	61,125	65,485	69,301
DPS (원)	300	400	500	600	700
수익성지표 (%)					
ROA	3.3	4.2	4.1	4.5	0.0
ROE	6.7	8.4	7.7	8.2	8.6
ROIC	3.3	5.1	5.5	6.0	6.4
안정성지표 (%)					
부채비율	63.3	49.4	44.4	38.5	32.5
순차입비율	10.2	18.1	14.5	9.6	4.5
유동비율	103.9	121.3	125.6	129.4	133.9
이자보상배율 (배)	(4.3)	42.4	12.1	15.3	21.8
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.4	1.5	1.6	1.7	1.7
매출채권회전율	56.4	48.3	42.9	42.9	42.9
재고자산회전율	29.2	29.3	28.1	28.1	28.1
자산, 자본구조 (%)					
투하자본	77.2	74.5	74.7	74.3	73.5
차입금	30.4	25.8	23.9	21.5	18.9

주: EPS는 완전회석 EPS

롯데하이마트 (BUY / TP: 105,000원)

3Q13 실적 예상보다 부진하나,
롯데쇼핑과의 시너지 창출 등
장기적 관점에서의
긍정적 접근 유효

롯데하이마트의 3Q13 매출액은 9,587억원 (+3.3% YoY), 영업이익은 656억원 (-3.7% YoY)으로 컨센서스 대비 각각 3.5%, 8.1% 하회할 전망이다. 이는 에어컨 등 계절상품의 수요가 2분기에 앞당겨져 반영되면서 3분기 매출액 증가율이 전분기대비 큰 폭으로 둔화될 것으로 예상되기 때문이다. 또한, 기존에 마케팅비용으로 인식되었던 카드사와 공동으로 진행하는 프로모션 비용이 3분기부터 매출할인으로 반영되며 매출액 증가율이 약 1~2%p 감소하는 영향 또한 반영될 것으로 추정된다. 한편, 세전이익은 롯데쇼핑에 피인수 이후 신용등급 상승에 따른 이자비용 감소효과로 전년동기대비 17.0% 증가한 603억원으로 예상된다.

예상 대비 부진한 3분기 실적에도 불구하고 롯데하이마트에 대한 BUY 투자 의견 및 목표주가 105,000원을 유지한다. 1) 2012년 4분기 평년 대비 부진했던 김치냉장고 등 계절 가전상품 수요 및 합병 위로금 등 일회성 인건비 발생에 따른 기저효과로 4분기 영업이익이 전년동기대비 68.1% 증가한 499억원을 기록하며 단기적인 실적 모멘텀이 기대되고, 2) 올해 연내 디지털파크의 하이마트 전환 완료를 시작으로 롯데마트로의 추가적인 입점 및 매입규모 확대를 통한 수익성 개선 등의 시너지 창출이 기대되기 때문이다. 또한, 전분기대비 부진한 3분기 실적 정도가 상당 부분 주가에 반영되어 있는 만큼 추가적인 하락 위험은 제한적일 것으로 예상된다.

표 33. 롯데하이마트 3Q13 실적 전망

(단위: 십억원)	3Q13E			3Q12	YoY (%)	2Q13	QoQ (%)
	KB	Consensus	차이 (%)				
매출액	958.7	993.7	(3.5)	928.0	3.3	921.2	4.1
영업이익	65.6	71.4	(8.1)	68.1	(3.7)	64.7	1.3
영업이익률 (%)	6.8	7.2		7.3		7.0	
세전이익	60.3	65.0	(7.3)	51.5	17.0	60.2	0.1
세전이익률 (%)	6.3	6.5		5.6		6.5	
순이익	45.2	50.2	(9.9)	39.6	14.3	47.6	(5.0)
순이익률 (%)	4.7	5.0		4.3		5.2	

