



소매

Overweight (유지)



유통 Analyst **이상구**
02-6114-2915 sk.lee@hdsrc.com

RA **강재성**
02-6114-2920 jaesung.kang@hdsrc.com

리서치센터 트위터 @QnA_Research

2분기 전통채널 부진, 신유통채널 선방

- 2분기 실적 전통채널 부진, 신유통채널 선방
- 홈쇼핑과 편의점이 차별화된 성장
- 하반기에도 신유통채널의 차별화된 실적 예상
- 유통 최우선주인 GS홈쇼핑과 BGF리테일 유지

2분기 전통채널 부진, 신유통채널 선방

유통업체들의 2분기 실적 발표가 마무리 되었다. 2분기 실적도 1분기에 이어 시장 기대치를 대체로 하회하는 모습이다. 전통채널인 백화점 및 대형마트가 부진을 이어나갔던 반면 신유통채널인 홈쇼핑과 편의점업체는 선방하였다.

2분기 실적 차이는 경기 지표인 기준점 매출이다. 전통채널인 백화점과 대형마트는 각각 1.6%yoy, 2.9%yoy 감소하였다. 반면 편의점은 약 4~7%yoy 성장을 보여 차별화된 모습이다. 전통채널은 1)세월호 사태 등으로 인한 소비 심리 위축, 2)자산가치 하락 등으로 소비 여력 축소 여파가 지속되었다. 반면 신유통채널은 1-2인 가구 증가에 따른 근접 소비 및 소량 구매 증가에 기인한다.

이에 따라 백화점업체와 마트업체 영업이익은 전년 대비 각각 13%, 32% 감소하였다. 반면 신유통채널인 홈쇼핑업체와 편의점업체 영업이익은 각각 +1%, 0%를 보였다.

업종 구성기업 및 지표

	투자의견	현주가		목표주가 (원)	시가총액 (십억원)	PER (배)		PBR (배) FY2014F	ROE (%) FY2014F
		(원)	일자			FY2014F	FY2015F		
BGF리테일(027410)	BUY	66,500	(9/3)	76,000	1,638.0	19.7	17.0	2.99	22.4
GS홈쇼핑(028150)	BUY	275,500	(9/3)	340,000	1,807.0	13.2	12.2	1.94	15.6
코웨이(021240)	BUY	83,800	(9/3)	100,000	6,463.0	21.8	19.8	5.70	28.1
에스원(012750)	BUY	78,000	(9/3)	100,000	2,963.0	21.4	18.5	2.92	14.3
GS리테일(007070)	BUY	25,050	(9/3)	33,000	1,928.0	15.0	12.9	1.13	7.8
CJ오쇼핑(035760)	BUY	357,300	(9/3)	470,000	2,217.0	13.7	12.6	2.38	18.9
신세계(004170)	BUY	243,500	(9/3)	250,000	2,397.0	14.4	14.2	0.94	6.7
이마트(139480)	BUY	242,500	(9/3)	290,000	6,759.0	14.7	13.4	0.97	6.8
현대백화점(069960)	Marketperform	165,000	(9/3)	NA	3,861.0	14.6	14.4	1.17	8.3
롯데쇼핑(023530)	Marketperform	341,000	(9/3)	NA	10,738.0	16.1	15.0	0.60	3.8

자료: 현대증권

**백화점 및 마트업체 영업
감익 13-30%yoy**

업체별로는 신세계가 백화점 영업 부진으로 별도 기준 2분기 총매출액과 영업이익이 각각 3%yoy, 8%yoy 감소하였다. 연결로는 신세계인터내셔널 실적도 부진함에 따라 영업이익이 약 15% 감소하였다. 소비 하향 지속 및 고령화에 따른 소비 축소로 기존점이 역신장(-1%yoy)하였기 때문이다. 또한, 온라인몰 프로모션에 따른 적자 확대(62억원)도 부담으로 작용하였다.

현대백화점도 6분기 연속 컨센서스를 하회하는 실적을 보였다. 연결기준 총매출액 +0.3%yoy, 영업이익 -18.2%yoy의 실적을 발표하였다. 주력 의류부문 매출이 세월호 여파 및 소비경기 위축 등으로 부진하였고, 인원 확충에 따른 인건비 부담도 지속되었다.

