유통

Overweight
(Reinitiate)

2015. 5. 31

일본을 이해하고, 국내유통산업의 변화를 감지하자

국내시장환경이 일본과 유사하게 전개되고 있다. 기존 대형유통업체들의 성장은 한계를 드러내는 반면 합리적구매와 근린형 소비 확산에 따라 신 유통업체들의 성장성은 부각되고 있다. 본 보고서에서는 국내유통산업이 변화화는 과정 속에서, 이에 대응하는 국내유통 업체들의 전략적 방향에 대해 논하고자 한다

유통
Analyst 남성현
02) 3787-4705
gone267@kiwoom.com

키움증권

목차

Contents

I. 아이디어 및 유통산업 투자의견 3

> 일본시장을 통해 본 국내유통산업의 변화 가능성 3
> 유통산업 내 차별적 흐름 나타날 전망 5

II. Valuation에 대한 기존의 생각을 버려라 6

> 내수업체 밸류에이션 프리미엄 시작 6

III. '잃어버린 20년'이 가져다 준 유통산업의 변화 8

> 일본시장의 변화 8
> 저성장 국면에서 성장하는 PB 시장 10
> 결론적으로... 신 유통플랫폼 + 컨텐츠 11

IV. '편의점과 전문점 시대'의 도래 12

> 편의점과 전문점 성장은 이제부터 시작 12

V. 그룹사를 통한 업체들의 성장 전략 점검 18

> 중장기 전략을 통해 판단하는 국내 업체들의 성장 스토리 18
> 현대백화점그룹 18
> 이마트/신세계그룹 23
> 롯데그룹(유통사업부) 32
> 이랜드그룹 34

VI. 홈쇼핑 업체들에 대한 투자전략은? 38

> 홈쇼핑 하반기로 갈수록 실적모멘텀 강화 38

기업분석 41

일본을 이해하고, 국내유통산업의 변화를 감지하자

>>> 국내유통산업은 일본과 유사하게 진행

국내유통산업은 일본과 유사한 형태로 진행될 가능성이 높다. 그러한 이유는 1) 저성장, 2) 가족구성원 변화에 따른 소비패턴 다양화, 3) 고령화 등 과거 일본과 상당히 유사한 경제여건이 나타나고 있기 때문이다. 이에 국내유통시장도 앞서 일본이 경험했던 변화가 나타날 것으로 전망된다.

이와 같은 변화에 따라 기존 대형유통업체들의 성장은 제한될 가능성이 높다. 반면 신 유통업체들의 경우 본격적인 성장구간에 진입할 것으로 예상된다. 이에 당사에서는 기존 백화점과 할인점보다는 편의점과 전문점의 성장 가능성에 무게를 두고 있다. 또한, 컨텐츠 경쟁력 확대를 모색하고 있는 업체들의 성장 가능성도 높은 것으로 판단하고 있다.

>>> 그룹사 연계를 통한 성장전략 이해

시장환경이 변화는 과정에서 국내대형유통업체들의 장기 명암은 엇갈릴 가능성이 높다. 그러한 이유는 변화하는 유통환경에 대비해 각 그룹사들이 준비하고 있는 장기성장전략이 상이하기 때문이다.

각 그룹사의 전략적 방향에 따라 향후 결과물은 상이해질 것으로 판단된다. 이에 당사에서는 그룹사 전략 분석을 통해 성장 가능성이 높은 업체를 찾아내고자 한다.

>>> 투자의견 및 Top Pick

유통산업 Overweight을 제시한다. 다만, 유통산업 내 차별적인 투자전략을 세울 것을 권고한다. Top Pick으로는 산업변화 수혜주인 GS리테일, 롯데하이마트와 그룹내 장기전략 수혜가 예상되는 현대그린푸드를 제시한다. 또한 장기적인 관점에서 성장 가능성이 높은 신세계, 이마트, 신세계푸드도 주목하고 있다.

> 당사는 5월 29일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
> 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
> 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
> 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

I. 아이디어 및 유통산업 투자의견

>>> 일본시장을 통해 본 국내유통산업의 변화 가능성

급격한 변화를 맞이하고 있는 유통산업

유통업체들에 대한 투자자들의 시각이 바뀌어야 할 시기라 판단된다. 전체적인 산업 성장률이 떨어지는 상황에서, 과거와 같은 단순 전략을 가지고 성장하기란 쉽지 않은 구조이기 때문이다. 지난해 주요 유통업체 성장률은 저조한 실적을 기록하였다. 대형마트는 전년대비 +3.5% 성장한 47.5조원을 달성하였고, 백화점은 전년대비 -1.6% 역 성장한 29.3조원에 머물렀다.

반면, 신 유통업체인 편의점의 경우 성장세가 다소 주춤했지만, 전년대비 +7.4% 늘어난 13조원을 기록하였고, 온라인 중 인터넷쇼핑은 소폭 역 신장한(-4.7%, YoY) 30조원, 모바일은 폭발적인 성장세를 나타내며 전년대비 +126.7% 성장한 14.9조원을 달성하였다.

이와 같은 특징은 비단 지난해에만 나타난 것은 아니다. 2011년 이후 기존 유통플랫폼인 백화점 및 대형마트의 경우 성장성의 한계를 보여주기 시작했고, 동 시기 신 채널이라 불리우는 편의점, 모바일, 전문점 등이 두각을 나타내기 시작했다. 이는 소비경기 패러다임 변화가 나타나는 과정에서, 기존의 백화점과 할인점 같은 업태에 대한 한계성을 보여주는 단적인 현상이라 생각된다. 이러한 흐름은 국내와 유사한 일본에서 먼저 나타났다.

일본은 1990년 부동산 버블 붕괴 이후 저성장 시대를 맞이하게 되면서 유통산업은 급격한 변화를 맞이하게 된다. 이와 맞물려 노령화, 디플레이션, 저 출산 등 소비를 제한시키는 경제적인 변수까지 더해지며 침체기를 겪게 된다.

현재 국내환경은 과거 일본과 유사한 형태를 보여주고 있어 일본시장에 대해 정확한 이해를 돕는 것이 무엇보다 중요하다. 이와 동시에 국내업체들의 대응 전략을 파악함으로써 중장기적으로 성장 가능한 업체들을 선별하는 작업이 필요할 것이다. 이에 당사에서는 1) 일본시장 변화를 점검하고, 2) 성장 가능성이 높은 업체들을 골라내며, 3) 그룹사 차원에서의 성장 전략을 분석하려 한다. 그리고, 4) 마지막으로 홈쇼핑산업에 대한 시각도 제시하려 한다.

소매유통시장 규모 및 추이 (단위: 십억원)

	2010	2011	2012	2013	2014
합계	306,524	335,485	350,006	353,642	359,746
백화점	24,752	27,564	29,056	29,800	29,323
대형마트	38,059	42,190	44,838	45,905	47,497
슈퍼마켓	29,910	32,463	34,006	35,066	35,351
편의점	7,809	9,203	10,884	11,728	12,744
전문상품소매점	100,553	105,815	105,794	103,108	101,719
무점포판매	29,170	32,275	35,859	38,427	41,133
YoY, %					
합계		9.4%	4.3%	1.0%	1.7%
백화점		11.4%	5.4%	2.6%	-1.6%
대형마트		10.9%	6.3%	2.4%	3.5%
슈퍼마켓		8.5%	4.8%	3.1%	0.8%
편의점		17.9%	18.3%	7.8%	8.7%
전문상품소매점		5.2%	0.0%	-2.5%	-1.3%
무점포판매		10.6%	11.1%	7.2%	7.0%
상품군별					
합계	306,524	335,485	350,006	353,642	359,746
내구재	75,293	81,919	84,271	84,077	88,031
승용차	27,959	29,975	30,489	31,445	36,594
가전제품	15,024	15,609	15,485	16,800	16,871
통신기기 및 컴퓨터	19,679	23,012	24,420	21,730	19,579
가구	4,380	4,516	4,577	4,559	4,677
기타내구재	8,250	8,808	9,300	9,542	10,310
준내구재	70,627	76,175	79,113	83,207	85,530
의복	43,398	45,934	47,783	50,680	51,602
신발 및 가방	8,419	9,652	10,888	11,791	12,182
오락, 취미, 경기용품	6,743	7,362	7,795	8,060	8,509
기타준내구재	12,067	13,227	12,647	12,676	13,237
비내구재	160,605	177,391	186,622	186,358	186,185
기타비내구재	19,139	20,316	21,549	20,290	19,467
YoY, %					
내구재		9.4%	4.3%	1.0%	1.7%
승용차		8.8%	2.9%	-0.2%	4.7%
가전제품		7.2%	1.7%	3.1%	16.4%
통신기기 및 컴퓨터		3.9%	-0.8%	8.5%	0.4%
가구		16.9%	6.1%	-11.0%	-9.9%
기타내구재		3.1%	1.3%	-0.4%	2.6%
준내구재		6.8%	5.6%	2.6%	8.0%
의복		7.9%	3.9%	5.2%	2.8%
신발 및 가방		5.8%	4.0%	6.1%	1.8%
오락, 취미, 경기용품		14.6%	12.8%	8.3%	3.3%
기타준내구재		9.2%	5.9%	3.4%	5.6%
비내구재		9.6%	-4.4%	0.2%	4.4%
기타비내구재		16.2%	5.7%	-1.1%	-4.5%

자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

>>> 유통산업 내 차별적 흐름 나타날 전망

유통산업 투자의견 Overweight

유통산업에 대한 투자의견 Overweight을 제시한다. 그러한 이유는 전체 유통산업 소비경기가 뚜렷한 회복세를 보이고 있지는 않지만, 1) 구조적 성장이 나타나고 있는 플랫폼 업체들이 등장하고 있고, 2) 하반기로 접어들수록 규제 및 낮은 베이스에 따른 기저효과가 예상되기 때문이다.

1) 백화점과 할인점: 단기는 회복, 다만 장기적으로 성장은 제한

백화점과 할인점은 여전히 뚜렷한 성장세를 보여주지 못하고 있다. 2012년 이후 성장률이 급격하게 둔화되었고 현재까지 뚜렷한 회복세가 나타나고 있지 않다. 다만, 2분기부터 세월호 영향에 따른 기저효과와 4월 발표된 소비자심리지수가 전월대비 3P 상승하는 등 소비심리가 일부 살아나고 있어, 2분기부터 성장세로 전환될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

4월 백화점 주요 3사의 기존점 성장률도 1~2% 수준으로 전환된 것으로 파악되고, 대형마트 성장률도 '13년 1분기를 저점으로 상승추세를 보이고 있어 소비경기는 서서히 개선되고 있는 것으로 평가된다. 다만, 1) 저성장국면 진입과 2) 대체채널망의 증가, 3) 소비패턴 다변화에 따른 트래픽 감소, 4) 출점을 통한 효과가 제한되는 만큼 과거 수준의 성장을 기대하기란 쉽지 않을 전망이다.