자료: 롯데하이마트, Fnguide, KB투자증권

표 34. 롯데하이마트 분기별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13E	4Q13E	2012	2013E	2014E
매출액 (연결기준)	696.2	735.0	928.0	862.0	728.7	921.2	958.7	942.1	3,221.1	3,550.6	3,853.3
롯데하이마트 (본사기준)	694.4	732.5	925.3	860.0	727.4	919.0	955.9	938.0	3,212.2	3,540.3	3,841.3
하이마트로지텍	18.3	29.0	39.6	22.9	20.9	46.1	n/a	n/a	109.9	121.1	131.4
하이마트쇼핑몰	0.9	0.7	1.6	1.7	1.0	1.7	n/a	n/a	4.8	5.8	7.0
매출총이익	169.4	188.3	234.6	208.8	177.0	243.0	245.2	231.1	801.0	896.3	975.5
영업이익	30.7	33.0	68.1	29.7	30.4	64.7	65.6	49.9	161.5	210.7	228.9
세전이익	15.9	17.5	51.5	6.3	25.7	60.2	60.3	45.2	91.3	191.4	210.1
순이익	11.8	13.4	39.6	4.9	19.5	47.6	45.2	33.9	69.6	146.2	157.6
순이익 (지배주주지분)	11.8	13.4	39.6	4.9	19.5	47.6	45.2	33.9	69.6	146.2	157.6
성장률 (% YoY)											
매출액 (연결기준)	(9.5)	(12.8)	0.4	(1.4)	4.7	25.3	3.3	9.3	(5.6)	10.2	8.5
롯데하이마트 (본사기준)	(9.5)	(12.8)	0.4	(1.4)	4.8	25.5	3.3	9.1	(5.5)	10.2	8.5
하이마트로지텍	(1.6)	(20.1)	6.4	(3.6)	13.8	58.6	n/a	n/a	(5.2)	10.2	8.5
하이마트쇼핑몰	13.3	(26.6)	32.0	56.6	19.6	154.0	n/a	n/a	21.7	20.0	20.0
매출총이익	(9.7)	(15.5)	(3.2)	1.2	4.5	29.1	4.5	10.6	(6.8)	11.9	8.8
영업이익	(43.7)	(55.2)	(14.6)	(30.9)	(1.1)	96.3	(3.7)	68.1	(35.6)	30.5	8.7
세전이익	(55.9)	(66.8)	(19.2)	(81.5)	61.3	244.2	17.0	615.0	(51.2)	109.7	9.8
순이익	(56.4)	(66.9)	(18.1)	(80.5)	65.6	255.0	14.3	598.3	(50.6)	110.1	7.8
순이익 (지배주주지분)	(56.4)	(66.9)	(18.1)	(80.5)	65.6	255.0	14.3	598.3	(50.6)	110.1	7.8
매출액 비중 (%)											
롯데하이마트 (본사기준)	99.7	99.7	99.7	99.8	99.8	99.8	99.7	99.6	99.7	99.7	99.7
하이마트로지텍	2.6	4.0	4.3	2.7	2.9	5.0	n/a	n/a	3.4	3.4	3.4
하이마트쇼핑몰	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	n/a	n/a	0.2	0.2	0.2
수익성 (%)											
매출총이익률	24.3	25.6	25.3	24.2	24.3	26.4	25.6	24.5	24.9	25.2	25.3
영업이익률	4.4	4.5	7.3	3.4	4.2	7.0	6.8	5.3	5.0	5.9	5.9
세전이익률	2.3	2.4	5.6	0.7	3.5	6.5	6.3	4.8	2.8	5.4	5.5
순이익률	1.7	1.8	4.3	0.6	2.7	5.2	4.7	3.6	2.2	4.1	4.1
순이익 (지배주주지분)	1.7	1.8	4.3	0.6	2.7	5.2	4.7	3.6	2.2	4.1	4.1

자료: 롯데하이마트, KB투자증권

손익계산서

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	3,411	3,221	3,551	3,853	4,117
증가율 (% YoY)	11.7	(5.6)	10.2	8.5	6.8
매출원가	2,551	2,420	2,654	2,878	3,071
판매 및 일반관리비	608	640	686	747	806
영업이익	251	161	211	229	241
증가율 (% YoY)	15.4	(35.6)	30.5	8.7	5.2
기타영업손익	0	(0)	0	0	0
EBITDA	291	205	255	276	292
증가율 (% YoY)	14.7	(29.6)	24.3	8.2	5.5
이자수익	6	5	2	2	2
이자비용	75	67	30	29	26
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	70	61	28	27	25
세전계속사업손익	187	91	191	210	224
증가율 (% YoY)	31.0	(51.2)	109.7	9.8	6.7
법인세비용	46	22	45	53	56
당기순이익	141	70	146	158	168
증가율 (% YoY)	31.7	(50.6)	110.1	7.8	6.7
순손익의귀속					
지배주주	141	70	146	158	168
비지배주주	0	0	0	0	0
이익률 (%)					
영업이익률	7.4	5.0	5.9	5.9	5.9
EBITDA률	8.5	6.4	7.2	7.2	7.1
세전이익률	5.5	2.8	5.4	5.5	5.4
순이익률	4.1	2.2	4.1	4.1	4.1