한편, 대형마트 업체인 이마트도 부진한 실적을 발표하였다. 별도 기준 2분기 총매출액과 영업이익이 각각 0%yoy, -16%yoy를 기록하였는데 이는 의무휴업 점포 확대와 온라인몰 적자, 그리고 소형점포와 경쟁 채널 증가(편의점 및 온라인) 등에 기인한다. 연결 영업이익은 -29%yoy를 보였다. 연결자회사인 중국법인이 적자는 줄었지만 부진이 지속되었고 신세계푸드 등의 실적도 안 좋았기 때문이다. 중국마트법인은 2분기 적자가 110억원으로 2014년 1분기 220억원 및 2013년 2분기 160억원 적자 대비 개선되었다.

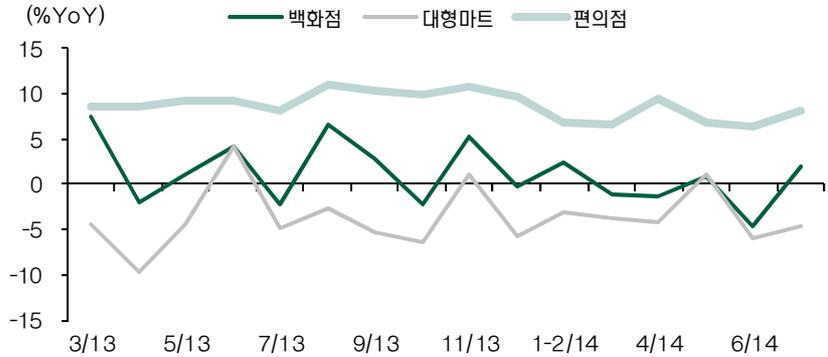
백화점과 대형마트 등을 운영하는 롯데쇼핑은 연결기준 총매출액과 영업이익이 각각 1.4%yoy, 12.6%yoy 감소하는 실적을 발표하였다. 국내 영업도 경기 침체로 어려웠고 해외 사업도 중국에서 적자가 지속되었기 때문이다. 중국마트사업은 2014년 상반기 약 970억원 적자를 기록한 것으로 추정된다. 이는 2013년 적자 약 1,800억원 대비 여전히 심각한 모습이다.

**홈쇼핑 및 편의점 영업이익
성장 지속**

신성장 채널로 주목 받고 있는 홈쇼핑 업체들은 컨센서스를 충족하는 무난한 실적을 발표하였다. GS홈쇼핑은 2분기 별도기준 취급고와 영업이익이 각각 1.6%yoy, 1.8%yoy 증가하여 기대치를 충족하였다. 주력 TV홈쇼핑 영업이 4월 세월호 사태 이후 어려움을 겪었다. 하지만 모바일 채널의 고성장, 합리적 소비 지속 그리고 송출수수료 부담 완화가 있었다. CJ오쇼핑 또한 2분기 별도기준 취급고와 영업이익이 각각 2.7%yoy, 0.6%yoy 증가하며 기대치와 유사한 실적을 발표하였다.

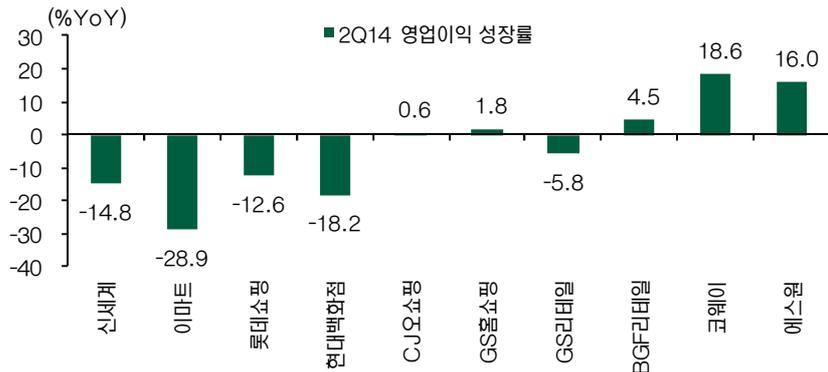
편의점 업체들은 상반기 실적 기록하였다. GS리테일의 2분기 연결 매출액과 영업이익이 각각 +6.7%yoy, -5.8%yoy를 보였다. 편의점 부문(매출 비중 70%)은 부실 가맹점 지원 부담이 있었으나 안정적이었다. 반면, 슈퍼마켓부문은 의무휴업 영향과 고정비 부담 등으로 부진하였다. BGF리테일은 연결 매출액과 영업이익이 각각 7%yoy, 5%yoy 증가하여 (일회성 IPO 비용 제거 시 영업이익 9%yoy 증가) 기대치를 충족하는 실적을 보였다. 편의점 기존점 매출이 7%yoy 가까이 증가하였고 2년차 이상 점포의 효율성 증가가 이익 개선으로 이어졌다.