2) 편의점과 전문점: 구조적 성장기 진입

편의점과 전문점은 구조적 성장기에 진입한 것으로 판단된다. 편의점의 경우 출점을 통한 성장이 지속되는 가운데, 근린형 소비 확산과 1인 가구 증가에 따른 수요증가로 구조적 성장이 가능할 것으로 전망된다. 주요 3사 출점수는 올해 약 1,200~1,500개로 예상되고, 담배가격 인상에 따른 효과에 따라 산업성장률은 전년대비 +9.3% 성장한 13.9조원으로 추정된다. 또한, 구매건수와 구매단가가 동시에 증가하고 있다는 점에서 유통산업 중 차별적인 성장이 이루어질 전망이다.

전문점의 경우에도 합리적 소비 확산이 지속되고 있어 기존판매점을 대체하는 플랫폼으로 각광받을 것으로 기대된다. 국내 주요 전문점의 성장률을 정확히 추정할 순 없지만, 일부 업체 성장성을 감안할 때 이러한 추세는 당분간 이어질 가능성이 높은 것으로 판단된다.

3) 홈쇼핑: 외형성장 이어지나, 이익개선은 쉽지 않을 전망

지난해 하반기 홈쇼핑산업 시장규모는 약 9.3조원, 2015년에는 전년대비 +2.4% 성장한 9.5조원으로 추정된다. 홈쇼핑산업은 모바일취급고 확대에 따라 외형성장은 가능할 것으로 판단되지만, 1) 모바일 시장 확대를 위한 프로모션비용 증가, 2) 모바일취급고 비중 확대에 따른 마진 희석, 3) 판매부수 감소 및 모바일 잠식효과에 따른 인터넷 채널 역 성장에 따라 이익 성장은 제한될 가능성이 높다. 또한, 상반기 SO수수료 반영비율이 높을 것으로 예상되어, 이익 성장은 쉽지 않을 전망이다.

II. Valuation에 대한 기존의 생각을 버려라

>>> 내수업체 밸류에이션 프리미엄 시작

새로운 패러다임 시대 도래에 따라 차별적인 밸류에이션 적용

유통업을 포함한 내수업체에 대한 적절한 밸류에이션은 얼마일까? 적정 밸류에이션을 산정하는 것은 상당히 어려운 일이다. 이론적인 모형인 Intrinsic Value를 이용해 도출할 수 있지만, 시장에서 평가 받는 Multiple은 산업 내 환경변화 및 수급적인 영향에 의해서 시시각각 달라지기 때문이다.

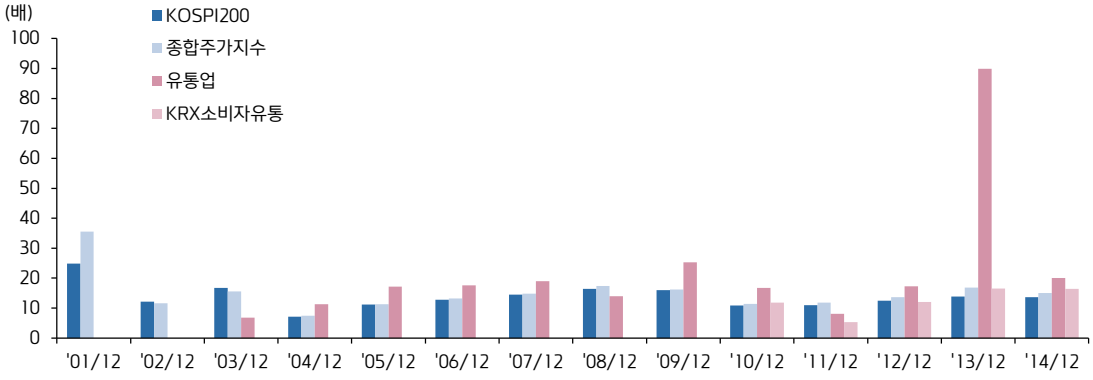
현재 국내 내수업체 밸류에이션은 8배에서 많게는 40배로 그 괴리율이 상당히 크다. 그렇다면 이러한 현상이 나타나는 이유는 무엇일까? 당사에서는 이러한 현상에 대해 크게 3가지로 판단하고 있다.

첫째, 저성장 시대 도래에 따라 업체들의 차별적 성장이 나타나고 있고, 둘째, 소비 패러다임 변화가 이루어지는 과정에서 국내성장률과 무관한 성장성을 확보할 수 있는 기업에 대한 선호와, 셋째, Mass Market이 형성되어 있는 가운데 점유율 확대를 통한 치킨게임 승자가 나타나는 시기가 도래하는 부분으로 해석하고 있다.

내수업체들의 Valuation은 크게 2가지 구조하에서 프리미엄을 받았던 것으로 생각된다. 1) 산업화 전환이 이루어지면서 기업들의 성장성이 나타나는 시기와, 2) 산업화 이후 일부 업체들의 점유율 확대에 따른 구조적인 변화가 나타난 시기이다.

과거 국내유통산업은 1)조건과 같은 상황에서 시장대비 프리미엄에 거래되었지만, 이후 성장성 정체를 겪으면서 프리미엄은 사라지게 되었다. 하지만, 최근 내수환경 변화에 따라 2)과 같은 우호적인 여건이 형성되고 있고, 구조적 성장이 나타낼 수 있는 업체들이 등장함에 따라 차별적인 밸류에이션을 적용 받을 것으로 판단된다.

2000년 초반 이후 국내 유통산업 PER은 시장대비 프리미엄을 받으면서 거래



자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터

이론적으로도 한번 살펴보자, Intrinsic Value의 공식을 살펴보면 유보율이 낮을수록 또는 성장률이 높을수록 Leading PER이 높게 측정된다. 즉, 성장률이 높을수록 기대할 수 있는 가격은 커진다는 것을 의미한다. 기업의 성장률은 시장과 비교할 때 결국 GDP성장률과의 차이로 표현할 수 있다. 아주 단순한 논리이지만, 저성장 시대에 접어들게 되면서 상대적으로 성장성이 높은 산업체 혹은 기업들에 대한 프리미엄 부여가 가능하다는 것을 알려주고 있다.

내재가치 모형으로 판단할 때도 성장률이 높게 나타나는 업체들의 프리미엄 부여는 당연한 결과물

$$\frac{E_1}{P} = \frac{D_1}{r - g}$$

p = *현재가*
E_1 = *ESP 추정치*
g = 성장률
D_1 = *배당 추정치*
r = cost of equity

이론적으로 볼때
성장률이 높아질수록
내재가치는 상승

자료: 키움증권 리서치

일본의 경우에도 이러한 흐름은 동일하게 나타났다. 편의점을 기반으로 한 세븐일레븐&아이홀딩스의 경우 과거 1997년에서 ~ 2014년까지(세븐일레븐 시절부터 계산) Avg PER은 31.7배를, 1996년부터 ~ 2001년까지의 료힌케이카쿠 Avg PER의 경우에도 43.6배에서 거래되었다, 동 시기 일본이 저성장을 구가했던 시기임을 감안하면 상당히 높은 수준의 Multiple Premium을 적용 받은 것으로 해석된다.

국내에도 유사한 흐름이 나타날 가능성이 높은 것으로 판단되며, 위 조건에 부합하는 편의점, 식자재 유통, 양판점 업체들에 대한 프리미엄 부여는 지속될 전망이다. 또한, 컨텐츠를 기반으로 한 기업들의 경우에도 새로운 패러다임 시대를 맞이하면서 성장 가능성이 높게 점쳐지고 있는 만큼 반드시 주목해야 할 것이다.

III. '잃어버린 20년'이 가져다 준 유통산업의 변화

>>> 일본시장의 변화

기존 플랫폼 성장은 정체, 반면 신 업체들 성장은 지속

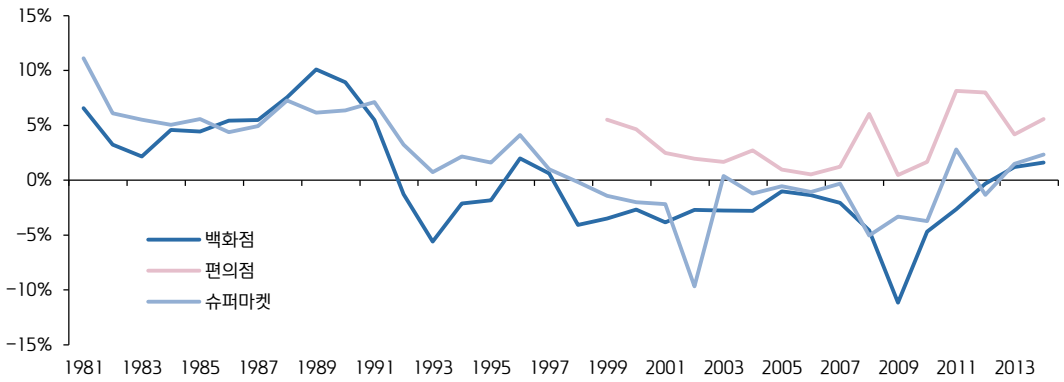
일본의 유통산업은 소위 '잃어버린 20년'으로 일컬어지는 기간 동안에 커다란 변화를 맞이하게 된다. 기존 유통플랫폼들의 성장은 제한되고, 신 소비행태를 반영하는 업체들이 이를 대체하기 시작하였다. 또한, 과거 소비자들의 지출이 플랫폼을 중심으로 이루어졌다면, 저성장, 디플레이션 시기를 겪으면서 컨텐츠에 기반한 소비로 전환되었다.

일본의 백화점산업 규모는 1998년 10.6조억 엔에서 2014년 7.1조억 엔으로 약 -35.9% 감소하였다. 동 기간 소매판매시장 규모가 -1.6% 감소하였다는 점을 감안할 때 백화점산업은 급격한 하락기를 맞이한 것이다. 또한 전통식품 판매점을 포함한 슈퍼마켓(Chain store)의 경우에도 -22.7% 등 기존의 유통플랫폼 매출액 감소는 빠르게 이루어졌다. 반면, 신 유통업태인 편의점의 경우 1998년부터 2014년까지 약 +72.3%로 성장하며 저성장 국면에 접어드는 과정에서 소비자들이 활용하는 플랫폼의 변화가 나타났다.