대차대조표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
자산총계	2,768	2,603	2,722	2,842	2,949
유동자산	573	404	444	487	521
현금성자산	269	58	65	76	83
매출채권	42	67	74	80	86
재고자산	226	252	278	302	322
기타	37	27	28	29	30
비유동자산	2,195	2,200	2,278	2,354	2,429
투자자산	43	37	37	37	37
유형자산	384	391	404	420	436
무형자산	1,688	1,690	1,690	1,690	1,690
부채총계	1,340	1,129	1,108	1,075	1,021
유동부채	301	793	785	769	738
매입채무	243	182	199	216	230
유동성이자부채	0	0	0	0	0
기타	58	611	585	553	507
비유동부채	1,039	336	323	306	283
비유동이자부채	880	300	286	269	244
기타	159	36	37	38	39
자본총계	1,428	1,474	1,615	1,766	1,929
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
이익잉여금	254	301	441	593	755
자본조정	(0)	(0)	(0)	0	0
지배주주지분	1,428	1,474	1,615	1,766	1,929
순차입금	611	802	755	694	617
이자지급성부채	880	860	820	770	700

현금흐름표

[십억원]

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
영업현금	298	61	259	279	298
당기순이익	141	70	146	158	168
자산상각비	41	44	45	47	51
기타비현금성손익	84	73	96	100	103
운전자본증감	32	(126)	(27)	(26)	(24)
매출채권감소 (증가)	(5)	(25)	(7)	(6)	(5)
재고자산감소 (증가)	(24)	(26)	(26)	(24)	(21)
매입채무증가 (감소)	74	(61)	18	17	14
기타	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)
투자현금	(51)	(37)	(57)	(62)	(66)
단기투자자산감소	10	9	0	0	0
장기투자증권감소	(0)	0	0	0	0
설비투자	(60)	(50)	(57)	(62)	(66)
유무형자산감소	(1)	(1)	0	0	0
재무현금	(182)	(235)	(196)	(206)	(226)
차입금증가	(459)	(20)	(40)	(50)	(70)
자본증가	23	0	0	0	0
배당금지급	0	(21)	(6)	(6)	(6)
현금 증감	65	(211)	7	12	6
총현금흐름 (Gross CF)	266	186	287	305	322
(-) 운전자본증가 (감소)	(32)	126	27	26	24
(-) 설비투자	60	50	57	62	66
(+) 자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	238	11	203	218	232
(-) 기타투자	(0)	(5)	0	0	0
잉여현금	238	16	203	218	232

자료: FnGuide, KB투자증권

주요투자지표

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
Multiples (X, %)					
PER	12.3	23.3	13.2	12.2	11.4
PBR	1.2	1.1	1.2	1.1	1.0
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/ EBITDA	8.6	11.8	10.5	9.5	8.7
배당수익률	1.1	0.4	0.3	0.3	0.3
EPS (원)	6,604	2,947	6,192	6,676	7,125
BPS (원)	67,009	62,454	68,397	74,823	81,698
SPS (원)	160,050	136,444	150,402	163,220	174,392
DPS (원)	880	250	250	250	250
수익성지표 (%)					
ROA	5.2	2.6	5.5	5.7	0.0
ROE	11.6	4.8	9.5	9.3	9.1
ROIC	9.0	5.7	6.9	7.1	7.2
안정성지표 (%)					
부채비율	61.6	58.3	50.8	43.6	36.3
순차입비율	42.8	54.4	46.8	39.3	32.0
유동비율	190.2	50.9	56.6	63.4	70.6
이자보상배율 (배)	3.6	2.6	7.4	8.6	9.8
활동성지표 (회)					
총자산회전율	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
매출채권회전율	81.8	48.0	48.0	48.0	48.0
재고자산회전율	15.1	12.8	12.8	12.8	12.8
자산, 자본구조 (%)					
투하자본	73.8	87.8	87.4	86.9	86.7
차입금	31.8	33.0	30.1	27.1	23.7