그림 1> 2분기 기존점 매출 전통채널 부진, 편의점 호조 지속



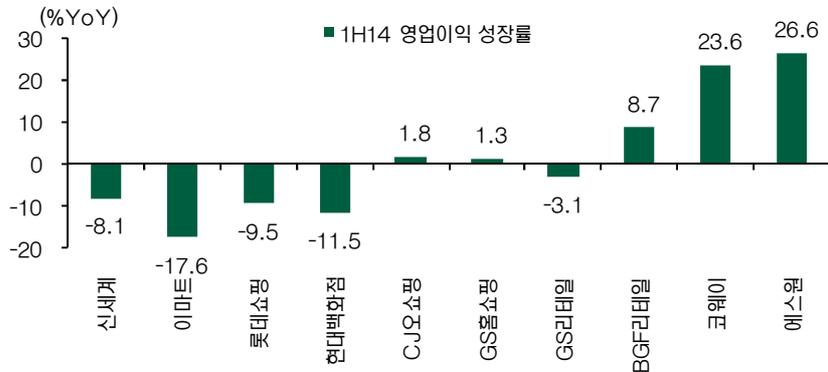
자료: 지식경제부, 현대증권
참조: 편의점은 총매출 기준

그림 2> 주요 유통업체 2분기 실적 기대치 하회



자료: 현대증권
참조: 신세계, 이마트, 롯데, 현대, GS리테일, BGF리테일, 코웨이, 에스원은 연결기준. GS홈쇼핑, CJ오쇼핑은 개별기준

그림 3> 상반기 실적: 신유통채널 호조, 전통채널 부진



자료: 현대증권
참조: 신세계, 이마트, 롯데, 현대, GS리테일, BGF리테일, 코웨이, 에스원은 연결기준. GS홈쇼핑, CJ오쇼핑은 개별기준

홈쇼핑 합리적인 소비와 모바일 성장 수혜

지속적으로 변화하는 소비패턴(소량구매 및 저가 채널 선호)과 인구 고령화는 홈쇼핑과 편의점 채널의 성장으로 이어지고 있다. 홈쇼핑채널은 합리적인 구매 패턴과 의류 브랜드 강화, 그리고 편리한 시스템(결제 및 배송)이 경쟁력이다. 또한 모바일쇼핑도 급성장하고 있는데 의류 및 이미용제품이 매출의 40% 이상을 차지함에 따라 이익 기여로 이어지고 있다. 홈쇼핑의 경우 2014년 상반기 매출 top 3 제품은 의류와 화장품이 주를 이루었는데, GS홈쇼핑도 디자이너 브랜드 2개가 매출 1-2위를 차지하였다. 이는 2012년 하반기 이후 지속된 차별화된 상품 경쟁력을 보여주고 있다. 의류 시즌이 1분기와 4분기임을 감안할 때 향후 4분기 영업이 기대된다. 모바일부문은 2분기에도 취급고가 198%yoy, 29%qoq 성장을 보여 비중이 19%(1Q14 16%)까지 확대되었다. 하반기에도 모바일 부문에서 성장 및 이익 기여가 지속되며 취급고 비중이 20%가 넘을 전망이다.

CJ오쇼핑도 의류 브랜드 3개가 매출 1-3위를 차지하고 있다. 향후에도 자체 only one 상품이 기존 의류에서 건강식품 및 생활용품 등으로 확대되면서 성장성과 수익성 개선이 기대된다. CJ오쇼핑의 모바일 취급고도 179%yoy, 10%qoq 성장하여 비중이 20%까지 확대되었다. 하반기에도 동 수준이 확대될 전망이다.

