

유통업

일본을 통해 본 우리 유통산업의 모습



유정현
769.3162
cindy101@daishin.com

투자의견

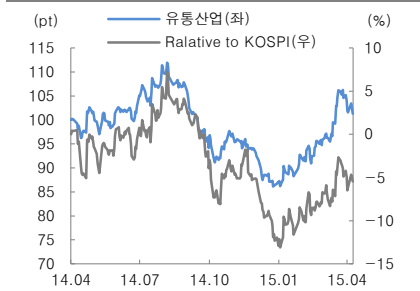
Overweight

비중 확대, 신규

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
롯데하이마트	Buy	90,000원
현대백화점	Buy	200,000원
신세계	Buy	266,000원
이마트	Buy	317,000원
롯데쇼핑	Buy	330,000원
GS리테일	Buy	48,600원
BGF리테일	Buy	140,000원
CJ오쇼핑	Buy	302,000원
GS홈쇼핑	Buy	280,000원
현대홈쇼핑	Buy	165,000원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.1	13.6	10.1	1.2
상대수익률	3.1	5.6	1.3	-5.8



2015년 2분기 유통업 회복 구간 진입

- 2Q15부터 세월호 기저 효과와 자산가치 증가 등에 따른 소비 회복 기조 속에 유통 업황 개선 예상
- 대형 오프라인 채널: 백화점과 대형마트 업황 회복, 장기적으로는 산업태 중심의 변화 필요
- 홈쇼핑: 모바일 시장 급성장과 함께 경쟁 심화, 업황 저점을 통과 중
- 편의점: 양적 성장에서 질적 성장으로 전환 시기 도래

일본 유통시장 현황: 아울렛, 편의점, 드럭스토어, 전문점 시장 여전히 성장 중

- 저출산, 인구 고령화 문제로 소비가 고성장할 수 없는 인구구조
- '90년대 후반부터 백화점과 같은 대형 종합 유통 채널의 쇠락, 가격과 엔터테인먼트 측면에서 매력이 큰 아울렛, 복합쇼핑몰 시장이 대안으로 부각되며 여전히 성장하는 모습
- 1인 가구와 고령층을 주요 대상으로 하는 편의점, 드럭스토어와 같은 소형 오프라인 채널의 안정적인 성장 지속
- 취급 품목의 자기 정체성이 확실한 전문판매점(가전, 가구, 의류 등)도 현재 성업 중

Top pick은 롯데하이마트와 현대백화점, 그 외 신세계, 이마트도 주목

- 롯데하이마트, 목표주가 90,000원, 영업레버리지 효과 & 경기 회복 선순환 맞물림
- 현대백화점, 목표주가 200,000원, 경쟁사를 능가하는 출점 전략 돋보임
- 신세계, 목표주가 266,000원, 하반기로 갈수록 더 기대됨
- 이마트, 목표주가 317,000원, Smart Mart

한국 vs. 일본 프리미엄 아울렛 시장비교

Outlets Market Size



Outlets 점포 수(개)



Outlets % of Retail Market



Outlets 점포당 이용인구수 (백만명)



Outlets 점포당 Sales (십억원)



자료: 대신증권 리서치센터

Contents

I. Summary	3
II. 투자전략	4
III. 2015년 소비 전망	7
IV. 일본 시장 분석	15
V. Global Peer 동향	36
VI. 기업분석	39

I. Summary

2015 년 소비 개선

- 지난 해 세월호 사고 기저효과에 따른 완만한 소비 개선
- 기업 실적 개선, 가계 흑자율 상승하면서 소비 여력 확대
- 경기 불확실성 다소 개선, 부동산 및 주식시장 상승에 따른 자산 가치 상승으로 소비 회복 가능성

일본을 통해 본 우리 유통산업의 모습

- 저출산 고령화 사회로 진입. 잠재성장을 하락에 따른 소비 시장 위축
- 채널별 변화 모습
- 1. 대형 오프라인 채널
: 90년대 후반부터 백화점 대신 아울렛과 복합쇼핑몰 시장 성장
: 2007~2013년 아울렛 시장 연평균 5.8% 성장
- 2. 소형 오프라인 채널
: 1인 가구 증가, 인구 고령화로 근린형 소형점포 매력 부각, 편의점 및 드럭스토어 성장
- 전문 판매점의 아이텐터티 부각
: 채널의 전문성이 소비자들에게 어필. 소비의 정체 속에 가전, 가구, 의류 등 품목별 1위 업체들의 시장 지배력에 주목

2015 년 유통업 투자전략

- 2015년에는 백화점, 대형마트 주목
- Top pick으로 롯데하이마트, 현대백화점 제시, 관심 종목 신세계, 이마트
- 롯데하이마트, 목표주가 90,000원, 영업레버지리 효과 & 경기 회복 선순환 맞물림
 - 현대백화점, 목표주가 200,000원, 경쟁사를 능가하는 출점 전략 돋보임
 - 신세계, 목표주가 266,000원, 하반기로 갈수록 더 기대됨
 - 이마트, 목표주가 317,000원, Smart Emart

II. 투자전략

2015년 유통업 비중 확대 의견 제시

2015년 유통업
비중확대 제시

업황 회복 강도는
백화점>대형마트 전망

2015년 유통업 투자이견은 비중 확대를 제시한다. 강도는 약하지만 지난 해 세월호 사고 이후 침체됐던 내수 소비 시장이 조금씩 회복세를 보이고 있다. 경기 회복을 전제할 경우 업체별 회복 강도는 백화점>대형마트, 홈쇼핑 순으로 나타날 것으로 예상되는데, 백화점 업계는 최근 모바일 쇼핑과 해외 직구, 그리고 자기 지향적이며 합리적인 소비 트렌드의 확산으로 성장의 한계에 직면하고 있지만 기존 채널의 대안으로 제시되는 아울렛, 복합쇼핑몰에 대한 투자 효과가 올해~내년에 걸쳐 나타나면서 신규 출점 효과에 따른 성장 모멘텀이 부각될 전망이다.

대형마트는 출점 여력은 제한적이나 올해 하반기부터 강제 휴무 규제 영향에서 벗어나고 온라인 식품몰과 창고형 할인마트 등 새로운 사업을 통해 성장 부진을 만회를 기대해 볼 만 하다. 또한 해외 점포 구조조정에 따른 실적 개선 모멘텀도 예상된다.

모바일 채널의 급성장으로 위축됐던 TV 홈쇼핑 시장도 그간의 부진을 다소 만회할 것으로 보인다. TV 채널의 고성장을 기대하긴 어렵지만 큰 폭으로 감소할 가능성도 낮다. 모바일 취급고 비중 확대로 영업이익률은 다소 하락할 것으로 전망되는데 TV 취급고가 2Q부터 안정적으로 성장하면서 이익률 하락에도 불구하고 영업이익은 하반기부터 전년 동기대비 증가세로 전환될 것으로 전망된다.

표 1. 유통 채널 별 투자전략

백화점		대형마트		편의점		홈쇼핑	
2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
							
흐림	맑음	흐림	맑음	맑음	맑음	흐림	맑음

	Positive	Negative	Investment Strategy
백화점	- 백화점 업황 회복 기대감 유효 - 아울렛 복합쇼핑몰 성장 동력 기대 - 현대백화점 신세계 등 출점 이벤트에 따른 성장 모멘텀 기대	- 백화점 산업 성숙기 진입 - 복합쇼핑몰에 대한 대규모 투자, 성과에 대한 우려	현대백화점 신세계 순 의견 제시
대형마트	- 규제 영향 마무리 - Supply chain 강화로 수익성 개선 - 트레이더스 PB 등 새로운 성장 동력 기대	- 신규 매장 출점과 기존점의 높은 신장률 기대 어려움	이마트 매수 전략
홈쇼핑/ 편의점	- 홈쇼핑 업황 회복 기대감 유효 - 홈쇼핑 송출 수수료 인상률 둔화 - 편의점 기존점 성장 및 효율성 개선 가능	- 홈쇼핑의 새로운 컬러 상품 등장 필요 - 모바일시장 확대로 홈쇼핑 TV 채널 부진 - 편의점 출점을 통한 성장시기 마무리	전반적으로 실적 회복 기조는 유지될 것으로 보이나, 최근 건강 식품 관련 파장 여파에 따라 주가 조정 기간은 길어질 수 있음
전문점	- 롯데하이마트 성장 기대감 유효	- 가전 제품 해외 직구 증가 우려	롯데하이마트 매수 전략

자료: 대신증권 리서치센터

Top pick은 롯데하이마트(071840), 현대백화점(069960)

당사는 Top pick으로 롯데하이마트(071840)와 현대백화점(069960)을 제시한다. 롯데하이마트의 목표주가는 90,000원(12개월 Forward EPS 기준 P/E 15배), 현대백화점의 목표주가는 200,000원(12개월 Forward EPS 기준 P/E 15배)이다.

Top pick
롯데하이마트(071840)
올해부터 경기 회복과
신규 점포 영업레버리
지 기대

롯데하이마트는 다른 오프라인 유통채널이 해외 직구, 모바일 쇼핑 등 여러 방면에서 도전을 받고 있지만, 동사의 매출에서 가장 큰 비중을 차지하는 대형 백색가전의 주요 판매 채널이 오프라인으로 매출이 안정적으로 발생하는 구조다. 지난 2년간 공격적인 출점과 경기 부진으로 부진했던 실적이 신규 점포들의 BEP 도달, 점진적인 소비 심리 개선으로 큰 폭으로 개선될 전망이다. 지난 해 날씨 영향으로 판매가 부진했던 에어컨도 올해는 2Q부터 시작된 고온현상으로 매출이 호조를 보일 것으로 보여 실적 개선에 크게 기여할 것으로 보인다.

현대백화점(069960)
김포 아울렛 출점
성공적, 하반기 판교
알파돔 시티까지
성장 모멘텀 부각
예상

현대백화점은 올해 활발한 출점 계획으로 백화점 3사 중 가장 높은 외형성장률을 기록할 것으로 전망된다. 백화점 업계가 저성장 문제를 극복하기 위해 아울렛, 복합쇼핑몰과 같은 다른 대형 오프라인 채널로 재편되는 과정에서 올해 동사의 김포 아울렛이나 판교 알파돔 복합쇼핑몰 출점은 매우 적절한 전략인 것으로 평가된다. 또한 지난 해 4월 세월호 사고 여파가 가장 크게 나타났던 채널이 백화점이었음을 고려하면 올해 2Q부터는 신규 출점 이벤트와 더불어 기저효과까지 기대해 볼만 하다.

관심종목
신세계, 이마트

동일한 맥락에서 신세계도 주목할 필요가 있다. 동사는 내년 초 김해점을 시작으로 신규 출점이 예정돼있으며 최근 신세계DF 법인을 설립하면서 면세점 사업권에 대한 기대감과 valuation 매력이 동시에 부각되고 있다. 제반 경제 지표가 크게 악화되지 않을 경우 동사는 소비 개선과 출점에 따른 실적 개선 매력이 올해 하반기에 크게 부각될 것으로 전망된다.

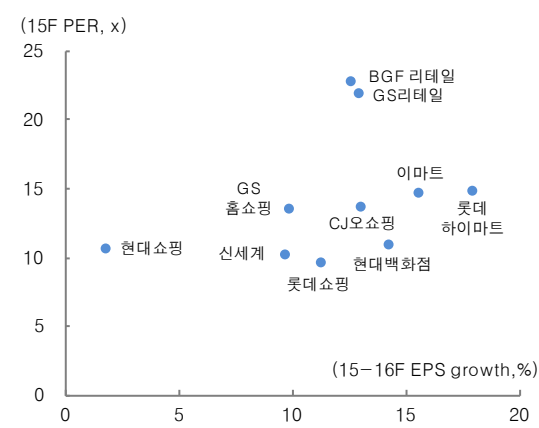
이마트의 경우, 기존 사업의 방어적인 이익 창출 구조와 신사업-트레이더스, 온라인몰-의 성장이 돋보인다. 특히 1Q15부터 온라인몰의 적자폭이 크게 감소함에 따라 전사 실적 개선 강도가 예상보다 크게 나타날 것으로 보여 대형마트 업태의 매력 저하에도 불구하고 높은 이익 증가 모멘텀이 예상된다.

표 2. 유통 커버리지 기업 Valuation 비교

		롯데 하이마트 (071840)	현대 백화점 (069960)	신세계 (004170)	이마트 (139480)	롯데쇼핑 (023530)	GS 리테일 (007070)	BGF 리테일 (027410)	CJ오쇼핑 (035760)	GS홈쇼핑 (028150)	현대홈쇼핑 (057050)
주가 (원 15.5.6)		71,900	146,000	204,000	228,000	258,000	36,800	115,000	239,900	237,200	130,000
시가총액(십억원)		1,697	3,417	2,008	6,356	8,125	2,834	2,834	1,489	1,557	1,560
PER(배)	14A	17.9	12.3	13.7	22.6	19.0	17.4	15.9	21.2	13.6	12.6
	15F	14.7	10.8	10.1	12.2	9.5	15.9	19.9	12.8	13.4	11.2
	16F	12.3	9.0	9.3	11.6	8.4	14.5	16.6	12.0	13.6	10.5
PBR(배)	14A	1.1	1.0	0.8	0.9	0.6	1.1	2.9	3.3	2.1	1.5
	15F	1.0	0.9	0.6	0.8	0.4	1.3	3.6	1.9	1.8	1.1
	16F	0.9	0.8	0.6	0.8	0.4	1.2	3.0	1.6	1.6	1.0
EV/EBITDA(배)	14A	12.2	6.7	9.3	9.3	5.3	6.3	6.1	10.3	6.1	6.0
	15F	10.2	7.3	8.9	8.6	5.0	8.3	10.4	8.9	5.6	6.5
	16F	8.5	6.2	8.0	8.0	4.3	7.5	8.7	8.2	5.3	5.8
ROE(%)	14A	6.2	7.9	5.4	4.2	3.6	6.8	26.2	16.7	16.2	12.2
	15F	7.1	8.1	5.5	7.0	4.8	8.4	19.0	16.0	14.4	10.4
	16F	7.9	8.9	5.6	6.9	5.1	8.7	19.2	14.5	12.7	10.2
ROA(%)	14A	5.4	6.4	3.5	4.3	3.0	4.9	9.9	12.3	13.3	9.7
	15F	6.1	6.5	3.6	4.9	3.1	5.9	10.1	12.3	12.3	8.3
	16F	6.9	7.0	3.8	5.0	3.5	6.3	11.4	12.4	11.1	8.3

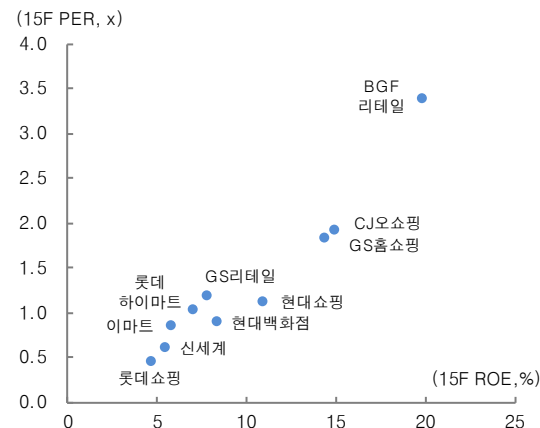
주: 롯데하이마트, CJ오쇼핑, GS홈쇼핑, 현대홈쇼핑은 K-IFRS 별도 기준
자료: 대신증권 리서치센터

그림 1. 커버리지 유통 10개사 EPSG vs. PER



자료: 대신증권 리서치센터

그림 2. 커버리지 유통 10개사 ROE vs. PBR



자료: 대신증권 리서치센터

III. 2015년 소비 전망

한국 내수 소비 과연 좋아질까?

2Q15 자산가치 상승과
세월호 기저효과로
원만한 소비 회복 전망

한국의 저출산과 고령화 문제는 이미 일본을 따라잡았다. 가구당 출산율은 세계 최저 수준인 1.08명까지 하락했고, 고령인구 비율도 지난 1995년 일본의 모습과 유사한 13%까지 상승했다. 우리나라도 생산가능인구수 감소와 노인부양비 부담 증가로 소비에 대한 지출이 부담스런 환경으로 접어들었으며 고령 인구 비중의 상승에 따라 소비지출 성향도 하락하였다.

장기적으로 국내 소비 전망은 부정적일 수 밖에 없지만 단기적 관점에서 소비 여건은 개선되고 있다. 향후 6개월 가계 경기에 대한 전망 CSI가 98로 100 이하에 머물고 있으나 향후 경기 전망에 대한 기대치가 이미 최저 수준으로, 최근 부동산 가격과 주식시장 상승에 따른 자산 가치 증가로 오히려 개선 여지가 크다. 이미 가계 흑자율이 최고치에 이른 상태이므로 자산가치 상승에 따른 심리 개선은 소비 회복에 큰 역할을 할 것으로 보인다.

무엇보다 지난 해 4월 세월호 사고에 의한 유통업체 실적 악화 기저 효과를 고려하면 올해 2Q부터 실적 개선을 기대해볼 만 하다. 내수 소비 시장이 저성장 국면에 접어들었고, 소비 패턴의 변화로 업체별 상대 개선 강도는 차이가 있을 것으로 보이지만 소비심리 개선으로 올해 상반기 업황이 저점을 통과하고 있다고 판단됨에 따라 당분간 업계 전반적으로 실적 개선 추세가 이어질 것으로 예상된다.

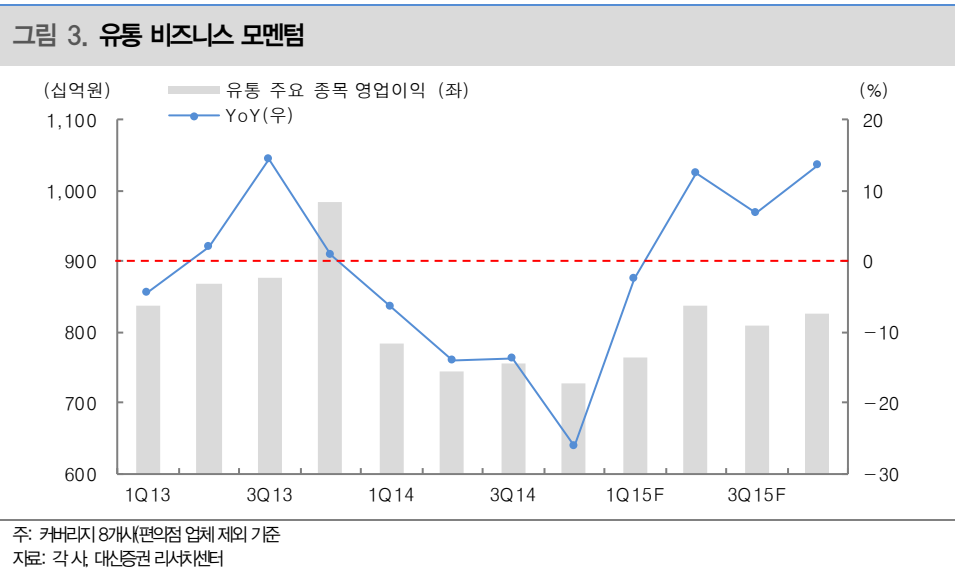
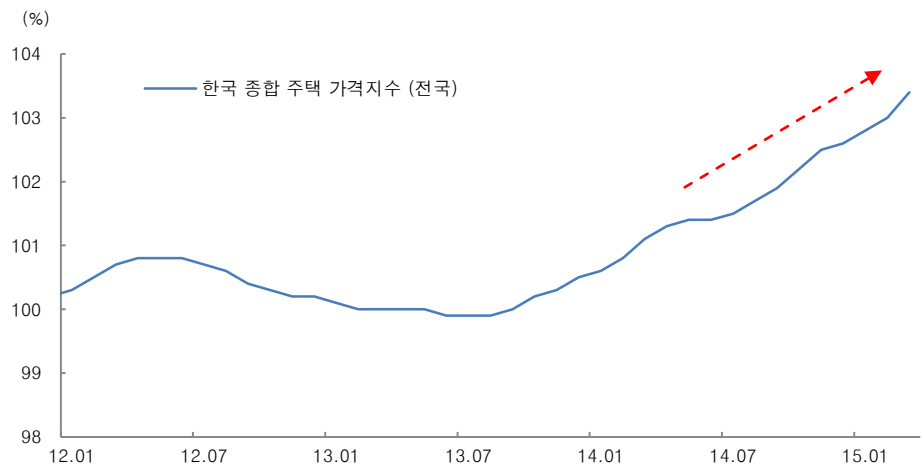
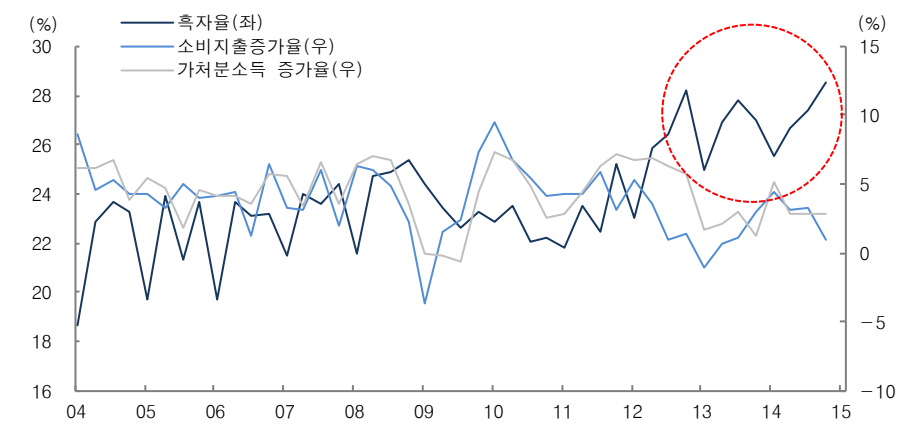


그림 4. 한국 주택가격 지수



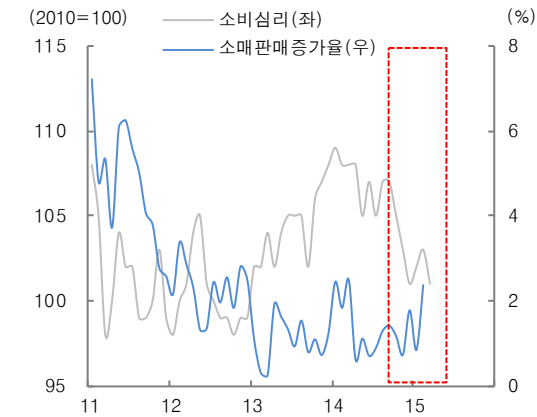
자료: KB국민은행 대산증권 리서치센터

그림 5. 가계 흑자율 사상 최고치



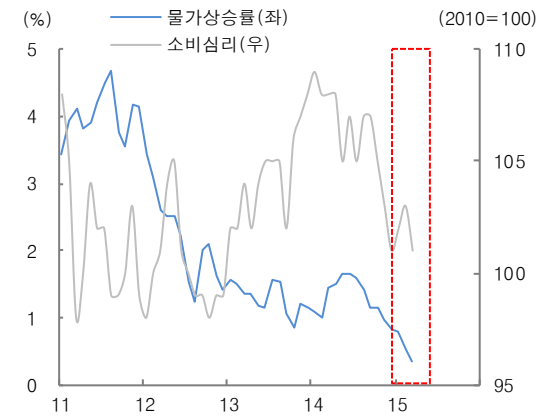
자료: 통계청 대산증권 리서치센터

그림 6. 소비판매 증감율 vs. 소비심리



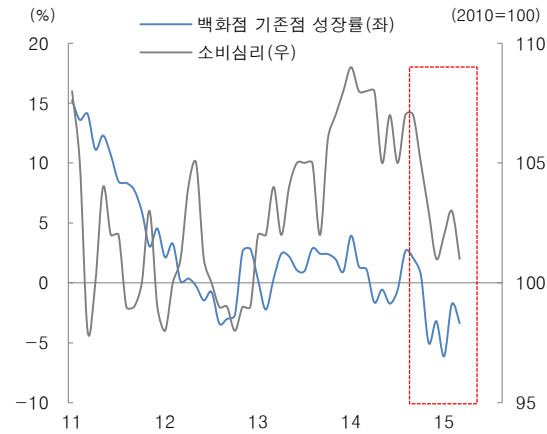
자료: 통계청 대산증권 리서치센터

그림 7. 물가 vs. 소비심리



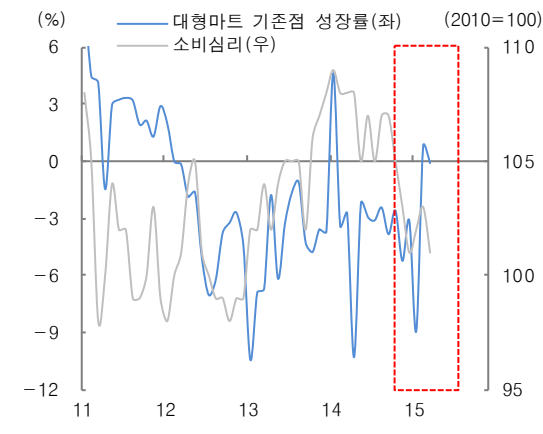
자료: 한국은행 대산증권 리서치센터

그림 8. 백화점 기준점 성장률 vs. 소비심리



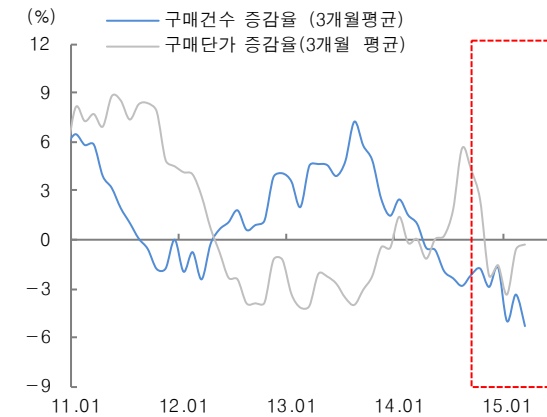
자료: 통계청 대산증권 리서치센터

그림 9. 대형마트 기준점 성장률 vs. 소비심리



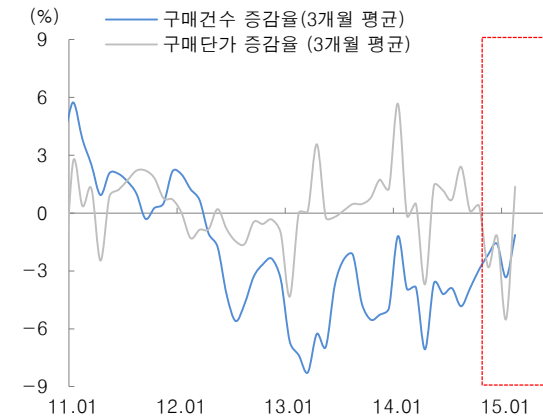
자료: 통계청 대산증권 리서치센터

그림 10. 백화점 구매건수 vs. 구매단가 증감율



자료: 통계청 대산증권 리서치센터

그림 11. 대형마트 구매건수 vs. 구매단가 증감율



자료: 통계청 대산증권 리서치센터

2015년 백화점 회복, 아울렛과 복합쇼핑몰이 대안으로 부각

2015년 백화점 시장 규모는 3.1% 성장한 31.9조원으로 추정된다. 2015년 백화점 출점은 현대백화점 판교점만이 예정돼 있어 백화점 보다는 아울렛 출점이 이어질 전망이다.

백화점의 발전방향과 관련해서 중장기 저성장 국면 진입, 스마트한 소비자들의 증가로 백화점의 주력 상품인 패션, 화장품 매출 증가세가 둔화되고 있다. 백화점 업체가 저성장 국면을 맞이했으나 단기적으로 업황 회복에 대한 기대는 가능할 것으로 보이며, 아울렛과 복합 쇼핑몰 등 신업체 중심의 업체 전환이 성공적일 수 있는 기업 선별이 중요해지고 있는 상황이다.

표 3. 백화점 성장요인과 위협요인

성장요인	위협요인
- 국내 경기 회복 - 그동안 지연된 소비(의류 중심) 회복 가능 - 중국인을 중심으로 한 외국인 관광객 증가 - 차별화된 매장 및 상품 구성 강화 노력 지속 - 각사 주력 점포 리뉴얼	- 면세점, 온라인 쇼핑 등 백화점 대체 채널 성장 - 아울렛 시장 확대에 따른 패션 시장 분할 - 명품 선호도 하락 지속 여부

표 4. 백화점 3사 유통채널 확충 계획

		1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
	백화점/복합 쇼핑몰		잠실 C2점 수원점		마산점 상암DMC점		
	프리미엄/도심형 아울렛		고양점 구리점 광명점 동부산업점	인천 향동점	진주점 광교점		
	백화점/복합 쇼핑몰					강남점 증축 센텀시티점 증축 김해점	동대구점 하남점
	프리미엄/도심형 아울렛			여주점 2배 증축			
	백화점/복합 쇼핑몰			다큐브시티점	판교점		
	프리미엄/도심형 아울렛	가산점		김포점	가든파이버점	인천 송도	

주: 롯데쇼핑 마산점은 기존 대우백화점 인수, 현대백화점 캐리스트(용도 미정) 점 오픈 일정은 미정
자료: 각사 대산증권 리서치센터 정리

대형마트 출점 여력은 제한적,
신규 사업 성공 여부에 따라 실적 차별화 전망

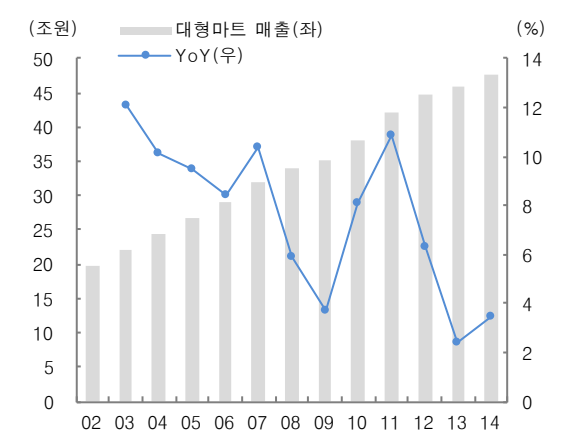
2015년 대형마트 시장 규모는 3.0% 성장한 48.3조원으로 추정된다. 2012년 이후 외형 성장에 부정적 영향을 주었던 의무 휴업 관련 규제는 올해 3Q에 영향력이 완전히 소멸된다. 그러나 신규 출점은 여전히 어려울 전망이다.

중장기적으로 대형마트의 기존 사업부문 성장 정체는 불가피할 전망이다. 외형 성장보다는 수익성을 개선시키면서 cash cow 역할을 담당할 것으로 예상되며 성장은 창고형 매장, 온라인 식품물 등 신규사업의 진행 속도에 따라 달라질 수 있다.

표 5. 대형마트 성장요인과 위협요인

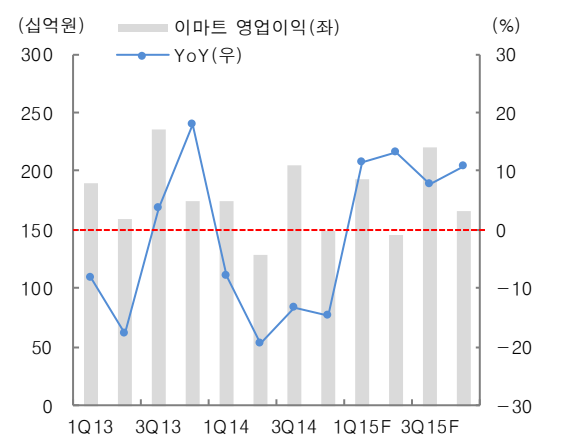
성장요인	위협요인
- 규제 영향 마무리 - PB(PL) 상품 보강 및 산지직거래 비중 확대, 해외 소싱 비중 확대 - 신선식품 중심의 온라인 쇼핑물 강화 - 창고형 매장, 상품 공급업 등 산업태 진출 활발	- 신규 출점 어려움 지속 - 대형 3사간 경쟁 심화로 상품 가격 상승 효과 제한적 - 온라인 쇼핑물, 편의점, 슈퍼 등으로의 고객 이탈

그림 12. 국내 대형마트 시장 규모



자료: 통계청, 대산증권 리서치센터

그림 13. 이마트 분기별 영업이익 개선 강도



자료: 이마트, 대산증권 리서치센터

홈쇼핑 업황 저점 통과 중

홈쇼핑 산업은 2012년 이후 패션, 이미용 상품 매출이 호조를 보이면서 객단가 및 구매
객수 증가가 진행되어 저성장 국면에서 쇼핑의 대안으로 부각되었다.

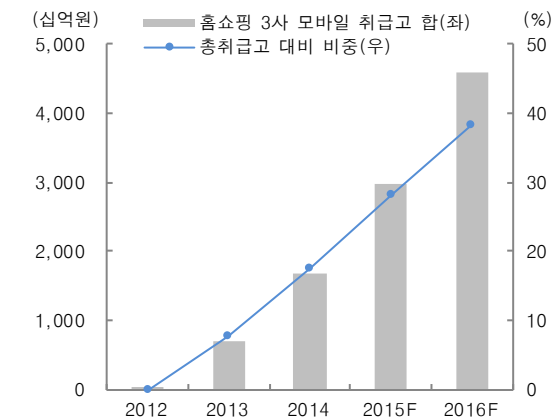
그러나 한편 이미용 상품 비중이 전체 판매액의 40% 수준까지 높아지면서 패션 이후
새로운 킬러상품 발굴 필요성이 높아졌다. 또한 모바일 쇼핑의 급증으로 마진이 높은
TV 채널 취급고가 역성장하고, 기존의 오픈마켓 사업주들과의 가격 경쟁을 해야하는
등 여러 방면으로 도전을 받고 있다. 다행스럽게도 그러나 1Q15부터 TV 채널 취급고
의 역신장 추세도 진정되고 소비 심리가 개선되면서 완만한 이익 개선이 예상되고 있
다.

최근 건식제품 판매와 관련한 홈쇼핑 업계의 배상 문제로 단기적으로 투자심리가 악화
됐는데, 명확한 문제 해결 방침이 나오는 시점이 홈쇼핑 산업의 저점이 될 것으로 판단
된다.

표 6. 홈쇼핑 성장요인과 위협요인

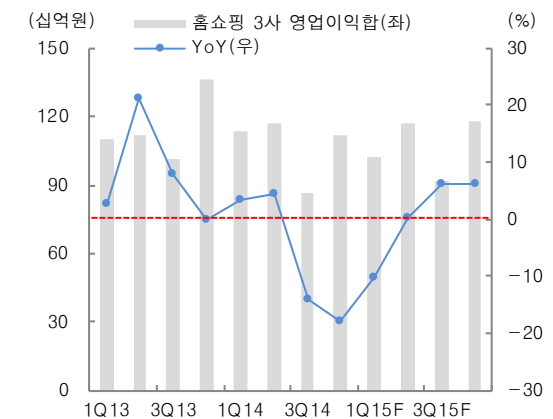
성장요인	위협요인
- 다양한 상품 공급을 통한 성장 지속(렌탈, PB, 단독 브랜드) - 40~50대 주부 고객 외에도 소비계층의 확산 - 모바일 채널 확대로 새로운 젊은 소비자층 유입	- 최근 성장을 주도한 패션 상품 외 새로운 킬러 상품 등장 필요 - TV, 인터넷 쇼핑(PC 기반), 카탈로그 등 기존 채널의 판매 둔화 - 허가산업 특성상 무한 성장 제한 가능성 - 제 7의 공영홈쇼핑 등장으로 경쟁 심화

그림 14. 홈쇼핑 3사 모바일 취급고(비중)



자료: 홈쇼핑 3사, 대신증권 리서치센터

그림 15. 홈쇼핑 3사 이익 모멘텀



자료: 홈쇼핑 3사, 대신증권 리서치센터

편의점 여전히 경쟁 보다는 성장하는 시장

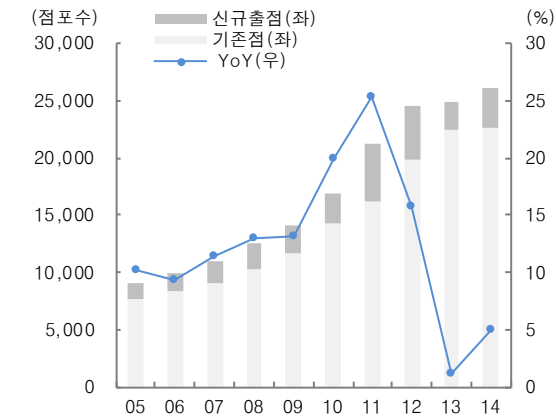
2015년 편의점 시장 규모는 12.6% 성장한 14.6조원으로 전망된다. 2015년에는 양적인 성장이 한계에 달하면서 질적인 성장에 초점을 맞출 전망이다. 신규 출점이 한계에 도달하면서 기존점의 효율을 높이기 위해서는 상품 믹스 개선과 함께 수익성을 향상시키고자 할 것이다.