일본소매유통시장은 저 성장기, 디플레이션, 저출산/고령화 시기에 접어들면서 큰 변화를 맞이한다. 백화점 몰락의 주요 원인은 자산가격의 붕괴 → 소비여력 감소 → 합리적 소비라는 패러다임 변화에 따른 소비자들의 외면이 작용한 것으로 판단된다. 또한, 국내할인점에 해당하는 종합양판점 또한 점포당 인구수가 적정수준에 다다르기 시작하면서 성장성에 한계를 느끼기 시작하였다.

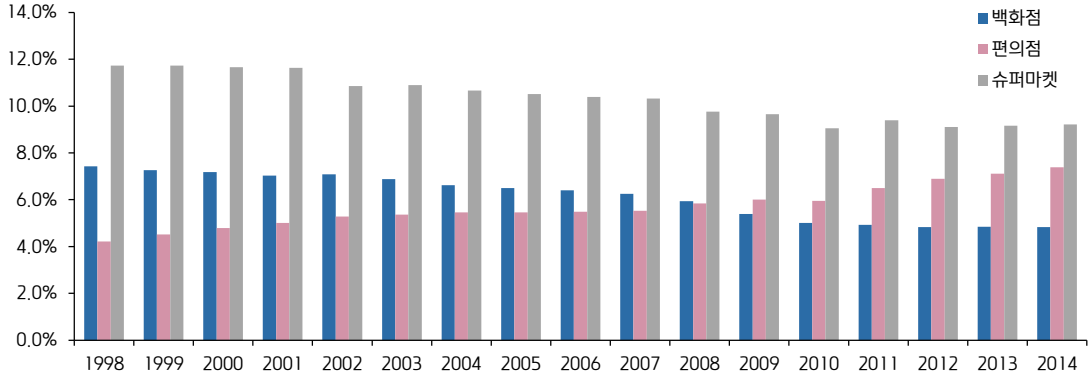
이러한 과정에서 백화점업체들은 리뉴얼 및 공격적인 점포 확장을 통해 판로를 모색하였으나, 전체적인 소비여력이 감소와 대체채널의 확장이 이어지면서 어려움을 겪게 되었다. 2000년 중반 이후 대형백화점 및 양판점업체들은 저 성장을 타개하기 위해 업체간의 업무제휴 및 대규모 M&A를 시도하였고, 그 결과 대형점포로 전환되는 계기를 맞이하였다.

일본소매시장 연간 성장률 추이: 백화점시장은 급격한 하락기를 맞이, 반면 편의점은 가파르게 확대



자료: Datastream. 키움증권 리서치

전체 소매시장에서 편의점 비중은 지속적으로 상승



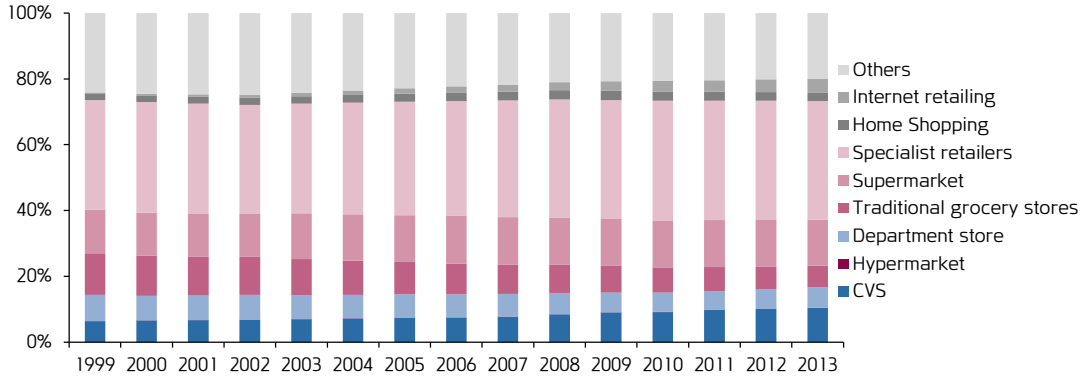
자료: Datastream, 키움증권 리서치

일본의 전통적인 유통플랫폼이 축소된 자리엔 편의점 및 전문점 등 신 유통업태가 자리잡기 시작하였다. 편의점의 경우 점포 출점 여력 감소에도 불구하고, 여전히 성장세를 보이며 소매시장 비중이 더욱 높아지고 있고, 전문판매점 또한 동일한 현상이 나타나고 있다. 현재까지도 동일한 구조는 이어지고 있으며, 전체적으로 소매유통시장에 차지하는 플랫폼의 구성비 변화가 정착화되고 있는 것으로 해석된다.

1999년에서 2013년까지 일본소매유통 채널별 시장점유율을 살펴보면 편의점이 6.4%에서 10.5%로, 전문점은 33.4%에서 36.0%로 증가하였다. 반면, 백화점은 8.0%에서 6.2%, 전통식료품은 12.6%에서 6.6%로 감소하였다. 편의점과 전문점의 성장이 차별적으로 이루어진 것이다.

그렇다면, 과연 국내유통산업은 일본과 동일하게 변화할까? 물론 어느 정도 유사한 형태로 흘러갈 가능성은 높다고 생각된다. 하지만, 국내유통업체들의 경우 그룹사랑 연계한 성장 전략을 모색하고 있고, 기존 플랫폼을 기반으로 신 유통망 확대에도 적극적인 모습을 보이고 있다는 점에서 각 기업별로의 성장은 일본과 다른 양상을 보일 것으로 전망된다.

일본 유통채널별 점유율 추이: 편의점 및 전문점 성장률 차별화



자료: GS리테일, 키움증권 리서치센터

일본 채널별 시장규모 추이: 편의점 유일하게 성장

자료: GS리테일, 키움증권 리서치센터

>>> 저성장 국면에서 성장하는 PB 시장

일본의 PB상품 발달과정을 보면 국내시장도 멀지 않았다.

PB상품의 확대 가능성도 높은 시점이라 판단된다. 일본의 PB상품 발달과정은 크게 2가지로 나눌 수 있다. 제1기로 일컬어지는 1970년대 다이에는 일본 최초의 노브랜드 PB상품을 개발하였으며. SKU는 30개에 한정되었다. 이후 일용품까지 제품군을 확대하면서 최고 37개 품목에 적용하였다. 이때 종합양판점인 세이유가 자체 PB브랜드를 런칭하였으며 이는 향후 무인양품의 시초가 되었다. 산업성장기 시절 다이에를 시작으로 자스코, 니치이, 유니 등의 업체가 PB상품 생산에 적극적으로 참여했지만, 주목할 만한 성과를 거두지는 못하였다. 그러한 이유는 1) 다수의 경쟁자 참여와, 2) 1980년에 접어들면서 일본 경제가 안정화됨에 따라 소비자들의 니즈가 감소하였기 때문이다.

이후 1990년대 초 중반 일본이 엔고시대로 접어들게 되면서 PB상품은 재차 등장하게 되었다. 동 시기에도 다이에(PB브랜드 뉴세이빙)가 시장을 주도하였으며, 기존과는 다르게 낮은 가격을 지양하고 차별화된 컨셉을 시도하게 되었다. 이후 '데일리 유스 애착사양'이라는 브랜드 런칭을 통해 어느 정도의 성공을 거두기 시작하였으며, Catergory 확대를 통해 적극적인 상품을 구축하기 시작하였다. 하지만, 1) 내셔날 업체들의 PB브랜드 대항 및 2) 잘못된 수요예측에 따른 과잉재고, 3) 엔저 회귀에 따른 가격이점 상실 등에 따라 PB브랜드 안착은 실패하게 되었다. 하지만, 최근 일본은 다시 한번 PB비중이 확산되고 있다. 그러한 이유는 3저(저성장, 저물가, 엔저 등) 시대가 지속됨에 따라 저가격에 합리적인 제품군을 구매하려는 소비자들이 늘고 있기 때문이다.

국내의 경우 대형할인점그룹을 중심으로 PB시장이 빠르게 확대되고 있다. 이마트/신세계그룹은 식품부문인 신세계푸드를 통해 HMR 및 기타가공식품 브랜드화에 공을 들이고 있고, 비식품부문에서는 신세계인터내셔날을 통해 전방위적으로 관련 영역을 확대해 나가고 있는 추세이다. 장기적으로 그룹내유통망 PB매출 비중을 50% 수준까지 확대할 목표를 가지고 있으며, 이를 위해 지난해부터 공격적인 영업활동을 전개 하고 있다. 롯데쇼핑그룹도 장기적으로 롯데푸드를 활용한 전략을 구사할 것으로 예상되어 대형유통망을 중심으로 한 PB시장 확대 가능성은 높은 것으로 판단된다.

>>> 결론적으로... 신 유통플랫폼 + 컨텐츠

신 유통플랫폼과 컨텐츠 경쟁력을 확보할 수 있는 기업에 주목

국내 유통업체들은 일본과는 상대적으로 백화점, 할인점, 편의점, 전문점 등의 다양한 플랫폼을 영위함과 동시에 제조업을 기반으로 한 계열사 확보에도 주력하는 등 밸류체인 구축에 심혈을 기울이고 있다. 이에 전체적인 산업메카니즘이 동일한 흐름으로 이어진다 하더라도 각 기업군들의 성장 방향은 차별적일 가능성이 높다.

이러한 과정에서 컨텐츠 확보를 통한 경쟁력 제고를 지속하고 있다는 점도 주목해야 하는 부분이다. 그러한 이유는 시장이 어느 정도 성숙해지면 결국 차별성을 통한 점유율 확보를 모색해야 하기 때문이다. 동 부분은 결국 내셜날브랜드를 통한 성장이 아닌 PB브랜드(혹은 컨텐츠 업체들 부각) 확대를 통한 차별화로 진행될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

결론적으로, 국내유통산업은 일본과 유사하게 백화점 역할이 감소할 가능성이 높고, 이를 대체할 수 있는 플랫폼의 성장이 예상된다. 또한, 저성장 국면에 돌입하면서 PB 및 컨텐츠 업체들의 성장성이 두드러졌다는 점을 감안할 때 신 유통플랫폼 + 컨텐츠경쟁력을 확보할 수 있는 기업에 주목하는 것이 바람직할 것이다.

Ⅳ. '편의점과 전문점 시대'의 도래

>>> 편의점과 전문점 성장은 이제부터 시작

일본케이스를 감안할 때 본격적인 성장은 지금부터..