주: EPS는 완전회석 EPS

Appendices – Peers Comparison

표 1. Domestic Peers Comparison

	롯데쇼핑	현대백화점	신세계	CJ오쇼핑	현대홈쇼핑	GS홈쇼핑	이마트	GS리테일	롯데하이마트	평균
투자의견	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	
목표주가 (원)	450,000	185,000	250,000	410,000	200,000	290,000	265,000	37,000	105,000	
현재주가 (원, 10/02)	389,500	166,500	228,000	350,800	166,000	254,600	238,000	30,450	81,500	
Upside (%)	15.5	11.1	9.6	16.9	20.5	13.9	11.3	21.5	28.8	
시가총액 (십억원)	12,266	3,897	2,245	2,177	1,992	1,671	6,634	2,345	1,924	
절대수익률 (%)										
1M	11.8	9.2	11.5	5.2	0.9	19.5	13.3	(1.5)	4.1	8.2
3M	11.9	9.5	4.6	0.8	10.7	6.5	21.7	1.8	(2.6)	7.2
6M	(3.5)	2.5	1.8	16.9	23.0	33.1	9.7	4.6	7.0	10.6
1Y	23.1	12.9	7.3	48.0	35.5	134.7	(0.8)	(6.0)	13.2	29.8
YTD	3.3	4.7	4.3	26.6	37.2	67.0	0.0	1.7	18.5	18.1
초과수익률 (%)										
1M	7.9	5.3	7.6	1.3	(3.0)	15.7	9.5	(5.3)	0.2	4.3
3M	4.1	1.8	(3.2)	(7.0)	2.9	(1.3)	14.0	(5.9)	(10.4)	(0.6)
6M	(4.1)	1.8	1.1	16.3	22.3	32.4	9.0	4.0	6.3	9.9
1Y	22.9	12.7	7.1	47.8	35.3	134.5	(1.0)	(6.2)	13.0	29.6
YTD	3.2	4.6	4.2	26.5	37.1	66.8	(0.1)	1.5	18.3	18.0
PER (X)										
2012	10.1	11.6	13.3	10.7	14.0	9.4	15.6	18.7	23.3	14.1
2013E	12.6	12.0	13.1	15.3	9.9	12.8	14.1	19.6	13.2	13.6
2014E	11.3	11.2	12.0	12.5	11.4	11.3	12.3	17.3	12.2	12.4
PBR (X)										
2012	1.0	1.4	1.0	2.9	1.5	1.5	1.1	1.5	1.1	1.4
2013E	1.1	1.3	0.9	3.2	1.7	2.1	1.0	1.5	1.2	1.6
2014E	1.0	1.2	0.9	2.7	1.5	1.8	0.9	1.4	1.1	1.4
ROE (%)										
2012	8.0	14.0	9.3	34.5	11.3	16.5	7.6	8.4	4.8	12.7
2013E	7.0	12.6	8.6	26.8	18.8	17.6	7.6	7.7	9.5	12.9
2014E	7.2	12.3	8.8	28.5	14.1	17.3	8.0	8.2	9.3	12.6
매출액성장률 (%)										
2012	12.5	5.6	5.1	24.7	6.9	11.2	58.7	13.0	(5.6)	14.7
2013E	14.6	3.4	7.3	21.5	4.5	2.3	1.3	7.5	10.2	8.1
2014E	7.6	7.7	6.7	15.4	8.2	9.7	7.7	7.1	8.5	8.7
영업이익성장률 (%)										
2012	(13.4)	(2.4)	(7.0)	3.5	(1.1)	28.1	32.7	49.6	(35.6)	6.1
2013E	8.6	(3.4)	24.0	0.6	(2.4)	17.5	(1.5)	15.1	30.5	9.9
2014E	7.7	10.2	10.0	17.0	13.3	13.5	12.2	10.8	8.7	11.5
순이익성장률 (%)										
2012	14.3	(7.6)	(94.5)	52.6	(31.6)	(46.8)	38.3	32.2	(50.6)	(10.4)
2013E	(7.4)	0.3	1.7	(7.7)	93.3	22.0	10.2	(3.0)	110.1	24.4
2014E	10.2	7.4	9.4	23.8	(12.8)	13.8	14.8	13.3	7.8	9.7
영업이익률 (%)										
2012	5.9	28.0	10.3	13.1	20.1	12.9	5.8	3.2	5.0	11.6
2013E	5.6	26.2	11.9	10.8	18.8	14.8	5.6	3.4	5.9	11.5
2014E	5.6	26.8	12.3	11.0	19.7	15.4	5.9	3.6	5.9	11.8
순이익률 (%)										
2012	4.6	24.0	8.4	9.4	13.7	10.4	3.4	2.8	2.2	8.8
2013E	3.7	23.2	8.0	7.2	25.5	12.4	3.7	2.5	4.1	10.0
2014E	3.8	23.2	8.2	7.7	20.5	12.9	4.0	2.7	4.1	9.7