그림 4> 홈쇼핑업체 2014년 상반기 히트상품은 의류 및 화장품

순위	GS샵	CJ오쇼핑	NS홈쇼핑	롯데홈쇼핑
1	스튜디오보니 의류 (패션)	지오송지오 여성 의류(패션)	엘렌실라 에스카르고 오리지널 리퍼어크림(화장품/미용)	아이오페 에어쿠션 XP(화장품/미용)
2	블루앵스 의류 (패션)	에셀리아 의류(패션)	신데렐라 매직브러시 (화장품/미용)	SS사이니 전기 인두기(화장품/미용)
3	아이오페 스킨 로션 세트 등 (화장품/미용)	브레라 가방(패션잡화)	찰폴리는집 3겹 데코 화장지(생활용품)	에니블름by태양 헤어용품(화장품/미용)
4	산이애사과(식품)	드베르누와 남녀 티셔츠 세트(패션)	신강식패션 블라우스 세트(패션)	청정에 사과(식품)
5	프로스펙스 W운동화 (생활용품)	바이엘라 여성 티셔츠(패션)	엘크릿 헤어탄트브러시 (화장품/미용)	베리페 에어쿠션 파운데이션(화장품/미용)

자료: 언론 보도자료, 현대증권

편의점, 소량구매 패턴 증가로 차별화된 성장

편의점 또한 홈쇼핑과 마찬가지로 인구 구조 및 소비패턴 변화 감안 시 성장 채널이고 이익의 안정성이 높다고 판단된다. GS리테일은 슈퍼마켓부분의 부진에도 불구하고, 편의점 사업의 이익 성장이 지속되고 있다. 2013년 하반기부터 부실 점포 구조조정이 활발하지 않아 지원금 부담은 늘고 있다. 하지만 전체 점포에서 신규점 비율이 줄고 있어 시간이 지날수록 손익 구조 개선이 기대된다. 또한 과거 적자사업부였던 도너츠부문도 정리됨에 따라 하반기 이후 실적 개선 여지가 높다.

BGF리테일은 차별화된 수익을 보여 주고 있다. 2013년 부실점포 정리(총 점포의 약 8%)와 2년차 이상 점포의 효율성 개선으로 안정적 이익 성장이 기대된다. 특히 영업외부문에서는 이자 수지 및 일회성 손실 감소로 높은 이익 개선이 기대된다.

하반기에도 신유통채널의 차별화된 실적 예상

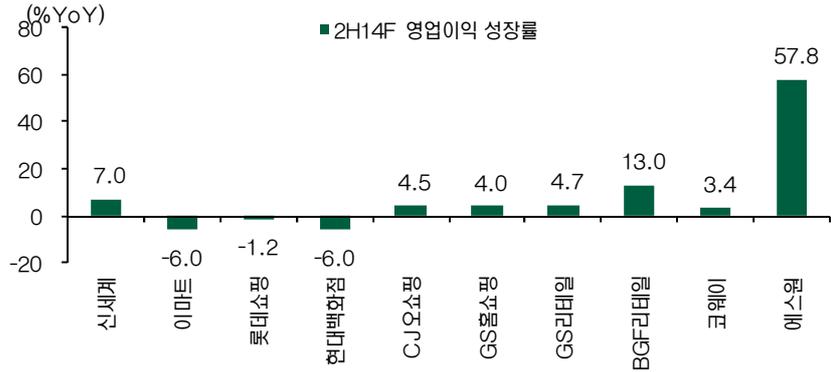
하반기 대형 유통업체들의 실적은 상반기보다는 개선될 전망이다. 이는 정부의 내수부양 의지로 소비심리가 개선되고 있기 때문이다. 하지만 신유통채널을 제외하고는 영업이익 감소가 지속될 전망이다.

편의점과 대형마트는 3분기가 성수기이다. 편의점은 근접 소비로 양호한 실적이 기대되는 반면 대형마트는 여름 특수 소멸과 소량 구매 패턴 전환 등으로 부진한 실적이 전망된다. 한편, 백화점과 홈쇼핑은 3분기가 비수기이다. 이는 양 채널 모두 의류 비중이 크기 때문이다. 백화점은 7월부터 이연 소비와 낮은 기저 등으로 선방이 예상된다. 하지만 신세계를 제외하고는 고정비 부담이 높아 영업이익 감소는 지속될 전망이다. 홈쇼핑은 모바일채널

호조와 합리적인 쇼핑 지속 등으로 안정적 실적 개선이 기대된다.

3분기 관전 포인트는 추석 경기이다. 특히 대형마트는 추석 매출이 연중 가장 중요한 시기이다. 예단하기 어렵지만 경기가 여전히 어렵고 시기도 빨라 추석 경기 기대감은 떨어진다.