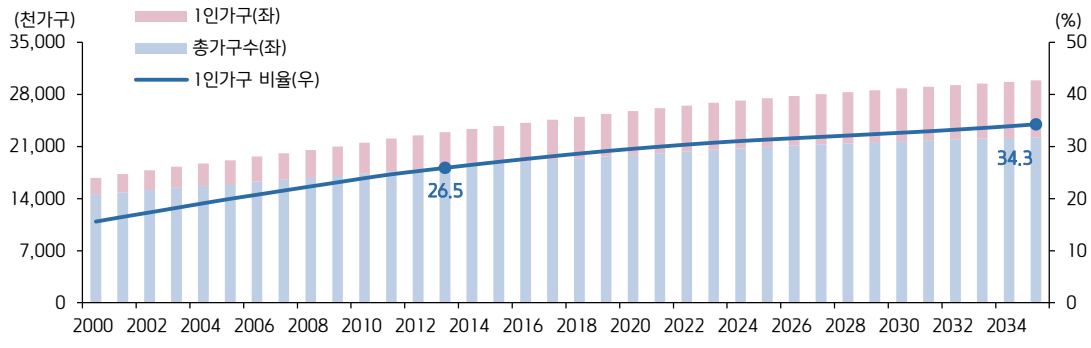
국내시장환경은 1) 1인 가구수 증가, 2) 저성장 진입에 따른 합리적 소비 확산, 3) 소비지출 변화에 따른 구매력 감소세가 나타나고 있다. 국내유통산업도 일본과 유사한 형태로 전환될 것으로 보여, 편의점과 전문점 비중은 장기적으로 증가할 전망이다. 이에 관련업종에 주목할 것을 권고한다. 그러한 이유는 이러한 시장환경이 과거 일본유통산업을 변화시켰던 원인들과 크게 다르지 않기 때문이다. 이는 결국 편의점과 전문점에 대한 수요를 증가시키는 요인으로 향후 관련 플랫폼들의 성장률을 이끌 것으로 판단된다.

지난해 일본 편의점산업 성장률은 +5.3%를 기록하였다. 소매시장을 상회하는 성장률이 지속되고 있는 가운데 점포망 출점도 연간 성장률과 유사한 수준을 기록하였다. 이러한 현상은 상당히 긍정적인 부분으로 해석된다. 그러한 이유는 1) 전체 소매시장 성장률이 +1.6%에 불과한 가운데 큰 폭의 성장세를 시현하였다는 점과, 2) 점포망 확대가 이루어지면서 발생해야 하는 점포당 매출액 감소가 제한되고 있기 때문이다.

물론 전체 영업면적당 매출액을 분석하는 것이 더욱 중요하다. 하지만, 최근 수년간 점포 성장률 대비 산업성장률이 앞서고 있다는 것은 기존점포의 성장이 이어지고 있음을 나타내는 반증이다. 즉, 일본 편의점산업은 유통망확대가 급격하게 이루어진 현 시점에서도 출점에 대한 여력이 남아 있음을 증명해주고 있는 것이다. 이에 국내시장의 포화 가능성에 대해 우려할 필요는 없을 것으로 판단된다.

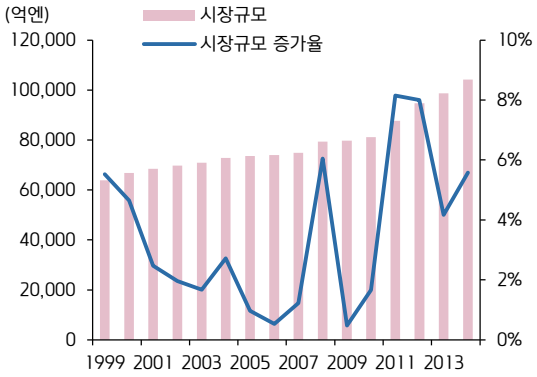
일본의 편의점 수는 지난해 기준 총 52,725개이다. 2013년기준(2014년 데이터는 현재 미발표, 업계 추정치 26,000개) 국내 편의점 점포 수는 24,859개로 일본의 약 절반가량을 차지하고 있다. 국내 주요 3사(BGF리테일, GS리테일, 세븐일레븐) 올해 출점 계획은 약 1,200~1,500개 사이로 알려져 있다. 2011년부터 2014년까지의 3사의 출점을 통한 성장률은 각각 27.1%, 17.0%, 2.4%, 5.3%이다. 동 기간 편의점 산업 성장률은 17.9%, 18.3%, 7.8%, 8.7%를 기록하였다. 이는 지속적인 출점에도 불구하고 상위업체 3사의 점포당 효율성이 개선되고 있음을 나타내주는 부분이다. 당사에서는 이러한 추세를 시작단계로 판단하고 있다. 이에 장기적으로 편의점산업 성장 가능성을 높게 점치고 있다.

국내 1인 가구수 증가는 유통플랫폼 변화 요인



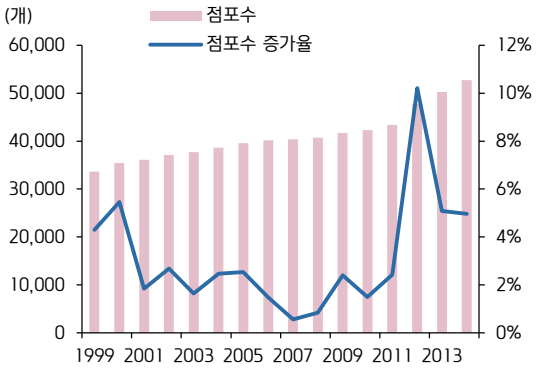
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