자료: FnGuide, KB투자증권

주: KB투자증권 추정치 기준

표 2. Global Peers Comparison

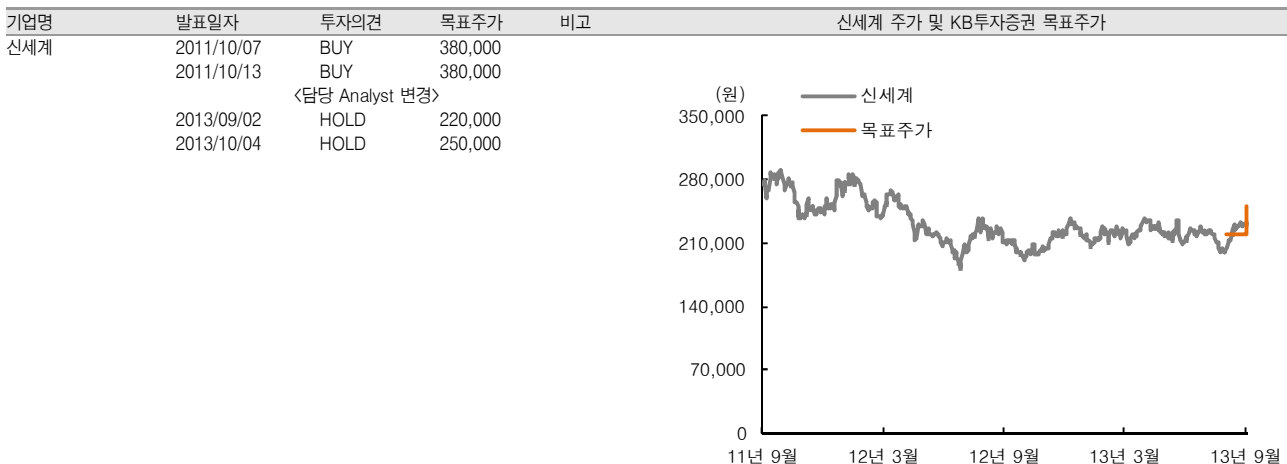
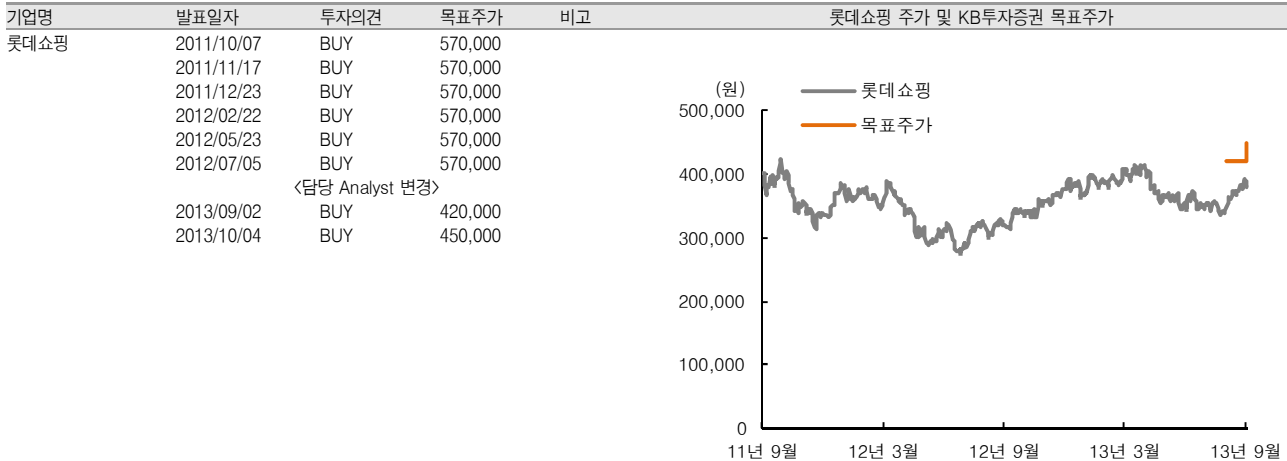
	WAL-MART	TESCO	SEVEN & I HOLDINGS	KROGER	MACY'S	BEST BUY NORDSTROM	YAMADA DENKI	MARUI GROUP	Average	
Ticker	WMT US	TSCO LN	3382 JP	KR US	M US	BBY US	JWN US	9831 JP	8252 JP	
국가	미국	영국	일본	미국	미국	미국	미국	일본	일본	
현재주가 (달러, 10/02)	73	6	36	40	43	38	56	3	9	
시가총액 (백만달러)	238,397	46,204	31,824	21,035	16,265	12,851	10,822	2,814	2,826	
절대수익률 (%)										
1M	0.8	(2.0)	5.5	11.1	(1.7)	5.9	0.4	(6.1)	(1.1)	1.4
3M	(0.7)	7.8	(1.8)	17.7	(9.5)	28.2	(8.1)	(29.0)	(7.7)	(0.3)
6M	(1.3)	(3.3)	21.8	26.0	5.5	76.9	3.8	(30.6)	(4.5)	10.5
1Y	1.8	13.2	52.5	74.3	15.0	130.7	2.5	(12.6)	67.6	38.3
YTD	9.9	9.8	49.7	58.3	13.1	226.2	6.3	(11.0)	33.5	44.0
초과수익률 (%)										
1M	(3.1)	(6.0)	1.5	7.1	(5.6)	1.9	(3.6)	(10.1)	(5.1)	(2.6)
3M	(6.3)	2.3	(7.3)	12.2	(15.0)	22.7	(13.6)	(34.5)	(13.3)	(5.9)
6M	(10.9)	(12.9)	12.1	16.3	(4.2)	67.3	(5.8)	(40.2)	(14.2)	0.8
1Y	(18.2)	(6.8)	32.5	54.3	(5.0)	110.8	(17.5)	(32.5)	47.7	18.4
YTD	(10.9)	(10.9)	28.9	37.6	(7.7)	205.4	(14.5)	(31.7)	12.7	23.2
PER (X)										
2012	13.6	19.4	15.6	9.9	11.3	4.7	15.0	14.1	14.2	13.1
2013C	14.1	10.9	17.6	14.4	11.3	15.7	15.1	12.4	14.3	14.0