편의점 업태와 일부 상품이 겹칠 수 밖에 없는 드럭스토어 출점이 많아질 것이라는 점은 한편으로 부정적으로 인식될 수 있다. 그러나, 일본의 사례에서처럼 두 업태간 협업을 통해 지속성장 가능한 모델이 될 수 있다는 점에서 긍정적인 면이 더 많을 것으로 판단되며, 단기간에 업태간 경쟁이 과열될 가능성은 낮아 보인다.

표 7. 편의점 성장요인과 위협요인

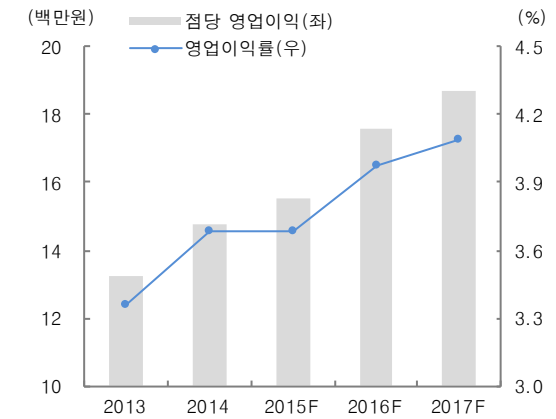
성장요인	위협요인
- 1~2인 가구 증가, 접근성 높은 편의점에 대한 수요 증가 - 여가, 레저 등 외부활동 증가에 따른 수요 기반 확대 - 판매 상품 다양화로 소비자 수요 자극 - 점포 대형화 혹은 신규 포맷 도입으로 매장 효율성 개선	- 출점을 통한 양적 성장 마무리 국면 - 드럭스토어, SSM 등 경쟁 채널의 성장 - 편의점 업체간 경쟁 심화

그림 16. 편의점 신규 출점 둔화



자료: 편의점협회 대신증권 리서치센터

그림 17. 점당 효율 개선



자료: BGF리테일 대신증권 리서치센터

일본 시장 분석

IV. 일본 시장 분석

인구, 소비 모두 일본의 전처를 따라가고 있는 한국

일본 내수 소비 시장
:70~80년대 고도성장
이후 90년부터 저출산,
고령화 문제로 저성장,
최근 정부의 통화정책
실효로 소비는 성장세
로 전환

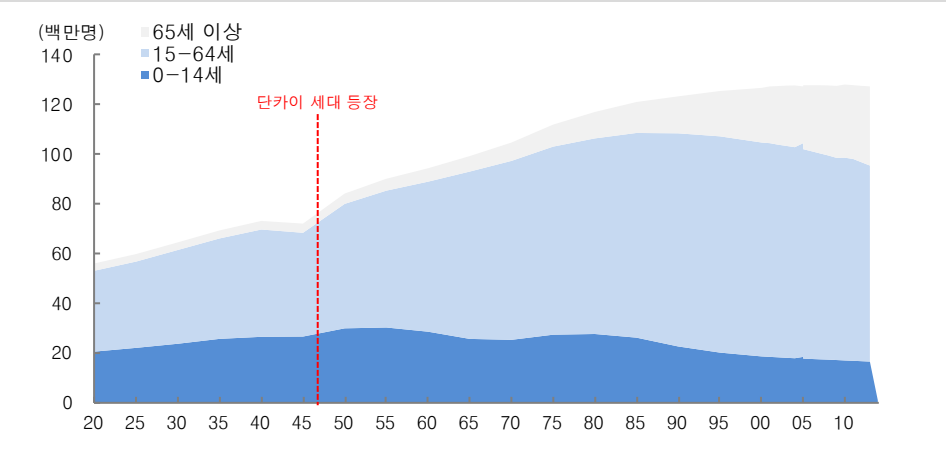
소비 시장은 소비 인구(Q)와 제화 및 서비스의 가격(P)으로 형성된다. 우리나라의 소비 시장은 저출산과 고령화, 그리고 미래 성장에 대한 불확실성에 따른 Q의 정체, 온라인 기반의 market place 형성에 의한 무차별적인 가격 경쟁으로 P가 하락하면서 저성장과 수익성 악화의 어려움을 겪고 있다.

소비가 경기에 가장 크게 영향을 받는 것은 사실이나, 현재 국내 소비시장 침체는 경기 요인 외에 상기 언급된 구조적인 문제가 더 큰 요인으로 작용하고 있다. 당사는 이러한 산업의 구조적 이슈를 우리나라 보다 앞서 경험 한 일본 사례를 통해 향후 국내 유통업체들의 모습을 전망해 보고자 한다.

일본의 출생인구는 베이비붐이 마무리되는 1973년을 기점으로 하락세를 보이면서 사회적 문제로 대두되었다. 가구당 출산율이 90년대 1.3~1.5명이었으나 2005년에 1.26명으로 최저치를 기록하게 된다. 이 때문에 90년대 이후 생산가능 인구수가 감소하면서 노인부양비(=노인인구/생산가능 인구)가 가파르게 증가하였고, 이는 소비 지출에 부담으로 작용하게 되었다. 또한 소득이 줄어드는 고령인구 비율이 높아짐에 따라 가계 지출을 하락, 고령층의 낮은 소비 성향으로 경기 여건이 개선되도 소비가 크게 늘지 않는 악순환에 접어들게 되었다.

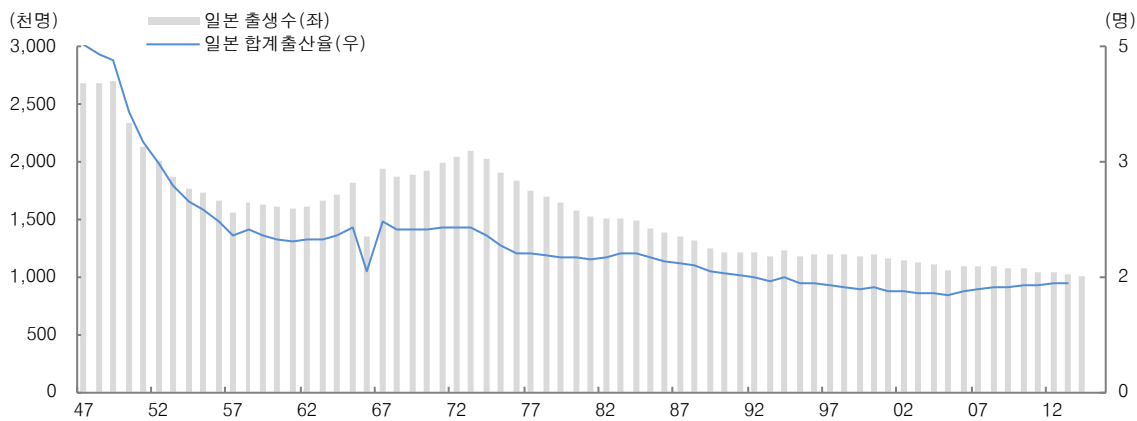
저금리 기조와 경기에 대한 일방적인 낙관론의 영향으로 80년대 급등했던 일본의 부동산 가격은 건축통화정책과 대출 규제로 1992년부터 급락하기 시작, 이후 정부의 금리 인하 대응에도 불구하고 미래 부동산 가격의 추가 하락에 대한 전망으로 2009년까지 줄곧 하락했다. 부동산 가치 하락으로 가처분 소득 대비 순자산이 마이너스를 기록하면서 일본 가계의 소비성향과 유통업지수도 하락했으나 2013년부터 일본 정부의 통화정책이 실효를 나타내면서 가계 소비 성향과 부동산 가격 회복으로 주가도 점차 회복세를 보였다.

그림 18. 일본 인구구조



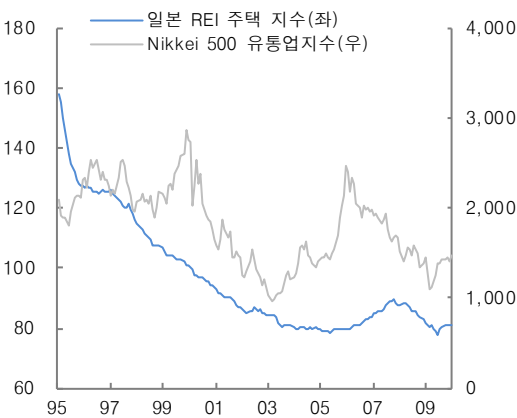
주: 단카이 세대란 제 2차 세계 대전 이후 출생한 일본의 베이비 붐 세대를 가리킨다. 1970년~1980년대 일본의 고도성장을 이끌어 낸 세대
자료: 일본통계청, 대산증권 리서치센터

그림 19. 일본 출산율 추이



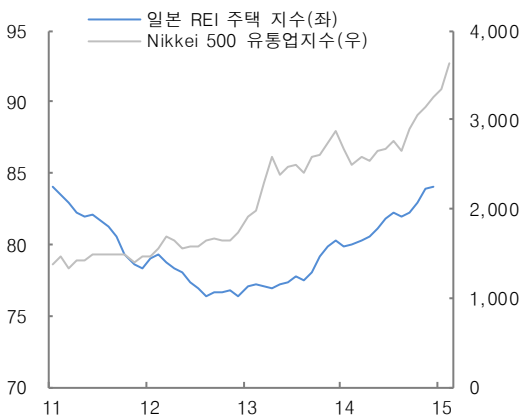
자료: 일본통계청, 대신증권 리서치센터

그림 20. 일본 주택가격 지수 & 유통업 주가(95-09)



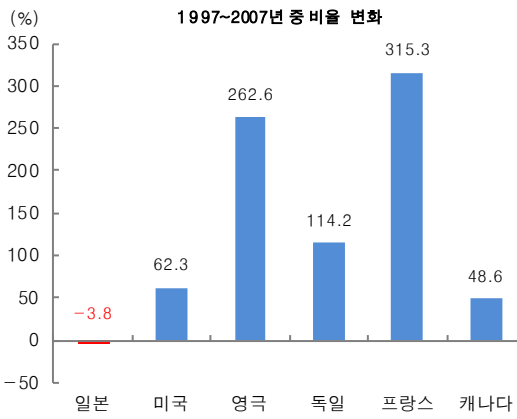
자료: REI, 대신증권 리서치센터

그림 21. 일본 주택가격 지수 & 유통업 주가(2011~)



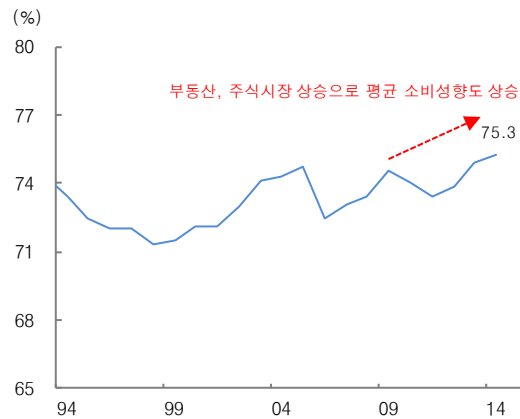
자료: REI, 대신증권 리서치센터

그림 22. 가계 가처분소득 대비 순자산비율 변화



자료: OECD, 대신증권 리서치센터

그림 23. 일본 평균 소비성향



자료: 일본통계청, 대신증권 리서치센터

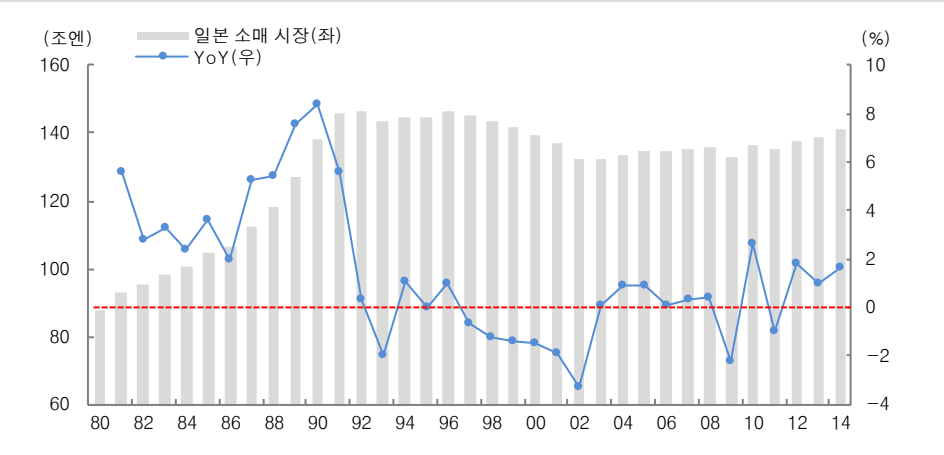
일본 소비 시장 규모 141조엔

일본 소비 시장: 80년대
연평균 4.6% 성장,
90년대 들어 마이너스
로 전환, 2010년 이후
평균 성장을 0.9%로
회복세

일본의 총 소비 시장은 약 141조엔으로 추정된다. 이 중 백화점, 대형마트, 슈퍼마켓 등 전통적인 대형 종합 오프라인 채널 시장 규모는 약 26조엔으로 전체 18%를 차지하고 있고, 편의점, 드럭스토어 등 소형 종합채널들이 약 16조엔으로 12%를 차지하고 있다. 이 외에 전문 판매점이 42조엔으로 전체 30%, 그리고 무점포 판매 등 기타 시장이 40%를 차지하고 있다.

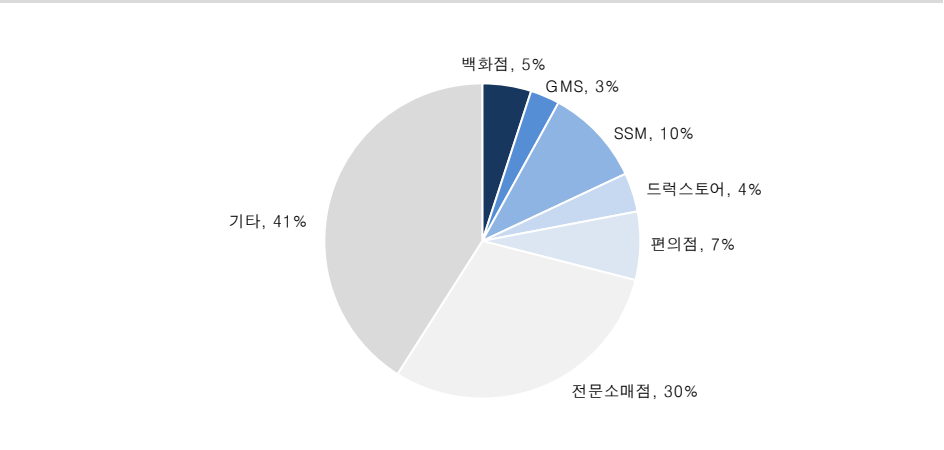
일본 내수 소비 시장은 80년대 연평균 4.6%의 높은 성장을 기록하다가 90년대 중반부터 경기침체와 부동산 가격 하락으로 마이너스 성장세로 전환되었다(1996년~2009년 CAGR 성장을 -0.7%). 이 후 일본 정부의 재정정책과 엔저 효과 등의 효과로 소비는 점진적으로 회복세를 보이며 2010~2014년 연평균 0.9%의 성장을 기록했다.

그림 24. 일본 소매 시장 규모



자료: 일본통계청 일본체인스토어협회 대산증권 리서치센터

그림 25. 일본 내수 주요 채널별 시장 비중



자료: 일본통계청 일본체인스토어협회 대산증권 리서치센터

백화점 – 시대 변화에 부응하지 못하며 도태

일본 백화점 업계는 경기 침체와 소비 트렌드 변화의 벽을 넘어서지 못함

일본의 백화점 시장 규모는 약 6.8조엔으로 전체 소비의 5% 정도를 차지하고 있다. 현재 일본 전국에 백화점 점포 수는 약 243개로 점당 평균 매출액은 280억엔으로 추산된다. 국내 백화점 업계의 중·소형점포 매출액과 유사한 규모다.

일본의 백화점은 1960년대 경제 성장과 함께 고성장 시대를 맞이한다. 1960~70년대 자가용 확산과 대도시 인근 개발에 따른 교외형 쇼핑센터들의 출점으로 지방 중소 백화점들이 폐점하게 되면서 대형 백화점의 경쟁력이 부각되는 등 업계는 긍정적인 구조조정을 겪게 되었다. 그러나 2000년대 들어 장기 불황에 따른 명품 매출 감소로 다수의 명품 매장들이 백화점 대신 로드샵으로 직진출하기 시작했고 명품 매출의 이탈은 큰 폭의 백화점 매출 감소로 이어졌다.

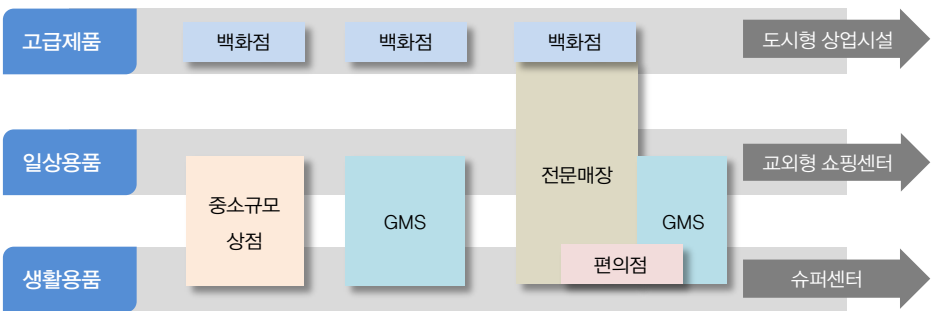
백화점은 이를 타계하기 위해 증축과 신규 점포 출점 등 영업면적 확장에 투자했으나 이미 저출산 고령화로 수요층이 줄어들었다. 경기 불황과 합리적인 소비에 대한 가치가 확산되면서 신규 투자는 강력한 유인책이 되지 못했다.

표 6. 한국 vs. 일본 백화점 비교

	한국	일본	일본 대비 한국 비중
백화점 시장 규모	29조원	6.8조엔	
총 소매 시장 대비 비중	11.0%	4.9%	
점포 수	99개	243개	
점포 당 coverage 인구수	52만명	52만명	99%
점포 당 매출액	2,960억원	280억엔	117%

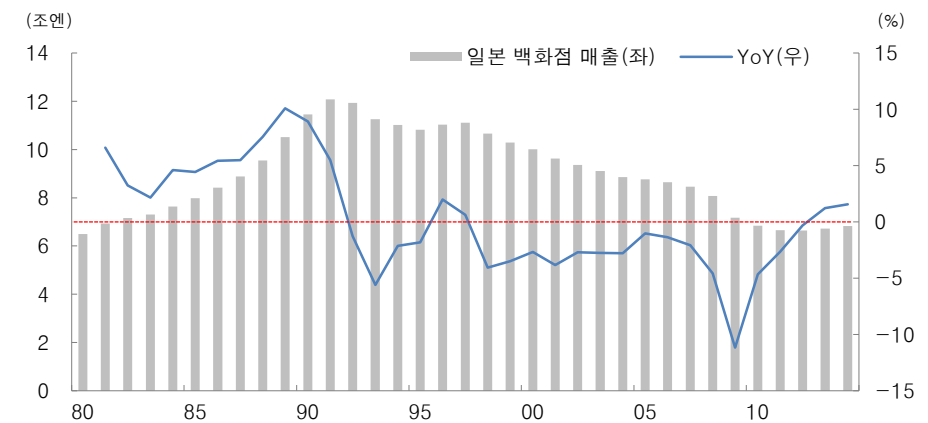
자료: 통계청, 일본 통계청, 대신증권 리서치센터

그림 26. 일본 쇼핑 채널의 발전 연대기



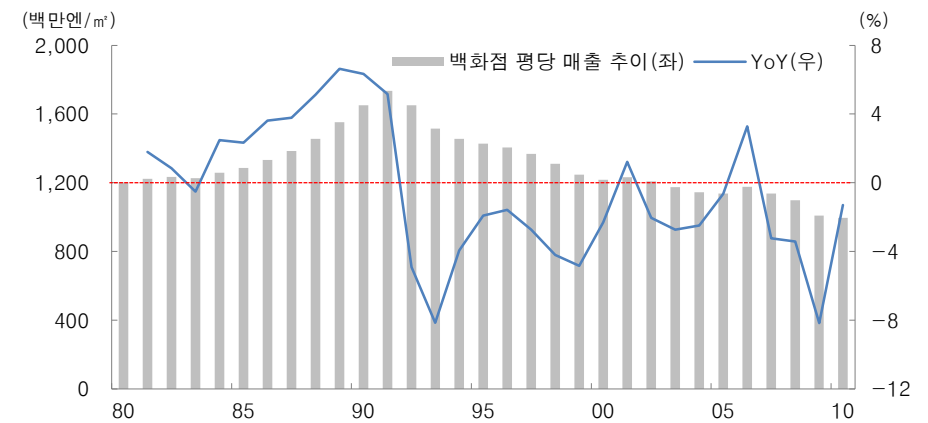
자료: 대신증권 리서치센터

그림 27. 일본 백화점 시장 규모(성장률)



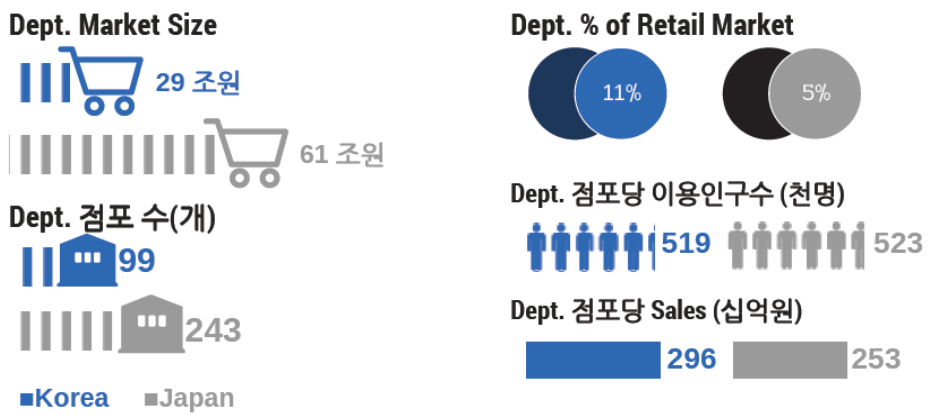
자료: 일본 총무성, 대산증권 리서치센터

그림 28. 일본 백화점 면적당 매출액



자료: 일본 총무성, 대산증권 리서치센터

그림 29. 한국 vs. 일본 백화점 비교



자료: 대산증권 리서치센터

아울렛의 등장 – 백화점의 대안 채널로 부상

일본 아울렛: 2007년 ~
2013년 연평균 5.8%
성장, 젊은 소비자
가족단위 고객 유입에
성공

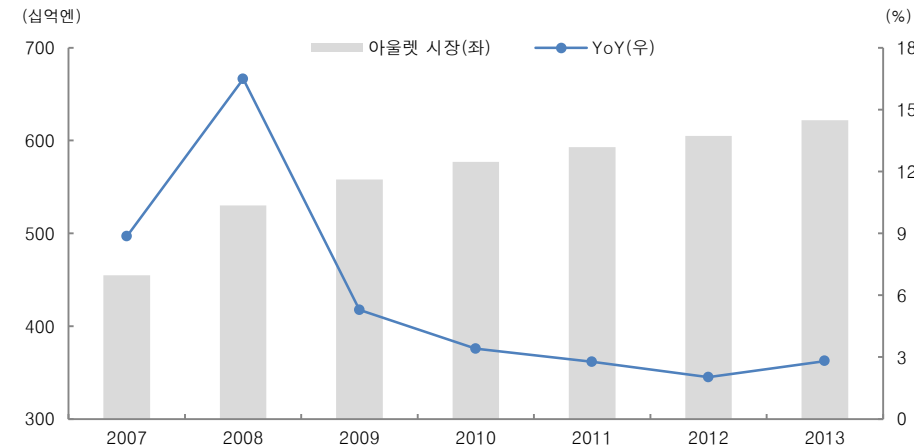
1990년대 들어 명품을 합리적인 가격에 제공한다는 취지 아래 본격적으로 아울렛이 등장하게 된다. 2014년 현재 일본의 프리미엄 아울렛은 전국에 약 38개 정도 있으며 시장 규모는 6,220억엔, 점당 매출액 164억엔(원화 약 1,480억원)에 이른다. 참고로 우리나라의 프리미엄 아울렛 점포당 평균 매출액은 3,000억원 내외로 점포당 매출액은 일본 보다 규모가 더 크게 나타났다.

경기 불황에도 불구하고 2007년부터 2013년 사이에 일본의 프리미엄 아울렛 시장은 평균 5.8% 성장했고 점포 수도 25개에서 38개로 52% 증가했다. 점포 당 매출액이 다소 감소하긴 했으나 평균 165억엔~170억엔 사이에서 유지되었다. 동기간 백화점 업계가 다수의 점포를 폐점하며 -3.5% 역성장했던 점을 고려하면 아울렛의 선전은 과히 주목할만 하다.

아울렛의 선전은 가격 대비 가치 있는 고급 브랜드 상품을 저렴하게 구입할 수 있다는 장점, 그리고 대부분 관광지나 테마파크 등에 인접해 있어 소비자들의 traffic이 집중된다는 점에 기반한다. 저렴한 가격은 젊은 소비자 층을 유입하는 장치로, 즐길거리가 많다는 오락적인 측면에서는 가족단위 소비자들의 유입을 유발시키는 요소로 작용한다.

소비가 정체된 일본 시장에서 아울렛이 기존의 백화점 채널의 성공적인 대안이 되고 있는 점은 우리나라에 시사하는 바가 크다. 국내 백화점 3사의 공격적인 프리미엄 아울렛 시장 진출에 대해 경쟁 심화를 우려하는 시각이 존재하나, 일본의 사례에서도 볼 수 있듯이 당분간 아울렛이 국내 백화점 업계의 대안으로서 역할을 충분히 할 것이라는데 큰 이견이 없어보인다.

그림 30. 일본 아울렛 시장 규모



자료: 아노경제연구소, 대신증권 리서치센터

표 7. 한국 vs. 일본 프리미엄 아울렛 비교

	한국	일본	일본 대비 한국 비중
시장 규모	약 2.5조원	6,220억엔	
총 소매 시장 대비 비중	0.9%	0.4%	
점포 수	9개소	38개소	
점포 당 coverage 인구수	570만명	334만명	171%(=71% 여유)
점포 당 매출액	2,500억원~3,000억원 수준	164억엔	186%

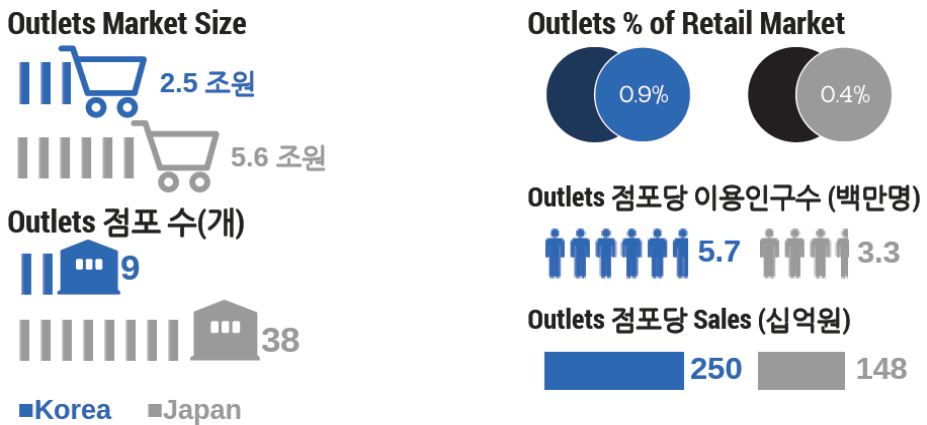
자료: 아노경제연구소, 대신증권 리서치센터

표 8. 일본 프리미엄 아울렛 시장 2강 구도표

	미츠비시자쇼 사이먼	미츠이 부동산
점포 수(2012년 기준)	8개	11개
연간 매출	2,061억엔(한화 약 18,631억원)	1,912억엔(한화 약 17,284억원)
점포 당 매출	258억엔(한화 약 2,332억원)	174억엔(한화 약 1,572억원)
입지 전략	- 광역상권 전략(교외형, 관광지형) - 도심에서 일정 거리 이상 떨어진 고속도로 및 간선도로 주변 - 대개 차로 90분 거리를 1차 상권으로 설정	- 도심 지역 입지 전략 - 일본 독자의 아울렛 모델 개발 선호 - 퇴근길에 들 수 있는 역 근처, 캐주얼 브랜드를 갖춘 슈퍼마켓 인접, 레저시설과 함께 입점하는 교외 시설 근처
입지 사례 및 브랜드 전략	- 미츠비시자쇼 사이먼의 대표적 아울렛 점포인 ‘센다이이즈미 프리미엄 아울렛’의 상권 인구는 300만명 - 전신인 첼시 재팬의 ‘고덤바 프리미엄 아울렛(일본 1호점)은 관광지 아울렛 후지산과 하코네 인근에 위치하여 연간 500억엔이 넘는 매출로 업계 1위 아울렛 매장임	- SPA 브랜드를 유지하는 등 독자적인 테넌트 믹스 패턴을 추구
기타: 일본 아울렛 역사와 배경	- 1993년 일본 최초의 아울렛몰이 오픈한 이래 현재 약 38개 수준(프리미엄 아울렛 기준) - 상위 10개 아울렛몰이 3,000억엔 매출 기록 중 - 일본의 아울렛몰은 전국적으로 교외지역과 온천지역이나 후지산 등 전통적으로 선호하는 관광지 인근에 위치 - 전형적으로 교외지역에 대형 소매점포(코스트코, 이케아, 기타 쇼퍼센터) 인근에 같이 위치	

자료: 아노경제연구소, 대신증권 리서치센터 정리

그림 31. 한국 vs. 일본 프리미엄 아울렛 비교



복합쇼핑몰 – 아울렛과 함께 성장하는 채널

**일본 복합쇼핑몰: 소비
의 21% 차지**

일본에서 1990년대 아울렛과 함께 복합쇼핑몰이 등장하게 되었고 이 후 복합쇼핑몰은 2000년대 성장기, 2010년대에 전성기를 구가하고 있는 것으로 평가된다. 일본의 복합쇼핑몰 시장 규모는 30조엔으로 소매 시장에서 21% 정도를 차지하고 있다.

일본 전국의 광역상권을 대상으로 하는 쇼핑몰 개소는 120개 정도로 인구 100만명 당 1개 꼴로 나타난다. 공급과잉 논란이 있는 미국(1,600개소, 인구 20만명 당 1개)과 우리나라(63개소-프리미엄 아울렛 제외한 일반 도심형 아울렛만 포함, 인구 80만명 당 1개)에 비해 향후 coverage 인구 수 증가 전망이 기대된다. 업계에서 보는 복합쇼핑몰의 적정 시장 규모가 전체 소매시장의 30% 수준인 점을 고려하면 오프라인 채널 중에 편의점과 함께 성장 여력이 남아있는 시장으로 판단된다.

우리나라의 복합쇼핑몰은 주 5일 근무제 정착과 도시 인프라 활용 및 지자체 개발사업 참여 기회 확대 등에 힘입어 2000년대 후반에 본격적으로 성장하기 시작했다. 여기에 엔터테인먼트 기능과 대형 SPA 매장 입점, 라이프스타일 샵의 유행으로 복합쇼핑몰의 인기는 더욱 커지고 있다.

소비와 라이프스타일의 패턴 변화에서 비롯된 채널간의 성장과 쇠락 흐름에서 향후 국내 아울렛과 복합쇼핑몰의 선호도가 당분간 상승할 것으로 보인다. 국내 오프라인 유통업체들이 기존의 백화점 사업 부진 만회를 위한 방편으로 아울렛, 쇼핑몰 투자를 시작했다기 때문에 채널 상호간 일정부분 시장 잠식을 피할 수 없으나 신규 투자로 성장을 이어갈 수 있다는 점에서 아직 우리나라 시장은 긍정적인 부분이 더 크다고 판단된다.

대형마트 & 슈퍼마켓 – 정부 규제와 소량·근린형 소비 증가로 성장 멈춤

한 때 일본 내수 소비의 7%를 차지했던 대형마트 시장은 4%로 비중 축소

우리의 대형마트에 해당되는 일본의 GMS(General Merchandise Store), 이른 바 종합 슈퍼마켓 시장 규모는 5.3조엔이다. 일본의 GMS는 경제 성장기에 소비자의 니즈를 충족시켜 왔으나, 2000년대 대형 쇼핑몰 등이 새로운 경쟁업체로 부상하는 등 경쟁이 치열해지기 시작했다.

이 후 일본 정부가 대형 소매점포들의 경쟁 심화를 해결하기 위해 ‘대형점포 출점 규제’ 법안을 마련했으나 오히려 이 법안으로 신규 출점 시 사전 신고를 해야하는 등 여러가지 제약 조건들이 발생하면서 출점이 축소됐다. 여기에 장기 불황 여파와 소비 패턴의 변화에 대응하지 못하면서 1997년 약 10조엔으로 전체 소매 시장의 7%를 차지했던 GMS 업계의 소매 시장 비중은 4%까지 축소되었다.

대형마트 대비 신선식품 매출 비중이 높은 슈퍼마켓의 경우 신규 출점과 채소가격 인상, 반조리, 가공식품 매출로 2010년부터 매년 1~2% 성장하고 있으나, 슈퍼마켓 역시 기존점 성장률은 여전히 (-)를 기록하며 장기간 매출 부진을 벗어나지 못하는 양상이다.

일본의 GMS 업계 Big 5개사의 점포 수는 약 900개 내외로 추정되는데 인구 13만명 당 1개로 업계에서 보는 점포 당 적정 인구 수 20만명에 비해 공급 과잉 상황이다. 이 때문에 주요 GMS 업체들은 비효율 점포 폐점, 지역별 차별화 전략, MD 개편, 타채널과 협업(편의점 및 드럭스토어) 등 나름의 전략을 펼치고 있다.

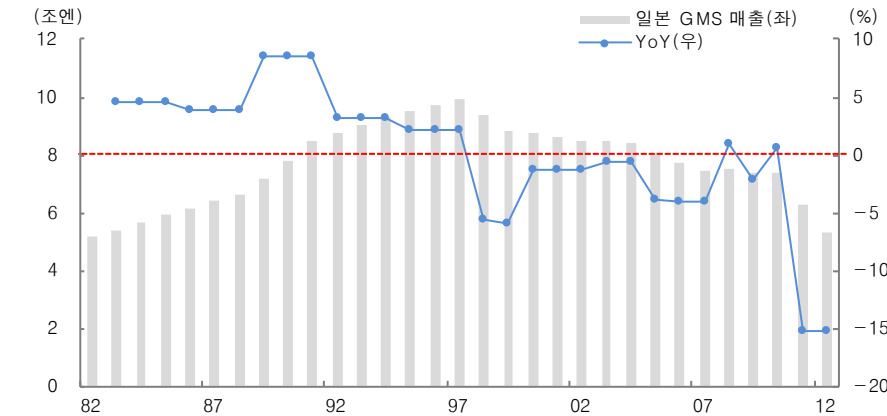
우리나라의 대형마트와 기업형 슈퍼마켓 분야도 경기 부진과 정부 규제, 그리고 1~2인 가구 증가, 고령화에 따른 소량·근린형 쇼핑 증가 등 소비 트렌드 변화로 저성장을 겪고 있다. 전국의 대형마트는 작년 기준 490개를 넘어서면서 인구 10만명 당 1개꼴로 국내 업계도 공급 과잉 상태이다. 국내의 경우도 기존 틀에서 큰 폭의 외형성장을 기대할 수 없기 때문에 창고형 마트나 온라인 식품 유통 등 다양한 시도를 통해 새로운 성장 기회를 모색하고 있다.