일본 편의점 시장은 여전히 성장 중



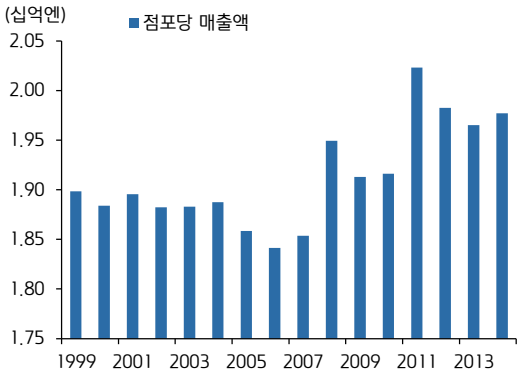
자료: 일본경제산업성, 키움증권 리서치

일본 편의점 시장 출점은 지속



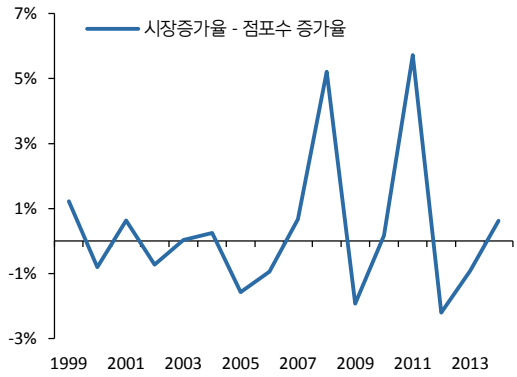
자료: 일본경제산업성, 키움증권 리서치

일본 편의점 업체 점포당 매출액



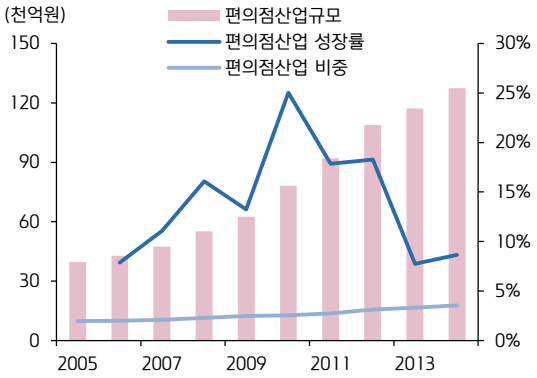
자료: 일본경제산업성, 키움증권 리서치

기존점포 신장률이 지속되는 일본 편의점



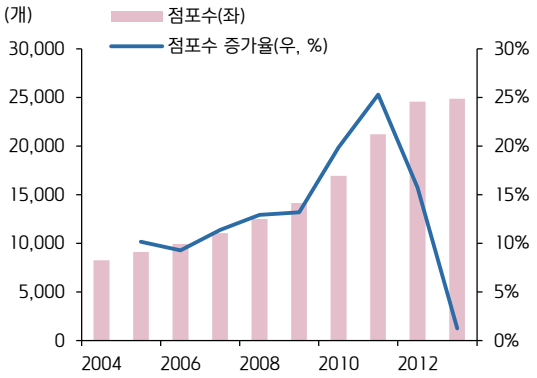
자료: 일본경제산업성, 키움증권 리서치

국내 편의점 시장규모 추이 및 성장률



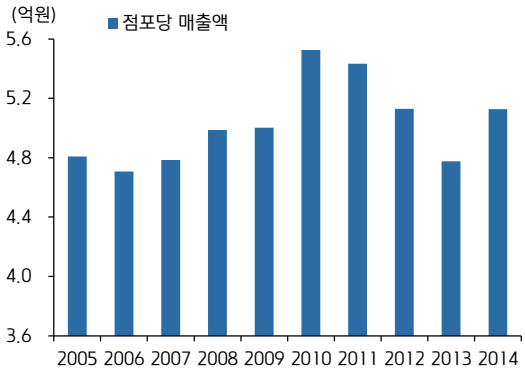
자료: 통계청, 키움증권 리서치

국내 편의점 점포 수 추이 및 성장률



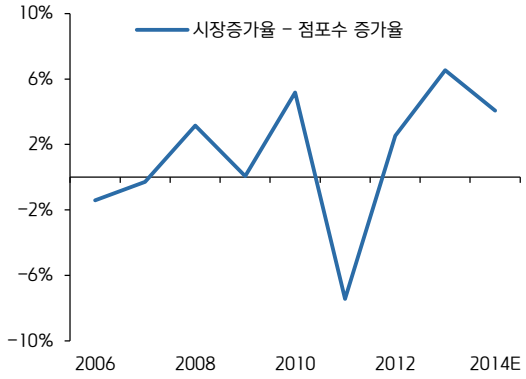
자료: 편의점산업동향, 키움증권 리서치

국내 편의점 업체 점포당 매출액



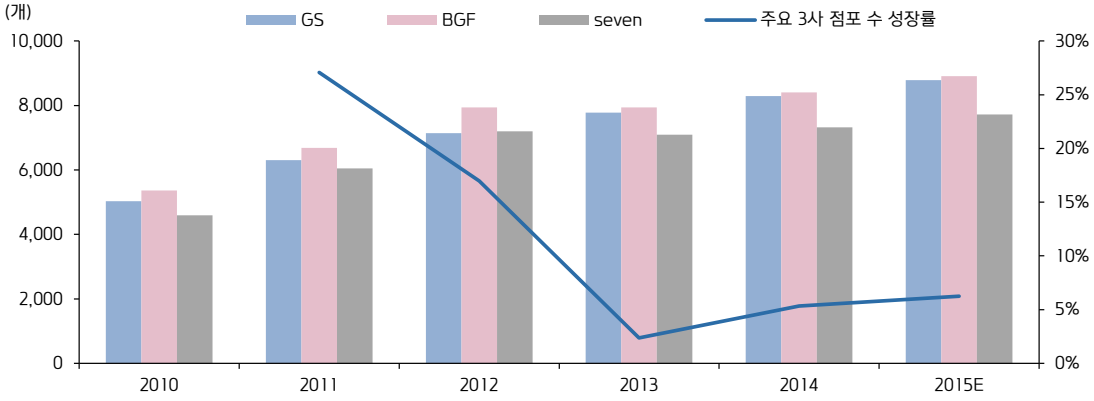
자료: 편의점산업동향, 키움증권 리서치

출점과 기존점 성장률 효과 비교



자료: 통계청, 키움증권 리서치

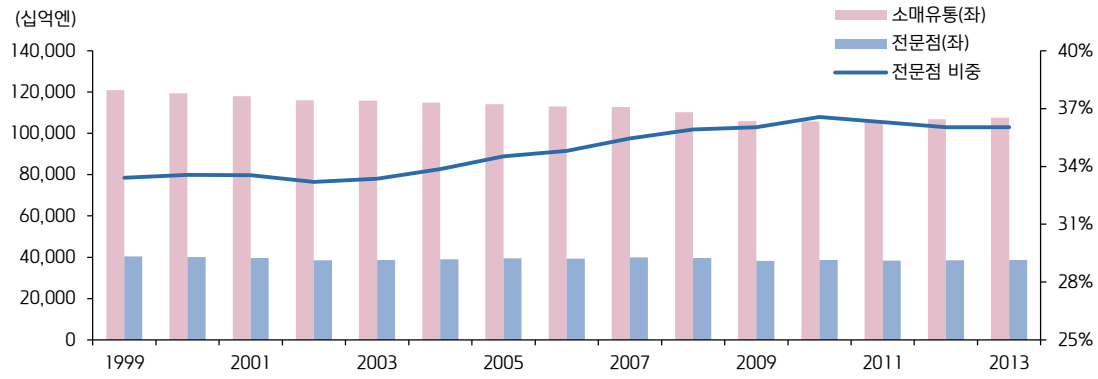
국내 편의점 빅3 출점 점포 수 및 성장률



자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

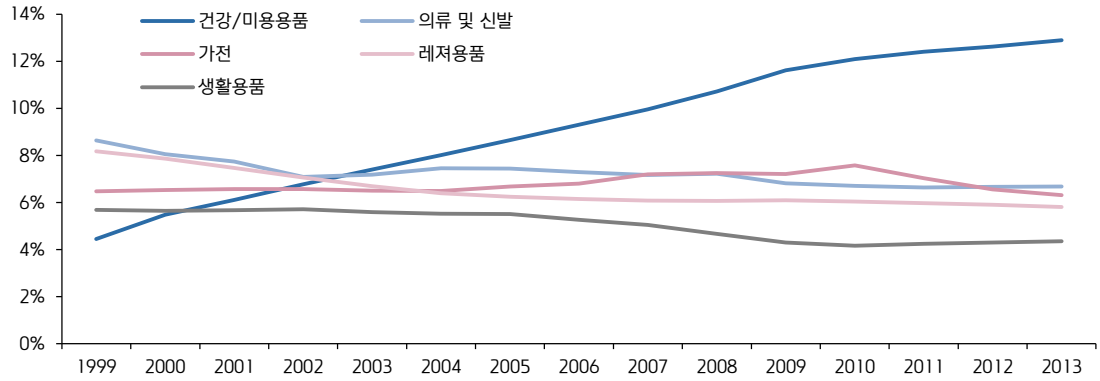
전문점의 성장 가능성에도 주목해야 할 것이다. 일본은 의류, 가전, 신발 등 다양한 전문점이 발달하였고, 전문점의 소매시장 비중은 지속적으로 증가하고 있는 추세이다. 2009년 전문점의 소매시장점유율은 33.4%에서 2013년 36.0%까지 성장하였으며, 초기시장을 선점한 것은 의류/패션 및 가전부문이었다. 이후 생활/건강/이미용품군 전문점까지 성장세를 보여주었고, 현재까지 소매시장 내 하나의 큰 축으로 자리매김 하고 있다. 국내에도 동일한 흐름이 나타나고 있다는 점에서 관련 시장의 확대 가능성은 높은 것으로 판단된다.

일본의 소매유통 내 전문점 비중은 지속적으로 증가



자료: GS리테일, 키움증권 리서치

일본의 경우 노령화에 따라 건강 및 미용용품전문점 성장세 차별적으로 나타남



자료: GS리테일, 키움증권 리서치

신발전문점인 ABC마트코리아는 2002년 12월 압구정동 1호점을 시작으로 2014년 기준 161개 매장을 운영하고 있다. 2014년 매출액은 3,718억 원으로 전년대비 +14.8%의 성장세를 기록하였고, 영업이익률은 12.2%를 달성하였다. 2003년 매출액 103억 원을 시작으로 2014년까지 약 30배 이상의 외형성장을 이루면서 전문점 플랫폼의 급격한 성장의 대표적인 케이스를 보여주고 있다.

이러한 흐름은 향후 일본과 같이 다양한 상품군으로 확대될 여지가 높아, 전문점의 지속 성장 가능성은 높은 것으로 분석된다. 또한, 전문점 성장률이 둔화되는 시점에서 상위 업체 점유율이 증가할 것으로 예상되어, 관련 플랫폼의 성장 가능성은 차별적으로 이루어질 전망이다. 이에 당사에서는 최근 편의점 및 전문점 업체들의 성장국면은 단기적인 현상이 아닌 구조적인 현상으로 해석하고 있다.

세븐일레븐&아이홀딩스 주가 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

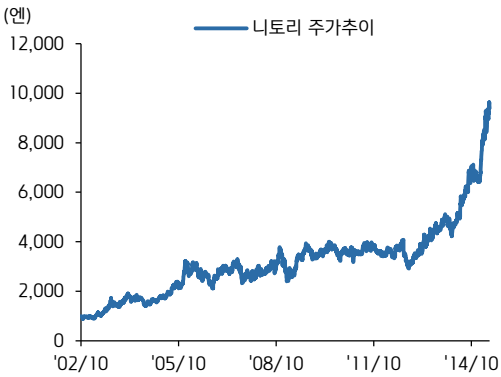
료힌케이카쿠 주가 추이

자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

일본ABC마트 주가 추이

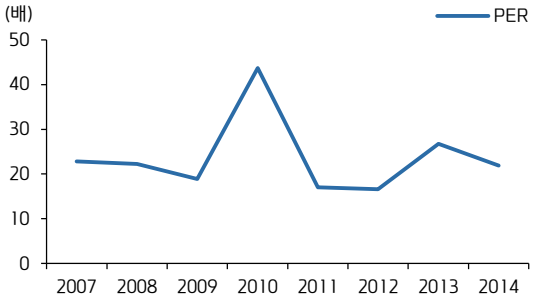
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

니토리 주가 추이



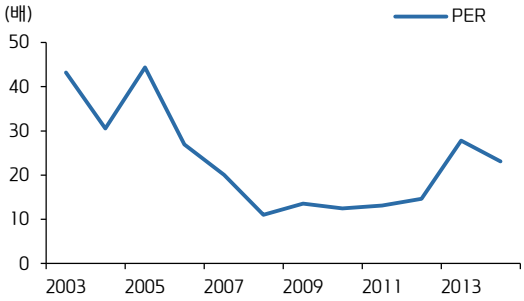
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

세븐일레븐&아이홀딩스 PER 추이



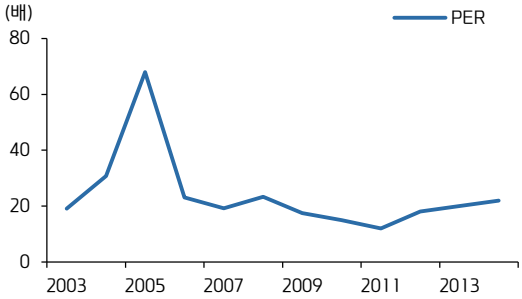
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

료힌케이카쿠 PER 추이



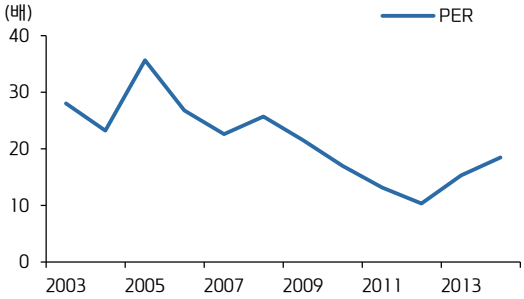
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

일본ABC마트 PER 추이



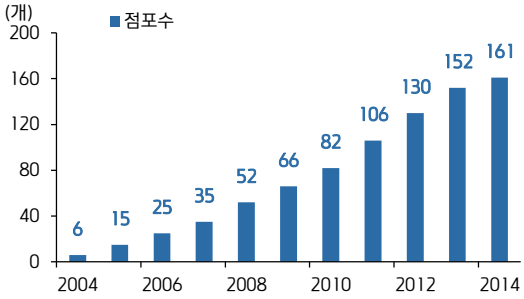
자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

니토리 PER 추이



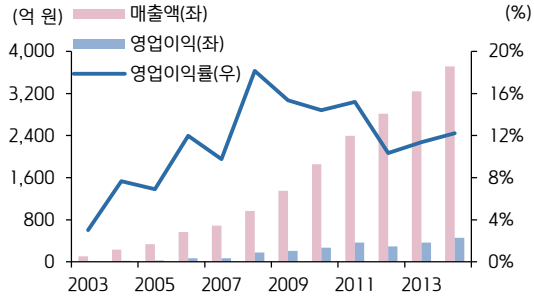
자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

국내ABC마트 점포 수 추이



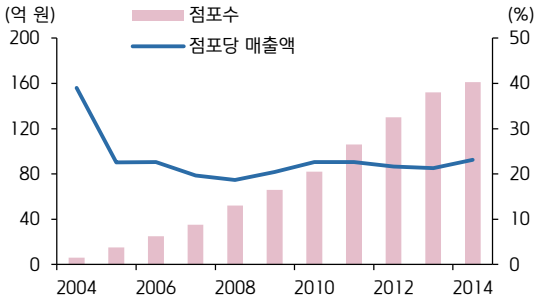
자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

국내ABC마트 영업실적 추이



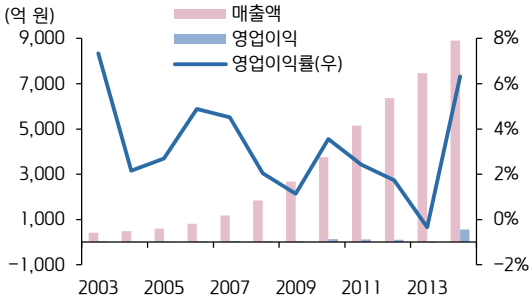
자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ABC마트 점포확대에도 효율성 증가



자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

생활용품 전문점 다이소 급격한 성장



자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

V. 그룹사를 통한 업체들의 성장 전략 점검

>>> 중장기 전략을 통해 판단하는 국내 업체들의 성장 스토리

플랫폼 성장은 제한될 여지가 있지만, 그룹사 전체적으로는 성장 가능

그렇다면 과연 국내대형유통업체들은 장기적으로 부정적으로 해석해야 할까? 결론부터 내리자면, 일본 업체와는 다른 양상으로 전개될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 그러한 이유는 1) 이러한 사회적 현상을 대비해 기존 업체들의 신 유통망 확대가 이루어지고 있고, 2) 그룹사 전체적인 전략적 합의를 통해 신 성장동력을 구축하는 작업을 지속해오고 있기 때문이다.