2014C	12.8	10.3	16.3	12.9	9.9	14.2	13.5	9.7	13.4	12.6
PBR (X)										
2012	3.0	1.6	1.1	3.2	2.5	1.3	5.5	0.6	0.6	2.2
2013C	3.0	1.6	1.5	4.3	2.7	3.1	5.2	0.5	0.7	2.5
2014C	2.7	1.4	1.4	4.0	2.4	2.8	4.6	0.5	0.7	2.3
ROE (%)										
2012	23.0	0.7	7.5	36.6	22.3	(7.3)	38.0	4.2	4.5	14.4
2013C	20.9	15.2	8.8	31.2	24.0	20.6	35.7	4.1	5.3	18.4
2014C	21.9	14.5	9.0	29.4	24.6	23.0	35.0	4.9	5.5	18.6
매출액성장률 (%)										
2012	5.0	0.7	(0.3)	7.1	4.9	(2.1)	11.7	(11.5)	(5.7)	1.1
2013C	2.5	6.2	11.9	2.4	1.1	(13.4)	3.5	(5.2)	(15.2)	(0.7)
2014C	4.3	3.5	3.5	5.1	2.9	0.3	8.5	2.6	0.8	3.5
영업이익성장률 (%)										
2012	4.7	(33.7)	(2.4)	116.3	11.7	(38.7)	7.7	(63.6)	28.7	3.4
2013C	1.6	44.2	(2.8)	(2.2)	1.5	(3.6)	0.1	(3.3)	(4.1)	3.5
2014C	5.5	4.1	6.2	6.9	6.3	7.3	9.5	7.1	8.7	6.9
순이익성장률 (%)										
2012	8.3	(95.6)	2.5	148.7	6.3	적지	7.6	(63.6)	141.1	19.4
2013C	0.4	2,125.3	4.6	(2.7)	10.1	흑전	(0.1)	(19.5)	3.7	265.2
2014C	6.4	5.1	8.1	7.6	8.1	14.2	11.9	28.4	7.0	10.7
영업이익률 (%)										
2012	5.9	3.9	7.1	2.9	9.6	2.9	11.1	2.0	6.0	5.7
2013C	5.9	5.3	6.2	2.7	9.7	3.2	10.7	2.0	6.7	5.8
2014C	5.9	5.3	6.4	2.8	10.0	3.5	10.8	2.1	7.3	6.0
순이익률 (%)										
2012	3.6	0.2	3.3	1.5	4.8	(0.5)	6.1	1.3	3.3	2.6
2013C	3.5	4.0	3.1	1.5	5.3	1.8	5.8	1.1	4.0	3.3
2014C	3.6	4.1	3.3	1.5	5.5	2.0	6.0	1.4	4.2	3.5