표 9. 한국 vs. 일본 대형마트 비교

	한국	일본	일본 대비 한국 비중
대형마트 시장 규모	27조원	5.3조엔	
총 소매 시장 대비 비중	10.0%	3.8%	
점포 수	490개	900개	
점포 당 coverage 인구수	10만명	14만명	74%(→26% 초과)
점포 당 매출액	540억원	60억엔	84%

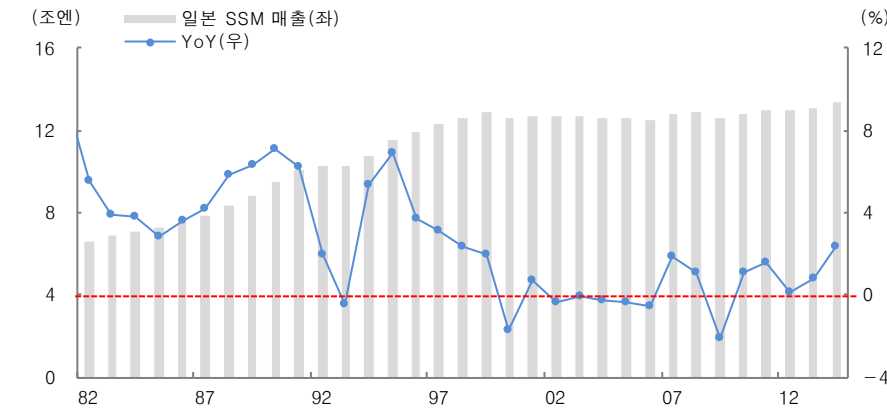
주: 국내는 대형마트 3사를 기준으로 산출함
자료: 통계청, 일본통계청, 대신증권 리서치센터

그림 32. 일본 GMS 시장 규모(성장률)



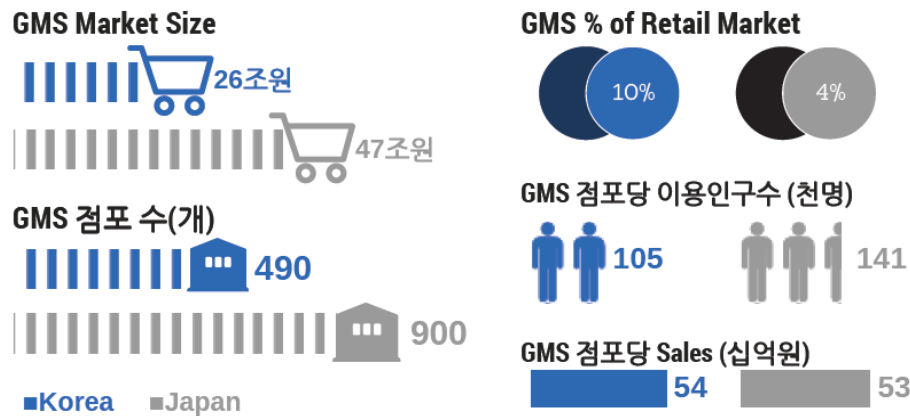
자료: 일본 통계청, 대산증권 리서치센터

그림 33. 일본 슈퍼마켓 시장 규모(성장률)



자료: 일본 통계청, 대산증권 리서치센터

그림 34. 한국 vs. 일본 대형마트 비교



자료: 대산증권 리서치센터

편의점 – 외식 시장을 잠식, HMR 의 진화를 보여줌

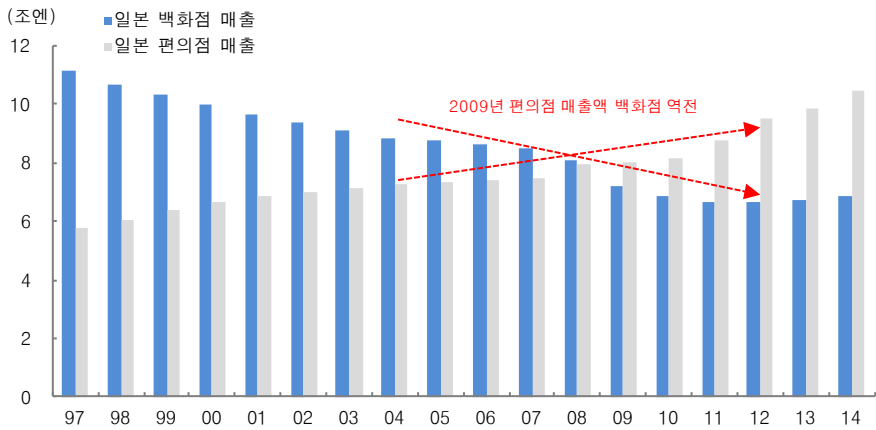
일본 편의점, 2009년
에 백화점 시장 규모를
넘어섬

일본에 편의점이 등장한지 40년이 지났다. 그러나 편의점은 여전히 성장하고 있다. 이는 다른 오프라인 채널이 매출 부진을 겪는 것과 사뭇 대조적이다. 편의점 업계의 호황은 1인 가구 증가로 근거리 소량 구매 소비 패턴이 확산되고, 편의점 업체들의 NPB, PB 등 적극적인 MD 개발로 히트 상품의 등장, 그리고 각종 편의 서비스를 제공함에 따라 고객의 로열티를 구축하여 재방문률을 증대시키기 때문이다.

일본의 편의점 산업 규모는 지난 해 10조엔을 기록했다. 지난 1998년에 백화점 매출액의 절반 밖에 되지 않던 편의점 매출 규모는 2009년에 백화점을 넘어섰으며 2014년 현재 백화점 시장 보다 50% 이상 더 크다.

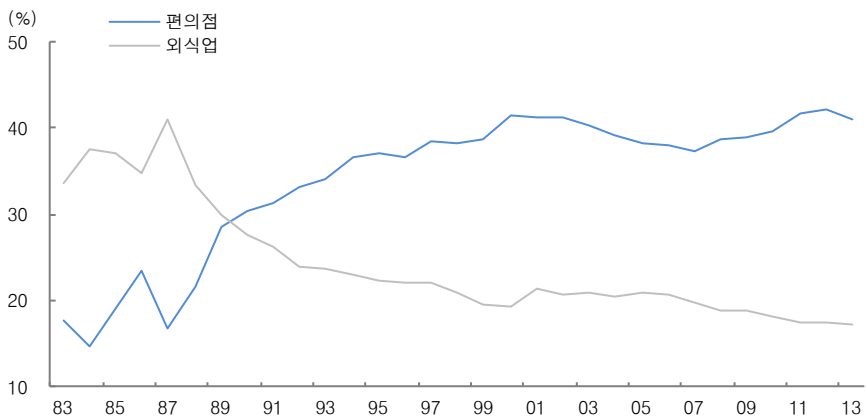
일본 편의점 업계의 가장 큰 특징은 HMR 품목 개발로 외식업체의 MS를 편의점 업체들이 잠식했다는 점이다. 프랜차이즈업계에서 편의점의 침투율은 80년대 중반 20% 남짓이었으나 현재 42%까지 상승한 반면 외식업체들의 침투율은 17%까지 하락했다.

그림 35. 일본 편의점 시장 규모



자료: 일본 통계청, 일본 프랜차이즈협회, 대신증권 리서치센터

그림 36. 일본 프랜차이즈 시장 내 편의점 vs. 외식업체 침투율



자료: 일본프랜차이즈협회, 대신증권 리서치센터

일본과 비교해도 국내 편의점은 성장 여력 충분

국내 편의점 점포당
일평균 매출이 일본의
1/3 수준

국내 편의점 시장 규모는 12조로 추정되며 편의점 1개 당 coverage 인구수는 일본의 2,411명 보다 적은 1,968명에 이를 정도로 편의점 절대 점포 수는 이미 성숙단계에 도달했다. 그러나 점포 평균 1일 매출액이 일본의 58만엔에 비해 1/3 수준인 147만원 밖에 되지 않아 국내 시장의 점포수 포화로 출점이 제한되더라도 질적 성장이 가능할 것으로 판단된다.

국내 편의점 업계의 차별화 노력으로 입지별/지역별 맞춤형 점포가 등장했다. 점포 자체가 지역의 랜드마크가 될 수 있도록 설계, 운영하고 편의점과 스터디룸을 결합시킨 형태, 기존의 상품구색보다 더 풍부한 상품들을 제공하는 슈퍼마켓형 편의점, 도시락 상품에 초점을 맞춰 도시락을 취식할 수 있는 카페 형식의 점포도 등장했다

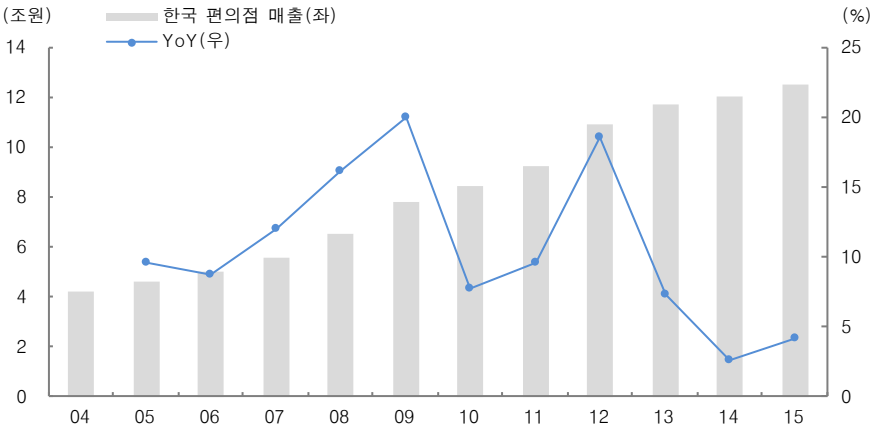
한편 상품 뿐만 아니라 서비스 측면에서도 고객의 재방문률을 높이기 위해 일정 금액 이상 구매 시 인근지역에 배달 서비스를 실시하거나 행사 상품을 모바일 app을 통해 저장한 후 추후 사용이 가능한 서비스를 제공하고 있다. 향후 드럭스토어, 슈퍼마켓 등 다양한 업종 간 제휴를 통해 병설 점포를 운영하거나 입지에 따라 소비자 기호 맞춤형 점포 운영으로 트래픽과 객단가 상승 여력은 충분한 것으로 판단된다.

표 10. 한국 vs. 일본 편의점 비교

	한국	일본	일본 대비 한국 비중
편의점 시장 규모	12조원	10조엔	
총 소매 시장 대비 비중	4.8%	7.1%	
점포 수	26,109개	52,725개	
점포 당 coverage 인구수	1,968명	2,411명	82%(=18% 초과)
점포 당 매출액	5억원	2억엔	27%

자료: 통계청, 일본 통계청, 대신증권 리서치센터

그림 37. 한국 편의점 시장 규모



자료: 한국편의점협회, 대신증권 리서치센터

그림 38. 한국 vs. 일본 1인 가구 비중

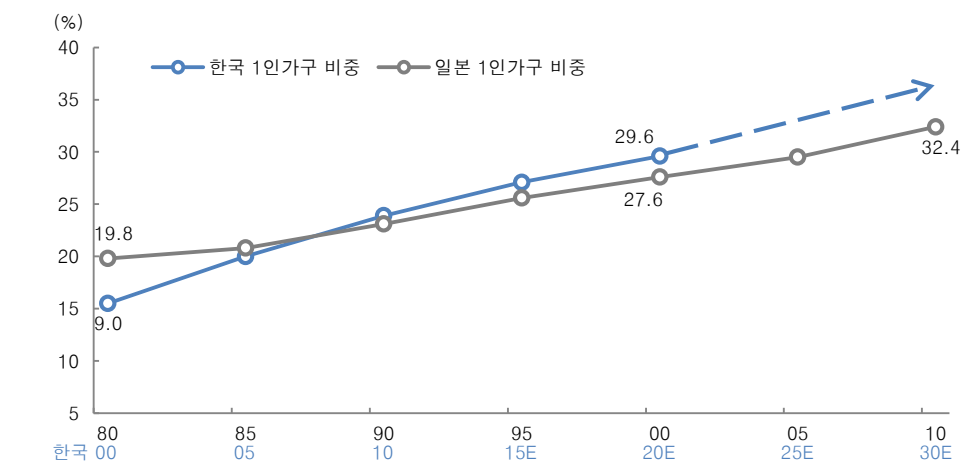


그림 39. 한국 vs. 일본 편의점 점포수 추이

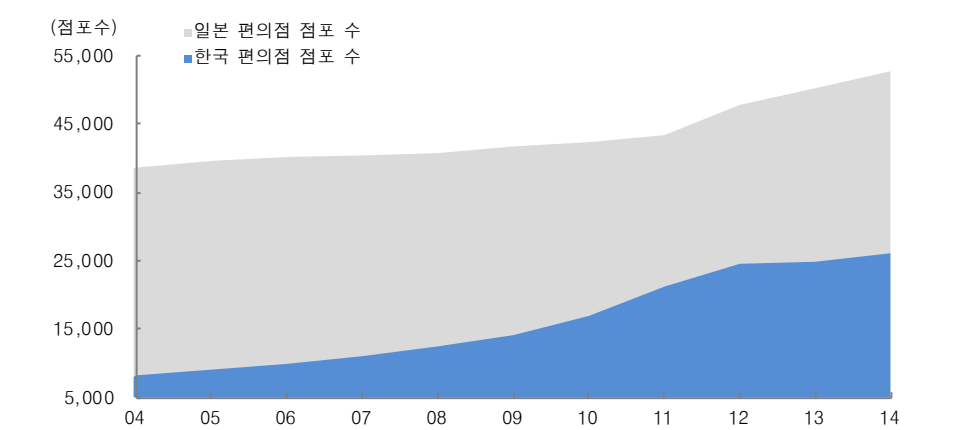
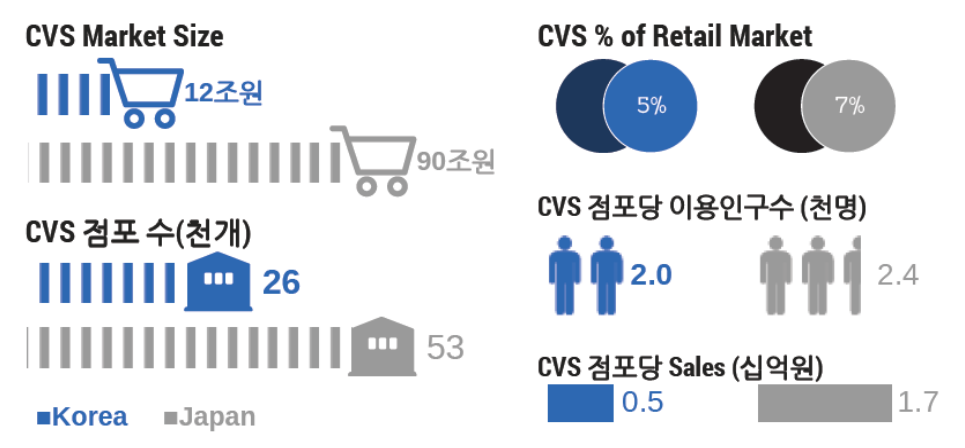


그림 40. 한국 vs. 일본 편의점 비교



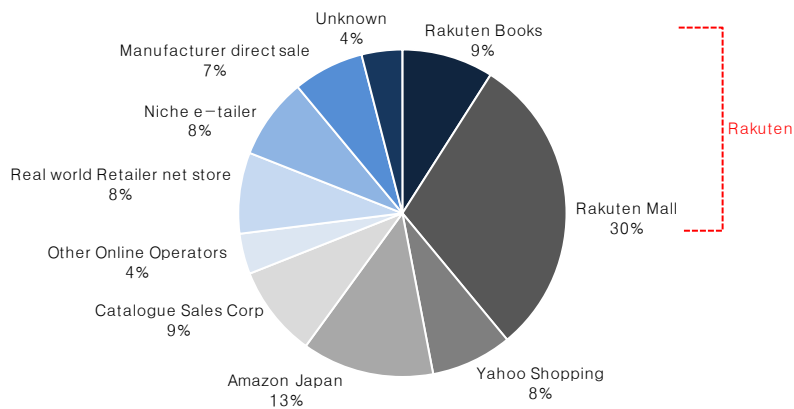
통신 판매(온라인) – 상위 사업자 과반 이상 시장 점유

일본 소매시장 통신판매 시장 규모는 약 10조엔으로 추정된다. 통신판매는 TV, catalog, 인터넷, 모바일 등 무점포 판매업태를 통칭한다. 최근 일본도 스마트폰 사용자 증가로 모바일을 이용한 쇼핑은 매년 20% 성장을 지속하고 있으며 통신 판매 시장에서 모바일 비중은 15%를 차지하고 있다. 일본의 경제산업성에 따르면 통신판매 시장은 2020년에 20조엔(CAGR 기준 19.3% 성장)에 이를 것으로 전망된다.

일본의 통신판매 시장에서 Amazon Japan과 함께 업계 상위를 차지하고 있는 라쿠텐은 오픈마켓이 기본 사업모델이다. 전체 e-commerce 시장의 방문객기준 40% 정도를 점유하고 있으며, 4,100만명의 active user를 기반으로 6,500만개 품목을 취급하고 있어 가장 광범위한 고객 베이스와 품목을 보유하고 있는 것으로 나타났다.

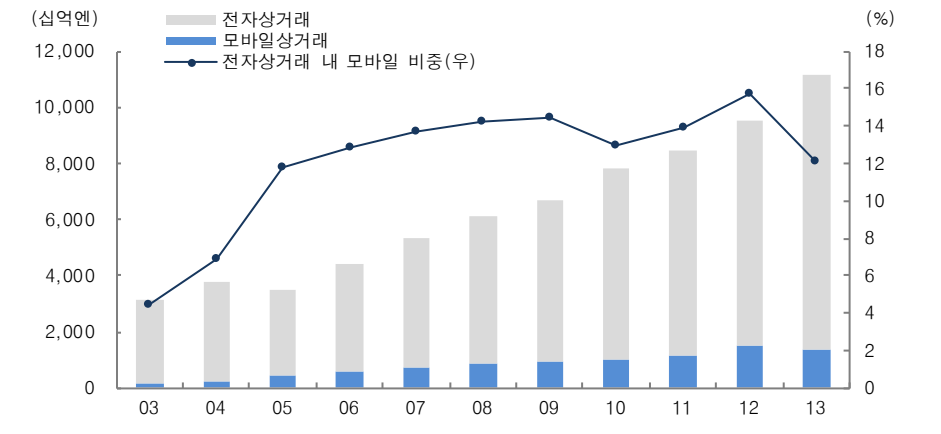
국내 온라인 시장 규모는 약 45조로 추산되며 매년 15~20%의 성장을 이어가고 있다. 모바일 쇼핑의 대중화로 모바일 비중이 59%까지 상승했으며 소셜 커머스의 공격적인 마케팅으로 촉발된 모바일 UV 확보 경쟁으로 다수의 사업자가 비슷한 MS를 나눠 갖고 있는 양상이다. 경쟁을 통한 시장의 consolidation 진행은 계속될 것으로 보이며, 이 과정에서 MS 확대를 위해 마진 압박의 리스크는 당분간 피할 수 없을 것으로 전망된다.

그림 41. 일본 온라인 쇼핑 사업자 점유율



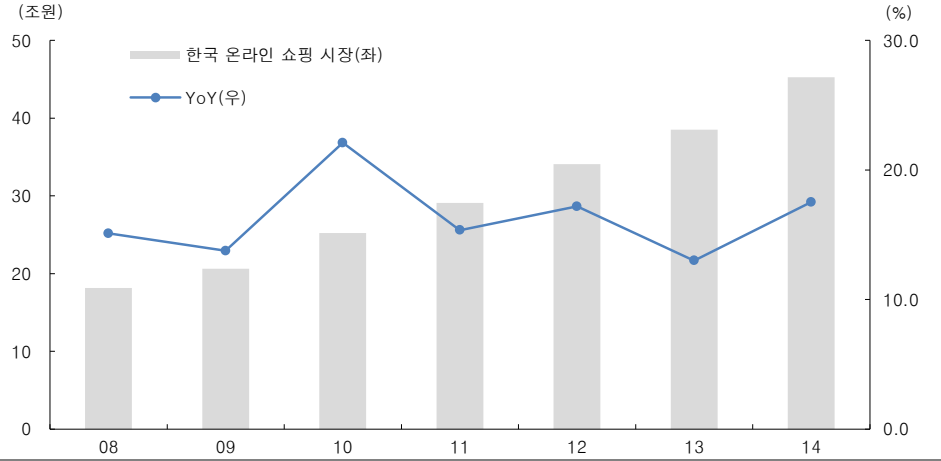
자료: 라쿠텐 대산증권 리서치센터

그림 42. 일본 온라인 쇼핑 시장 규모



자료: 일본온라인쇼핑협회, 대신증권 리서치센터

그림 43. 한국 온라인 쇼핑 시장 규모



자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

드럭스토어 – 성장하는 채널

편의점과 함께
성장하는 소형 오프라인 채널

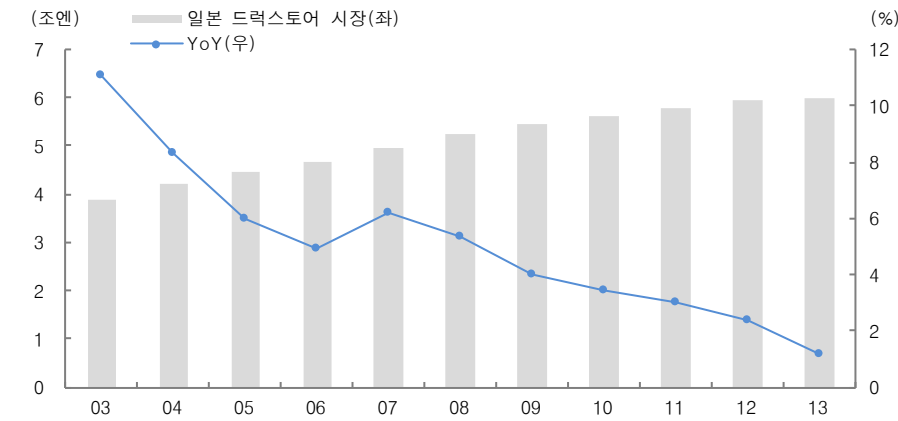
드럭스토어란 우리에게 글자 그대로 의약품을 파는 “약국”으로 해석될 수 있으나 일본에서 유통채널로서의 정의는 “일반의약품을 중심으로 화장품과 일용잡화, 유통기한이 짧은 식료품을 판매하는 소매업체”를 말한다. 우리나라에서는 일부 의약품을 취급하는 편의점과 의약품 판매는 하지 않지만 일용잡화와 유통기한이 짧은 식료품을 판매한다는 점에서 올리브영, 왓슨스와 같은 소규모 유통채널하고 비슷하다고 할 수 있다.

2014년 기준 일본의 드럭스토어 시장 규모는 5.4조엔으로 파악된다. 일본 전국에 약 16,000개 이상의 점포가 있으며 점포당 연간 매출액은 약 3.5억엔으로 점포수는 편의점의 1/3 수준이나 점당 매출은 60% 가량 더 많다.

일본은 지난 2009년 6월부터 개정약사법에 따라 ‘등록판매자 제도’가 개설되면서 등록판매자의 자격을 갖춘 사람에게는 제 2,3의 의약품 판매가 가능해졌다. 이로써 슈퍼마켓이나 편의점, 양판점 등 타업종에서 약을 제조하지 않고 판매만 할 수 있는 등록판매자를 채용하고 대중약 판매 경쟁을 벌이고 있다.

2009년 개정약사법 시행으로 대중약 판매 규제가 완화됨에 따라, M&A를 통한 업계 재편이 가속화되고 있다. 전문지식을 가진 약제사·등록판매자를 채용할 수 있고 원스톱 쇼핑의 이점을 활용 가능한 ‘드럭스토어+편의점’ 형식의 융합 점포들이 등장하기 시작했다. 일본의 대표적 편의점 체인인 ‘로손’과 드럭스토어 업체인 ‘마츠모토키요시’가 제휴하여 복합점포 ‘마츠모토키요시와 로손 100’을 운영 중이다.

그림 44. 일본 드럭스토어 시장 규모 및 성장률



자료: 일본체인스토어협회 리서치센터

1인 가구와 고령층을 타겟으로 한 다양한 형태의 소형 오프라인 채널 등장

드럭스토어와 함께
이른 바 헬스와 뷰티를
테마로 한 채널들 등장

식료품 위주의 편의점과 의약품·일용품을 판매하는 드럭스토어의 기능을 합친 복합점포는 ‘원스톱 쇼핑’의 제공이 가능하다는 점에서 일본에서 거동이 불편한 고령자들에게 좋은 반응을 얻고 있는 것으로 보이며 두 점포가 별도로 있을 때에 비해 집객효과와 매출 상승 효과가 높은 것으로 나타났다.

개정약사법 시행으로 대중약 판매 규제가 완화되면서 의약품 판매 시장은 경쟁이 치열해지고 있어 의약품만으로 수익 확보가 가능했던 기존 비즈니스 모델은 퇴색되고, 타업종과의 업무 및 자본 제휴, 그리고 M&A를 통해 변화를 모색하는 양상이다. 기존의 major 오프라인 채널인 편의점, 할인매장 및 가전양판점과의 협력이 중요해지고 미용과 건강을 테마로 한 매장들이 신설되고 있는 것으로 보인다.

우리나라의 경우 2011년과 2012년 두차례 걸쳐 일부 상비약 품목에 한해 편의점에서 의약품 판매가 허용되었으나 그 수가 13개 품목으로 아직은 극히 일부에 제한돼 있다. 대신 드럭스토어와 편의점의 중간쯤에 해당하는 헬스&뷰티숍, 이른 바 H&B숍 형태의 유통 채널들이 속속들이 등장하고 있다.

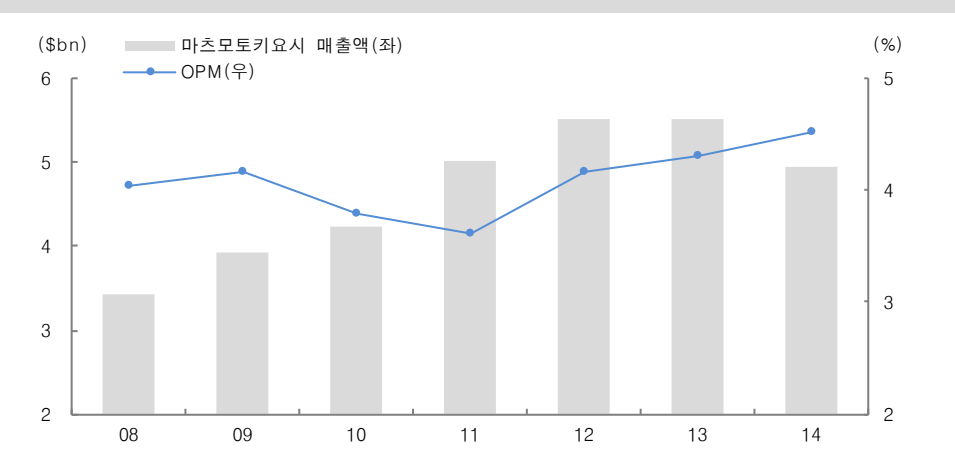
아직 일본 시장처럼 의약품 판매가 전면적으로 허용되지 않아 드럭스토어의 본격적인 기능을 기대하긴 어렵지만 소비자들의 관심이 증가하는 건강과 미용에 관련된 품목을 주로 다룬다는 측면에서 동 시장의 잠재 성장성에 대해 기대해볼만 하다고 판단된다.

표 11. 국내 H&B숍 현황

	올리브영	왓슨스	비고
기업	CJ	GS 리테일	그 밖에 H&B숍 : W-store, B+H, 룩스 분스 어버밋
매출액	2013년 4,578억원	2013년 911억원	
	2014년 1~9월 4,285억원	2014년 1,085억원	
영업이익	2013년 -31억원	2013년 -99억원	
	2014년 1~9월 126억원	2014년 -67억원	
점포수(2015.4월 현재)	447개	102개	

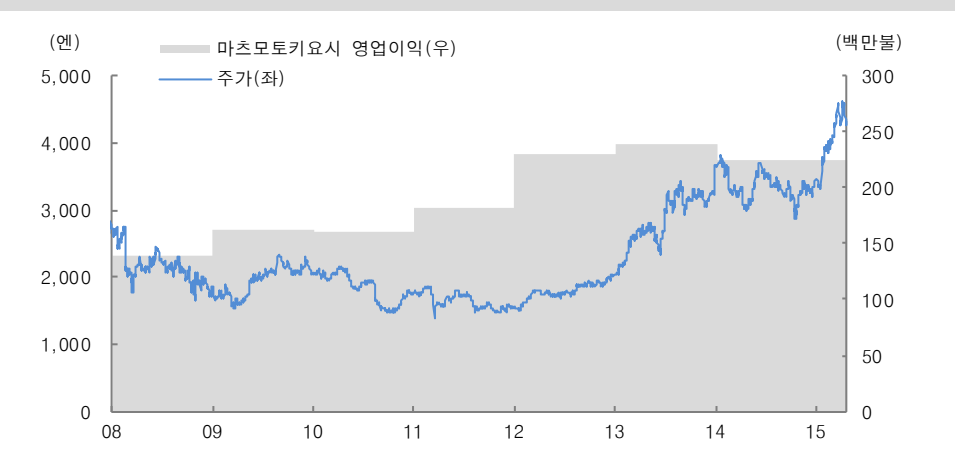
주: CJ 올리브영은 CJ 올리브네트웍스에 합병되어 2014년 4분기부터 개별 실적 공시를 하지 않음
자료: 각 사, 대신증권 리서치센터

그림 45. 일본 드럭스토어 업계 1위 마츠모토키요시 실적 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 46. 마츠모토키요시 주가 흐름



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

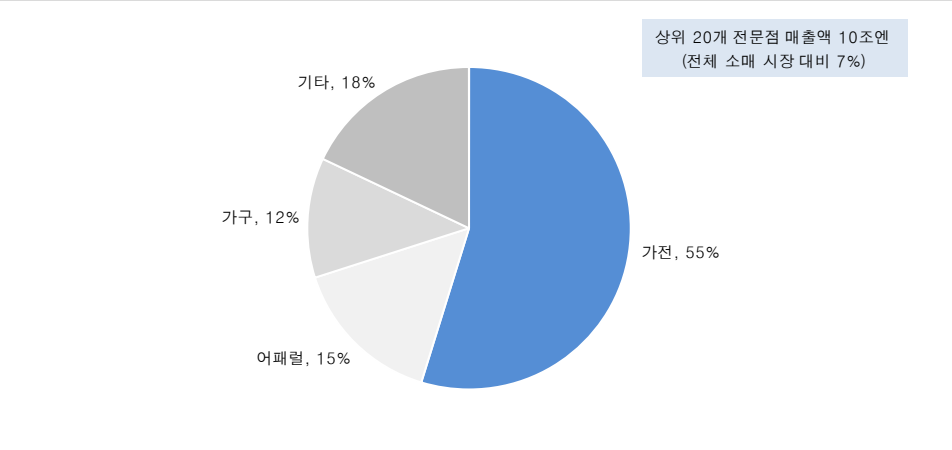
일본 소매업계의 또 다른 핵심 키워드 ‘전문점’

일본 소매 시장에서 전문점이 차지하는 비중은 30%에 달한다. 전문점이란 특정 카테고리 상품을 판매하는 업체를 말하며 흔히 category killer라고 알려져있다. 다양한 상품을 취급하는 백화점이나 대형슈퍼(GMS)와는 구별된다.

업계에 따르면 전문점 부문의 중심을 이루는 품목은 가전과 의류이며 이 중 가전이 전문점 시장의 55%를 차지하며 절대적으로 큰 시장 규모를 형성하고 있는 것으로 파악된다. 가전과 의류 외에 스포츠용품 전문점, 다이소로 잘 알려진 100엔숍, 신발, 그리고 자동차용품 매장 등이 주요 시장을 형성하고 있다.

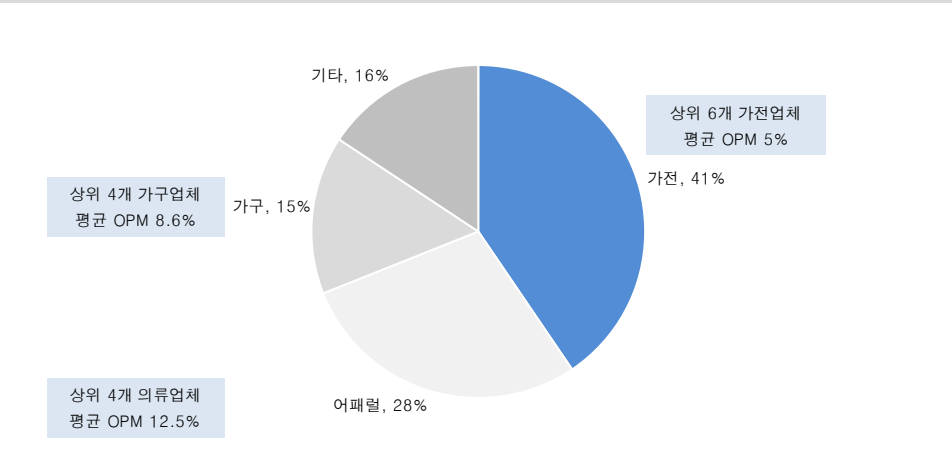
일본의 전문점 업체는 가전제품과 의류제품이 주요 품목을 구성하고 있다. 영업이익의 상위 20개 전문 소매업체 중 가전양판점이 6개, 의류전문점이 4개, 그리고 이른 바 홈센터로 불리는 가구 회사가 4개, 드럭스토어 2개 등이 차지하고 있다.

그림 47. 전문점 분포도 - 매출액 기준(상위 20개 기준)



주:2013년 기준
자료: 야노경제연구소 대신증권 리서치센터

그림 48. 전문점 분포도 - 영업이익 기준(상위 20개 기준)



주:2013년 기준
자료: 야노경제연구소, 대신증권 리서치센터

대형 종합 유통채널에
비해 자기 정체성이
뚜렷한 가전 전문
판매점 실적 양호

전문점-가전업계: 경기 요인보다 IT 신제품 출시 등 교체 수요가 더 중요

전문점 업계의 55%를 차지하는 가전양판점의 시장 규모는 약 5.6조원으로 추정된다. 동 채널은 여타의 오프라인 채널과 마찬가지로 경기 영향을 받긴 하지만 IT 신제품 출시와 디지털 가전 제품의 교체 수요가 실적에 더 큰 변수로 작용한다. 그렇기 때문에 가전 유통업체들은 종합 유통 채널 대비 상대적으로 양호한 성장세를 보이며 유통 채널 투자에도 공격적이다. 일본 주요 도심부 역세권 등에 엔터테인먼트형 대형 종합가전양판점을 오픈하거나 지역에 맞는 컨셉으로 점포의 매력도를 높이면서 자신들의 오프라인 매장이 각 지역의 랜드마크가 되도록 이미지 개선 작업을 하고 있다.

가전양판 전문점의 약 34%의 시장 점유율을 차지하고 있는 업계 1위 야마다덴키의 경우 지난 해 4월 1일 소비세 인상 이후 매출 부진 등의 이유로 주가는 하락했으나 이후 실적 개선으로 다시 양호한 주가 흐름이 이어지고 있다. 결국 전문점은 채널의 특성상 전체 소비 경기 보다 시장 대응 전략이 더 중요한 변수로 작용하며 이는 저성장 시대에 전문점의 경쟁력이 일반 종합 채널-백화점, 대형마트-보다 더 크다는 점을 의미한다.