각각의 플랫폼들의 성장세는 제한될 여지가 높지만, 전체적인 그룹사 성장은 이어질 가능성이 높다. 이에 당사에서는 그룹사 전략을 통해 성장 가능성이 높은 기업을 찾아내는 것에 중점을 두고 있다. 또한 이를 통해 단기 → 장기로 이어지는 투자전략을 세우고자 한다.

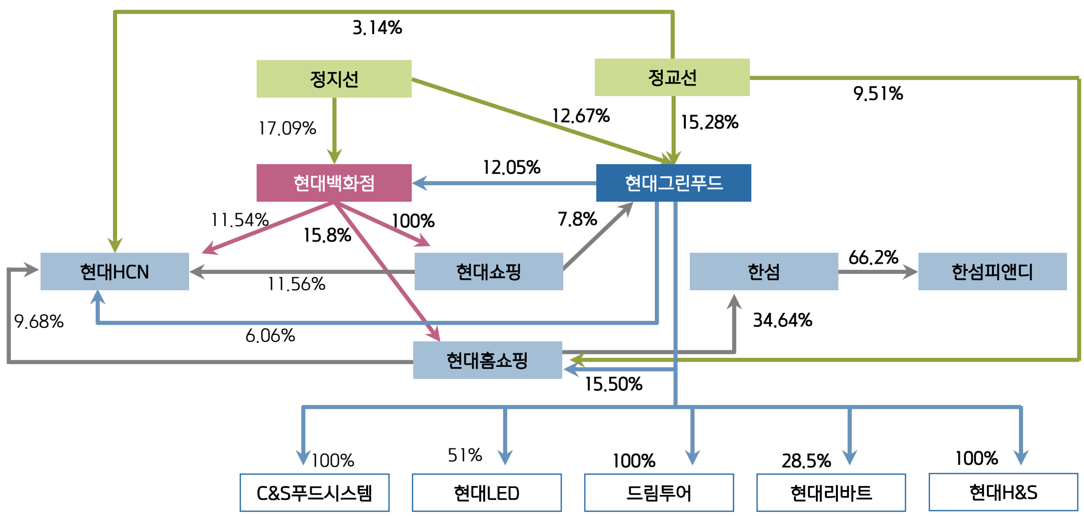
>>> 현대백화점그룹

1) 현대백화점그룹은 유통 + 제조(컨텐츠)로 양분해서 보자

현대백화점그룹은 크게 유통(백화점, 홈쇼핑)과 제조(의류, 가구, 식품 기타), 미디어로(현대HCN) 나누어져 있다. 유통은 현대백화점과 현대홈쇼핑, 제조는 현대그린푸드를 필두로 한섬, 현대리바트, 현대LED로 구성되어 있다.

현대백화점그룹은 1999년 현대그룹으로부터 분리되었고, 2002년 11월 현대H&S에서 백화점 사업부문을 분할해 현대백화점을 설립하였다. 이후 현대H&S+현대푸드시스템+현대F&G 합병을 통해 지금의 현대그린푸드를 탄생시켰다. 현대백화점그룹은 2010년 'PASSION VISION 2020'을 통해 백화점을 중심으로 한 유통, 현대그린푸드를 기반으로 한 제조, 그룹내 물량을 활용한 B2B, 적극적 합병을 통한 신규사업 진출, 현대홈쇼핑과 HCN을 중심으로 한 미디어 사업 역량 확대를 발표하였다. 그러한 이유는 과거와 같이 백화점을 중심으로 한 그룹사 외형성장이 쉽지 않을 것이라 판단하였기 때문이다. 'PASSION VISION 2020'은 정지선회장이 대내외적으로 등장하면서 보수적인 경영방침을 탈피하려는 적극적 움직임으로 해석된다.

현대백화점그룹 지배구조 현황

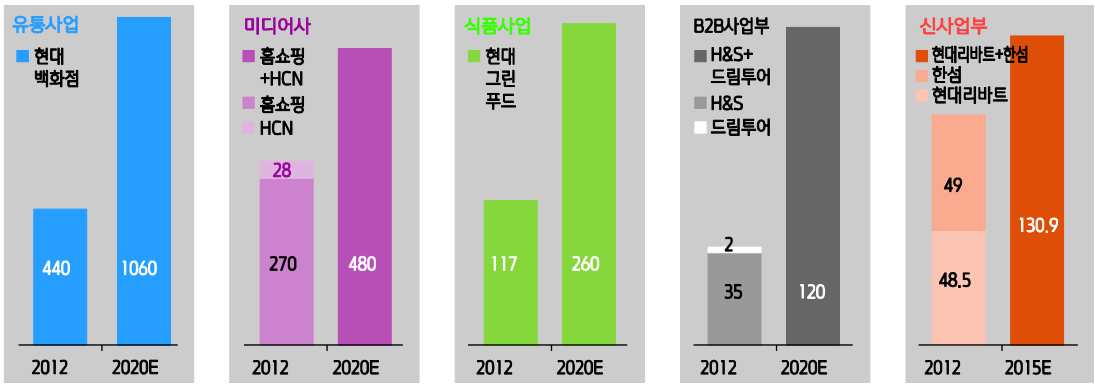


자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

2010년 'PASSION VISION 2020' 발표 후 현대백화점은 일산킨텍스점을 시작으로 점포 출점을 재개하였고, 현대홈쇼핑은 해외진출을 통해 추가적인 유통망 확대를 모색하였다. 하지만, 경기둔화 및 소비트렌드 변화에 따른 대체채널 부각에 따라 과거와 같은 효과를 발휘할 수는 없었다. 현대홈쇼핑 또한 해외시장의 가시적인 성과를 가지지 못하고 철수하게 되면서 유통분야에서 뚜렷한 성과를 올리지 못하였다.

반면, 제조업 부문은 차별적인 성장세를 나타냈다. 현대그린푸드를 기반으로 단체급식, 식자재유통, B2C소매유통에 대한 성장을 지속하고 있고, 그룹사가 가진 막대한 자금력을 바탕으로 산업용 LED(현대LED), 의류(한섬), 가구(현대리바트) 등의 업체를 인수하면서 관련 영역을 넓혀나가고 있다.

PASSION VISION 2020 사업부문별 목표치 (단위: 백억원)



자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

2) 유통플랫폼을 기반으로 제조업 시너지 시현에 주력

현대백화점그룹은 장기적으로 유통플랫폼을 기반으로 제조업을 추가해 그룹내 시너지를 확대하려는 움직임을 적극적으로 전개해 나갈 예정이다. 또한, 동시에 그룹내 Captive Channel을 적극적으로 활용해 단기간에 경쟁력을 높여주는 구조를 갖추는 전략을 구사 중이다.

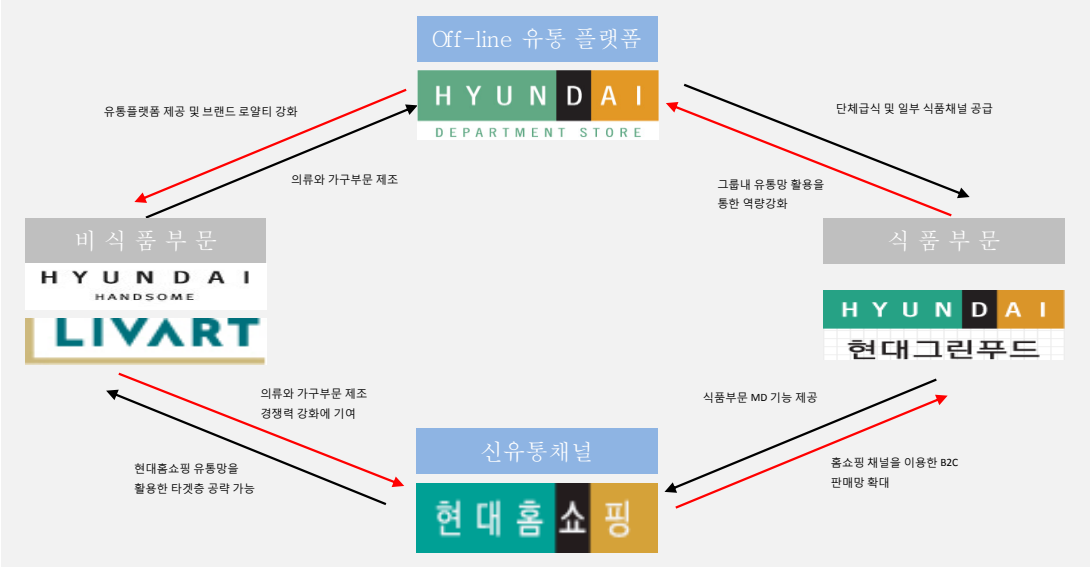
지금까지 현대백화점그룹을 이끌었던 부문은 백화점과 홈쇼핑 이였다. 하지만, 앞서 1) 언급했듯이 장기적으로 기존의 백화점과 홈쇼핑산업 성장성이 제한될 가능성이 높고, 2) 플랫폼보다는 컨텐츠 경쟁력이 중장기 차별화를 결정지을 수 있을 것으로 보여 장기적인 성장의 축은 컨텐츠를 기반으로 한 계열사가 담당할 것으로 판단된다.

단기적으로 현대백화점과 현대홈쇼핑을 통한 제조업체 공급망 확대 및 내부매출 증가에 따라 동 부분 성장성이 높아질 여지가 높지만, 중장기적으로는 상품경쟁력 제고를 통한 경쟁력 확대가 중요한 부분으로 자리매김 할 전망이다.