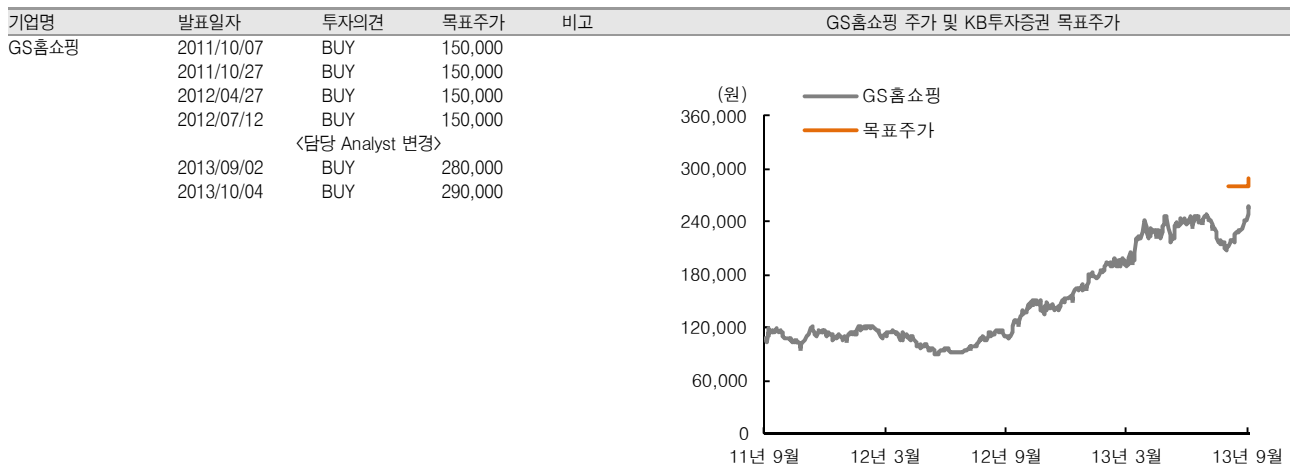
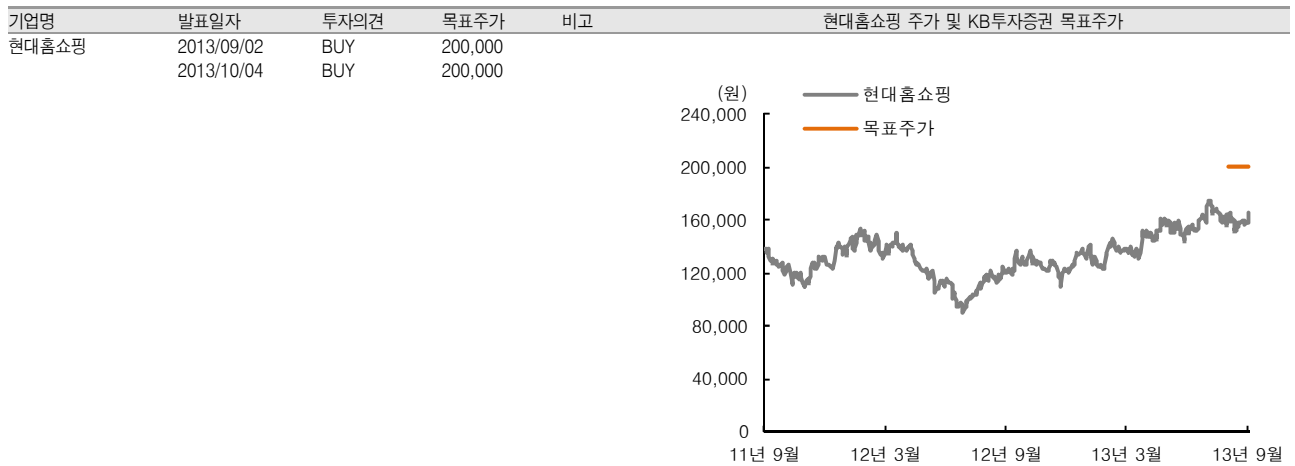
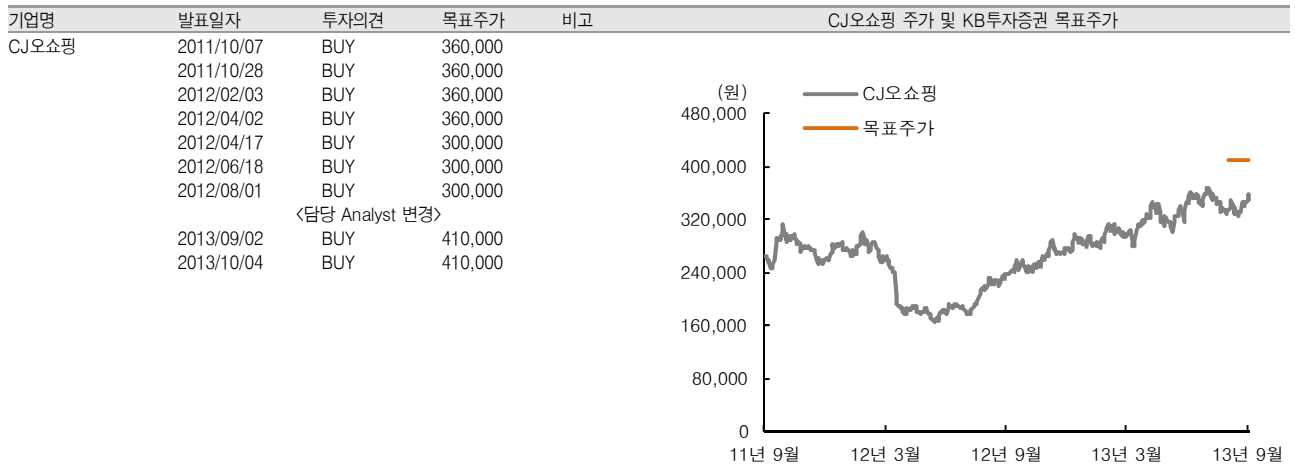
자료: Bloomberg, KB투자증권