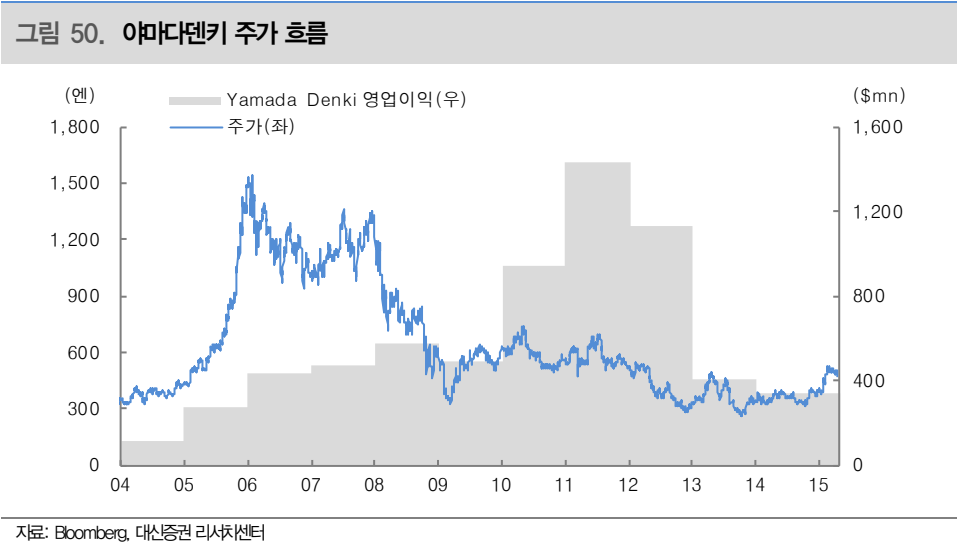
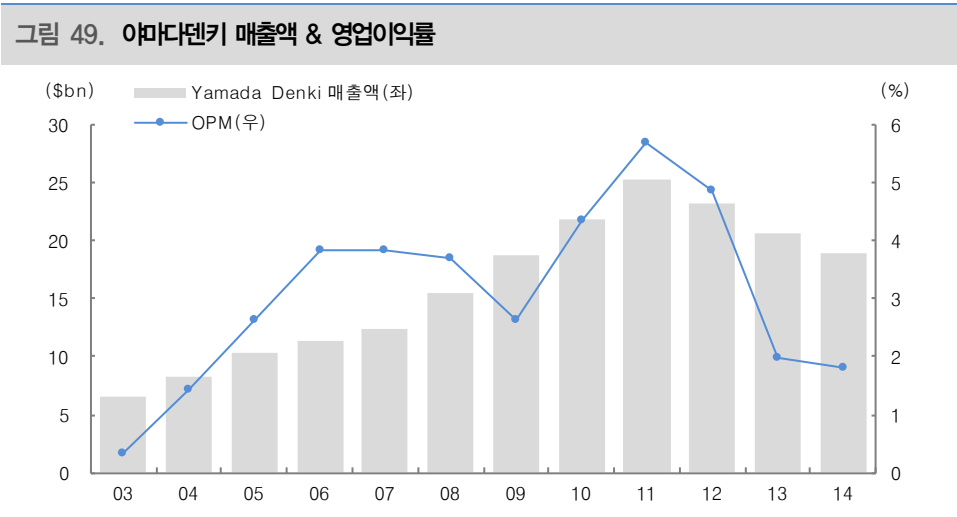
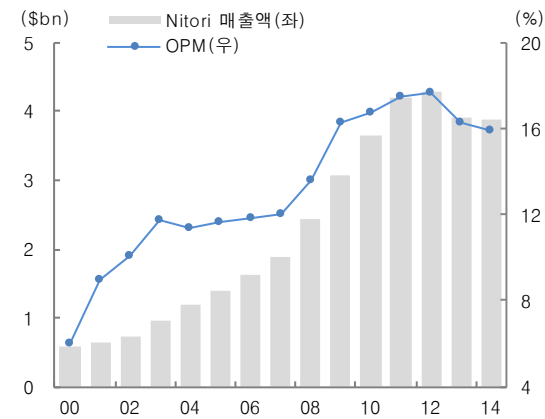
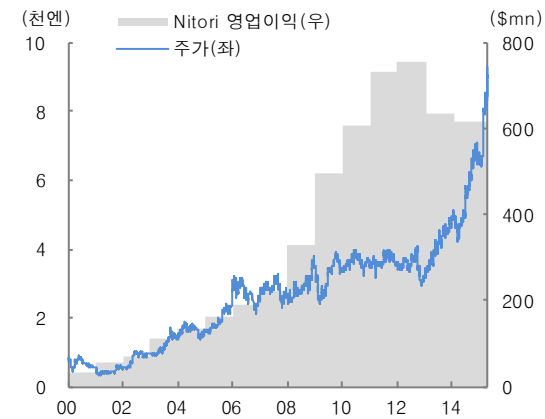


그림 51. 전문점 사례(가구) – 니토리 실적



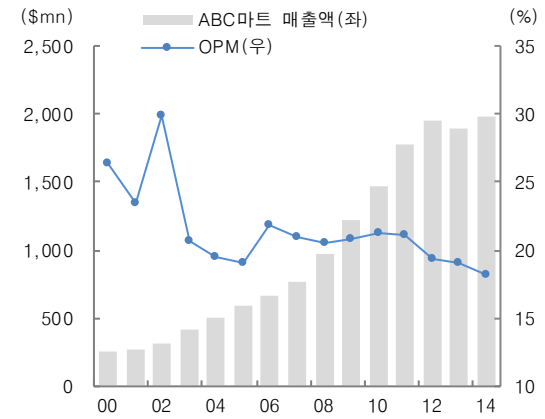
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 52. 전문점 사례(가구)– 니토리 주가



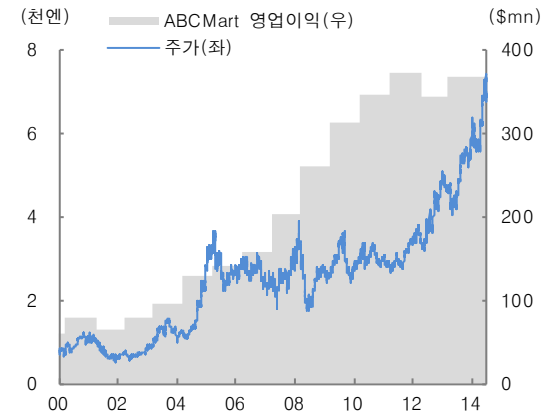
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 53. 전문점 사례(신발) – ABC마트 실적



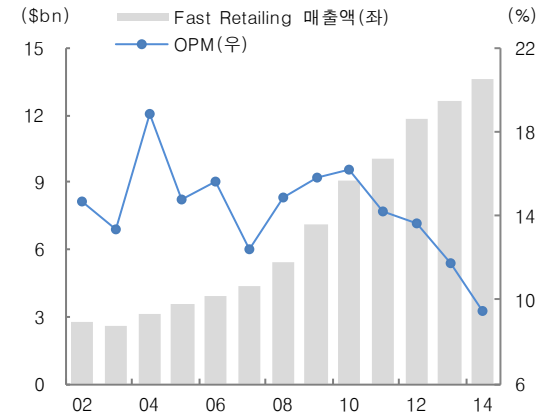
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 54. 전문점 사례(신발) – ABC마트 주가



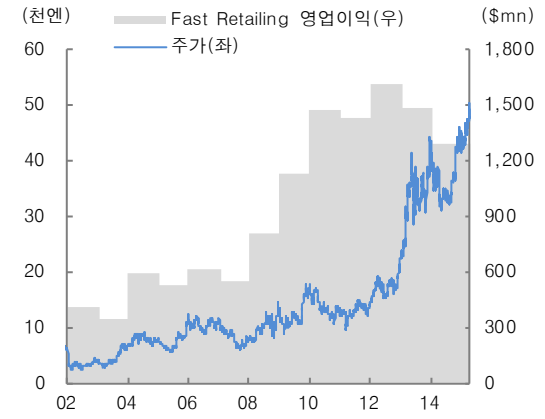
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 55. 전문점 사례(의류) – 패스트리테일링 실적



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 56. 전문점 사례(의류) – 패스트리테일링 주가



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

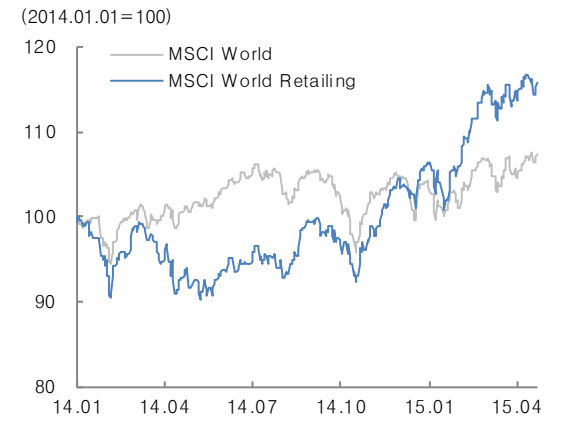
V. Global Peer 동향

표 12. Global Peer Table (단위: 백만불, %)

산업/기업	Mkt Cap (\$mn)	15F REV (\$mn)	15F OP (\$mn)	OPM (%)	15F EPS(\$)	16F EPS(\$)	15F P/E(X)	16F P/E(X)	15F P/B(X)	16F P/B(X)	15F ROE(%)	16F ROE(%)
백화점												
MACYS	22,228	28,143	2,829	10.1	4.4	4.7	14.9	13.7	4.0	4.2	30	32
MARKS & SPENCERS	13,665	15,645	1,123	7.2	0.5	0.5	16.8	15.5	3.0	2.8	19	19
Isetan	6,371	10,662	278	2.6	0.5	0.5	31.9	31.5	1.4	1.4	5	5
J Front Retailing	4,436	9,546	352	3.7	0.6	0.8	27.4	20.9	1.4	1.3	7	6
Takashimaya	3,349	7,434	260	3.5	0.5	0.5	18.8	17.4	1.0	1.0	6	6
H2O Retailing	2,258	7,014	187	2.7	0.8	1.0	22.1	18.8	1.1	1.1	6	6
대형마트												
Wal-mart	253,525	486,569	27,373	5.6	5.0	4.9	15.7	16.0	3.0	2.8	19	18
TESCO	27,625	92,324	1,990	2.2	0.2	0.1	21.2	23.4	1.4	1.7	9	9
CARREFOUR	25,291	87,905	2,752	3.1	1.9	2.2	17.8	15.8	2.2	2.0	13	13
COSTCO	63,968	118,188	3,602	3.0	5.2	5.7	27.8	25.5	5.7	5.1	19	21
Lianhua Supermarket	862	4,901	13	0.3	0.0	0.0	60.5	60.5	1.5	1.5	2	3
Yonghui Superstores	7,353	7,377	222	3.0	0.1	0.1	36.4	29.9	3.8	3.5	12	13
UNY	1,308	8,557	171	2.0	0.1	0.2	68.0	28.0	0.5	0.5	2	2
통신유통												
AMAZON.com	196,923	103,075	902	0.9	2.7	5.8	156.0	72.6	16.8	13.6	5	15
GROUPON	4,605	3,349	99	3.0	0.2	0.2	41.9	27.7	4.6	3.0	11	12
Ocado	3,162	1,712	34	2.0	0.0	0.1	162.2	111.5	8.7	8.0	6	8
ALIBABA	200,085	12,253	4,048	33.0	2.2	2.8	37.1	29.0	9.3	7.4	34	27
라쿠텐	23,102	5,782	1,091	18.9	0.5	0.6	36.8	29.2	5.9	4.9	17	18
편의점												
Seven & I holdings	37,921	50,560	2,908	5.8	1.7	1.9	25.0	22.7	2.1	1.9	9	9
Family Mart	4,150	3,107	329	10.6	2.2	1.9	19.2	22.3	1.8	1.7	8	8
Lawson	7,105	4,054	604	14.9	3.0	3.2	23.4	21.9	3.2	3.1	14	15
전문점												
BEST BUY	12,395	41,742	1,435	3.4	2.5	2.5	14.3	14.1	2.6	2.3	19	19
Gome Electrical	4,354	10,606	239	2.3	0.0	0.0	19.7	17.5	1.5	1.5	8	9
YAMADA DENKI	3,962	14,066	220	1.6	0.2	0.2	25.5	17.9	0.8	0.7	3	4
Bic CAMERA	1,701	6,781	171	2.5	0.5	0.5	20.3	18.1	2.2	2.0	11	11
Nitori	8,897	3,508	569	16.2	3.2	3.4	24.8	22.9	3.6	3.0	14	14
FAST RETAILING	41,973	13,912	1,701	12.2	10.6	11.1	37.9	36.0	6.6	5.9	19	18
ABC Mart	4,144	1,788	346	19.4	2.7	3.0	20.4	18.7	3.3	2.9	16	16

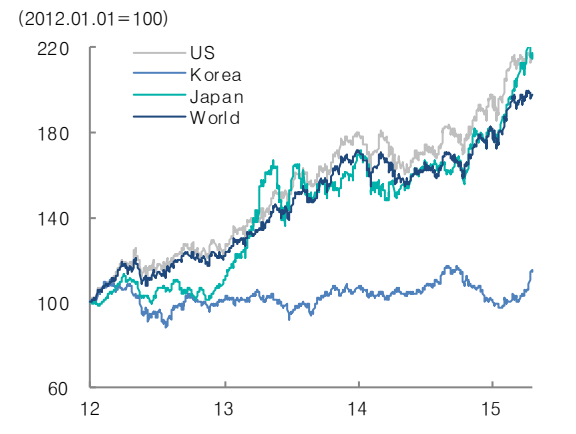
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 63. 글로벌 유통업 지수 추이



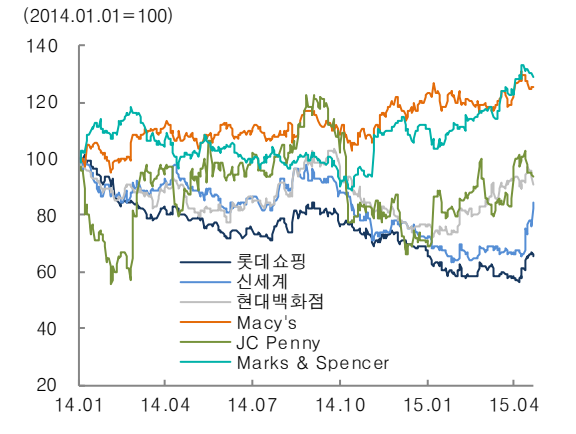
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 64. 글로벌 유통업 지수 추이



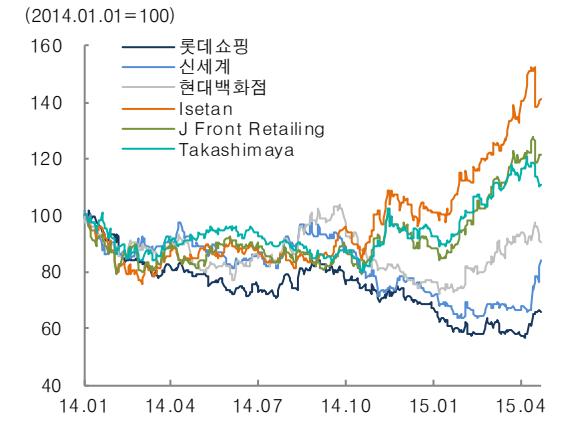
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 65. 백화점 상대 주가 추이 1



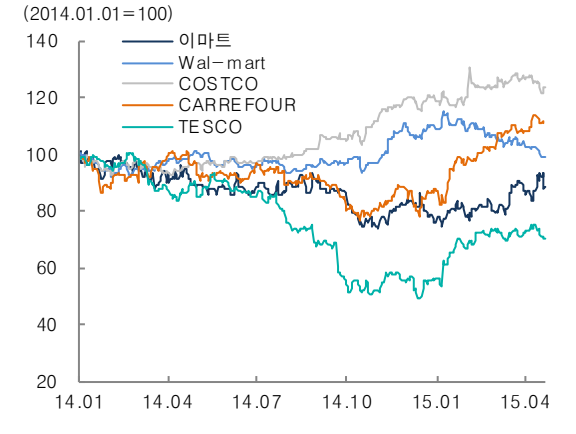
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 66. 백화점 상대 주가 추이 2



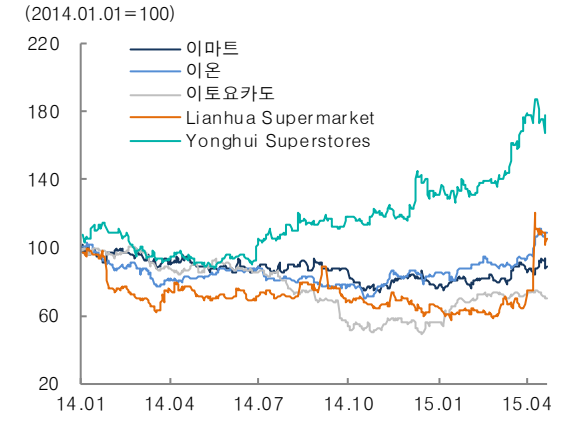
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 67. 대형마트 상대 주가 추이 1



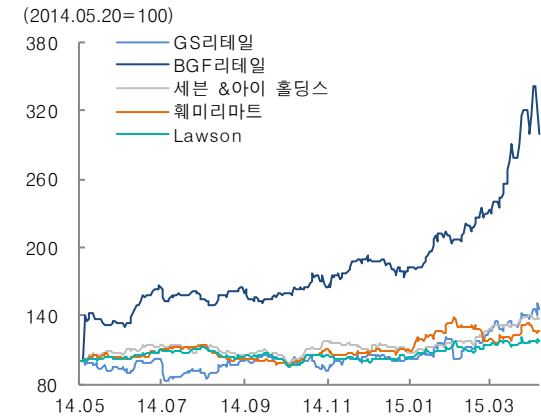
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 68. 대형마트 상대 주가 추이 2



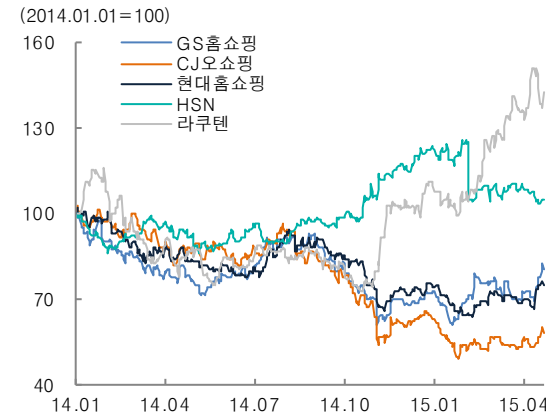
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 69. 편의점 상대 주가 추이



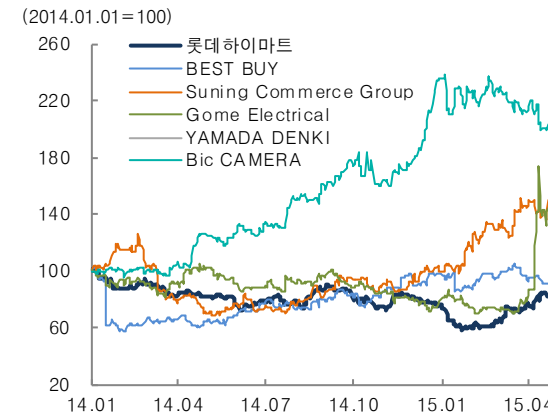
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 70. 홈쇼핑 & 인터넷 쇼핑 상대 주가 추이



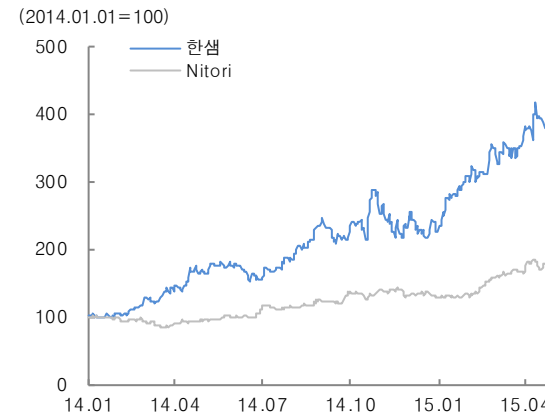
자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 71. 전자제품 전문점 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 72. 가구 전문점 상대 주가 추이



자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

기업분석

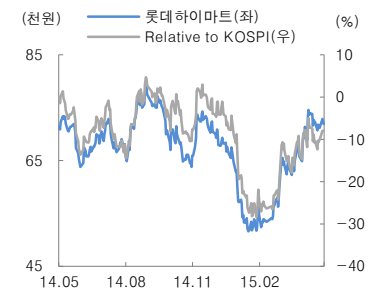
롯데하이마트
(071840)

유정현
769,3162
cindy101@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규
목표주가 90,000
신규
현재주가 71,900
(15.05.06)
유통업종

KOSPI	2,104.58
시가총액	1,697십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	118십억원
52주 최고/최저	79,000원 / 51,600원
120일 평균거래대금	58억원
외국인지분율	6.50%
주요주주	롯데쇼핑 외 5 인 60.29% 국민연금 10.48%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.8	31.9	9.1	0.3
상대수익률	7.7	22.6	0.4	-6.6



Initiation

영업레버리지 효과 &
경기 회복 선순환 맞물림

투자 의견 매수, 목표주가 90,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 90,000원은 12개월 Forward EPS 기준 PER 15배 적용하여 산출
- 대규모 신규 점포 출시 후유증으로 지난 해 실적 부진 이후 올해 본격적인 turn around 국면을 맞이하고 있음. 신규 점포 효율 개선에 따른 이익 증가로 동사의 3년간 EPS 성장률이 20.2%에 달하고 가전 전문판매점으로서 동사의 입지가 견고한 점을 고려하여 Target PER 15배(KOSPI 대비 50%, 유통업 평균 대비 20% premium 수준)를 적용
- 우리나라보다 앞서 저성장을 경험하고 있는 일본의 오프라인 유통채널 중에도 채널 정체성이 확실한 전문판매점은 여전히 성장 중. 가전 제품의 온라인 구매율이 증가하고 있으나 대형 백색 가전 품목은 여전히 오프라인 구매가 절대 다수인 점을 고려할 때 향후 가전 전문 판매점으로 동사의 성장 여력은 충분하다고 판단

1Q15 실적 Preview

- 매출액과 영업이익은 각각 8,586억원(YoY +6.6%), 270억원(YoY +35.8%) 예상
- 지난 해 오픈한 신규 매장 매출 증대에 따른 효율 개선으로 외형 및 매출총이익 증가. 또한 광고판촉비 절감에 따라 영업이익 증가폭이 더 크게 나타남

신규 점포 수익 개선, 경기 회복으로 올해 영업이익 YoY 27.0% 증가 전망

- 지난 2년간 114개(전체 437개 대비 26%)에 달했던 신규 매장 출점은 올해 4개 정도에 그칠 전망. 지난 해 오픈한 신규 매장이 모두 BEP를 넘어선 것으로 파악됨에 따라 향후 매출 증대에 따른 영업레버리지 효과 크게 나타날 것으로 판단
- 2Q는 에어컨 판매가 시작되는 시즌. 지난 해의 경우 날씨가 평년보다 덥지 않아 에어컨 판매가 부진했던 점을 고려하면 기저효과도 기대해 볼만 한 것으로 판단
- 마진이 높은 소형 가전 매출 비중이 꾸준히 상승. TV 등 AV 가전 매출은 다소 부진하나 소형 가전 다음으로 고마진 품목인 백색가전 매출액은 매년 두자리 수 성장 지속. 광고비 등 비용 통제 노력과 2Q부터 갤럭시 S6 판매 시작, 낮은 기저효과 등으로 올해 매출 및 영업이익은 전년 대비 각 7.2%, 27.0% 증가할 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	3,519	3,876	4,175	4,469	4,735
영업이익	185	151	180	211	240
세전순이익	167	131	160	191	220
총당기순이익	129	101	124	148	170
자비자분순이익	129	101	124	148	170
EPS	5,469	4,299	5,244	6,259	7,211
PER	16.0	16.6	13.6	11.4	9.9
BPS	67,564	71,614	76,608	82,617	89,578
PBR	1.3	1.0	0.9	0.9	0.8
ROE	8.4	6.2	7.1	7.9	8.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 롯데하이마트, 대산증권 리서치센터

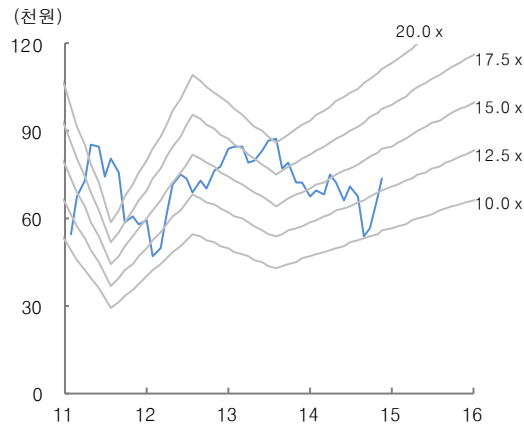
표 1. 롯데하이마트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원 %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	805	977	1,016	955	859	1,070	1,087	1,009	3,754	4,024	4,277
점포수	395	430	433	436	436	439	439	439	436	439	445
점당 매출액	2.0	2.3	2.3	2.2	1.9	2.4	2.4	2.3	8.6	9.2	9.6
영업이익	20	37	58	30	27	48	68	40	144	183	221
세전이익	15	32	53	25	23	44	64	36	124	166	202
영업이익률(%)	2.5	3.8	5.7	3.1	3.1	4.5	6.3	4.0	3.8	4.6	5.2
세전이익률(%)	1.9	3.2	5.2	2.6	2.7	4.1	5.9	3.5	3.3	4.1	4.7
YoY (%)											
매출액	10.5	6.1	7.6	3.3	6.6	9.5	6.9	5.6	6.7	7.2	6.3
점포수	21.5	30.7	26.2	21.4	10.4	2.1	1.4	0.7	21.4	0.7	1.4
영업이익	-34.6	-40.5	-7.1	-0.3	35.8	28.6	18.8	34.8	-21.9	27.0	20.3
세전이익	-41.6	-45.5	-9.4	0.9	51.8	37.9	20.9	44.4	-25.4	33.6	21.2

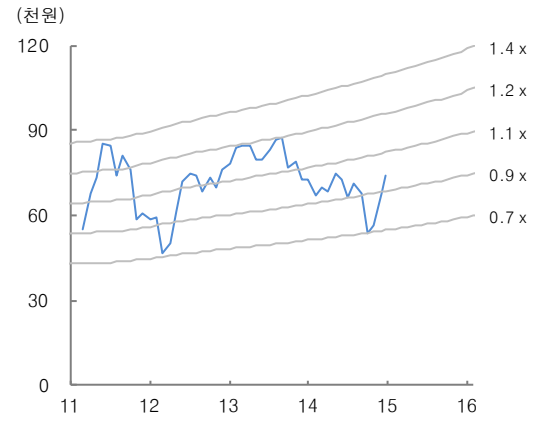
주: K-IFRS 별도기준
자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

그림 1. 롯데하이마트 12M Forward PER



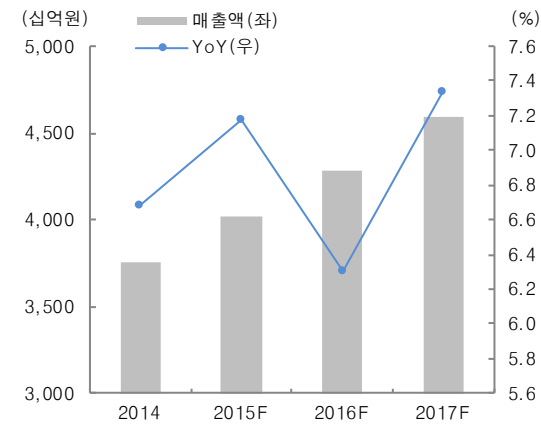
자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

그림 2. 롯데하이마트 12M Forward PBR



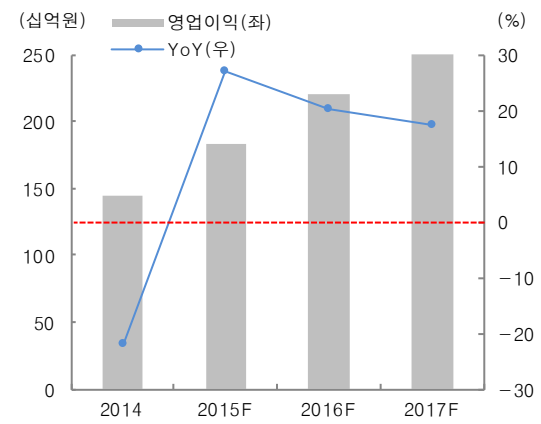
자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

그림 3. 매출액(성장률) 추이



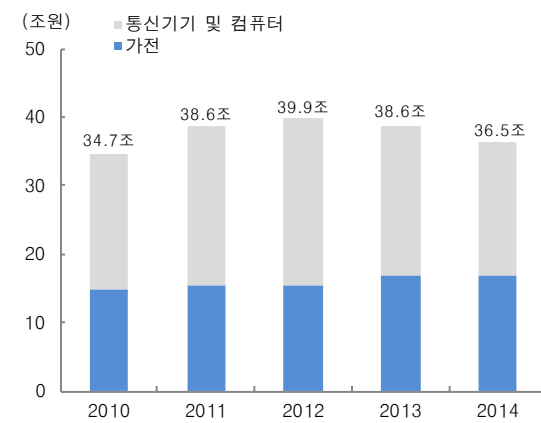
자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

그림 4. 영업이익(증가율) 추이



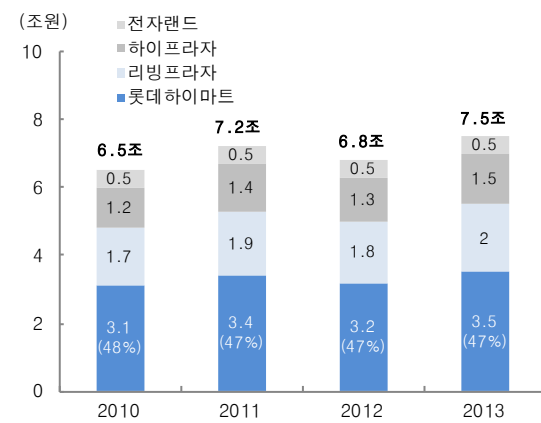
자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

그림 5. 국내 가전 시장 규모



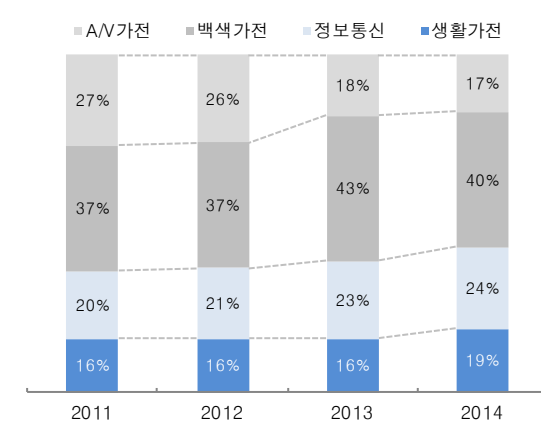
자료: 통계청, 대신증권 리서치센터

그림 6. 롯데하이마트 시장 점유율



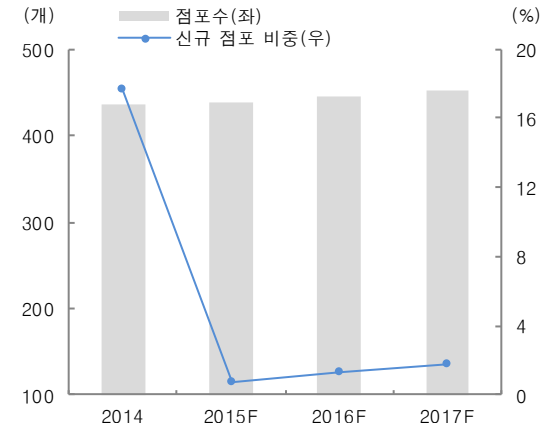
주: 시장 점유율은 대형 가전 전문대리점 4개사 중에 상대 점유율을 뜻함
자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 비중



자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

그림 8. 점포 수 추이



자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	3,519	3,876	4,175	4,469	4,735
매출원가	2,639	2,925	3,151	3,373	3,575
매출총이익	880	951	1,024	1,096	1,160
판매비와관리비	695	800	844	885	920
영업이익	185	151	180	211	240
영업외수익	5.3	3.9	4.3	4.7	5.1
EBITDA	231	194	227	262	293
영업외손익	-18	-20	-20	-20	-20
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	9	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-30	-23	-23	-23	-23
외환손실	0	0	0	0	0
기타	3	3	3	3	3
법인세비용차감전순이익	167	131	160	191	220
법인세비용	-38	-30	-36	-43	-50
계속사업순이익	129	101	124	148	170
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	129	101	124	148	170
당기순이익률	3.7	2.6	3.0	3.3	3.6
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	129	101	124	148	170
매도금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	127	99	121	145	168
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	127	99	121	145	168

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	5,469	4,299	5,244	6,259	7,211
PER	16.0	16.6	13.9	11.6	10.1
BPS	67,564	71,614	76,608	82,617	88,578
PBR	1.3	1.0	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	9,792	8,227	9,609	11,077	12,425
EV/EBITDA	12.1	12.3	10.4	8.6	7.3
SPS	149,064	164,167	176,845	189,294	200,580
PSR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
CFPS	10,605	8,995	10,376	11,844	13,192
DPS	250	250	250	250	250

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액증가율	9.2	10.1	7.7	7.0	6.0
영업이익증가율	14.4	-18.3	19.1	17.5	13.7
순이익증가율	85.5	-21.4	22.0	19.4	15.2
수익성					
ROC	6.3	5.0	5.8	6.7	7.5
ROA	6.9	5.4	6.1	6.9	7.4
ROE	8.4	6.2	7.1	7.9	8.4
안정성					
부채비율	72.7	69.7	65.9	61.9	57.7
순차입금비율	45.9	41.1	34.7	27.3	19.5
이자보상배율	6.6	7.0	8.3	9.8	11.1

주: K-IFRS 별도 존, 자료: 롯데하이마트, 대신증권 리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	529	611	716	848	1,004
현금및현금성자산	62	97	164	258	378
매출채권및기타채권	97	105	113	120	127
재고자산	340	374	403	431	457
기타유동자산	31	34	37	39	41
비유동자산	2,226	2,257	2,284	2,309	2,330
유형자산	421	448	472	492	509
관계기업투자지급	0	0	0	0	0
기타비유동자산	1,806	1,809	1,813	1,817	1,821
자산총계	2,755	2,868	3,001	3,157	3,334
유동부채	402	419	433	448	461
매입채무및기타채무	255	272	287	301	314
차입금	70	70	70	70	70
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	77	77	77	77	77
비유동부채	759	759	759	759	759
차입금	729	729	729	729	729
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	30	30	30	30	30
부채총계	1,160	1,178	1,192	1,206	1,219
자본계분	1,595	1,691	1,809	1,950	2,115
자본금	118	118	118	118	118
자본잉여금	1,056	1,056	1,056	1,056	1,056
이익잉여금	422	517	635	777	941
기타자본변동	0	0	0	0	0
비자본계분	0	0	0	0	0
자본총계	1,595	1,691	1,809	1,950	2,115
순차입금	732	695	627	533	411

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	157	122	152	180	207
당기순이익	129	101	124	148	170
비현금항목의가감	121	111	121	132	141
감가상각비	46	43	47	50	53
외환손익	-2	0	0	0	0
자본평가손익	0	0	0	0	0
기타	77	68	74	81	88
자산부채의증감	-64	-39	-36	-35	-33
기타현금흐름	-30	-51	-57	-65	-71
투자활동 현금흐름	-59	-78	-77	-77	-77
투자자산	0	-4	-4	-4	-4
유형자산	-63	-70	-70	-70	-70
기타	4	-5	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	-93	-34	-34	-34	-34
단기차입금	-490	0	0	0	0
사채	332	0	0	0	0
장기차입금	99	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-6	-6	-6	-6
기타	-28	-28	-28	-28	-28
현금의증감	4	35	67	94	121
기초 현금	58	62	97	164	258
기말 현금	62	97	164	258	378
NOPLAT	143	117	139	163	186
FCF	122	90	116	143	169

현대백화점
(069960)

유정현
769,3162
cindy101@dshin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

목표주가

200,000

신규

현재주가

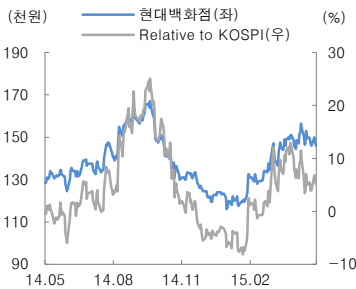
(15.05.06)

146,000

유통업종

KOSPI	2,104.58
시가총액	3,417십억원
시가총액비중	0.26%
자본금(보통주)	117십억원
52주 최고/최저	167,000원 / 116,000원
120일 평균거래대금	123억원
외국인지분율	38.67%
주요주주	정지선 외 4 인 36.09% 국민연금 8.31%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.7	11.5	11.9	12.3
상대수익률	-4.4	3.6	2.9	4.6



Initiation

경쟁사 능가하는 출점 전략 돋보임

목표주가 200,000원, 매수의견 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 200,000원은 12개월 Forward EPS 기준 PER 15배 적용하여 산출
- 현 주가는 PER 11배 수준으로 valuation은 부담 없는 수준 경기요인과 백화점의 구조적 성장 한계 등 주변 여건이 모두 불리한 상황이나 아울렛 등 신규 출점의 긍정적 효과로 중·단기적으로 성장 모멘텀 예상

1Q15 실적 Preview

- 1~2월 기존점 성장률은 지난 해와 유사했으나 2월말 개점한 김포 아울렛 영향으로 1Q 총 매출액은 11,518억원(YoY +2.9%)으로 예상 영업이익은 초기 출점 비용 발생 부담에도 불구하고, 비용 통제를 통해 비교적 무난한 967억원 (YoY -2.0%)을 기록한 것으로 추정됨