2010년 이후 현재까지 현대백화점그룹의 전략은 합격점이라 평가된다. 다소 보수적으로 전략을 구축하는 부분에 있어 아쉬운 점이 존재하지만, 1) 기타 경쟁업체대비 제조업 기반 확대를 통해 컨텐츠 기반을 빠르게 키우고 있고, 2) 유통플랫폼에 치중되어 있던 사업구조를 배분함으로써 장기적으로 성장성 확보를 위한 안정적인 포트폴리오를 구축한 것으로 평가되기 때문이다.

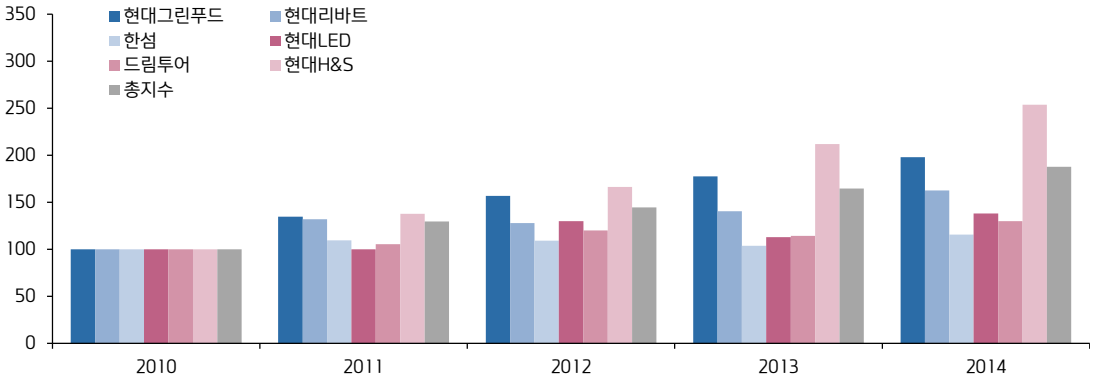
이러한 움직임은 지속될 가능성이 높아, 현 시점에서도 현대백화점그룹은 플랫폼보다는 제조업(컨텐츠)을 기반으로 한 업체들의 성장성이 더욱 높아질 전망이다. 2010년 이후 현대그린푸드, H&S, 드림투어, 현대LED, 현대리바트의 성장성이 이를 증명한다. 그렇다고 백화점과 홈쇼핑 성장이 제한된다는 것은 아니다. 왜냐하면, 장기적으로 플랫폼을 기반으로 한 영업환경을 더욱 높여주어야 제조업 베이스를 확대하는데 있어 유리할 수 있기 때문이다.

그룹사 유통망 활용을 통해 주요 관계사 경쟁력을 빠르게 높이는 것이 주요 목적



자료: 키움증권 리서치

'PASSION VISION 2020' 발표 이후 주요 자회사 실적 성장 빠르게 나타남



자료: 각 사, 키움증권 리서치
주: 2010년을 기준으로 지수화(기준: 100)

3) 현대백화점 출점 방식 변화에 따라 성장의 속도가 달라질 전망

현대백화점그룹 출점 방식 변화가 나타남에 따라 플랫폼 업체들의 성장성도 주목해야 할 것이다. 현대백화점 성장전략에 있어 가장 주목해야 할 부분은 2가지이다. 첫째, 출점 방식 변경에 따른 빨라진 점포망 확장 속도, 둘째, 아울렛시장(도심형+프리미엄) 진출을 통한 다양한 소비계층을 커버하는 구조로 전환하였다는 점이다.

과거 백화점 업체들은 출점을(자가) 통한 성장 전략을 구사하였다. 그러한 이유는 고 성장국면에서는 소득수준 상승 → 백화점 수요 증가 + 부동산가격 상승에 따른 자산가치 증가가 동시에 이루어졌기 때문이다. 하지만, 소비경기 악화에 따른 저가형 소비확산과 부동산시장 침체가 이어지면서 이러한 전략은 효과를 발휘하지 못하였다. 또한, 시장환경이 변화하면서 기존 백화점 성장률이 떨어지는 구조를 가지게 되면서 높은 출점 비용은(점포당 Capex 4천 억 ~ 6천 억) 부담으로 작용하게 되었다. 이에 점포망 확대 속도는 상대적으로 더디게 이루어 질 수 밖에 없었다.

최근 현대백화점은 출점을 통한 성장전략을 유지하되 기존 사이트에 위탁운용 혹은 임대차 계약을 통해 점포망을 확대하는 전략을 구사하기 시작하였다. 성장성이 높을 것으로 판단되는 사이트는 자가출점 방식을 고수하며 백화점, 쇼핑몰, 아울렛 등의 다양한 포맷으로, 일부 사이트는 임대차 방식을 통해 출점 속도를 빠르게 진행시키는 중이다.

현대백화점의 출점을 보면 김포프리미엄아울렛과 판교는 자가출점으로 가든파이브, 동대문 케레스타, 디큐브시티는 임대차 방식으로 접근하면서 과거와는 다른 출점 속도를 보여주고 있다. 당사에서는 이러한 전략에 대해 1) 출점 비용을 감소시키고, 2) 발 빠른 점포망 확대를 통해 점유율 증가가 가능하다는 점에서 외형과 효율화를 동시에 이룰 수 있는 전략으로 평가하고 있다.

최근 현대백화점 점포 확대 전략은 임대차 + 아울렛 형태로 변경

점포명	개점일	영업면적(평)	출점방식	비고	점포명
가산하이힐	2014년 8월	14800	임대차계약	도심형아울렛	가산하이힐
김포프리미엄아울렛	2015년 2월	5300	자가방식	프리미엄아울렛	김포프리미엄아울렛
신도림디큐브백화점	2015년 5월	19694	임대차계약	백화점	신도림디큐브백화점
현대백화점 판교	2015년 8월	26600	자가방식	도심형아울렛	현대백화점 판교
케레스타	2015년 10월	12000	임대차계약	도심형아울렛	케레스타
가든파이브	2015년 11월	13000	임대차계약	도심형아울렛	가든파이브
송도	2016년	-	자가방식	프리미엄아울렛	송도

자료: 현대백화점, 키움증권 리서치센터

4) 현대백화점 출점은 전방위적으로 그룹사를 성장시킬 전망

결국 현대백화점을 기반으로 한 유통망 확대는 장기적으로 제조업체인 현대그린푸드(단체급식 + 소매 식자재), 현대리바트(가정용가구 채널 증가), 드림투어(B2C 시장 공략 가능), H&S, 한섬(그룹내 유통망 증가) 등의 제조업체 성장기반을 더욱 안정적으로 구축할 수 있을 전망이다. 이에 전방위적으로 그룹사 성장 가능성을 높게 점치고 있다.

이러한 과정 속에서 주목할만한 성과를 보이고 있는 계열사는 현대그린푸드와 현대리바트지만 장기적으로 플랫폼 확장이 빠르게 이루어지는 가운데 수혜를 받을 수 있는 한섬과 B2B사업을 영위하고 있는 비상장업체들의 성장도 기대된다.

또한, 장기적으로 제조업 베이스 경쟁력 확대 이후 플랫폼 회사들은 차별화된 컨텐츠 공급 → 점유율 상승이라는 선순환 구조로 전환될 가능성이 높아 긍정적으로 분석된다.

5) 현대백화점그룹의 M&A 시도는 必須不可缺

현대백화점그룹의 적극적인 M&A 시도는 지속될 수 밖에 없을 것으로 생각된다. 제조업베이스를 확대하기 위해서는 추가적인 아이템 확보를 이루어야 하기 때문이다. 전방위적으로 이루어질 가능성이 높으며, 플랫폼과 연계된 사업부문에 있어 공격적인 행보를 이어갈 것으로 예상된다.
이를 위한 중심은 현대그린푸드와 현대홈쇼핑이 담당할 여지가 높다. 그러한 이유는 1) 현대백화점의 경우 출점이 지속될 것으로 예상되고, 2) 그룹사 내에서 현대그린푸드와 현대홈쇼핑이 막대한 자금력을 가지고 있으며, 3) 계열사 출자구조상 현대그린푸드가 제조업 기반을 담당하고 있기 때문이다. 또한, 4) 향후 계열분리에 대한 부분도 고려할 때 그 가능성은 높은 것으로 판단된다.
현대백화점의 경우 출점에 따른 비용부담은 지속될 전망이다. 올해 판교를 시작으로, 송도, 대전 등 추가적인 출점이 예정되어 있고, 면세점사업 진출을 모색하고 있어 이종사업간 합병에 적극적인 모습을 보이기는 쉽지 않을 전망이다. 특히, 현대백화점그룹이 무차입 경영을 표방한다는 점에서 차입을 통한 공격적 합병 가능성은 제한적일 것으로 판단된다.

지난해 현대홈쇼핑의 현금 및 현금성자산 규모는 약 8,000억 원(현금성 자산 400억 원, 기타금융자산 7,257억 원, 매도가능금융자산 568억 원) 수준이며, 지난해 Capex 규모가 138억 원이라는 점에서 가용성 현금은 상당히 높은 것으로 판단된다. 또한, 연간 EBITDA가 1,500억 원을 상회하고 있어 매년 현금이 쌓이는 구조를 가지고 있다는 점에서 합병에 대한 적극적인 행동이 가능할 것으로 분석된다.
현대그린푸드 또한 3,000억 원을 상회하는 현금성자산을 보유하고 있고, 연간 Capex 수준이 물류센터 건립을 제외할 시 약 300억 원 미만이라는 점에서 가용할 수 있는 자금력은 상당히 높은 수준이다. 이들은 현대백화점그룹의 M&A의 주체가 될 가능성이 높으며, 구조적으로 그룹사 합병에 대한 모멘텀은 지속적으로 부각될 전망이다.

6) 결론적으로 가장 주목해야 할 업체는 현대그린푸드를 포함한 제조업체

현대백화점그룹은 장기적으로 플랫폼보다는 제조업체에 집중할 방침이다. 현대그린푸드, 현대리바트, 한섬의 경우 그룹내 유통망 확대가 빠르게 이루어지고 있다는 점에서 안정적인 유통망 확대는 지속될 전망이다. 이에 제조업을 기반으로 한 업체들의 경쟁력 향상 가능성은 높은 것으로 판단된다. 이 중 현대그린푸드는 지분관계상 제조업 업체들의 실질적인 지주자 역할을 하고 있어 장기적으로 연결실적 개선 가능성도 높아 보인다. 이와 더블어 2013년부터 현재까지 성장세를 이끌고 있는 현대리바트, 현대H&S와 유통망 출점 및 현대홈쇼핑과 연계한 비즈니스 모델 구축이 예상되는 한섬의 성장 가능성에도 주목해야 할 것이다.