Compliance Notice

2013년 10월 04일 현재 당사는 상회사와 특별한 이해관계가 없으며, 동 자료의 조사분석 담당자는 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 본 자료는 기관 투자자에게 사전 배포된 사실이 없습니다. 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

해당회사에 대한 최근 2년간 투자 의견

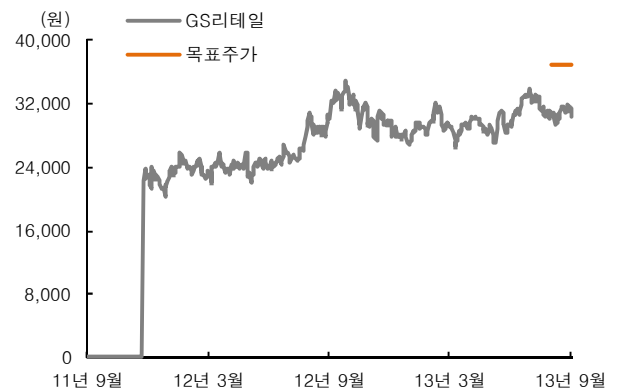




기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	이마트 주가 및 KB투자증권 목표주가
이마트	2013/09/02	HOLD	230,000		
	2013/10/04	HOLD	265,000		



기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	GS리테일 주가 및 KB투자증권 목표주가
GS리테일	2013/09/02	BUY	37,000		
	2013/10/04	BUY	37,000		



기업명	발표일자	투자의견	목표주가	비고	롯데하이마트 주가 및 KB투자증권 목표주가
롯데하이마트	2013/09/02	BUY	105,000		
	2013/10/04	BUY	105,000		



투자등급 및 적용기준

구분	투자등급	적용기준 (향후 1년 기준)
업종(Sector)	OVERWEIGHT (비중확대)	시장대비 7% 이상 상승 예상
	NEUTRAL (중립)	시장대비 -7%~7% 수익률 예상
	UNDERWEIGHT (비중축소)	시장대비 7% 이상 하락 예상
기업(Report)	BUY (매수)	추정 적정주가 15% 이상 상승 예상
	HOLD (보유)	추정 적정주가 -15%~15% 수익률 예상
	SELL (매도)	추정 적정주가 15% 이상 하락 예상

본 저작물은 KB투자증권(주)가 저작권을 보유하고 있으며, KB투자증권(주)의 고객에게만 배포됩니다. 저작권자의 허락 없이는 이를 무단전재, 재배포 또는 판매할 수 없습니다.