김포 아울렛 매출액 당초 계획보다 초과 달성 중, 하반기 판교 복합쇼핑몰 개점까지 올해 출점 이벤트에 따른 성장 모멘텀 지속될 전망

- (실적) 기존점 매출액은 4월 초 전년과 유사한 수준이었으나 후반부터 (+) 성장세를 보이며 양호한 것으로 파악
- (출점) 2015년 2월 김포 아울렛, 8월 판교 복합쇼핑몰, 그리고 하반기 가든파이를 비롯, 2016년 송도 프리미엄 아울렛 등 연속적인 신규 출점으로 2년간 영업면적은 기존 대비 37% 증가 전망
- 이에 따라 평당 매출액의 과거 대비 감소 추세에도 불구하고 2015년, 2016년 총 매출 성장률은 각각 YoY +14.1%, +22.3% 예상됨
- 올해 김포 아울렛 출점은 성공적으로 평가할 만 아직 출점 초기이나 회사측 전망치 보다 30% 이상 매출액 초과 달성 중인 것으로 파악, 출점에 따른 감가상각비 증가에도 불구하고 광고판촉비 절감 노력과 신규 점포 매출 호조에 따른 비용 부담 완화로 2015년 영업이익은 YoY 4.8% 증가 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,534	1,552	1,736	1,983	2,220
영업이익	393	364	376	417	452
세전순이익	462	396	442	494	529
총당기순이익	338	291	332	371	397
자배지분순이익	299	268	289	323	345
EPS	12,771	11,470	12,343	13,785	14,762
PER	12.6	10.7	11.8	10.6	9.9
BPS	129,092	138,633	150,452	163,736	178,015
PBR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
ROE	10.4	8.6	8.5	8.8	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 현대백화점, 대신증권 리서치센터

표 1. 현대백화점 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	1,144	1,099	1,040	1,280	1,152	1,218	1,161	1,677	4,563	5,209	6,369
매출액	394	372	355	432	405	418	409	598	1,548	1,830	2,259
영업이익	99	73	70	121	97	78	78	129	364	381	451
영업이익률(%)	8.6	6.7	6.7	9.5	8.4	6.4	6.7	7.7	8.0	7.3	7.1
YoY (%)											
총매출액	2.1	-0.2	1.7	1.1	2.9	12.5	15.3	38.5	1.0	14.1	22.3
영업이익	-13.3	-31.4	-6.7	-1.1	-2.0	6.4	11.2	6.0	-7.5	4.8	18.3

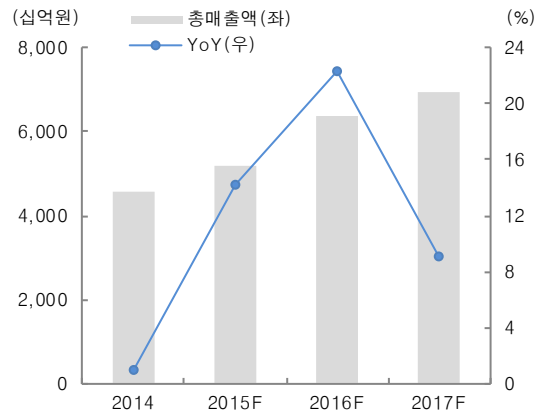
자료: 현대백화점, 대산증권 리서치센터

표 2. 현대백화점 출점 계획

점포	시기	형태	규모	연간 예상 매출규모
김포점	2015년 2월	프리미엄 아울렛	12,000평	3,200억원 (12개월 예상 매출액, 올해는 2월말 오픈으로 약 2,700억원 예상)
판교점	2015년 8월	복합쇼핑몰(백화점)	26,600평	6,400억원
다큐브시티	2015년 하반기	백화점/아울렛	16,000평	3,500억원
가든파이버점	2015년 말	도심형 아울렛	13,000평	2,500억원
송도점	2016년 상반기	프리미엄 아울렛	12,000평	2,400억원

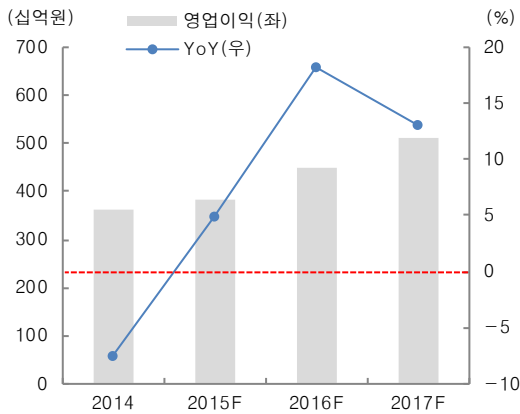
자료: 현대백화점, 대산증권 리서치센터

그림 1. 매출액(증가율)



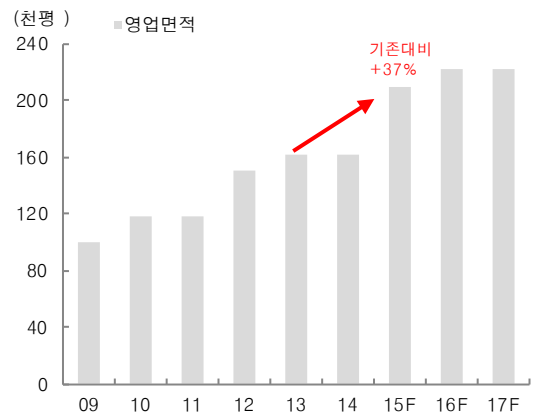
자료: 현대백화점 대산증권 리서치센터

그림 2. 영업이익(증가율)



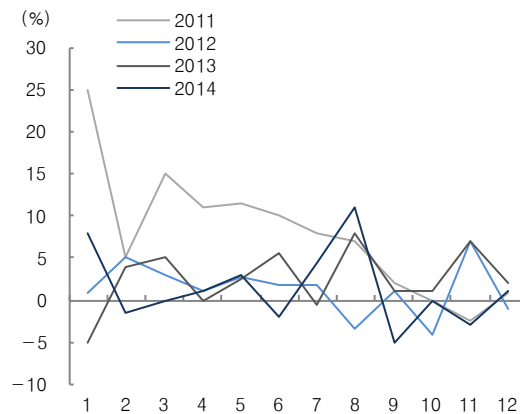
자료: 현대백화점 대산증권 리서치센터

그림 3. 영업면적



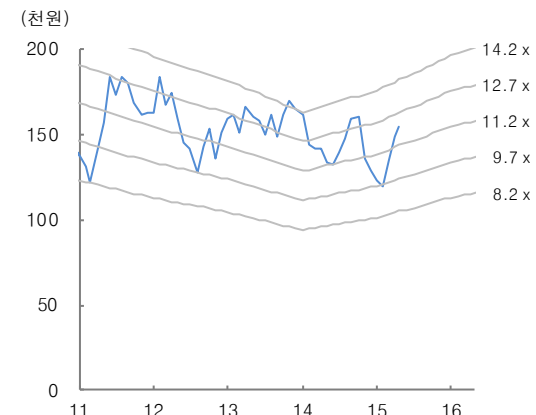
자료: 현대백화점 대산증권 리서치센터

그림 4. 기존점 성장률 추이



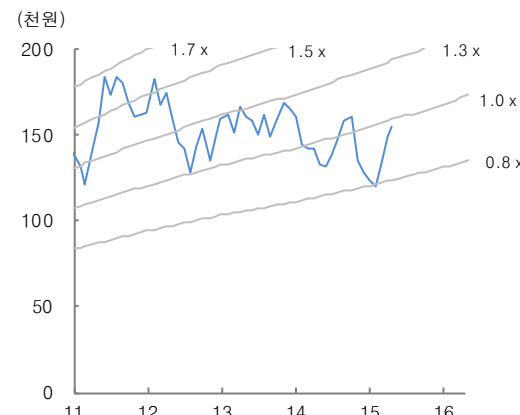
자료: 현대백화점 대산증권 리서치센터

그림 5. 현대백화점 12M Forward PER



자료: 현대백화점 대산증권 리서치센터

그림 6. 현대백화점 12M Forward PBR



자료: 현대백화점 대산증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,534	1,552	1,830	2,259	2,561
매출원가	243	257	424	430	477
매출총이익	1,291	1,295	1,406	1,829	2,083
판매비와판매비	888	931	1,025	1,378	1,574
영업이익	393	364	381	451	510
영업외수익	25.6	23.4	20.8	20.0	19.9
EBITDA	504	478	511	596	669
영업외손익	69	33	44	57	57
관계기업손익	55	50	58	61	61
금융수익	23	13	13	16	16
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-9	-5	-5	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-1	-26	-22	-20	-20
법인세비용차감전순이익	462	396	425	508	567
법인세비용	-124	-105	-104	-124	-139
계속사업순이익	338	291	321	383	428
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	338	291	321	383	428
당기순이익률	22.0	18.8	17.5	17.0	16.7
비재계분순이익	39	23	26	31	34
재계분순이익	299	268	295	353	394
매도금융자산평가	-1	-1	-1	-1	-1
기타포괄이익	0	-2	1	1	1
포괄순이익	326	260	321	383	428
비재계분포괄이익	39	22	29	35	39
재계분포괄이익	287	238	292	349	389

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	12,771	11,470	12,618	15,074	16,818
PER	126	10.7	11.9	10.0	8.9
BPS	129,092	138,633	150,727	165,301	181,637
PBR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	21,551	20,443	21,844	25,462	28,576
EV/EBITDA	9.1	7.8	8.6	7.4	6.6
SPS	65,537	66,312	78,202	96,522	109,414
PSR	2.5	1.9	1.9	1.5	1.3
CFPS	22,884	22,130	23,354	27,059	30,173
DPS	650	700	700	700	700

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액증가율	0.9	1.2	17.9	23.4	13.4
영업이익증가율	-7.8	-7.5	4.8	18.3	13.0
순이익증가율	-7.4	-13.8	10.3	19.5	11.6
수익성					
ROC	8.2	6.9	6.9	7.7	8.3
ROA	7.1	6.4	6.5	7.0	7.4
ROE	10.4	8.6	8.7	9.5	9.7
안정성					
부채비율	57.9	50.0	48.9	47.7	44.1
순차입금비율	7.8	8.2	7.5	6.0	3.5
이자보상배율	46.1	72.7	74.6	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결기준, 자료: 한미투자증권 대산증권리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,150	816	934	1,170	1,358
현금및현금성자산	79	18	12	23	32
매출채권및기타채권	622	556	653	824	946
재고자산	45	55	65	80	90
기타유동자산	403	188	205	243	289
비유동자산	4,451	4,868	5,199	5,503	5,795
유형자산	3,752	4,117	4,359	4,586	4,798
관계기업투자지급	495	522	580	641	702
기타비유동자산	204	229	259	276	294
자산총계	5,601	5,684	6,133	6,673	7,153
유동부채	1,290	1,432	1,540	1,699	1,815
매입채무및기타채무	768	854	947	1,091	1,192
차입금	20	71	81	91	101
유동상채무	300	300	300	300	300
기타유동부채	202	207	212	217	222
비유동부채	765	463	473	456	374
차입금	429	130	130	130	80
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	335	333	343	326	294
부채총계	2,055	1,895	2,013	2,155	2,189
자본부분	3,021	3,244	3,527	3,868	4,251
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
이익잉여금	2,298	2,547	2,826	3,163	3,541
기타자본변동	-6	-32	-28	-24	-19
비자본부분	525	545	592	649	714
자본총계	3,546	3,789	4,120	4,518	4,964
순차입금					

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	346	399	406	473	538
당기순이익	338	291	321	383	428
비현금항목의가감	198	227	226	250	278
감가상각비	111	115	130	145	159
외환손익	0	0	0	0	0
자본변동평가손익	-55	-45	-52	-55	-55
기타	142	157	148	160	174
자산부채의증감	-87	-11	-45	-52	-46
기타현금흐름	-102	-109	-96	-108	-123
투자활동 현금흐름	-215	-193	-477	-486	-496
투자자산	14	-37	-91	-79	-81
유형자산	-363	-370	-370	-370	-370
기타	133	214	-16	-37	-44
재무활동 현금흐름	-126	-267	-6	-6	-56
단기차입금	-10	51	10	10	10
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	-50
유상증자	2	0	0	0	0
현금배당	-18	-18	-16	-16	-16
기타	-100	-300	0	0	0
현금의증감	5	-62	-6	12	9
기초 현금	74	79	18	12	23
기말 현금	79	18	12	23	32
NOPLAT	287	267	288	340	385
FCF	32	8	46	114	172

신세계
(004170)

유정현
769,3162
cindy101@daishin.com

투자의견 BUY
매수, 신규

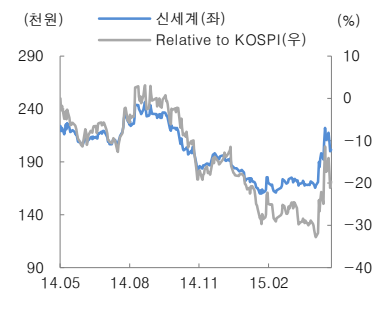
목표주가 266,000
신규

현재주가 204,000
(15.05.06)

유통업종

KOSPI	2,104.58
시가총액	2,008십억원
시가총액비중	0.15%
자본금(보통주)	49십억원
52주 최고/최저	246,500원 / 160,000원
120일 평균거래대금	83억원
외국인지분율	50.19%
주요주주	이명희 외 4 인 27.13% Aberdeen Asset Management Asia Limited 외 3 인 8.81%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.0	20.0	10.9	-8.9
상대수익률	16.7	11.5	2.0	-15.2



Initiation

하반기로 갈수록 더 기대됨

목표주가 266,000원, 매수의견 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 266,000원은 12개월 Forward EPS 기준 PER 10배 적용하였으며 보유 삼성생명 지분 가치를 합산하여 산출
- 최근 소비 경기 회복과 면세점 사업 기대감을 반영하며 주가는 단기 반등 그러나 현 주가 수준은 과거 백화점 경기 회복 시기의 PER 밴드 14~17배 수준에 못 미치는 상황
- 아직 본격적인 실적 개선은 좀 더 시간이 필요하지만 지난 해 4월 세월호 사고 이후 백화점 소비 경기가 상대적으로 더 크게 위축됐던 점을 고려하면 2Q 기저효과와 valuation 매력 부각으로 주가는 당분간 양호한 흐름 지속될 것으로 전망

1Q15 실적 Preview

- 1Q 연결기준 총매출액은 YoY 3.1% 감소한 9,840억원으로 추정 1~2월 백화점 SSG 1.4% 감소 3월에도 3% 이상 감소하며 전반적으로 매출은 부진했으나 백화점 기존점 성장을 부진에도 불구하고, 감가상각비 감소와 SSG닷컴 적자 축소로 영업이익은 지난 해 수준과 유사한 691억원(YoY -0.6%)으로 추정

2016년 출점에 따른 성장 모멘텀으로 하반기 투자 매력 큼

- (실적) 4월 초 소비는 3월에 비해 다소 개선된 것으로 파악. 특히 지난 해 4월 후반 부 세월호 영향으로 2Q에 백화점 구매객수, 구매단가가 각각 1.9%, 0.5% 모두 감소한 점 고려하면 올해 2Q 실적 개선 가능성 크다고 판단
- (출점) 올해 보다는 2016년에 증축(강남점과 센텀시티점)과 신규 출점(하남유니온스퀘어, 동대구 북합소핑몰, 김해점) 등 기존 대비 41%의 영업면적 확장에 따른 성장 모멘텀 기대
- 백화점 사업모델의 중장기적 매력 저하에도 불구하고 2015~2016년 출점 이벤트로 2015년, 2016년 EPS 성장률은 각각 YoY 10.2%, 11.4%로 전망됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,442	2,492	2,641	2,944	3,421
영업이익	306	273	292	312	335
세전순이익	267	250	276	299	323
총당기순이익	195	186	205	223	241
자비자분순이익	158	157	166	181	195
EPS	16,010	15,908	16,903	18,347	19,839
PER	15.8	11.4	11.7	10.8	10.0
BPS	244,816	265,687	286,797	309,785	334,733
PBR	1.0	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	6.8	6.2	6.1	6.2	6.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: 신세계, 대신증권 리서치센터

표 1. 신세계 개별 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	1,005	973	940	1,126	984	1,033	1,004	1,191	4,044	4,212	4,846
백화점	881	833	806	955	837	823	797	944	3,475	3,400	3,706
신세계몰	124	140	134	171	147	210	208	248	569	813	1,140
매출액	382	355	357	407	352	377	381	431	1,502	1,542	1,603
영업이익	46	42	31	70	46	45	34	77	190	201	229
백화점	54	49	37	71	48	46	44	77	211	215	239
신세계몰	-8	-6	-6	-1	-2	-1	-10	-1	-21	-14	-10
영업이익률(%)	4.6	4.4	3.3	6.2	4.7	4.4	3.3	6.4	4.7	4.8	4.7
백화점	6.1	5.9	4.6	7.4	5.7	5.6	5.5	8.2	5.5	5.9	6.2
신세계몰	-6.5	-4.5	-4.2	-0.5	-1.1	-0.4	-4.9	-0.3	-3.7	-1.7	-0.9
YoY (%)											
총매출액	-4.5	-3.6	0.9	-3.1	-2.1	6.2	6.8	5.8	-2.7	4.2	15.1
백화점	-6.4	-9.6	-5.4	-11.5	-5.0	-1.2	-1.2	-1.2	-8.4	-2.2	9.0
신세계몰	11.8	59.1	69.0	106.0	45.0	50.0	55.0	45.0	57.5	42.8	40.3
매출액	-1.8	-4.3	-0.8	-3.8	-7.9	6.2	6.8	5.8	-2.7	2.7	4.0
영업이익	-6.9	-8.5	15.8	-12.8	0.0	6.2	6.8	9.2	-6.5	5.9	13.6

주: K-IFRS 별도기준
자료: 신세계, 대신증권 리서치센터

표 2. 신세계 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	609	569	596	719	609	617	642	773	2,492	2,641	2,944
신세계	382	355	357	407	352	377	381	431	1,502	1,542	1,774
신세계인터넷내셔널	205	197	220	290	234	222	242	319	912	1,017	1,083
센트럴시티	22	17	18	22	23	18	19	23	78	83	87
영업이익	69	58	49	97	69	63	56	103	273	291	328
신세계	46	42	31	70	46	45	34	77	190	201	229
신세계인터넷내셔널	5	2	0	10	4	4	4	9	16	22	32
센트럴시티	19	14	18	17	19	14	18	17	68	68	68
YoY (%)											
매출액	1.8	-2.1	3.0	5.0	0.0	8.6	7.8	7.5	2.1	6.0	11.5
신세계	-1.8	-4.3	-0.8	-3.8	-7.9	6.2	6.8	5.8	-2.7	2.7	15.0
신세계인터넷내셔널	10.5	6.6	12.6	22.1	14.1	13.2	9.7	9.9	13.5	11.5	6.5
센트럴시티	-6.2	-33.2	-20.0	-8.5	5.5	5.5	5.5	5.5	-17.3	5.5	5.5
영업이익	-1.6	-14.8	3.6	-19.5	-0.6	8.3	13.9	6.5	-10.8	6.4	12.8

주: K-IFRS 연결기준
자료: 신세계, 대신증권 리서치센터

표 3. 신세계 목표주가 Valuation

(단위: 십억원 배, 천주, 원)

Valuation	
당기순이익(15, 16년 기중평균)	211
Target PER	10
(A)영업가치	210.9
(B)삼성생명 지분가치(30% 할인)	509
(C)기업가치 합계(A+B)	2,618
주식수(D)	9,845
주당가치(C/D)	266,000

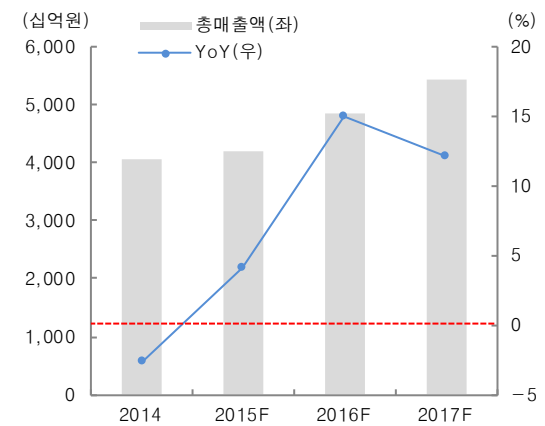
자료: 신세계, 대신증권 리서치센터

표 4. 신세계 출점 계획

점포	시기	형태	규모	연간 예상 매출규모
강남점	2016년 2월	백화점 증축	기존 16,000평 + 9,900평	약 5,000억원 추가
센텀시티점	2016년 2월	백화점 증축	기존 38,000평 + 18,000평	2,000억원 (면세점으로 사용할 계획으로 면적 증가분 대비 매출액 증가는 다소 적음)
김해점	2016년 2월	백화점	13,000평	5,000억원
동대구점	2016년 12월	복합쇼핑몰	25,000평	5,000억원
하남점	2016년 9월	복합쇼핑몰	총 45,000평 중 10,000평 사용	2,500억원

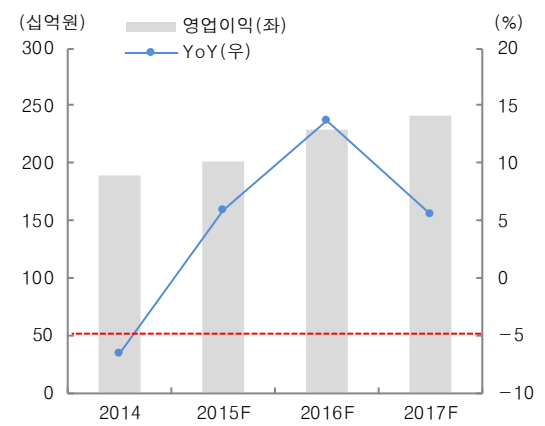
자료: 신세계, 대신증권 리서치센터

그림 7. 신세계 별도 총매출액(증가율)



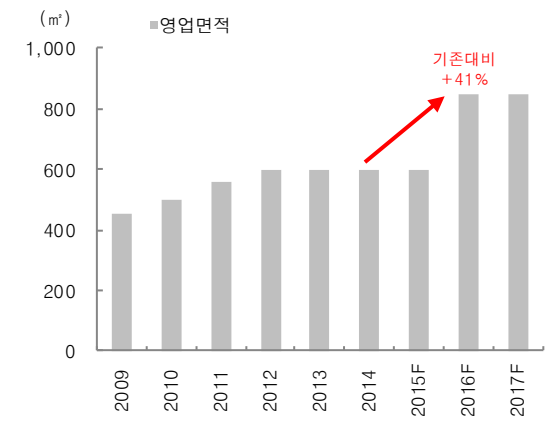
자료: 신세계 대산증권 리서치센터

그림 8. 신세계 별도 영업이익(증가율)



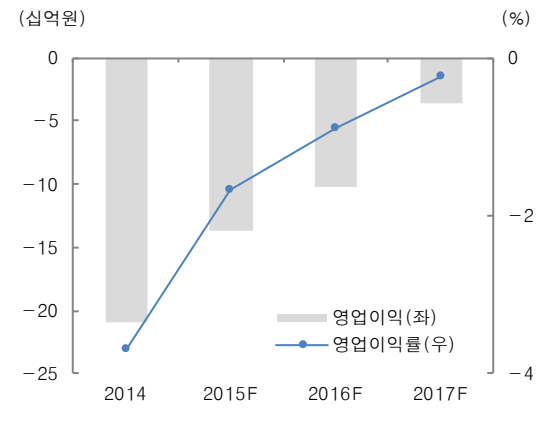
자료: 신세계 대산증권 리서치센터

그림 9. 신세계 영업면적 추이



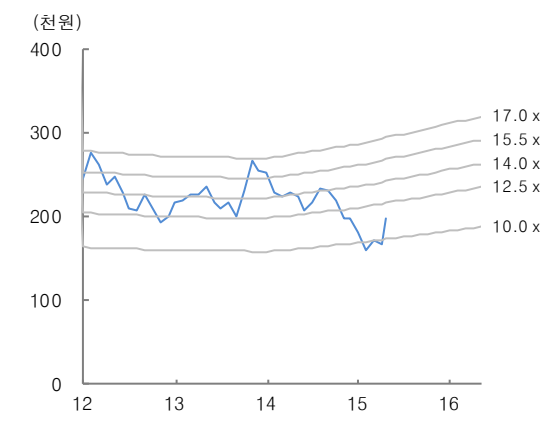
자료: 신세계 대산증권 리서치센터

그림 10. SSG닷컴 영업이익손익



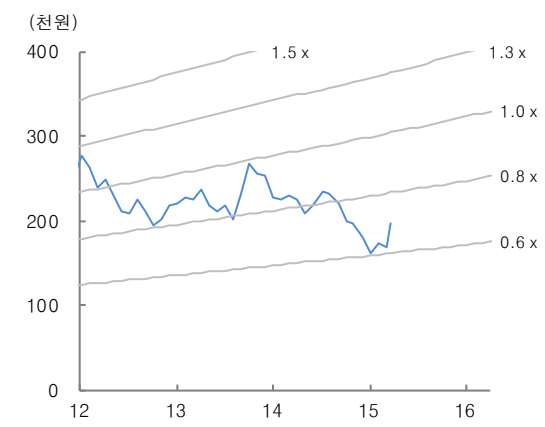
자료: 신세계 대산증권 리서치센터

그림 11. 신세계 12M Forward PER



자료: 신세계 대산증권 리서치센터

그림 12. 신세계 12M Forward PBR



자료: 신세계 대산증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	2,442	2,492	2,641	2,944	3,421
매출원가	873	894	914	985	1,148
매출총이익	1,568	1,598	1,727	1,959	2,273
판매비와관리비	1,262	1,325	1,436	1,648	1,938
영업이익	306	273	292	312	335
영업외수익	125	11.0	11.0	10.6	9.8
EBITDA	480	442	476	519	563
영업외손익	-40	-23	-16	-13	-12
관계기업손익	22	26	24	26	27
금융수익	35	28	26	26	26
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-95	-90	-78	-78	-79
외환손실	5	7	4	4	4
기타	-1	13	12	13	14
법인세비용차감전순이익	267	250	276	299	323
법인세비용	-72	-64	-70	-76	-83
계속사업순이익	195	186	205	223	241
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	195	186	205	223	241
당기순이익률	8.0	7.5	7.8	7.6	7.0
비재계분순이익	37	29	39	42	45
재계분순이익	158	157	166	181	195
매도가능금융자산평가	7	6	6	6	6
기타포괄이익	-2	-2	-2	-3	-3
포괄순이익	250	230	245	259	273
비재계분포괄이익	38	28	30	32	33
재계분포괄이익	212	202	215	227	240

Valuation 지표

	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	16,010	15,908	16,903	18,347	19,839
PER	15.8	11.4	12.4	11.4	10.6
BPS	244,816	265,687	286,797	309,785	334,733
PBR	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6
EBITDAPS	48,758	44,857	48,300	52,690	57,197
EV/EBITDA	12.0	11.5	11.3	10.4	9.7
SPS	248,003	253,150	268,273	299,051	347,483
PSR	1.0	0.7	0.7	0.7	0.6
CFPS	52,500	47,013	49,044	53,689	58,377
DPS	1,000	1,150	1,150	1,150	1,150

재무비율

	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액 증/감	6.4	2.1	6.0	11.5	16.2
영업이익 증/감	22.7	-10.8	6.6	6.9	7.6
순이익 증/감	0.5	-4.4	10.2	8.5	8.1
수익성					
ROC	4.8	4.1	4.2	4.3	4.4
ROA	4.2	3.5	3.6	3.8	3.9
ROE	6.8	6.2	6.1	6.2	6.2
안정성					
부채비율	124.3	122.2	110.8	101.6	94.7
순차입금비율	70.4	65.8	59.5	53.5	48.9
이자보상비율	3.4	3.4	4.0	4.4	4.6

주: K-IFRS 연결기준, 자료: 신세계 대신증권 리서치센터

자유현금흐름

	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	489	802	829	926	1,049
현금및현금성자산	18	69	91	123	182
매출채권 및 기타채권	173	188	197	211	237
재고자산	244	292	309	345	401
기타유동자산	54	254	231	246	230
비유동자산	7,011	7,129	7,294	7,464	7,705
유형자산	4,542	4,579	4,821	5,038	5,234
관계기업투자지급	336	466	491	516	543
기타비유동자산	2,133	2,084	1,983	1,910	1,927
자산총계	7,500	7,931	8,123	8,390	8,754
유동부채	1,346	1,616	1,571	1,558	1,551
매입채무 및 기타채무	659	737	741	748	760
차입금	232	328	328	328	328
유동상대채	100	170	102	102	102
기타유동부채	356	381	400	380	361
비유동부채	2,810	2,746	2,700	2,671	2,707
차입금	2,060	1,939	1,973	1,944	1,980
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	750	807	727	727	727
부채총계	4,156	4,362	4,271	4,229	4,257
자본부분	2,410	2,616	2,824	3,050	3,296
자본금	49	49	49	49	49
자본잉여금	388	401	401	401	401
이익잉여금	1,374	1,518	1,673	1,842	2,026
기타자본변동	599	648	701	758	820
비재계분	934	953	1,029	1,112	1,201
자본총계	3,344	3,569	3,853	4,161	4,497
순차입금	2,353	2,347	2,291	2,225	2,197

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	274	379	391	409	423
당기순이익	195	186	205	223	241
비현금항목의가감	322	277	278	306	334
감가상각비	174	168	184	207	228
외환손익	-3	1	-2	-2	-2
자본변동이익손익	0	0	0	0	0
기타	151	108	96	101	108
자산부채의증감	-91	78	52	30	5
기타현금흐름	-152	-162	-144	-149	-156
투자활동 현금흐름	-576	-514	-429	-435	-437
투자자산	-160	-102	-24	-26	-27
유형자산	-392	-416	-416	-416	-416
기타	-24	3	11	7	6
재무활동 현금흐름	280	186	127	131	196
단기차입금	13	96	0	0	0
사채	219	-100	45	-19	46
장기차입금	36	18	-10	-10	-10
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	-11	-11	-11
기타	13	171	103	172	172
현금의증감	-22	50	22	32	58
기초 현금	40	18	69	91	123
기말 현금	18	69	91	123	182
NOPLAT	224	204	217	232	250
FCF	-8	-53	-15	23	61

Initiation

이마트
(139480)

유정현
769,3162
cindy101@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

목표주가

317,000

신규

현재주가

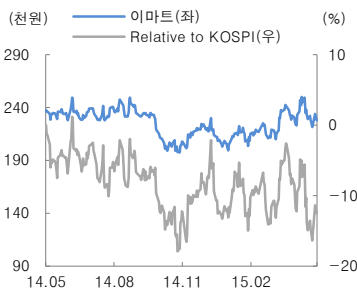
228,000

(15.05.06)

유통업종

KOSPI	2,104.58
시가총액	6,356십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	139십억원
52주 최고/최저	250,000원 / 197,500원
120일 평균거래대금	134억원
외국인지분율	54.33%
주요주주	이명희 외 4 인 27.13% Aberdeen Asset Management Asia Limited 외 3 인 17.35%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.1	6.0	9.6	-4.2
상대수익률	-3.8	-1.5	0.9	-10.8



Smart Emart

목표주가 317,000원, 매수의견 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 317,000원은 12개월 Forward EPS 기준 PER 15배 적용하였으며 보유 삼성생명 지분 가치를 합산하여 산출
- 변하는 소비 트렌드에 맞서 적극적 대응, 저성장 시대에도 안정적인 이익 성장 가능 구조로 변모하고 있다고 판단. 강제 의무휴업과 소비 경기 침체 등 모든 악재는 지나갔고 예상보다 빠른 온라인몰 실적 개선으로 신성장 사업에 대한 전망도 매우 밝은 것으로 판단

1Q15 실적 Review(별도 기준)

- 1Q15 별도 기준 총매출액은 YoY 5.0% 증가한 3조 2,809억원으로 집계됨. 오프라인 할인점(YoY +2.5%), 트레이더스(YoY +37.0%), 온라인몰(YoY +32.7%) 모두 고루 성장하였음. 특히 오프라인 기존점 성장률이 1.4% 기록한 점이 매우 고무적임
- 영업이익은 YoY 11.6% 증가한 1,941억원 기록. 지난 해 1Q에 반영됐던 재산세 등 일시적 비용(120억원) 효과를 제외하더라도 YoY +4.7% 증가하며 양호한 실적 기록

기만한 전략으로 적절한 시장 대응

- (이마트) 4월 현재도 오프라인 기존점 성장률은 (+) 기록 중. 트레이더스와 온라인몰의 경우 1Q15 30%의 성장률이 2Q에도 유지되고 있는 것으로 보임. 온라인몰 영업 손실편이 빠르게 감소하고 있는데, BEP 도달 시점은 내후년쯤으로 전망
- (중국이마트) 작년에 6개 철수하며 540억 영업적자 기록. 올해 나머지 10개 중 2~3개 점포 정리 예정. 부실 매장 정리에 따라 적자폭은 다소 감소할 전망
- 신세계 그룹이 면세점 사업을 위해 신세계DF를 신설. 동사의 연결재무사인 신세계조선호텔의 면세사업권 기대감은 소멸했으나 면세사업부 사업 양도로 동자회사의 실적 개선이 예상(14년 영업적자 159억원)됨에 따라 궁극적으로 동사에 미치는 영향은 중립적임. 무엇보다 본업이 개선되고 있는 점에 주목해야 할 시점이라고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,035	13,154	13,514	13,954	14,236
영업이익	735	583	679	751	862
세전순이익	649	424	564	633	740
총당기순이익	476	292	423	475	555
자배지분순이익	467	290	423	475	555
EPS	16,762	10,404	15,165	17,035	19,908
PER	15.9	19.5	16.5	14.7	12.6
BPS	235,616	247,807	261,472	277,008	295,416
PBR	1.1	0.8	1.0	0.9	0.8
ROE	7.4	4.3	6.0	6.3	7.0

주: EPS와 BPS, ROE는 자배지분 기준으로 산출
자료: 이마트, 대신증권 리서치센터

표 1. 이마트 트레이더스

(단위: 십억원)

컨셉	기존 이마트 대비 10% 더 저렴하게 판매
규모	10,000~15,000m2, 기존 이마트 할인점 대비 약 3배 규모
점포 수	현재 9개 운영중, 올해 연말 1개 추가, 2018년까지 3개 더 신설
점당 매출	기존 이마트는 점당 연간 약 700억원 매출인데 비해 초기 오픈한 트레이더스 1~2호 점은 1,500억원에 이룸
수익성	현재 영업이익률 기존 5~6%, 기존 이마트와 유사
경쟁사 대비 차별점	- Costco와 비교해서 아직 상품 차별이 안 돼 있음 - Costco의 SKU는 3,700개, 이마트의 SKU는 4,000개로 수치는 비슷하나, Costco의 상품 중 70%가 해외 소싱으로 국내 대형할인점과 확실한 차별화. 이마트는 아직 23%만 해외 조달
전략	- 기존 이마트 할인점의 상권을 침범하지 않는 수준에서 점진적 출점. 궁극적으로 50개까지 목표 - 창고형 매장에 대해 과거에는 가격 소구적인 면이 많았음. 한 때 외국계 대형 유통채널의 실패 모델이었던 창고형 할인 매장에 대해 최근 소비자들의 수요가 다시 살아나고 있어 트레이더스의 전략적 시장 진출 성공은 가능성이 높아 보임 - 소비 트렌드 변화에 맞춰 향후 새로운 상품 구성에 주력

자료: 이마트, 대신증권 리서치센터

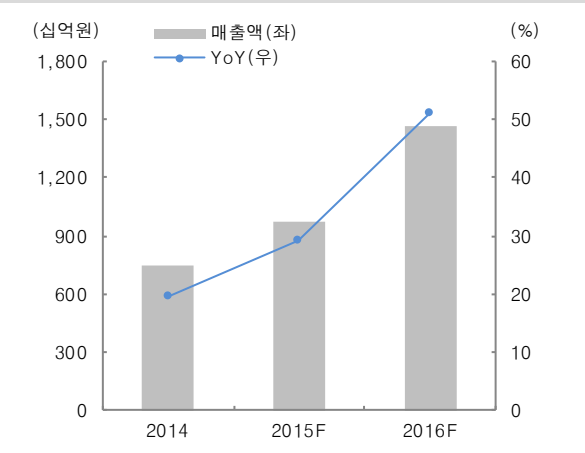
표 2. 이마트 목표주가 Valuation

(단위: 십억원)

Valuation	
당기순이익(15, 16년 가중 평균)	520
Target PER 10배	15
(A)영업가치	7,800
(B)삼상생명 지분가치(30% 할인)	1,036
(C)작정 기업가치	8,836
주식수(D)	27,876
주당가치(D/C)	317,000

자료: 이마트, 대신증권 리서치센터

그림 1. 트레이더스 매출액(증가율)