그림 5> 하반기 백화점 개선, 하지만 신유통채널 여전히 높은 이익 가시성 보유



자료: 현대증권

참조: 신세계, 이마트, 롯데, 현대, GS리테일, BGF리테일, 코웨이, 에스원은 연결기준. GS홈쇼핑, CJ오쇼핑은 개별기준

**유통 최우선주로
GS홈쇼핑과 BGF리테일
유지**

GS홈쇼핑(028150, BUY, 목표주가 340,000원)의 투자포인트는 1)소비 하향 수혜, 2)모바일채널 성장 3)우수한 재무 및 주가가치 매력으로 설명할 수 있다. 소비 환경 악화에도 불구하고, 차별화된 상품 소싱 능력과 모바일채널 성장이 재평가로 이어질 수 있을 전망이다.

BGF리테일(027410, BUY, 목표주가 76,000원)은 순수 편의점업체이다. 1)편의점이 구조적 이익 회수기에 진입하였고 2)2013년 적자 점포 정리로 인한 수익구조 개선 그리고 3)우수한 재무구조 및 주가가치 체고 기대감이 있다. 동사는 GS리테일과 함께 편의점업계 시장 지배적 사업자이다. 이미 포화 상태에 있는 일본 편의점 업체 대비로도 우수한 재무지표를 보유하고 있어 주가가치 매력이 높다.

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역



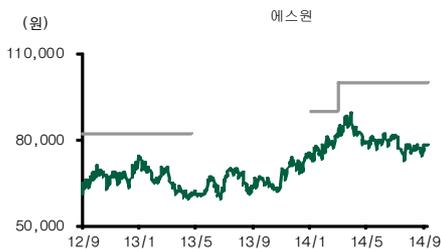
종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
BGF리테일	14/05/22	BUY	70,000
	14/07/18	BUY	76,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
GS홈쇼핑	13/01/08	BUY	200,000
	13/03/04	BUY	230,000
	13/04/29	BUY	250,000
	13/07/08	BUY	300,000
	14/01/06	BUY	340,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
코웨이	13/02/15	BUY	65,000
	13/08/08	BUY	74,000
	14/01/06	BUY	80,000
	14/03/04	BUY	90,000
	14/04/28	BUY	100,000



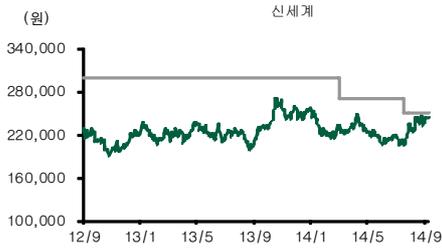
종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
에스원	13/04/25	Marketperform	NA
	14/01/06	BUY	90,000
	14/03/04	BUY	100,000



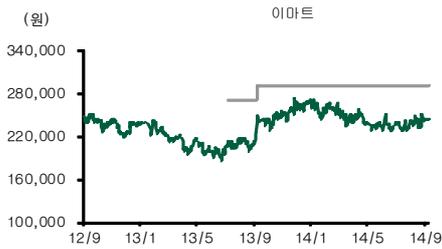
종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
GS리테일	12/10/09	BUY	46,000
	13/04/15	BUY	41,000
	14/02/06	BUY	33,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
CJ오쇼핑	13/02/08	Marketperform	NA
	14/07/31	BUY	470,000



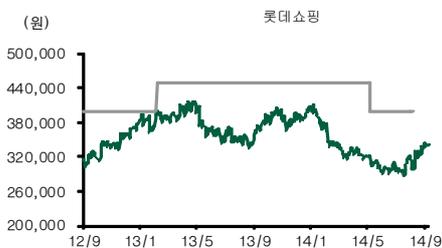
종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
신세계	14/03/04	BUY	270,000
	14/07/21	BUY	250,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
이마트	13/01/02	Marketperform	NA
	13/07/08	BUY	270,000
	13/09/10	BUY	290,000



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
현대백화점	14/01/07	Marketperform	NA



종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
롯데쇼핑	13/02/07	BUY	450,000
	14/05/09	BUY	400,000
	14/08/10	Marketperform	NA

종목명	인수 합병 업무관련	1년 이내 IPO	BW/CW/EW 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/저분	ELW		채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
							발행	유동성공급			
신세계											
GS리테일											
에스원											
코웨이											
롯데쇼핑							○	○			
BGF리테일											
GS홈쇼핑											
CJ오쇼핑							○	○			
현대백화점											
이마트							○	○			

■ 당사는 동 조서분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

■ 투자 의견 분류: 신장: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 목표주가 —)

■ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.