자료: 이마트, 대신증권 리서치센터

그림 2. 트레이더스 매장 사진



자료: 언론자료, 대신증권 리서치센터

표 3. 이마트 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	3,057	2,935	3,355	3,059	3,209	3,103	3,560	3,279	12,406	13,151	14,216
이마트	2,731	2,584	2,943	2,653	2,799	2,665	3,035	2,774	10,911	11,274	11,584
트레이더스	156	169	219	206	214	220	285	252	750	970	1,467
이마트몰	113	124	137	147	149	168	185	198	521	701	946
매출액	2,701	2,542	2,946	2,649	2,826	2,639	3,005	2,746	10,838	11,216	11,468
영업이익	174	129	205	149	194	146	221	165	657	726	763
이마트	181	136	213	158	196	157	225	172	688	750	788
트레이더스	2	4	4	2	4	8	14	2	12	28	38
이마트몰	-10	-11	-13	-12	-6	-7	-10	-6	-46	-29	-21
영업이익률(%)	5.7	4.4	6.1	4.9	6.0	4.7	6.2	5.0	6.0	6.4	6.6
이마트	6.6	5.3	7.2	6.0	7.0	5.9	7.4	6.2	6.3	6.7	6.8
트레이더스	1.3	2.4	1.8	1.0	1.7	3.8	4.9	0.7	1.6	2.8	2.6
이마트몰	-8.9	-8.8	-9.5	-8.2	-3.7	-4.4	-5.4	-3.0	-8.8	-4.1	-2.2
YoY(%)											
총매출액	-1.0	0.0	0.4	2.5	5.0	5.7	6.1	7.2	0.5	6.0	8.1
이마트	-1.2	-0.8	-1.4	0.1	2.5	3.1	3.1	4.6	-0.8	3.3	2.7
트레이더스	4.8	8.0	26.2	39.2	37.1	30.0	30.0	22.2	19.6	29.3	51.2
이마트몰	-10.2	1.8	6.4	16.0	32.6	35.0	35.0	35.0	3.6	34.5	35.0
매출액	0.4	-0.5	0.2	2.0	4.6	3.8	2.0	3.7	0.5	3.5	2.2
영업이익	-8.0	-19.3	-13.1	-14.6	11.6	13.2	7.8	10.9	-13.5	10.6	5.0

주: K-IFRS 별도기준
자료: 이마트, 대신증권 리서치센터

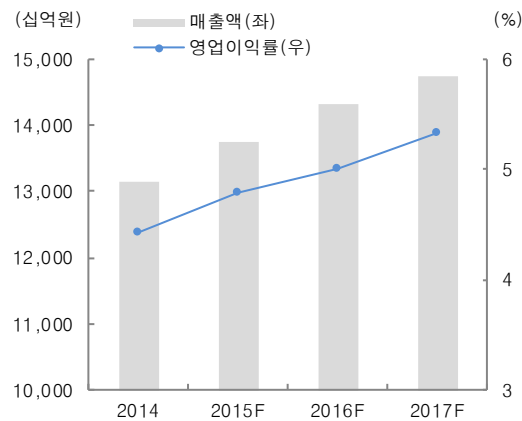
표 4. 이마트 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	3,264	3,109	3,542	3,239	3,399	3,246	3,661	3,438	13,154	13,744	14,308
이마트	2,731	2,584	2,943	2,653	2,799	2,665	3,035	2,774	10,838	11,274	11,584
슈퍼마켓	212	231	240	234	199	243	252	246	917	940	977
해외할인점	65	49	51	40	72	29	31	24	363	156	130
위드미	2	5	9	13	16	30	54	78	29	178	356
신세계조선호텔	86	100	107	115	105	110	118	127	450	460	506
신세계푸드	159	157	159	177	211	158	160	179	652	709	716
영업이익	164	112	189	118	161	133	207	157	583	658	715
이마트	174	129	205	149	195	148	218	158	657	720	769
이마트 연결자회사	-10	-17	-16	-31	-34	-15	-12	-1	-74	-61	-54
영업이익률(%)	5.0	3.6	5.3	3.7	4.7	4.1	5.6	4.6	4.4	4.8	5.0
이마트	6.4	5.0	7.0	5.6	7.0	5.6	7.2	5.7	6.1	6.4	6.6
이마트 연결자회사	-4.9	-7.3	-6.7	-13.1	-17.1	-6.2	-4.6	-0.3	-8.1	-6.5	-5.5
YoY(%)											
총매출액	1.0	-0.5	0.3	2.9	4.1	4.4	3.4	6.2	0.9	4.5	4.1
영업이익	-7.6	-28.9	-17.4	-31.1	-1.5	19.0	9.3	33.1	-20.7	13.0	8.6

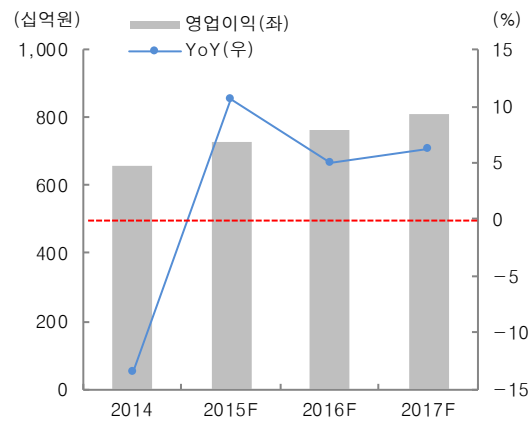
주: K-IFRS 연결기준
자료: 이마트, 대신증권 리서치센터

그림 3. 이마트 연결 기준 매출액 & 영업이익률



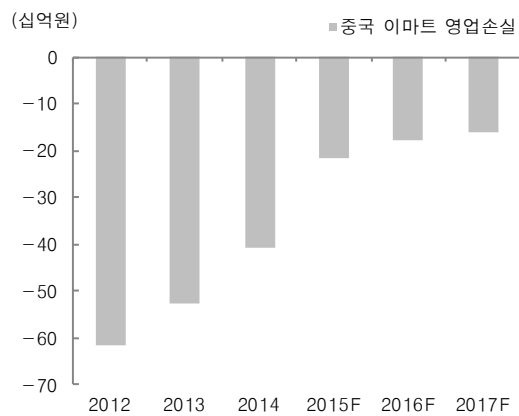
자료: 이마트 대신증권 리서치센터

그림 4. 이마트 연결 기준 영업이익(증가율)



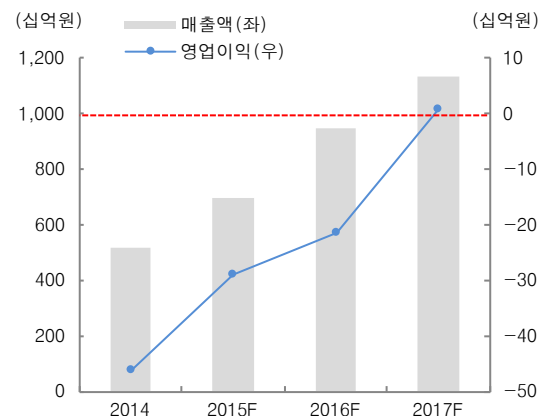
자료: 이마트 대신증권 리서치센터

그림 5. 중국 이마트 영업손실



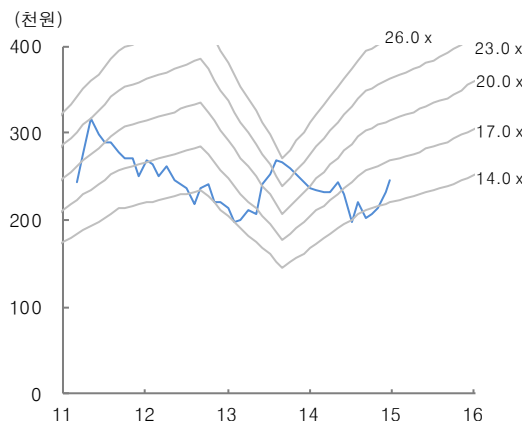
자료: 이마트 대신증권 리서치센터

그림 6. 이마트몰 매출액 & 영업손익



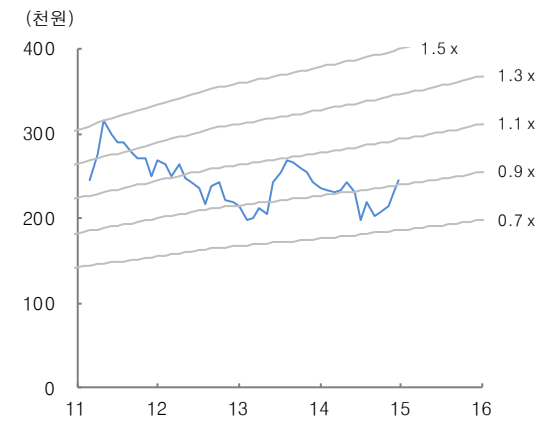
자료: 이마트 대신증권 리서치센터

그림 7. 이마트 12M Forward PER



자료: 이마트 대신증권 리서치센터

그림 8. 이마트 12M Forward PBR



자료: 이마트 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,035	13,154	13,744	14,308	14,749
매출원가	9,426	9,480	9,880	10,144	10,381
매출총이익	3,609	3,673	3,864	4,164	4,368
판매비와관리비	2,874	3,090	3,165	3,425	3,567
영업이익	735	583	700	739	801
영업외수익	5.6	4.4	5.1	5.2	5.4
EBITDA	1,129	997	1,148	1,235	1,340
영업외손익	-86	-159	-22	-24	-26
관계기업손익	-10	-23	67	67	67
금융수익	111	78	73	73	73
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-189	-167	-115	-116	-119
외환관련손실	8	36	7	7	7
기타	2	-47	-47	-47	-47
법인세비용차감전순이익	649	424	678	715	774
법인세비용	-173	-132	-169	-179	-194
계속사업순이익	476	292	508	536	581
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	476	292	508	536	581
당기순이익률	3.7	2.2	3.7	3.7	3.9
비재계분순이익	9	2	0	0	0
재계분순이익	467	290	508	536	581
매도금융자산평가	15	19	19	19	19
기타포괄이익	-2	-8	-8	-8	-8
포괄순이익	608	401	617	645	690
비재계분포괄이익	8	1	0	0	0
재계분포괄이익	600	400	617	645	690

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	16,762	10,404	18,231	19,245	20,830
PER	15.9	19.5	12.8	12.2	11.2
BPS	235,616	247,807	264,539	282,284	301,614
PBR	1.1	0.8	0.9	0.8	0.8
EBITDAPS	40,514	35,761	41,189	44,305	48,057
EV/EBITDA	9.6	9.5	9.0	8.4	7.8
SPS	467,619	471,864	493,033	513,283	529,096
PSR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
CFPS	44,947	41,215	49,761	52,877	56,628
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액증가율	2.8	0.9	4.5	4.1	3.1
영업이익증가율	0.0	-20.7	20.0	5.6	8.3
순이익증가율	9.5	-38.7	74.1	5.6	8.2
수익성					
ROC	6.3	4.4	5.5	5.5	5.7
ROA	5.8	4.3	4.9	5.0	5.2
ROE	7.4	4.3	7.1	7.0	7.1
안정성					
부채비율	94.9	95.9	92.3	88.3	83.3
순차입금비율	49.3	51.9	49.0	46.1	43.7
이자보상배율	5.9	4.7	7.0	7.3	7.7

주: K-IFRS 연결기준. 자료: 이마트 대신증권리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,261	1,304	1,461	1,568	1,662
현금및현금성자산	70	60	165	219	281
매출채권및기타채권	276	248	257	265	271
재고자산	744	804	841	875	902
기타유동자산	171	191	199	209	207
비유동자산	11,791	12,523	13,008	13,537	14,027
유형자산	8,728	9,266	9,771	10,225	10,635
관계기업투자지급	115	132	151	171	190
기타비유동자산	2,947	3,126	3,086	3,141	3,202
자산총계	13,052	13,827	14,470	15,105	15,689
유동부채	3,439	3,372	3,356	3,396	3,309
매입채무및기타채무	1,364	1,392	1,427	1,460	1,486
차입금	603	599	599	629	629
기타유동부채	849	787	730	677	627
비유동부채	623	593	599	629	566
차입금	2,033	2,453	2,646	2,737	2,896
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	882	942	942	951	924
부채총계	6,354	6,768	6,944	7,084	7,129
자본계분	6,568	6,908	7,374	7,869	8,408
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	1,025	1,251	1,717	2,212	2,751
기타자본변동	1,166	1,281	1,281	1,281	1,281
비재계분	130	152	152	152	152
자본총계	6,698	7,060	7,526	8,021	8,560
순차입금	3,303	3,660	3,687	3,696	3,737

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	803	701	1,039	1,115	1,204
당기순이익	476	292	508	536	581
비현금항목의가감	777	857	879	938	998
감가상각비	394	414	449	496	539
외환손익	-57	26	-2	-2	-2
자본법령이익	-3	-20	-20	-20	-20
기타	443	436	452	463	481
자산부채의증감	-221	-168	-112	-112	-110
기타현금흐름	-229	-280	-236	-247	-265
투자활동 현금흐름	-896	-958	-954	-1,012	-1,014
투자자산	-1	-1	-9	-64	-66
유형자산	-837	-936	-936	-936	-936
기타	-58	-21	-10	-12	-13
재무활동 현금흐름	111	250	63	-4	37
단기차입금	0	0	0	30	0
사채	0	0	138	71	115
장기차입금	182	324	54	21	44
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-43	-43	-42	-42	-42
기타	-28	-31	-88	-84	-80
현금의증감	17	-10	105	54	62
기초 현금	53	70	60	165	219
기말 현금	70	60	165	219	281
NOPLAT	539	402	525	554	600
FCF	68	-159	14	91	180

롯데쇼핑
(023530)

유정현
769,3162
cindy101@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규

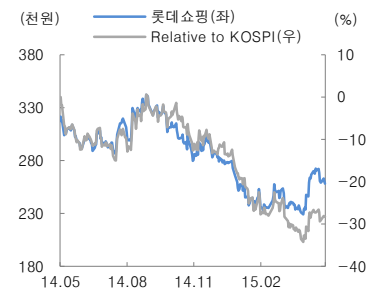
목표주가 330,000
신규

현재주가 258,000
(15.05.06)

유통업종

KOSPI	2,104.58
시가총액	8,125십억원
시가총액비중	0.61%
자본금(보통주)	157십억원
52주 최고/최저	342,000원 / 229,000원
120일 평균거래대금	133억원
외국인소유율	18.31%
주요주주	신동빈 외 18 인 63.97% 국민연금 5.26%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.7	9.8	-8.0	-19.4
상대수익률	9.6	2.0	-15.4	-24.9



장기 호흡으로 접근

투자 의견 매수, 목표주가 320,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 320,000원은 12개월 Forward EPS 기준 PER 10배(KOSPI 평균) 적용
- 경기 부진과 소비 트렌드 변화에 따른 구조적 성장장 국면에서 당장 큰 폭의 실적 개선을 기대하긴 어려우나 현재의 valuation은 모든 악재를 반영하였다고 판단
- 백화점 기존점 성장률의 (+) 전환이 주가 상승의 catalyst, 4월 세월호 기저효과에 따른 매출 성장으로 점진적인 주가 상승 예상됨

1Q15 실적 Preview

- 총매출액과 영업이익은 각각 72,512억원(YoY +2.4%), 2,891억원(YoY -9.2%) 추정
- 백화점과 할인점 모두 기존점포 성장률이 YoY (-)를 기록함에 따라 매출과 영업이익 모두 부진한 것으로 파악. 특히 지난 해 신규 출점한 복합쇼핑몰과 아울렛 매출이 기대에 못 미치고, 자산유동화에 따른 임차료 부담이 분기별 100억원 가량 증가함에 따라 이익이 더 크게 감소한 것으로 판단

해외 부문 적자폭 감소, 완만한 소비 증가로 올해 영업이익 6.3% 증가 전망

- 지난 해 4월 세월호 사고 이후 타 유통채널 대비 백화점 소비가 눈에 띄게 악화된 점을 고려하면 올해 2Q는 기저효과에 따른 이익 개선 가능할 전망
- 향후 실적 개선의 관건은 기존 채널의 이탈 고객을 다시 유인하는 것으로 아울렛이 중·단기적인 대안이 될 수 있음. 지난 해 4개에 이어 올해도 3개의 아울렛 신규 출점 예정임. 그러나 출점 후 BEP 도달 시점이 예전에 비해 길어지고 있어 출점 확대 정책이 이익 방어에 크게 기여하지는 못할 것으로 보여짐
- 그러나 지난 해 4Q 중국 할인마트 부문의 구조조정 및 영업권 손상처분에 따른 대규모 적자 발생을 고려하면 올해 해외 부문 손실은 크게 감소할 전망(영업손실 14년 -2,500억원 vs. 15년 전망 -1,672억원). 실적은 올해 상반기를 기점으로 bottom-out 할 것으로 판단되며 연간 총매출액은 YoY 2.9%, 영업이익은 YoY 6.3% 증가 예상됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	28,212	28,100	28,928	29,962	30,911
영업이익	1,485	1,188	1,263	1,425	1,498
세전순이익	1,318	1,078	1,266	1,431	1,495
총당기순이익	881	616	861	973	1,017
자본지분순이익	788	527	813	919	960
EPS	25,048	16,724	25,829	29,186	30,490
PER	16.1	16.3	10.4	9.2	8.8
BPS	515,186	531,131	557,432	588,717	624,056
PBR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	5.1	3.2	4.7	5.1	5.0

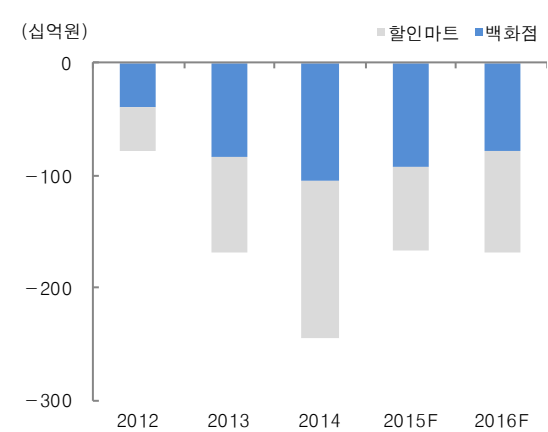
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 롯데쇼핑, 대신증권 리서치센터

표 1. 롯데쇼핑 실적 추이 및 전망 (십억원 %)

	2014				2015F				2014	2015	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총매출액	7,079	7,155	7,248	7,687	7,251	7,443	7,398	7,935	29,169	30,027	31,112
백화점	2,136	2,064	1,866	2,492	2,174	2,124	1,936	2,566	8,558	8,800	9,214
할인점	2,193	2,032	2,162	2,101	2,210	2,074	2,215	2,155	8,488	8,654	8,736
슈퍼마켓	574	596	614	571	644	655	666	677	2,355	2,640	2,816
홈쇼핑	232	248	228	274	239	255	235	282	982	1,011	1,042
편의점	624	739	812	727	668	791	869	778	2,902	3,105	3,322
롯데하이마트	805	977	1,016	955	880	1,070	1,066	990	3,753	4,005	4,115
롯데카드	425	460	400	474	438	474	412	488	1,759	1,812	1,866
매출액	6,786	6,921	6,983	7,406	6,986	7,170	7,128	7,645	28,096	28,928	29,962
영업이익	318	334	305	232	289	338	318	318	1,188	1,263	1,425
백화점	178	135	105	177	179	139	116	191	843	624	723
할인점	34	9	51	-19	3	56	63	13	75	134	186
슈퍼마켓	-3	11	4	-6	-3	12	4	-7	6	6	6
홈쇼핑	24	22	19	26	25	23	20	27	91	94	97
편의점	5	18	19	8	5	19	20	9	50	54	57
롯데하이마트	10	57	65	31	62	93	93	63	164	310	314
롯데카드	62	75	36	31	31	33	29	34	204	127	131
영업이익률 (%)	4.5	4.7	4.2	3.0	4.0	4.5	4.3	4.0	4.1	4.2	4.6
백화점	8.3	6.6	5.6	7.1	8.2	6.5	6.0	7.4	9.9	7.1	7.8
할인점	1.6	0.4	2.4	-0.9	0.1	2.7	2.8	0.6	0.9	1.6	2.1
슈퍼마켓	-0.5	1.8	0.7	-1.1	-0.5	1.8	0.7	-1.1	0.3	0.2	0.2
홈쇼핑	10.3	8.9	8.3	9.5	10.3	8.9	8.3	9.5	9.3	9.3	9.3
편의점	0.8	2.4	2.3	1.1	0.8	2.4	2.3	1.1	1.7	1.7	1.7
롯데하이마트	1.3	5.8	6.4	3.3	7.0	8.7	8.7	6.4	4.4	7.7	7.6
롯데카드	14.6	16.3	9.0	6.5	7.0	7.0	7.0	7.0	11.6	7.0	7.0
YoY (%)											
총매출액	-0.3	-1.4	0.0	-0.1	2.4	4.0	2.1	3.2	-0.4	2.9	3.6
백화점	0.5	-1.5	1.1	-2.6	1.8	2.9	3.8	3.0	-0.8	2.8	4.7
할인점	-7.3	-9.6	-11.2	-3.1	0.8	2.1	2.5	2.6	-7.9	2.0	1.0
슈퍼마켓	1.3	2.2	0.7	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5	0.9	12.1	6.7
홈쇼핑	7.8	10.8	6.3	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	7.4	3.0	3.0
편의점	1.0	4.2	5.2	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	8.0	7.0	7.0
롯데하이마트	10.5	6.1	7.6	3.3	9.3	9.5	4.9	3.6	6.6	6.7	2.7
롯데카드	0.0	1.8	11.1	3.7	3.0	3.0	3.0	3.0	3.8	3.0	3.0
영업이익	-7.8	-11.1	-15.9	-42.4	-9.2	1.4	4.2	37.2	-20.0	6.3	12.9

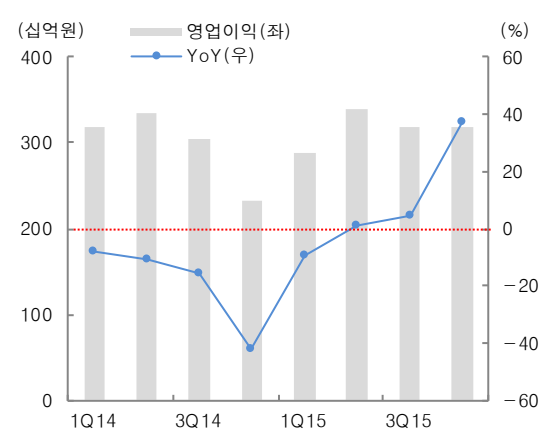
주: K-IFRS 연결기준
자료: 롯데쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 1. 유통부문 해외 사업부 영업손실 추이



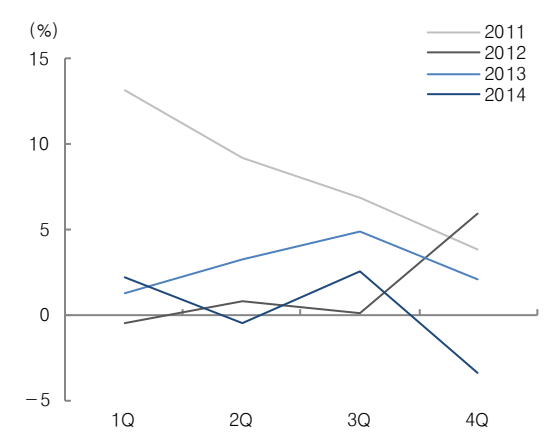
자료: 롯데쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 2. 롯데쇼핑 영업이익(증가율)



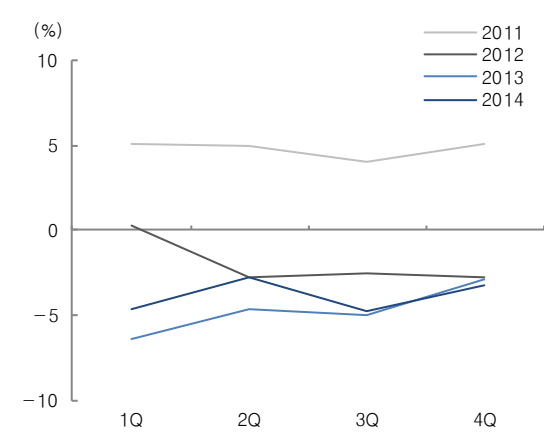
자료: 롯데쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 3. 롯데백화점 기존점 성장률



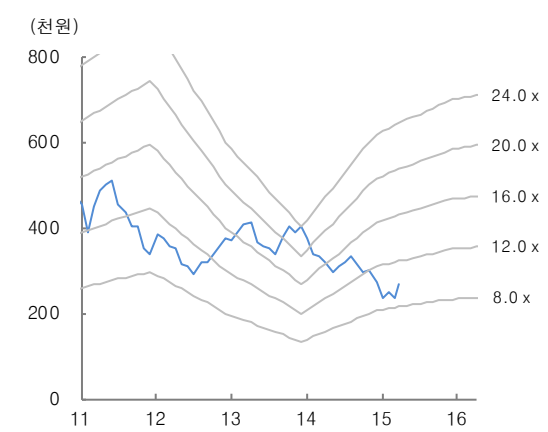
자료: 롯데쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 4. 롯데마트 기존점 성장률



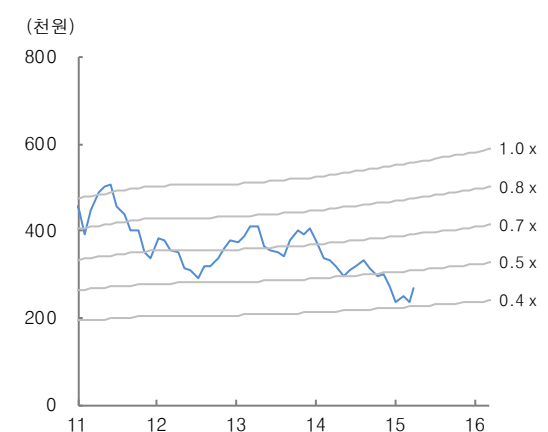
자료: 롯데쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 5. 롯데쇼핑 12M Forward PER



자료: 롯데쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 6. 롯데쇼핑 12M Forward PBR



자료: 롯데쇼핑 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	28,212	28,100	28,928	29,962	30,911
매출원가	19,547	19,337	19,705	20,404	20,983
매출총이익	8,665	8,763	9,224	9,558	9,928
판매비와관리비	7,179	7,575	7,961	8,133	8,430
영업이익	1,485	1,188	1,263	1,425	1,498
영업외수익	53	42	44	48	48
EBITDA	2,306	2,088	2,073	2,210	2,259
영업외손익	-167	-110	3	6	-3
관계기업손익	5	52	52	52	52
금융수익	360	241	205	186	170
외환관련이익	3	2	1	1	1
금융비용	-350	-343	-270	-250	-242
외환관련손실	15	69	63	58	53
기타	-181	-60	16	18	16
법인세비용차감전순이익	1,318	1,078	1,266	1,431	1,495
법인세비용	-438	-462	-405	-458	-478
계속사업순이익	881	616	861	973	1,017
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	881	616	861	973	1,017
당기순이익률	3.1	2.2	3.0	3.2	3.3
비재계분순이익	92	89	48	54	56
재계분순이익	788	527	813	919	960
매도금융자산평가	-1	13	0	0	0
기타포괄이익	4	-5	0	0	0
포괄순이익	917	694	861	973	1,017
비재계분포괄이익	93	129	48	54	56
재계분포괄이익	824	566	813	919	960

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	25,048	16,724	25,829	29,186	30,490
PER	16.1	16.3	10.2	9.0	8.6
BPS	515,186	531,131	557,432	588,717	624,056
PBR	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4
EBITDAPS	73,263	66,297	65,837	70,168	71,749
EV/EBITDA	7.2	5.7	5.4	4.7	4.2
SPS	896,250	892,308	918,626	951,438	981,585
PSR	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
CFPS	68,684	61,414	67,366	71,176	72,218
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액증가율	126	-0.4	2.9	3.6	3.2
영업이익증가율	12	-20.0	6.3	12.9	5.1
순이익증가율	-23.9	-30.1	39.9	13.0	4.5
수익성					
ROC	5.2	3.6	4.5	5.1	5.4
ROA	3.9	3.0	3.1	3.5	3.7
ROE	5.1	3.2	4.7	5.1	5.0
안정성					
부채비율	130.3	128.4	118.6	106.1	97.9
순차입금비율	18.1	14.0	10.8	5.9	1.4
이자상환비율	6.0	4.8	7.1	8.8	9.7

주: K-IFRS 연결기준, 자료: 롯데쇼핑 대신증권리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	14,291	14,976	15,034	14,897	15,462
현금및현금성자산	1,309	1,928	1,814	1,468	1,827
매출채권및기타채권	1,113	1,170	1,239	1,317	1,399
재고자산	3,114	3,161	3,254	3,371	3,477
기타유동자산	8,754	8,716	8,727	8,741	8,759
비유동자산	24,681	25,097	25,225	25,187	25,325
유형자산	15,789	15,901	15,766	15,644	15,533
관계기업투자지급	1,064	1,163	1,217	1,270	1,323
기타비유동자산	7,829	8,032	8,242	8,273	8,469
자산총계	38,973	40,072	40,259	40,083	40,787
유동부채	12,332	12,534	11,805	11,228	10,744
매입채무및기타채무	5,904	6,337	6,448	6,586	6,713
차입금	1,268	1,487	1,339	1,205	1,084
유동상채무	3,505	3,082	2,710	2,383	2,095
기타유동부채	1,654	1,628	1,308	1,054	851
비유동부채	9,715	9,995	10,041	9,410	9,430
차입금	7,617	7,864	7,854	7,165	7,125
전환증권	284	293	293	293	293
기타비유동부채	1,814	1,838	1,894	1,952	2,012
부채총계	22,047	22,528	21,846	20,638	20,173
자본계분	16,224	16,726	17,554	18,539	19,652
자본금	157	157	157	157	157
자본잉여금	3,911	3,911	3,911	3,911	3,911
이익잉여금	11,895	12,360	13,114	13,974	14,875
기타자본변동	260	298	371	497	708
비자본계분	702	818	859	907	961
자본총계	16,925	17,544	18,413	19,446	20,613
순차입금	3,071	2,457	1,992	1,140	285

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	1,331	1,630	1,178	1,262	1,282
당기순이익	881	616	861	973	1,017
비현금항목의가감	1,281	1,318	1,260	1,268	1,258
감가상각비	821	899	810	784	761
외환손익	-141	15	14	13	12
자본변동이익	0	0	0	0	0
기타	601	403	436	471	485
자산부채의증감	-885	-317	-445	-446	-446
기타현금흐름	53	13	-498	-533	-547
투자활동 현금흐름	-1,736	-600	-754	-543	-674
투자자산	59	-30	-209	2	-129
유형자산	-1,807	-566	-566	-566	-566
기타	13	-4	21	21	21
재무활동 현금흐름	772	-416	-813	-1,433	-731
단기차입금	-787	246	-149	-134	-120
사채	974	-848	0	-649	0
장기차입금	663	468	-10	-40	-40
유상증자	269	0	0	0	0
현금배당	-63	-59	-59	-59	-59
기타	-284	-223	-595	-550	-511
현금의증감	375	619	-114	-346	359
기초 현금	934	1,309	1,928	1,814	1,468
기말 현금	1,309	1,928	1,814	1,468	1,827
NOPLAT	992	679	859	969	1,019
FCF	-146	-367	-194	-110	-83

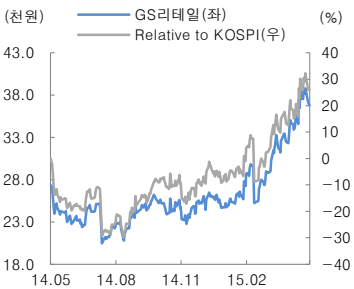
GS리테일
(007070)

유정현
769,3162
cndy101@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규
목표주가 48,600
신규
현재주가 36,800
(15.05.06)
유통업종

KOSPI	2,104.58
시가총액	2,834십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	77십억원
52주 최고/최저	38,900원 / 20,450원
120일 평균거래대금	78억원
외국인지분율	16.82%
주요주주	GS 65.75%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.9	28.2	48.7	29.6
상대수익률	10.8	19.1	36.8	20.6



Initiation

성장(편의점)과
개선(슈퍼마켓) 동시에

투자의견 매수, 목표주가 48,600원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 48,600원은 12개월 Forward EPS 기준 PER 25배(Global peer 평균 PER) 적용하여 산출
- 슈퍼마켓 사업부 수익성 부진에도 불구하고, 슈퍼마켓과 기타 임대사업부의 합산 영업이익률이 2% 수준으로 편의점 부문 영업이익률 3.2% 대비 양호한 수준 경쟁사 대비 Valuation 할인 근거 없다고 판단

1Q15 실적 Preview

- 매출액과 영업이익은 각각 12,263억원(YoY +8.4%), 187억원(YoY +47.0%) 추정
- 1Q 담배가격 인상효과로 매출 및 이익 증가. 슈퍼마켓 사업부 실적은 여전히 부진하나 예상치에서 크게 벗어나지 않아 특별히 이익에 큰 영향을 주지 않은 것으로 파악

편의점 사업부 안정적인 성장과 슈퍼마켓 사업부 실적 개선 동시에

- 편의점 업계의 top-tier로서 산업의 구조적 성장을 향유할 전망. 또한 정부의 기업형 슈퍼마켓 산업 규제에 따른 부정적 영향은 올해부터 소멸될 예정. 슈퍼마켓 사업이 경기 영향을 많이 받지만 현 상황에서 추가적으로 악화될 가능성은 낮아 실적에 더 이상 부담으로 작용하진 않을 것으로 판단
- 편의점 사업부의 안정적인 성장과 슈퍼마켓 사업부의 점진적인 실적 개선으로 올해 매출액과 영업이익은 각각 YoY 8.7%, 20.2% 증가할 전망
- 파르나스 호텔 인수와 관련한 이슈가 동사 실적에 미치는 영향을 중립적. 현재 진행 중인 실사가 완료되고 구체적인 계획이 제시되면 실적에 반영할 계획

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	4,709	4,962	5,392	5,810	6,247
영업이익	155	143	172	188	212
세전순이익	159	149	191	210	236
총당기순이익	119	111	145	160	179
자배분순이익	119	111	145	160	179
EPS	1,546	1,445	1,881	2,074	2,330
PER	18.1	17.7	19.4	17.6	15.6
BPS	20,969	21,838	23,116	24,586	26,311
PBR	1.3	1.2	1.6	1.5	1.4
ROE	7.6	6.8	8.4	8.7	9.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: GS리테일, 대신증권 리서치센터

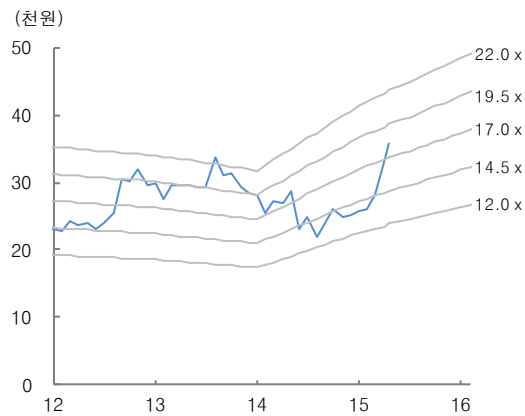
표 1. GS 리테일 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	1,131	1,250	1,330	1,251	1,226.3	1,357	1,440	1,369	4,962	5,392	5,810
편의점	773	877	949	903	857	975	1,039	1,006	3,502	3,876	4,222
점포수	7,885	8,040	8,174	8,290	8,490	8,590	8,690	8,790	8,290	8,790	9,360
점당매출액(백만원)	98	109	116	109	101	113	120	114	422	441	451
슈퍼마켓	326	344	347	313	334	351	363	325	1,331	1,374	1,431
점포수	260	262	255	262	266	267	267	268	262	268	275
점당매출액(백만원)	1,255	1,315	1,361	1,196	1,255	1,315	1,361	1,214	5,081	5,126	5,205
기타	32	29	34	35	35	31	38	38	129	142	156
영업이익	13	42	55	34	18.7	49	63	42	143	172	188
편의점	9	33	43	25	15	39	50	29	111	133	144
슈퍼마켓	0	3	5	-6	1	3	5	-3	2	5	6
기타	3	6	7	15	4	7	8	16	31	34	38
영업이익률(%)	1.1	3.4	4.1	2.7	1.5	3.6	4.3	3.1	2.9	3.2	3.2
편의점	1.2	3.8	4.6	2.7	1.7	4.0	4.8	2.9	3.2	3.4	3.4
슈퍼마켓	0.1	0.7	1.4	-1.8	0.2	0.8	1.5	-1.0	0.1	0.4	0.4
기타	10.0	22.1	20.3	41.7	10.1	22.7	20.0	42.9	24.1	24.2	24.2
YoY(%)	1.3	3.6	4.3	2.5	1.9	3.9	4.7	3.4	3.0	3.5	3.6
매출액											
편의점	3.5	6.7	4.8	6.5	8.4	8.5	8.3	9.4	5.4	8.7	7.8
슈퍼마켓	7.2	10.8	8.5	8.6	10.9	11.1	9.4	11.4	8.8	10.7	8.9
기타	-4.2	-2.5	-4.1	-0.9	2.4	2.1	4.7	4.0	-2.9	3.2	4.2

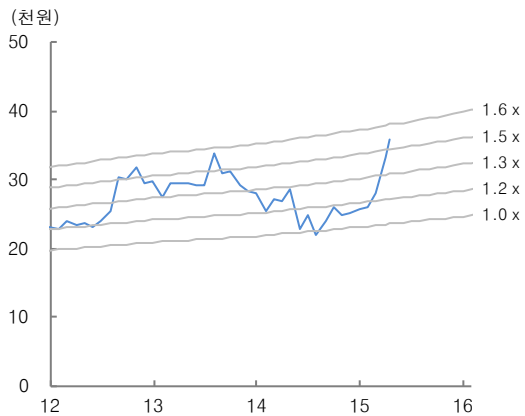
주: K-IFRS 연결기준
자료: GS 리테일, 대신증권 리서치센터

그림 1. GS 리테일 12M Forward PER



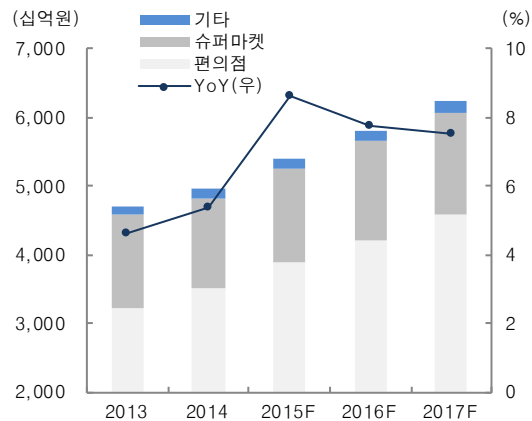
자료: GS리테일, 대신증권 리서치센터

그림 2. GS 리테일 12M Forward PBR



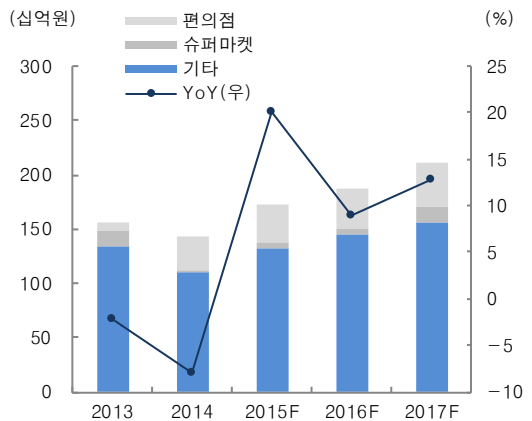
자료: GS리테일, 대신증권 리서치센터

그림 3. 매출액(성장률) 추이



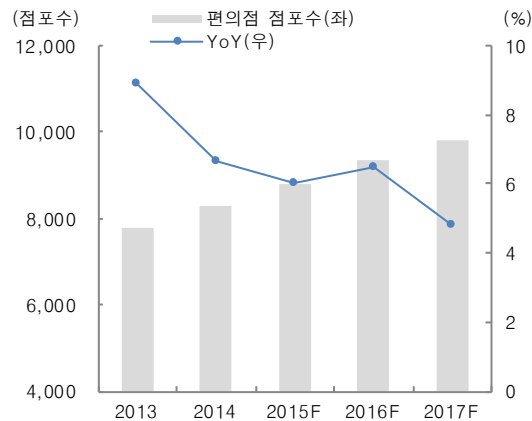
자료: GS리테일 대산증권 리서치센터

그림 4. 영업이익(증가율) 추이



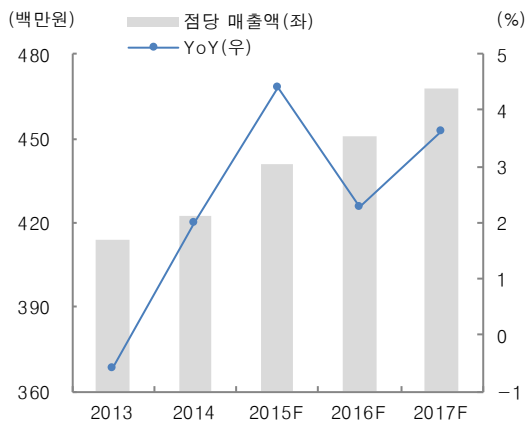
자료: GS리테일 대산증권 리서치센터

그림 5. 편의점 점포수(증가율) 추이



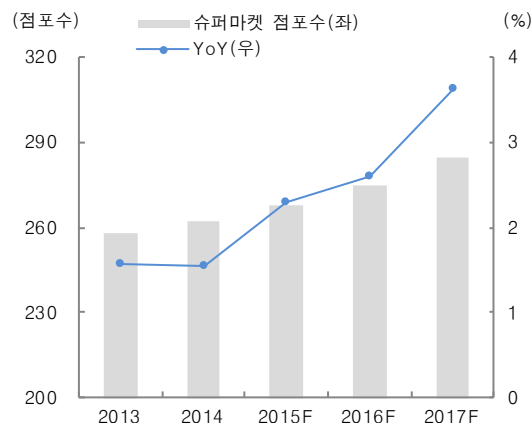
자료: GS리테일 대산증권 리서치센터

그림 6. 편의점 점당 매출 추이



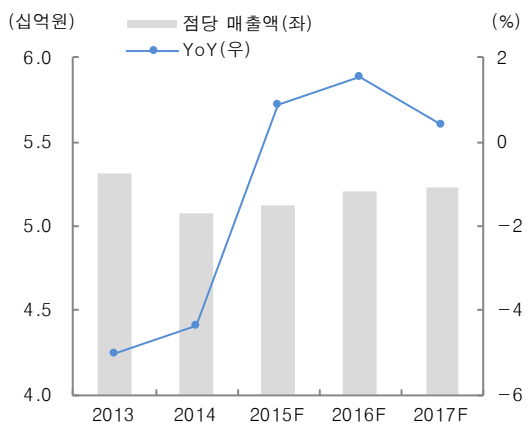
자료: GS리테일 대산증권 리서치센터

그림 7. 슈퍼마켓 점포수(증가율) 추이



자료: GS리테일 대산증권 리서치센터

그림 8. 슈퍼마켓 점당 매출 추이



자료: GS리테일 대산증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	4,709	4,962	5,392	5,810	6,247
매출원가	3,647	3,887	4,241	4,557	4,891
매출총이익	1,061	1,076	1,151	1,253	1,356
판매비와판매료	906	933	979	1,065	1,144
영업이익	155	143	172	188	212
영업외수익	33	29	32	32	34
EBITDA	327	324	351	371	397
영업외손익	4	5	18	22	24
관계기업손익	-5	-3	-3	-3	-3
금융수익	32	29	29	29	29
외환손익	0	0	0	0	0
금융비용	-43	-39	-30	-23	-22
외환손실	0	0	0	0	0
기타	21	19	23	19	21
법인세비용차감전순이익	159	149	191	210	236
법인세비용	-40	-37	-46	-50	-57
계속사업순이익	119	111	145	160	179
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	119	111	145	160	179
당기순이익률	2.5	2.2	2.7	2.7	2.9
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	119	111	145	160	179
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-1	0	0	0
포괄순이익	121	102	145	160	179
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	121	102	145	160	179

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	1,546	1,445	1,881	2,074	2,330
PER	18.1	17.7	19.8	17.9	15.9
BPS	20,969	21,838	23,116	24,586	26,311
PBR	1.3	1.2	1.6	1.5	1.4
EBITDAPS	4,247	4,204	4,563	4,816	5,161
EV/EBITDA	7.1	6.3	8.0	7.2	6.5
SPS	61,150	64,447	70,025	75,453	81,133
PSR	0.5	0.4	0.6	0.5	0.5
CFPS	5,029	4,979	5,106	5,312	5,678
DPS	450	600	600	600	600

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액 증/감	7.6	5.4	8.7	7.8	7.5
영업이익 증/감	10.4	-7.6	20.3	9.0	12.8
순이익 증/감	-3.6	-6.5	30.1	10.3	12.4
수익성					
ROIC	14.2	13.3	15.8	17.1	19.3
ROA	5.4	4.9	5.9	6.3	6.9
ROE	7.6	6.8	8.4	8.7	9.2
안정성					
부채비율	78.4	73.7	66.0	59.6	54.5
순채입금비율	10.7	4.0	-3.3	-10.3	-13.7
이자보상비율	3.6	3.7	5.7	8.3	9.6

자료: GS 리테일 대손증권리서치센터

재무상태표	(단위: 억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	702	692	718	780	886
현금및현금성자산	44	104	153	156	193
매출채권 및 기타채권	108	108	119	132	146
재고자산	153	122	132	143	156
기타유동자산	397	358	313	350	391
비유동자산	2,178	2,228	2,237	2,242	2,244
유형자산	707	749	781	805	823
관계기업투자지분	16	12	8	5	1
기타비유동자산	1,455	1,468	1,448	1,432	1,420
자산총계	2,880	2,920	2,954	3,022	3,131
유동부채	480	545	510	481	499
매입채무 및 기타채무	382	415	437	458	480
차입금	60	0	0	0	0
유동상채무	0	100	50	5	5
기타유동부채	38	30	23	18	14
비유동부채	786	693	664	648	606
차입금	538	400	327	277	272
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	248	293	337	371	334
부채총계	1,266	1,239	1,174	1,129	1,105
자본지분	1,615	1,682	1,780	1,893	2,026
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	156	156	156	156	156
이익잉여금	1,383	1,450	1,548	1,662	1,795
기타자본변동	-1	-1	-1	-1	-2
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	1,615	1,682	1,780	1,893	2,026
순차입금	173	67	-59	-194	-278

현금흐름표	(단위: 억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	294	368	387	406	425
당기순이익	119	111	145	160	179
비현금항목의가감	268	272	248	249	258
감가상각비	172	180	179	183	185
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	5	3	3	3	3
기타	91	88	66	63	69
자산부채의증감	-28	59	42	42	39
기타현금흐름	-65	-74	-48	-45	-51
투자활동 현금흐름	-121	-181	-103	-185	-190
투자자산	-18	0	4	4	4
유형자산					-108
기타	5	5	79	-3	-8
재무활동 현금흐름	-181	-128	-169	-141	-51
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-50	0	0	0	0
장기차입금	-100	-93	-73	-50	-5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-31	-35	-46	-46	-46
기타	0	0	-50	-45	0
현금의증감	-7	60	49	3	37
기초 현금	52	44	104	153	156
기말 현금	44	104	153	156	193
NOPLAT	116	107	131	143	161
FCF	107	72	123	138	159

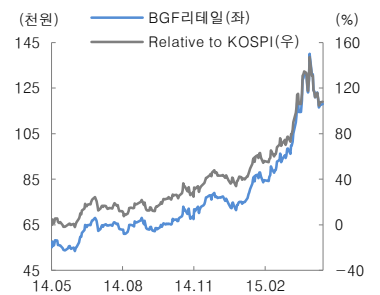
BGF리테일
(027410)

유정현
769,3162
cindy101@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규
목표주가 140,000
신규
현재주가 117,500
(15.05.06)
0업종

KOSPI	2,104.58
시가총액	2,834십억원
시가총액비중	0.22%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	140,000원 / 53,400원
120일 평균거래대금	60억원
외국인거분율	24.69%
주요주주	홍석조 외 32 인 61.60%

주기수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	32.6	61.1	0.0
상대수익률	-2.3	23.2	48.2	0.0



Initiation

편의점 업계의
질적 성장을 선도

투자의견 매수, 목표주가 140,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 140,000원은 12개월 Forward EPS 기준 PER 25배(global peer의 평균 PER) 적용한 값에 현금성 자산 가치 합산하여 산출
- 성장하는 오프라인 유통채널에서 과점 사업자이자 순수편의점 업체로서 global peer 대비 높은 ROE를 유지하고 있음. 추후 valuation 상승 가능성 존재
- 그러나 상장 이후 주가는 140% 이상 상승하며 성장에 대한 기대감을 일정 부분 반영하고 있다고 판단. 장기적인 안목에서 동사에 대해 긍정적인 전망을 하고 있으나 단기적으로 주가는 기간 조정을 거칠 것으로 판단

1Q15 실적 Preview

- 매출 및 영업이익은 8,269억원(YoY +12.8%), 139억원(YoY +24.2%) 예상(연결기준)
- 1Q 담배가격 인상(+80%)으로 수요는 약 30% 감소했으나 가격 인상 효과가 절대적으로 크게 나타남. 점포수도 YoY 7.4% 증가함에 따라 호실적 기록 추정

PB 개발에 선도적 역할, 순수 편의점 업체로서 적극적인 질적 성장 견인

- 점포 1개당 coverage 인구수는 이미 일본을 넘어섰으나 점당 매출이 1/3 수준에 불과 해 성장 구간에서 업계간 경쟁은 심하지 않을 것으로 판단
- 향후 2~3년간 매년 600개 이상(순증 기준)의 점포 신규 개설과 고마진의 PB 상품 및 간편 조리식품 매출 비중 증가로 당분간 양적 성장과 질적 성장 모두 가능할 전망
- PB 상품의 경우 일반 상품 대비 3~4%p 매출 총이익률이 높음. 현재 PB 상품의 판매 비중은 38% 수준이며 궁극적으로 50%까지 확대할 계획임
- 올해 점포 수 증가(YoY +7.1)와 점당 매출 증가(YoY +5.1%)에 힘입어 매출액과 영업이익은 각각 YoY 12.6%, YoY 12.5% 증가할 것으로 예상됨

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	3,130	3,368	3,794	4,255	4,663
영업이익	105	124	140	169	191
세전순이익	93	136	157	188	210
총당기순이익	70	101	119	143	160
자비자분순이익	69	102	119	143	160
EPS	2,796	4,125	4,836	5,808	6,483
PER	0.0	18.5	24.3	20.2	18.1
BPS	7,860	22,686	26,920	32,127	38,010
PBR	0.0	3.4	4.4	3.7	3.1
ROE	40.2	27.0	19.5	19.7	18.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: BGF리테일, 대신증권 리서치센터

표 1. BGF 리테일 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
매출액	733	850	911	874	827	957	1,027	983	3,368	3,794	4,255
점포수	7,969	8,120	8,251	8,408	8,558	8,708	8,858	9,008	8,408	9,008	9,608
점당 매출액(백만원)	92	105	110	104	97	110	116	109	401	421	443
영업이익	11	39	44	30	14	43	49	33	124	140	169
영업이익률 (%)	1.5	4.5	4.8	3.5	1.7	4.5	4.8	3.4	3.7	3.7	4.0
YoY (%)											
매출액	3.1	7.0	8.0	11.8	12.8	12.6	12.7	12.5	7.6	12.6	12.2
영업이익	25.8	4.6	18.9	36.5	24.2	11.7	11.7	10.4	18.2	12.5	21.1

주: K-IFRS 연결기준
자료: BG 리테일, 대산증권 리서치센터

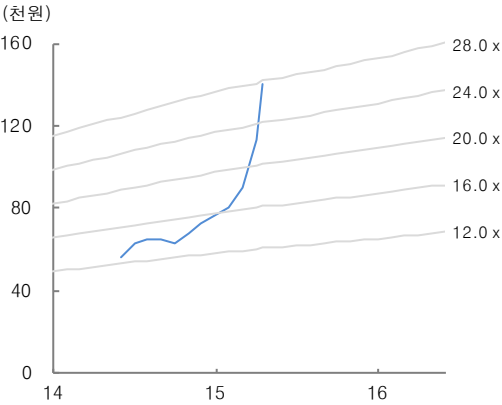
표 2. BGF 리테일 목표주가 Valuation

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

Valuation	
당기순이익 (15, 16년 가중평균)	129
Target PER	25
(A)영업가치	3,229
(B)보유 현금가치	219
(C)적정 기업가치(A+B)	3,447
주식수(D)	24,640
적정 주가(C/D)	140,000

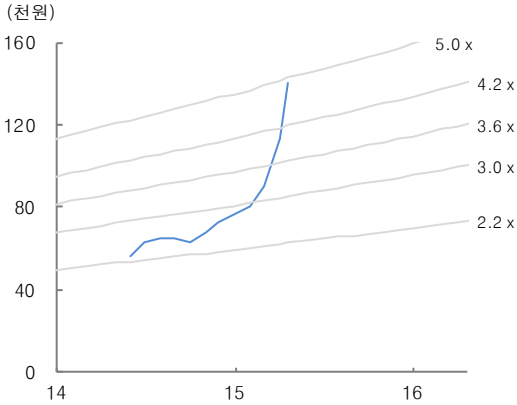
자료: BG 리테일, 대산증권 리서치센터

그림 9. BGF 리테일 12M Forward PER



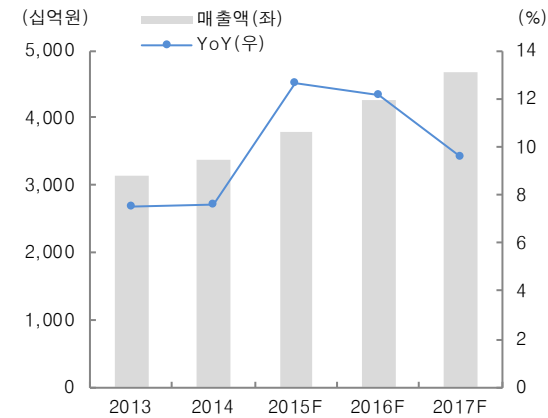
자료: BGF리테일, 대산증권 리서치센터

그림 10. BGF 리테일 12M Forward PBR



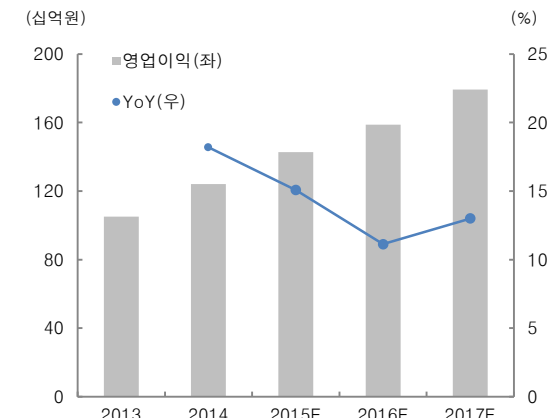
자료: BGF리테일, 대산증권 리서치센터

그림 11. 매출액(성장률) 추이



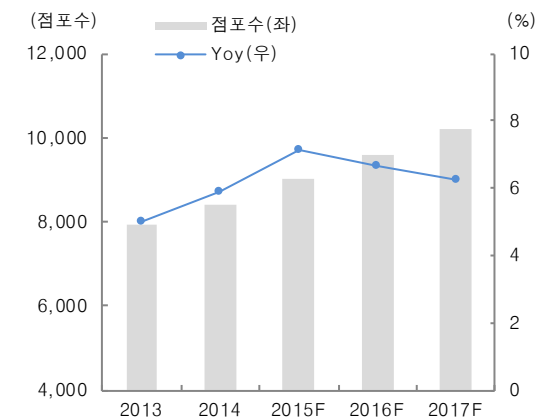
자료: BGF리테일 대산증권 리서치센터

그림 12. 영업이익(증가율) 추이



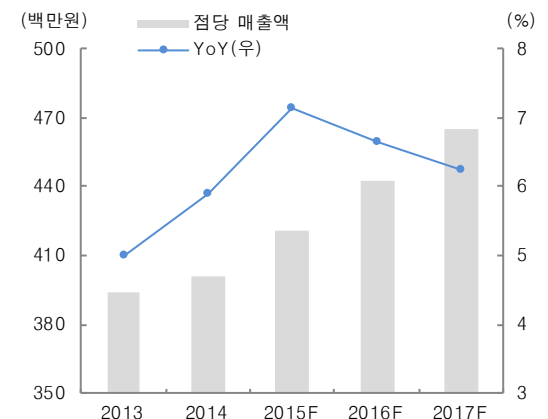
자료: BGF리테일 대산증권 리서치센터

그림 13. 편의점 점포수(증가율) 추이



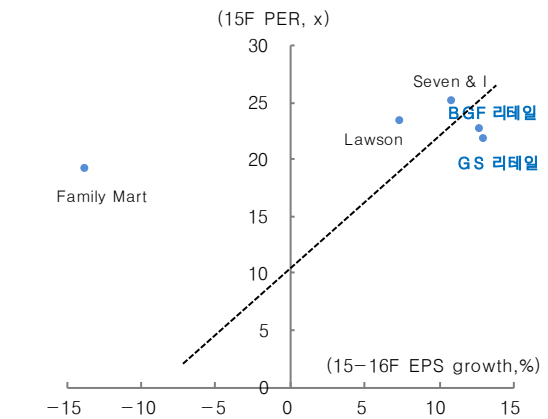
자료: BGF리테일 대산증권 리서치센터

그림 14. 편의점 점당 매출 추이



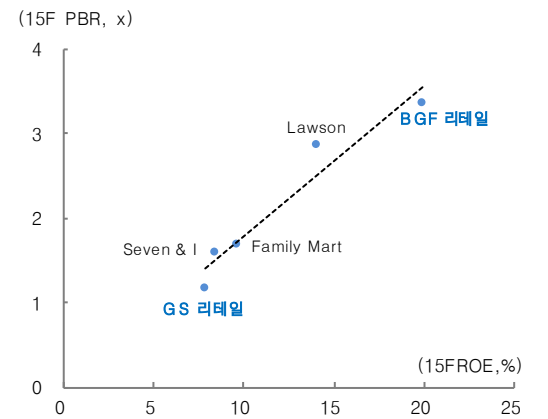
자료: BGF리테일 대산증권 리서치센터

그림 15. 편의점 peer group EPSG-PER 비교



자료: Bloomberg, 대산증권 리서치센터

그림 16. 편의점 peer group ROE-PBR 비교



자료: Bloomberg, 대산증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 억 원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	3,130	3,368	3,794	4,255	4,663
매출원가	2,387	2,569	2,884	3,233	3,541
매출총이익	743	799	910	1,022	1,122
판매비와관리비	638	675	770	853	931
영업이익	105	124	140	169	191
영업외수익	3.4	3.7	3.7	4.0	4.1
EBITDA	213	229	232	266	292
영업외손익	-12	12	17	19	20
관계기업손익	5	1	0	0	0
금융수익	16	17	17	17	17
외환보통이익	0	0	0	0	0
금융비용	-22	-11	-8	-6	-6
외환보통손실	0	0	0	0	0
기타	-11	5	8	8	8
법인세비용차감전순이익	93	136	157	188	210
법인세비용	-23	-35	-38	-45	-50
계속사업순이익	70	101	119	143	160
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	70	101	119	143	160
당기순이익률	2.2	3.0	3.1	3.4	3.4
비재계분순이익	1	0	0	0	0
재계분순이익	69	102	119	143	160
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	71	97	119	143	160
비재계분포괄이익	1	0	0	0	0
재계분포괄이익	69	98	119	143	160

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	2,796	4,125	4,836	5,808	6,483
PER	0.0	18.5	24.4	20.3	18.2
BPS	7,860	22,686	26,920	32,127	38,010
PBR	0.0	3.4	4.4	3.7	3.1
EBITDAPS	8,660	9,296	9,409	10,813	11,843
EV/EBITDA	NA	6.1	10.5	8.9	7.7
SPS	127,029	136,688	153,958	172,690	189,236
PSR	0.0	0.6	0.8	0.7	0.6
CFPS	9,379	10,109	9,803	11,202	12,230
DPS	400	600	600	600	600

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
성장성					
매출액증가율	7.5	7.6	12.6	12.2	9.6
영업이익증가율	64.7	18.2	12.5	21.1	12.8
순이익증가율	97.4	44.9	17.4	20.1	11.6
수익성					
ROIC	31.6	48.1	52.5	52.4	58.3
ROA	9.5	9.9	10.1	11.4	11.7
ROE	40.2	27.0	19.5	19.7	18.5
안정성					
부채비율	471.5	134.0	109.4	91.1	78.2
순차입금비율	-160.4	-86.4	-70.7	-70.0	-72.4
이자보상배율	4.8	11.5	16.8	27.8	33.1

자료: BGF 리테일 대신증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 억 원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	532	723	721	817	932
현금및현금성자산	199	211	163	274	375
매출채권및기타채권	39	38	38	38	37
재고자산	49	63	69	76	70
기타유동자산	244	411	451	429	450
비유동자산	628	615	700	731	777
유형자산	388	369	422	447	466
관계기업투자지급	9	10	11	13	14
기타비유동자산	231	236	266	271	296
자산총계	1,160	1,338	1,421	1,549	1,709
유동부채	795	600	575	570	581
매입채무및기타채무	374	441	451	450	468
차입금	74	75	76	77	69
유동상채무	5	8	14	15	16
기타유동부채	342	76	34	28	27
비유동부채	162	167	167	168	169
차입금	30	30	30	30	30
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	132	137	138	139	140
부채총계	957	766	742	738	750
자본부분	194	559	663	792	937
자본금	25	25	25	25	25
자본잉여금	15	15	15	15	15
이익잉여금	424	512	616	745	880
기타자본변동	-270	7	7	7	7
비재계분	9	13	16	19	22
자본총계	203	572	679	810	959
순차입금	-326	-494	-480	-567	-694

현금흐름표

(단위: 억 원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	236	260	203	219	272
당기순이익	70	101	119	143	160
비현금항목의가감	161	148	122	133	142
감가상각비	108	105	92	97	101
외환손익	0	0	0	0	0
자산평가손익	0	0	0	0	0
기타	53	43	30	35	40
자산부채의증감	5	37	-10	-23	9
기타현금흐름	-1	-26	-29	-34	-39
투자활동 현금흐름	-117	-256	-258	-167	-226
투자자산	-46	-112	-11	-11	-18
유형자산					-63
기타	-9	-77	-137	-46	-97
재무활동 현금흐름	-17	7	-6	-9	-18
단기차입금	0	0	1	1	-8
사채	20	0	0	0	0
장기차입금	-21	4	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-10	-15	-15	-15
기타	-4	13	8	4	5
현금의증감	101	12	-47	111	100
기초 현금	98	199	211	163	274
기말 현금	199	211	163	274	374
NOPLAT	79	92	106	128	145
FCF	114	120	58	116	136

CJ오쇼핑 (035760)

유정현
769,3162
cindy101@dshin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규

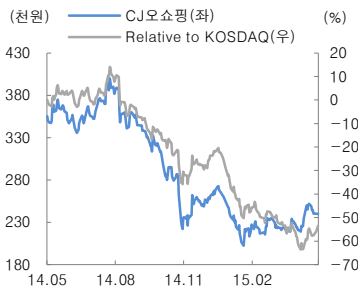
목표주가 302,000
신규

현재주가 239,900
(15.05.06)

유통업종

KOSDAQ	665.94
시가총액	1,489십억원
시가총액비중	0.83%
자본금(보통주)	31십억원
52주 최고/최저	400,000원 / 202,400원
120일 평균거래대금	73억원
외국인지분율	24.44%
주요주주	CJ 외 3 인 40.38% 국민연금 8.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	5.7	5.5	2.1	-35.1
상대수익률	5.1	-4.3	-18.5	-45.5



MD 강점이 소비 회복 시기에 부각될 전망

목표주가 302,000원과 투자 의견 매수 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 산출에 12개월 Forward EPS 기준 PER 10배(KOSPI 평균 PER)를 적용 하였으며 보유 자산가치를 합산하여 산출
- 지난 1년간 업계가 구조적 이익 감소 국면에 접어들면서 매우 부진한 흐름을 보인 현 주가는 이러한 부정적인 상황을 상당 부분 반영하고 있다고 판단
- 다만 최근 건식제품 판매와 관련하여 주요 판매 채널이었던 홈쇼핑 업체들에 대한 투자심리 악화로 당분간 주가는 조정 가능성이 높음. 그럼에도 불구하고 세월호 사고 기저효과와 전반적인 소비 심리 개선으로 1Q를 저점으로 실적은 개선 추세를 나타낼 것으로 전망됨. 매수 의견 제시

1Q15 실적 Preview

- 2월 긴 설연후로 홈쇼핑 구매 건수 감소, 그리고 겨울 주력품목으로 기획했던 아웃도어 판매 부진으로 취급고는 YoY 5.7% 성장한 8,274억원으로 전망. TV 취급고는 감소(YoY -2%)한 반면 송출수수료 인상 등으로 영업이익은 YoY 11.8% 감소한 345억원으로 추정됨(개별 기준)

3월부터 봄 옷 판매 호조, 1Q에 실적 저점 통과하며 완만한 이익 증가 전망

- 3월부터 봄옷 판매가 호조를 보임에 따라 TV 취급고 성장률도 (+)로 전환. 빠르게 실적 회복 중
- 그 동안 실적이 부진했던 해외 법인들이 인도법인을 제외하고 대부분 지난 해 4Q에 흑자 전환 혹은 적자가 대폭 감소, 이에 따라 지난 해 29억원이었던 해외 법인 이익은 올해 85억원으로 증가할 전망
- 동사의 경쟁력인 MD 효율 극대화를 비롯, 적극적인 비용 통제 등에도 불구하고, 올해 TV 취급고 증가율은 -0.9% 성장할 것으로 예상되는데 반해, SO 수수료가 연간 5% 증가할 것으로 예상되어 수익성은 전년대비 소폭 하락할 전망. 그러나 해외 계열사 실적 개선 등으로 순이익은 전년대비 7.4% 증가할 것으로 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,261	1,277	1,305	1,412	1,510
영업이익	157	142	138	146	161
세전순이익	142	139	138	146	161
총당기순이익	108	100	103	110	121
지배지분순이익	108	100	103	110	121
EPS	17,458	16,186	16,653	17,677	19,513
PER	23.8	16.1	15.0	14.1	12.8
BPS	91,404	102,940	119,375	138,005	160,256
PBR	4.5	2.5	2.1	1.8	1.6
ROE	20.9	16.7	15.0	13.7	13.1

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: CJ오쇼핑, 대신증권 리서치센터

표 1. CJ 오쇼핑 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총취급고	783	787	760	846	827	832	787	899	3,176	3,345	3,621
TV	450	453	445	482	441	449	442	482	1,829	1,814	1,823
인터넷	155	136	134	146	139	109	107	117	570	471	437
모바일	145	160	147	188	218	240	206	273	640	936	1,256
Catalog	13	18	16	15	14	18	16	15	61	64	65
비중 (%)											
TV	57	58	58	57	53	54	56	54	58	54	50
인터넷	20	17	18	17	17	13	14	13	18	14	12
모바일	19	20	19	22	26	29	26	30	20	28	35
Catalog	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
매출액	328	333	287	329	323	324	307	351	1,277	1,305	1,412
매출총이익	234	248	229	262	248	260	238	272	973	1016	1054
영업이익	39	39	28	36	35	39	32	42	142	148	157
영업이익률(%)	5.0	5.0	3.6	4.3	4.2	4.7	4.1	4.7	4.5	4.4	4.3
YoY(%)											
총취급고	6.2	2.7	4.1	1.0	5.7	5.7	3.5	6.3	3.4	5.3	8.3
TV	-0.4	-0.5	4.5	-1.7	-2.0	-1.0	-0.5	0.0	0.4	-0.9	0.5
인터넷	-23.7	-34.4	-25.6	-17.5	-10.0	-20.0	-20.0	-20.0	-25.6	-17.3	-7.4
모바일	311.6	179.2	74.1	46.7	50.0	50.0	40.0	45.0	109.8	46.2	34.2
Catalog	-11.2	9.7	19.5	3.8	4.0	5.0	3.0	3.0	5.1	3.8	2.5
영업이익	3.1	0.6	-16.1	-23.4	-11.8	-0.6	15.8	16.5	-9.6	3.9	6.2

주: K-IFRS 별도기준
자료: CJ 오쇼핑, 대신증권 리서치센터

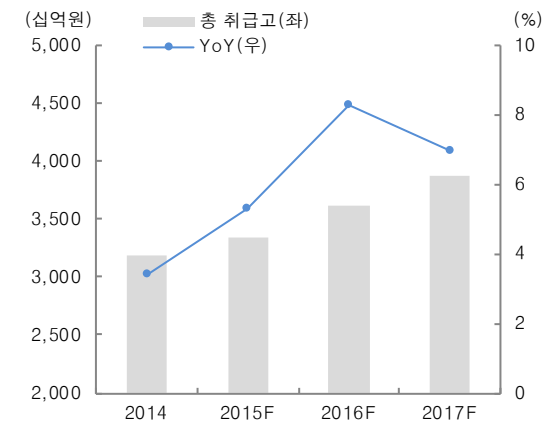
표 3. CJ 오쇼핑 목표주가 Valuation

(단위: 십억원, 천주, 원)

Valuation	
당기순이익 (15, 16년 기중평균)	111
Target PER	10
(A)영업가치	1,120
(B)보유 자산가치(30% 할인)	756
삼성생명	70
CJ헬로버전	686
(C)적정 기업가치(A+B)	1,876
주식수(D)	6,207
적정 주가(C/D)	302,000

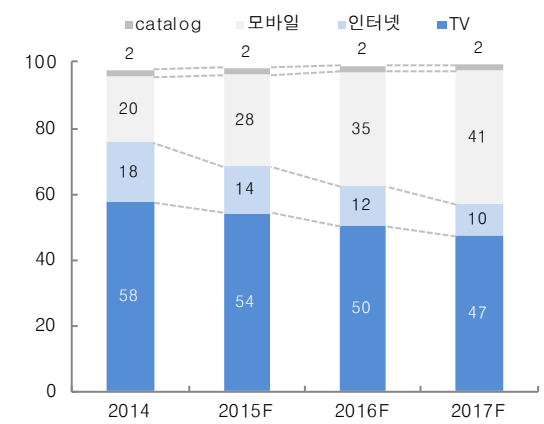
자료: CJ 오쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 1. 취급고 추이



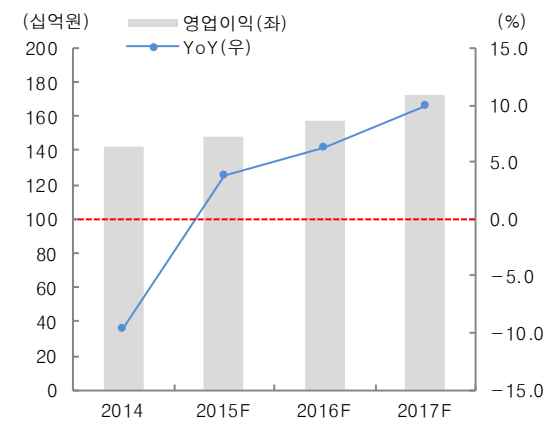
자료:CJ오쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 2. 채널별 취급고 비중 추이



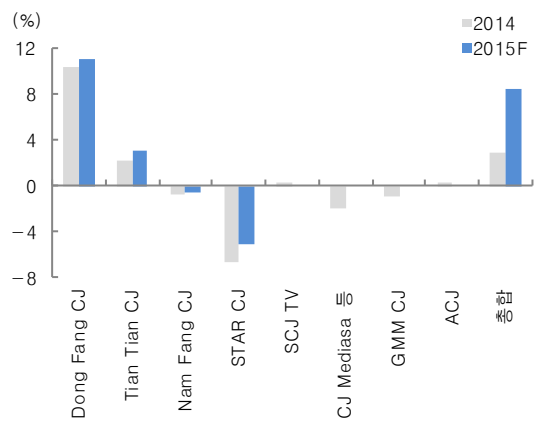
자료:CJ오쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 3. 영업이익(증가율) 추이



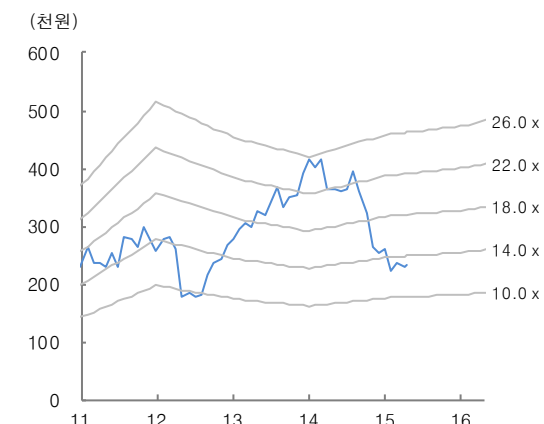
자료:CJ오쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 4. 해외 계열사 지분법 추이



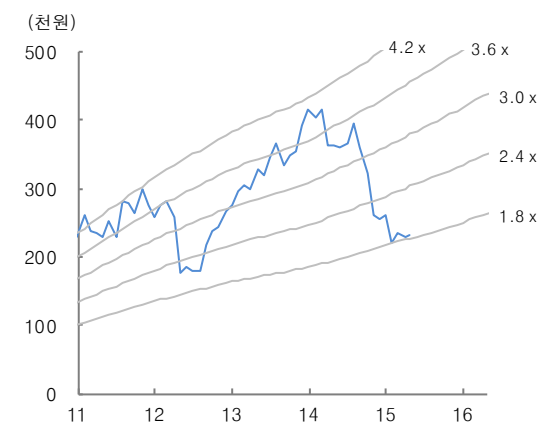
자료:CJ오쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 5. CJ 오쇼핑 12M Forward PER



자료:CJ오쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 6. CJ 오쇼핑 12M Forward PBR



자료:CJ오쇼핑 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,261	1,277	1,305	1,412	1,510
매출원가	339	304	288	358	405
매출총이익	922	973	1,016	1,054	1,105
판매비와관리비	764	831	869	897	933
영업이익	157	142	148	157	172
영업외수익	125	11.1	11.3	11.1	11.4
EBITDA	168	154	159	168	184
영업외손익	-15	-3	0	0	0
관계기업손익	-7	-2	-1	-1	-1
금융수익	4	6	5	5	5
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-11	-9	-5	-5	-5
외환관련손실	3	2	1	1	1
기타	-1	1	1	1	1
법인세비용차감전순이익	142	139	148	157	173
법인세비용	-34	-39	-37	-39	-43
계속사업순이익	108	100	111	118	130
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	100	111	118	130
당기순이익률	8.6	7.9	8.5	8.3	8.6
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	108	100	111	118	130
매도금융자산평가	1	1	1	1	1
기타포괄이익	0	0	0	0	-1
포괄순이익	114	109	118	125	136
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	114	109	118	125	136

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	17,458	16,186	17,832	18,936	20,865
PER	23.8	16.1	13.5	12.7	11.5
BPS	91,404	102,940	120,554	140,443	164,046
PBR	4.5	2.5	2.0	1.7	1.5
EBITDAPS	27,068	24,744	25,538	27,068	29,603
EV/EBITDA	15.7	10.3	8.9	8.2	7.4
SPS	203,187	205,809	210,178	227,522	243,312
PSR	20	1.3	1.1	1.1	1.0
CFPS	28,601	24,670	25,590	27,110	29,654
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액증가율	17.0	1.3	2.1	8.3	6.9
영업이익증가율	13.2	-9.6	3.9	6.2	9.9
순이익증가율	-11.7	-7.3	10.2	6.2	10.2
수익성					
ROC	61.7	50.3	51.2	49.4	51.0
ROA	14.7	12.3	12.3	12.4	13.0
ROE	20.9	16.7	16.0	14.5	13.7
안정성					
부채비율	100.5	84.4	62.7	49.6	31.9
순차입금비율	9.7	-4.3	-10.6	-13.3	-12.4
이자보상배율	18.9	20.0	35.2	34.3	41.1

주: K-FFS 연결기준, 자료: CJ오쇼핑 대손충당금리사채센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	332	359	366	419	423
현금및현금성자산	129	150	151	184	166
매출채권및기타채권	107	105	109	110	110
재고자산	63	51	52	56	60
기타유동자산	34	54	54	68	87
비유동자산	805	819	851	885	920
유형자산	109	104	108	112	114
관계기업투자지분	545	542	561	579	598
기타비유동자산	151	173	182	194	207
자산총계	1,137	1,178	1,218	1,304	1,343
유동부채	454	372	352	304	207
매입채무및기타채무	289	295	295	261	174
차입금	0	10	10	10	10
유동상채무	100	0	0	0	0
기타유동부채	65	67	47	33	23
비유동부채	116	167	117	128	117
차입금	110	160	110	121	110
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	6	8	8	8	8
부채총계	570	539	469	432	325
자본계	567	639	748	872	1,018
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	-76	75	75	75	75
이익잉여금	607	519	615	717	832
기타자본변동	5	14	28	49	81
비재계분	0	0	0	0	0
재계분	567	639	748	872	1,018
순차입금	55	-27	-80	-116	-127

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	130	139	149	157	170
당기순이익	108	100	111	118	130
비현금항목의가감	69	53	48	51	55
감가상각비	11	11	11	11	11
외환손익	2	0	0	0	0
자산평가손익	0	0	0	0	0
기타	57	42	37	40	43
자산처분이익	-2	27	27	28	29
기타현금흐름	-46	-41	-37	-40	-43
투자활동 현금흐름	-53	-57	-63	-79	-85
투자자산	-35	-18	-31	-33	-35
유형자산	-8	-11	-11	-11	-11
기타	-10	-27	-21	-34	-39
재무활동 현금흐름	-15	-62	-65	-4	-26
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	110	50	-50	11	-11
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-12	-15	-15	-15
기타	-113	-100	0	0	0
현금의증감	62	20	2	33	-19
기초 현금	67	129	150	151	184
기말 현금	129	150	151	184	166
NOPLAT	120	102	111	118	129
FCF	121	98	110	117	129

GS홈쇼핑
(028150)

유정현
769,3162
cindy101@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 신구

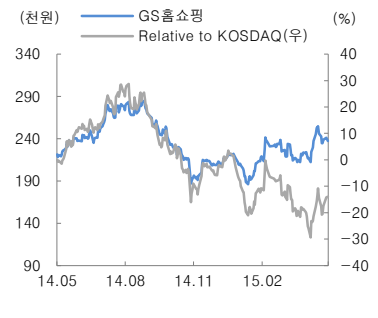
목표주가 280,000
신구

현재주가 237,200
(15.05.06)

유통업종

KOSDAQ	665.94
시가총액	1,557십억원
시가총액비중	0.87%
자본금(보통주)	33십억원
52주 최고/최저	284,800원 / 186,000원
120일 평균거래대금	40억원
외국인거래율	39.75%
주요주주	GS 30.00%
	Mathews International Capital Management LLC 6.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.3	8.3	22.1	3.1
상대수익률	5.7	-1.8	-2.5	-13.5



Initiation

모바일로 승부수를
띄우다

목표주가 280,000원과 투자 의견 매수 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 산출에 12개월 Forward EPS 기준 PER 14배(유통업 평균 PER 대비 20% premium) 적용
- 모바일 쇼핑 시장 영도 확장에 홈쇼핑 업체 중 가장 적극적으로 대응. 시장 선 점을 위해 공격적인 프로모션 진행이 필수. 향후 동 사업부의 투자 성과에 따라 동사의 valuation은 모바일 기업으로서 경쟁사와 차별화 가능
- 홈쇼핑 산업에 대해 낮아진 기대치 반영돼 있다고 판단하여 매수 의견 제시

1Q15 실적 Review

- 긴 설연휴와 TV채널 취급고 감소 불구, 모바일 취급고 급증으로 총취급고는 YoY 14.2% 증가한 8,919억원 기록. 반면 송출수수료 7% 인상, 모바일 프로모션 비용(약 200억원) 반영으로 영업이익은 YoY 22.1% 감소한 295억원 기록

모바일 기업으로 전략적 행보, 향후 사업 성과에 따라 기업가치 차별화 가능

- 경쟁사와 마찬가지로 3월부터 TV 취급고 성장률(+)로 전환. 시장의 우려 대비 TV 부문은 점진적인 회복세를 나타내고 있는 것으로 파악
- 동사는 기존의 홈쇼핑 모델에서 모바일 기업으로의 플랫폼전환에 가장 적극적 임. 현재 추세대로라면 올해 온라인 취급고(모바일+PC)가 TV 취급고를 넘어설 것으로 전망되며 모바일 취급고의 급성장(YoY +100.6%)으로 총 취급고는 전년 대비 20.1% 증가할 전망
- 다만 총취급고 증가 불구, TV 취급고 성장률은 YoY -1%로 예상. TV 취급고는 감소하는데 송출수수료가 5% 인상될 것으로 전망됨에 따라 모바일 취급고 급 증에 따른 높은 외형 성장률에도 불구하고 올해 영업이익 YoY 3.4% 감소 예상
- 이미 홈쇼핑 업계에 대한 기대감은 많이 낮아진 상태로 모바일 승부수는 현 시 기에서 추진해볼 만한 전략이라고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원, 배 %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,042	1,061	1,210	1,551	1,904
영업이익	157	141	137	155	169
세전순이익	173	159	152	171	185
총당기순이익	130	120	115	129	140
자본자본순이익	130	120	115	129	140
EPS	19,856	18,293	17,512	19,673	21,296
PER	15.5	12.1	13.5	12.1	11.1
BPS	121,843	136,715	148,717	166,911	192,430
PBR	2.5	1.6	1.6	1.4	1.2
ROE	17.5	14.2	12.3	12.5	11.9

주: EPS와 BPS, ROE는 지배분 기준으로 산출
자료: GS홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

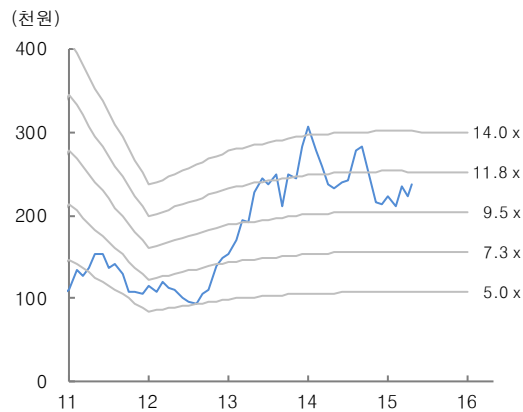
표 1. GS홈쇼핑 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총취급고	781	852	830	986	892	1,003	1,007	1,239	3,449	4,140	5,191
TV	461	490	445	503	457	485	441	498	1,899	1,880	1,862
모바일	125	161	187	263	255	321	373	526	735	1,474	2,564
인터넷	152	159	156	171	137	154	152	166	639	609	591
Catalog	28	28	28	35	23	29	30	36	119	119	122
비중 (%)											
TV	59	58	54	51	51	48	44	40	55	45	36
모바일	16	19	22	27	15	15	15	13	19	15	11
인터넷	19	19	19	17	29	32	37	42	21	36	49
Catalog	4	3	3	4	3	3	3	3	3	3	2
매출액	249	257	253	302	277	289	287	357	1,061	1,210	1,551
매출총이익	235	239	232	266	249	267	263	312	973	1091	1417
영업이익	38	38	27	38	30	37	30	40	141	137	155
영업이익률(%)	4.8	4.5	3.3	3.9	3.3	3.7	3.0	3.2	4.1	3.3	3.0
YoY(%)											
총취급고	0.9	1.6	10.3	13.2	14.2	17.7	21.4	25.7	6.6	20.1	25.4
TV	-2.8	-2.0	-2.6	-2.0	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-2.4	-1.0	-1.0
인터넷	-29.4	-29.9	-9.9	-8.8	103.8	100.0	100.0	100.0	-20.5	-4.6	-3.0
모바일	270.6	198.0	151.7	124.2	-9.9	-3.0	-3.0	-3.0	163.5	100.6	73.9
Catalog	-12.4	-24.5	1.8	13.8	-18.4	5.0	5.0	5.0	-6.6	-0.5	3.0
매출총이익	4.0	-2.3	2.5	2.0	5.7	11.9	13.0	17.3	1.5	12.1	29.9
영업이익	0.8	1.8	-20.9	-19.1	-22.1	-3.5	9.8	5.7	-9.7	-3.4	13.7

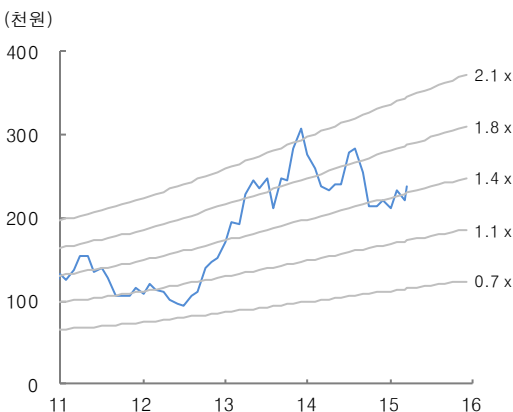
주: K-IFRS 별도기준
자료: GS 홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 1. GS 홈쇼핑 12M Forward PER



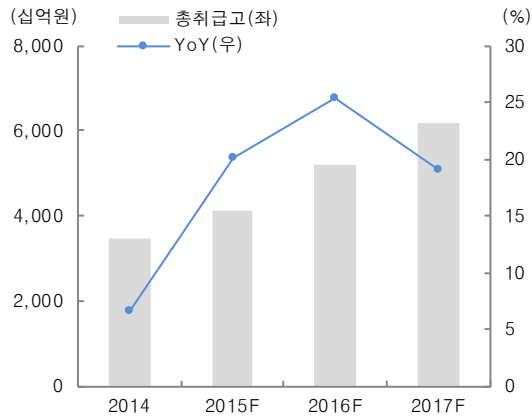
자료: GS홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 2. GS 홈쇼핑 12M Forward PBR



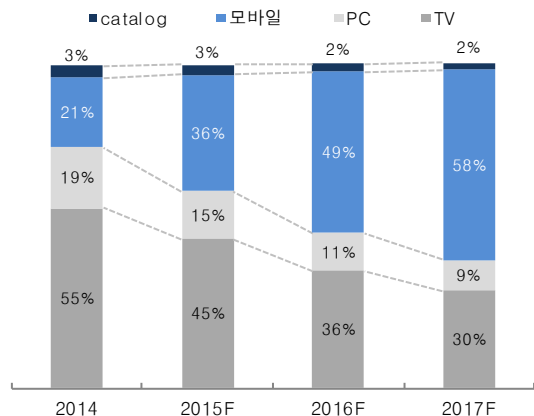
자료: GS홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 3. 취급고 추이



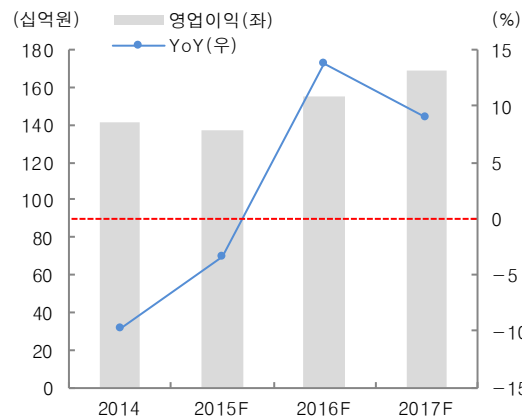
자료: GS홈쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 4. 취급고 비중 추이



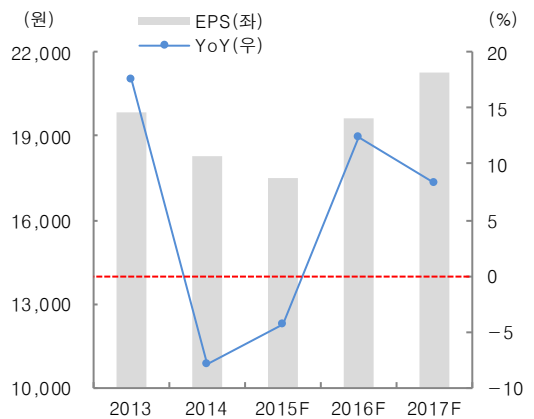
자료: GS홈쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 5. 영업이익(증가율) 추이



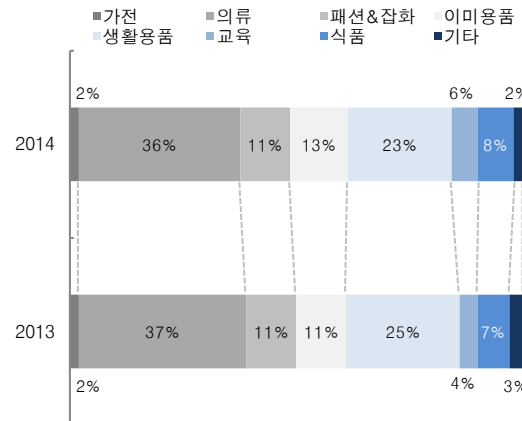
자료: GS홈쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 6. EPS(증가율) 추이



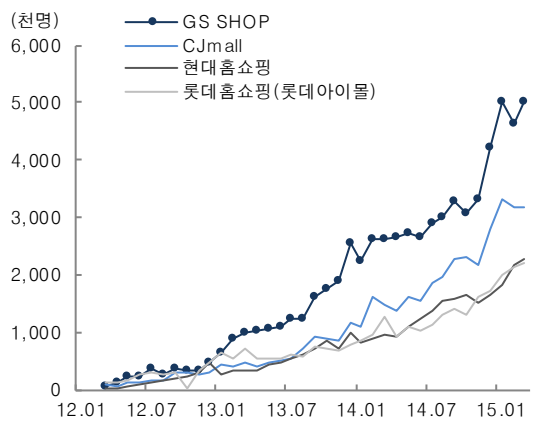
자료: GS홈쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 7. 품목별 매출 비중



자료: GS홈쇼핑 대신증권 리서치센터

그림 8. 모바일앱 순 방문자 수 증가 추이



자료: 코리안블록 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	1,042	1,061	1,210	1,551	1,904
매출원가	83	88	119	134	161
매출총이익	958	973	1,091	1,417	1,744
판매비와관리비	802	831	954	1,262	1,574
영업이익	157	141	137	155	169
영업외수익	150	133	113	100	89
EBITDA	167	156	153	173	189
영업외손익	17	17	15	15	15
관계기업손익	-3	-2	-2	-2	-2
금융수익	23	22	20	20	20
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-3	-3	-3	-3
법인세비용차감전순이익	173	159	152	171	185
법인세비용	-43	-39	-37	-42	-45
계속사업순이익	130	120	115	129	140
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	130	120	115	129	140
당기순이익	125	113	95	83	73
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	130	120	115	129	140
매도금융자산평가	0	1	1	1	1
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	131	123	118	133	143
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	131	123	0	0	0

Valuation 지표

	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	19,856	18,293	17,512	19,673	21,296
PER	15.5	12.1	13.5	12.1	11.1
BPS	121,843	136,715	148,717	166,911	192,430
PBR	2.5	1.6	1.6	1.4	1.2
EBITDAPS	25,503	23,842	23,276	26,409	28,830
EV/EBITDA	7.6	4.2	5.3	4.6	4.0
SPS	158,741	161,627	184,328	236,401	290,191
PSR	1.9	1.4	1.3	1.0	0.8
CFPS	25,831	24,171	23,606	26,739	29,160
DPS	3,500	7,700	6,000	6,000	6,000

재무비율

	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액 증/감	2.2	1.8	14.0	28.3	22.8
영업이익 증/감	15.4	-9.7	-3.4	13.7	9.1
순이익 증/감	17.7	-7.9	-4.3	12.3	8.3
수익성					
ROC	129.1	69.6	48.3	45.1	38.8
ROA	14.0	11.4	10.4	11.5	11.6
ROE	17.5	14.2	12.3	12.5	11.9
안정성					
부채비율	47.9	44.9	35.1	27.0	20.1
순차입금비율	-92.4	-89.6	-77.3	-68.8	-63.5
이자보상배율	870.3	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 준 자료: GS 홀딩스 대산증권 리서치센터

재무상태표

	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	838	895	850	863	923
현금및현금성자산	264	287	242	247	244
매출채권 및 기타채권	52	44	46	51	57
재고자산	22	22	25	32	39
기타유동자산	500	543	538	532	583
비유동자산	345	405	468	529	593
유형자산	103	161	206	249	288
관계기업투자금	107	128	151	174	197
기타비유동자산	135	116	110	106	107
자산총계	1,182	1,300	1,319	1,392	1,516
유동부채	374	395	334	288	245
매입채무 및 기타채무	300	329	269	222	224
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	74	66	66	66	22
비유동부채	9	8	8	8	8
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	9	8	8	8	8
부채총계	383	403	343	296	254
자본자본	800	897	976	1,095	1,263
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	80	80	80	80	80
이익잉여금	711	808	875	966	1,068
기타자본변동	-24	-23	-11	16	82
비자본자본	0	0	0	0	0
자본총계	800	897	976	1,095	1,263
순차입금	-739	-804	-754	-754	-802

현금흐름표

	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	170	179	150	159	171
당기순이익	130	120	115	129	140
비현금항목의 가감	39	39	40	46	52
감가상각비	11	15	16	18	20
외환손익	0	0	0	0	0
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	28	24	24	28	32
자산부채의 증감	17	53	11	5	5
기타현금흐름	-17	-33	-17	-21	-25
투자활동 현금흐름	-83	-130	-74	-74	-135
투자자산	-33	-32	-24	-24	-29
유형자산	-47	-55	-55	-55	-55
기타	-4	-43	5	5	-51
재무활동 현금흐름	-19	-26	-48	-38	-38
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-19	-22	-48	-38	-38
기타	0	-4	0	0	0
현금의 증감	68	23	-45	5	-3
기초 현금	196	264	287	242	247
기말 현금	264	287	242	247	244
NORLAT	118	107	103	117	128
FCF	81	66	64	80	93

현대홈쇼핑

(057050)

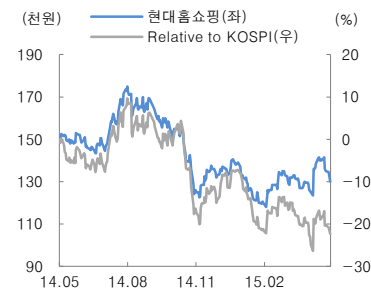
유정현
769,3162
andy101@daishin.com

투자 의견 BUY
매수, 신규
목표주가 165,000
신규
현재주가 130,000
(15.05.06)

유통업종

KOSPI	2,104.58
시가총액	1,560십억원
시가총액비중	0.12%
자본금(보통주)	60십억원
52주 최고/최저	175,000원 / 118,000원
120일 평균거래대금	55억원
외국인지분율	22.60%
주요주주	현대백화점 외 5 인 40.87% 트러스투자신탁운용 8.12%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.4	8.8	3.2	-16.1
상대수익률	-2.4	1.1	-5.1	-21.9



Initiation

완만한 실적 개선 & Valuation 매력

투자의견 매수, 목표주가 165,000원 제시하며 커버리지 개시

- 목표주가 산출에 12개월 Forward EPS 기준 PER 14배(유통업 평균 PER 대비 20% premium) 적용
- 홈쇼핑 업체 전반적으로 모바일 사업 비중 확대됨에 따라 영업이익률 하락은 피할 수 없는 상황 동사도 마찬가지 경우를 겪고 있음. 그러나 이미 진행 중인 구조적인 큰 변화로 여기에 전략적으로 대응하는 것이 관건
- 최근 건식제품 판매 관련해서 홈쇼핑 업체들에 대한 투자심리 악화로 valuation 매력에도 불구하고 주가는 다소 지루한 흐름을 보일 가능성이 큰 것으로 판단

1Q15 실적 Review

- TV 취급고는 예상 보다 양호한 YoY +2.3% 성장. 모바일 취급고도 고성장(YoY +189.9%)하며 총 취급고는 YoY +8.2% 증가한 7,873억원으로 집계. 그러나 송출수수료 인상과 판촉비 증가에 따라 영업이익은 YoY 21.7% 감소한 286억 원을 기록

3Q15부터 영업이익 증가세 전환 전망

- 타사와 마찬가지로 올해 모바일 부문이 전년 대비 100% 이상 성장하면서 전체 외형 성장을 견인할 전망이다. 1Q에 TV 부문이 상대적으로 양호하였는데, 2Q에도 이러한 추세가 지속되고 있는 것으로 보여 TV 부문 취급고의 경우 지난 해 수준은 달성 가능할 것으로 전망
- 다만 올해부터 TV 부문 보다 마진이 낮은 모바일 부문 비중 확대와 송출수수료 인상에 따라 업계 공통적으로 겪는 수익성 하락은 불가피할 것으로 판단. 이에 따라 올해 영업이익 감소(YoY -9.4%)가 예상되나 내년부터 이익률 하락도 진정되며 영업이익은 증가세(YoY +5.5%)로 전환될 전망

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	800	868	922	1,036	1,151
영업이익	145	145	142	150	161
세전순이익	244	190	189	202	216
총당기순이익	195	148	147	157	168
자배자분순이익	195	148	147	157	168
EPS	16,290	12,321	12,229	13,086	13,962
PER	11.4	11.2	11.5	10.7	10.1
BPS	96,266	105,462	116,408	128,211	140,890
PBR	1.9	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	18.4	12.2	11.0	10.7	10.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배부분 기준으로 산출
자료: 현대홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

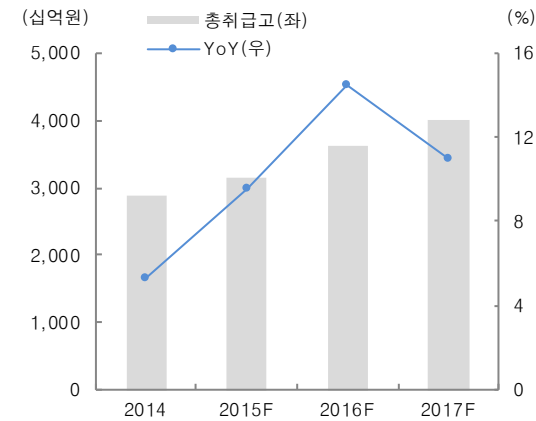
표 1. 현대홈쇼핑 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
총취급고	728	692	697	770	787.2	753	753	870	2,887	3,164	3,623
TV	459	441	426	441	470	445	430	445	1,767	1,791	1,799
모바일	45	53	74	121	129	132	148	241	292	651	1,175
인터넷	188	160	162	172	156	144	146	155	683	602	555
Catalog	25	26	23	24	20	21	18	19	98	78	60
비중 (%)											
TV	63	64	61	57	60	59	57	51	61	57	50
모바일	6	8	11	16	16	18	20	28	10	21	32
인터넷	26	23	23	22	20	19	19	18	24	19	15
Catalog	3	4	3	3	2	3	2	2	3	2	2
매출액	207	208	215	239	210	210	223	248	868	891	1,038
매출총이익	201	203	198	217	201	207	219	244	819	871	1,020
영업이익	37	40	32	37	29	35	30	37	145	131	139
영업이익률(%)	5.0	5.8	4.5	4.8	3.6	4.7	4.0	4.3	5.0	4.2	3.8
YoY (%)											
총취급고	9.3	4.8	3.8	3.6	8.2	8.8	8.1	13.0	5.3	9.6	14.5
TV	12.7	4.9	1.3	-4.3	2.3	1.0	1.0	1.0	3.4	1.4	0.5
모바일	208.3	163.5	150.8	234.3	189.7	150.0	100.0	100.0	-6.2	-11.9	-7.8
인터넷	-1.0	-3.7	-6.9	-12.7	-16.9	-10.0	-10.0	-10.0	191.8	122.7	80.6
Catalog	-33.5	-29.9	-31.7	-25.7	-21.8	-20.0	-20.0	-20.0	-30.4	-20.5	-22.4
영업이익	6.2	11.3	-4.4	-10.5	-21.7	-11.8	-3.9	0.5	0.3	-9.4	5.5

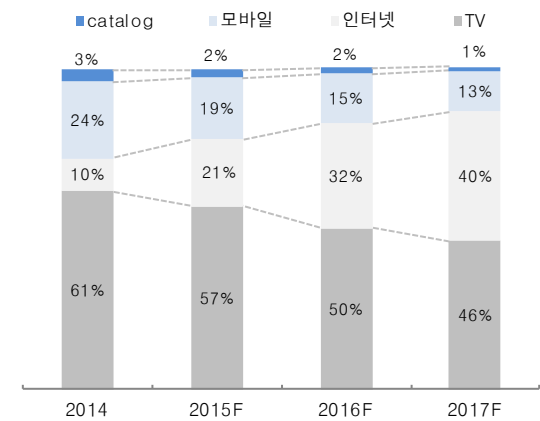
주: K-IFRS 별도기준
자료: 현대홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 1. 취급고 추이



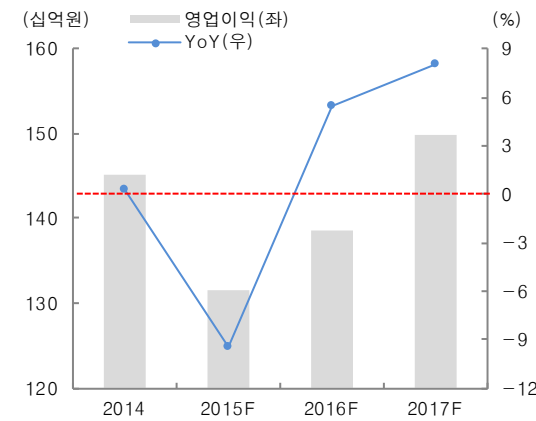
자료: 현대홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 2. 취급고 비중



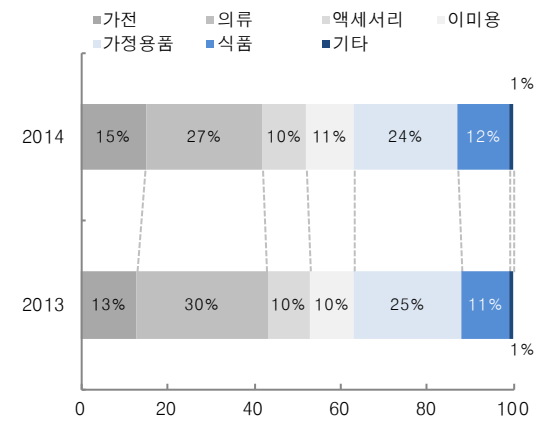
자료: 현대홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 3. 영업이익(증가율) 추이



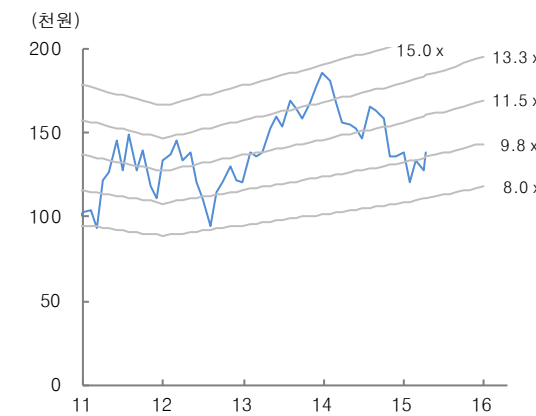
자료: 현대홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 4. 품목별 매출 비중



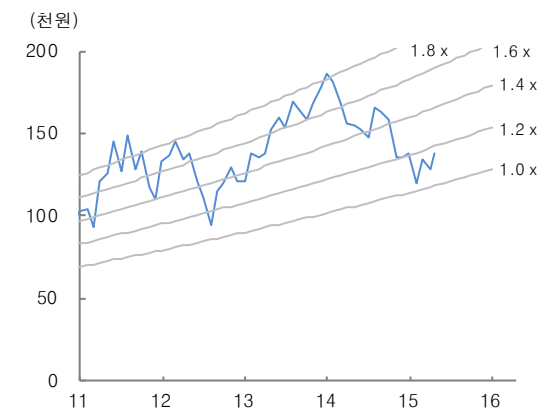
자료: 현대홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 5. 현대홈쇼핑 12M Forward PER



자료: 현대홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

그림 6. 현대홈쇼핑 12M Forward PBR



자료: 현대홈쇼핑, 대신증권 리서치센터

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	800	868	891	1,038	1,151
매출원가	15	49	21	18	20
매출총이익	785	819	871	1,020	1,131
판매비와관리비	640	674	739	881	981
영업이익	145	145	131	139	150
영업외수익	18.1	16.7	14.7	13.4	13.0
EBITDA	151	153	139	146	157
영업외손익	99	45	47	52	55
관계기업손익	28	29	32	37	40
금융수익	21	21	19	19	19
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	-1	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	50	-4	-4	-4	-4
법인세비용차감전순이익	244	190	178	191	205
법인세비용	-48	-42	-40	-42	-46
계속사업순이익	195	148	139	148	159
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	195	148	139	148	159
당기순이익률	24.4	17.0	15.6	14.3	13.8
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	195	148	139	148	159
매도금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	194	145	135	145	156
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	194	145	0	0	0

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
EPS	16,290	12,321	11,552	12,343	13,258
PER	11.4	11.2	11.6	10.9	10.1
BPS	96,266	105,462	115,731	126,790	138,765
PBR	1.9	1.3	1.2	1.1	1.0
EBITDAPS	12,579	12,770	11,558	12,149	13,067
EV/EBITDA	10.5	6.0	6.4	5.7	5.0
SPS	66,655	72,324	74,276	86,482	95,912
PSR	28	1.9	1.8	1.6	1.4
CFPS	17,044	12,620	11,724	12,732	13,900
DPS	1,100	1,300	1,300	1,300	1,300

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
상장성					
매출액 증/감	5.2	8.5	2.7	16.4	10.9
영업이익 증/감	-5.3	0.3	-9.4	5.5	8.0
순이익 증/감	88.0	-24.4	-6.2	6.8	7.4
수익성					
ROIC	-423.6	-1,048.1	-1,676.2	-4,030.1	6,147.8
ROA	10.6	9.7	8.3	8.3	8.4
ROE	18.4	12.2	10.4	10.2	10.0
안정성					
부채비율	23.7	22.5	16.4	13.7	10.9
순차입금비율	-55.7	-57.7	-51.8	-51.3	-49.8
이자보상비율	1,581.1	180.7	0.0	0.0	0.0

주: K-FRS 별도결산 기준, 자료: 한미금융평가대신증권리서치센터

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	696	792	786	850	898
현금및현금성자산	8	4	30	36	32
매출채권및기타채권	36	42	46	47	44
재고자산	12	19	19	22	24
기타유동자산	640	727	691	746	798
비유동자산	733	759	830	879	948
유형자산	92	92	90	89	88
관계기업투자지급	577	602	662	722	782
기타비유동자산	64	65	78	68	78
자산총계	1,429	1,550	1,617	1,730	1,846
유동부채	252	260	216	202	175
매입채무및기타채무	207	215	172	160	154
차입금	0	0	0	0	0
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	45	45	44	42	21
비유동부채	22	24	12	6	6
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	22	24	12	6	6
부채총계	274	285	228	208	181
자본배분	1,155	1,266	1,389	1,521	1,665
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	253	253	253	253	253
이익잉여금	826	957	1,081	1,213	1,357
기타자본변동	16	-5	-5	-5	-5
비배자본	0	0	0	0	0
자본총계	1,155	1,266	1,389	1,521	1,665
순차입금	-643	-730	-720	-780	-829

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동 현금흐름	90	100	105	126	143
당기순이익	195	148	139	148	159
비현금항목의가감	9	4	2	5	8
감가상각비	6	8	7	7	7
외환손익	0	0	0	0	0
자본법령개손익	0	0	0	0	0
기타	3	-5	-5	-2	1
자산부채의증감	-73	-10	-15	-3	3
기타현금흐름	-41	-41	-21	-23	-27
투자활동 현금흐름	-66	-69	-15	-83	-100
투자자산	1	0	-73	-50	-70
유형자산	-8	-6	-6	-6	-6
기타	-58	-63	64	-27	-24
재무활동 현금흐름	-18	-35	-16	-16	-16
단기차입금	-5	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-13	-13	-15	-15	-15
기타	0	-22	-1	-1	-1
현금의증감	6	-5	26	5	-4
기초 현금	3	8	4	30	36
기말 현금	8	4	30	36	32
NOPLAT	116	113	102	108	116
FCF	114	115	103	109	117

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:유정현)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자의견	기업 투자의견
Overweight(비중확대): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutra(중립): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

롯데하이마트(071840) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



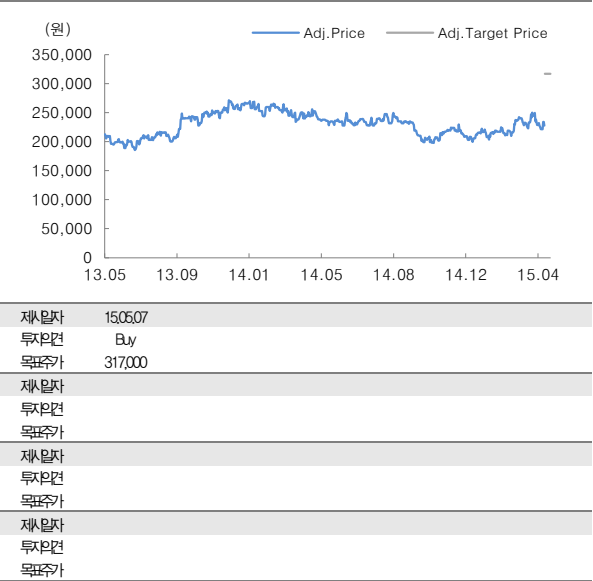
현대백화점(069960) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



신세계(004170) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



이마트(139480) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



롯데쇼핑(023530) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



GS리테일(007070) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



BGF리테일(027410) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



CJ오쇼핑(035760) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



GS홈쇼핑(028150) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



현대홈쇼핑(057050) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