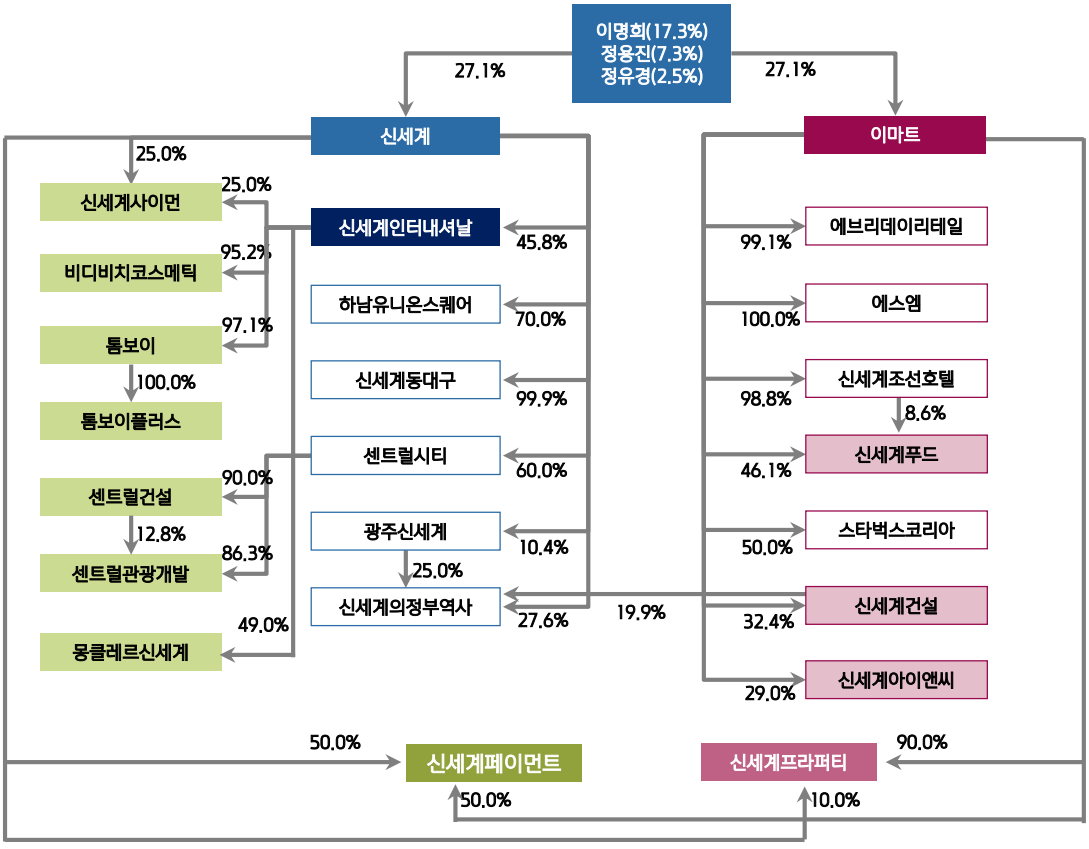
>>> 이마트/신세계그룹

1) 대형마트와 백화점 중심인 이마트/신세계그룹

이마트/신세계그룹은 크게 대형마트를 중심으로 한 이마트, 백화점사업을 중심으로 한 신세계백화점으로 나누어져 있다. 각각의 회사를 기반으로 각 계열사가 출자한 형태로 구성되어 있으며, 대주주는 이명희(17.3%), 정용진(7.3%), 정유경이(2.5%) 각각 보유하고 있다.

할인점과 백화점을 동시에 영위하던 단일회사였지만, 2011년 계열분리를 통해 이마트를 기반으로 한 식품유통채널, 백화점 채널을 기반으로 비식품유통채널로 나누어졌다. 그 외에 신세계건설, 신세계푸드, 신세계인터내셔날, 신세계아이앤씨 등 그룹내 유통망과의 시너지 창출이 가능한 계열사를 포함한다.

이마트/신세계그룹 지배구조 현황



자료: 전자공시시스템, 키움증권 리서치

그 동안 성장을 이끌었던 회사는 이마트와 신세계였다. 국내소매시장 성장과 맞물리며, 공격적인 점포 출점과 고가격 정책을 통해 안정적인 성장을 이룰 수 있었다. 하지만, 소비경기 둔화와 저성장기 진입, 경쟁업체 등장에 따라 국내시장에서 성장하기가 쉽지 않은 영업환경으로 전환되었다.

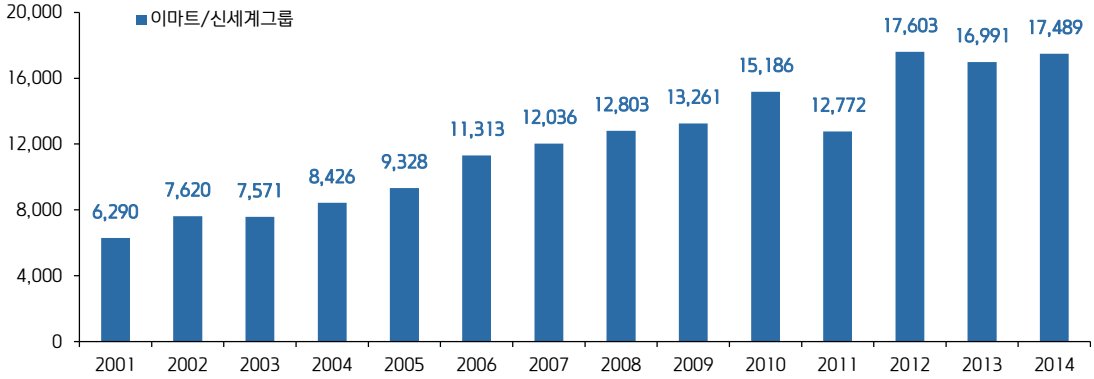
2013년 기준 국내대형마트 점포수는 449개, 백화점은 97개에 달하고 있다. 점포당 인구수는 할인점이 11만 명, 백화점이 51만 명 수준에 근접해 있다. 백화점의 경우 홈쇼핑, 인터넷, 모바일, 아울렛 등의 대체 플랫폼을 감안할 경우 기존 점포가 성장하기란 쉽지 않은 구조로 변하였다. 이와 같은 구조하에서 이마트/신세계그룹은 해외진출 및 차별화 플랫폼 개발 등 다양한 시도를 하였지만, 단순 점포망 확대를 통한 성장은 쉽지 않았던 것으로 판단된다.

주요 도시 대형유통업체 출점 현황

	서울	인천	대전	광주	제주	대구	울산	부산	합계
대형마트	70	28	16	12	6	21	11	35	449
백화점	31	3	5	3	0	10	3	8	97
복합쇼핑몰 및 아울렛	28	6	1	4	0	2	3	4	82
인구수(단위: 천명)	9,991	2,816	1,546	1,518	560	2,471	1,120	3,430	
대형마트 점포당 인구수	143	101	97	127	93	118	102	98	1,748
백화점 점포당 인구수	322	939	309	506	0	247	373	429	
복합쇼핑몰 및 아울렛 점포당 인구수	357	469	1,546	380	0	1,236	373	858	14,554
백화점 및 복합몰 통합 점포당 인구수	169	313	258	217	0	206	187	286	7,155

자료: 한국체인스토어협회, 키움증권 리서치

이마트/신세계그룹 매출액 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치

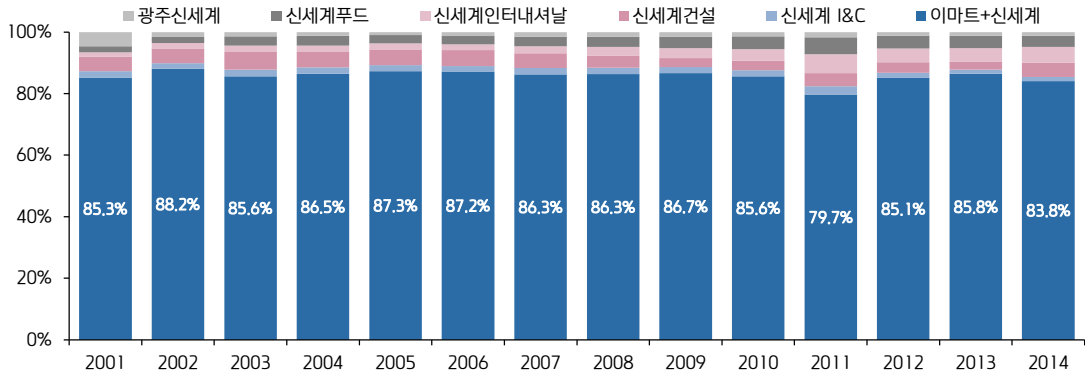
2) 계열사의 성장을 모색하는 이마트/신세계그룹

이마트/신세계그룹은 계열사 성장을 위해 적극적인 노력을 지속해왔다. 내재화가 가능한 업체들에 대한 역량 강화와 전체적인 수직계열화를 통해 안정적인 공급망 역할을 해주었던 것이다. 그럼에도 불구하고 이는 일반사 경쟁력 확대로 이어지지 않으면서 여전히 플랫폼의 의존한 그룹사로 남아있게 된다. 신세계푸드의 경우 안정적인 유통망 활용에 따라 비약적으로 성장하였지만, 1) 기존 사업부 둔화 및 2) 내부유통망에 절대적으로 의지한 사업전개를 펼치며, 최근 수년간 부정적인 실적을 기록하였다.

물론 현재 구조가 이어진다 하더라도 이마트/신세계그룹이 급격하게 위축될 가능성은 제한적이다. 국내시장에서의 독보적인 시장지위와 주요 경쟁업체와는 다른 성장성을 보여주고 있기 때문이다. 그러나, 대형마트를 제외할 경우 전체적인 성장여력이 크지 않은 점은 고민이 되는 부분이다.

이에 이마트/신세계그룹은 대규모 투자를 통해 단기 → 중기 → 장기로 이루어지는 3단계의 성장계획을 수립하였다. 단기는 투자를 통해 내부수직계열화에 대한 기반 마련, 중기 이를 토한 컨텐츠 업체들의 성장, 마지막으로 장기는 그룹내 경쟁력 강화에 따른 플랫폼 업체들의 재차 성장이다.

이마트와 신세계가 그룹사 성장을 견인



자료: 각 사, 키움증권 리서치

3) 단기에서 중기로 이어지는 투자의 핵심은 컨텐츠 업체: 신세계푸드, 신세계인터내셔날

투자계획만을 가지고 정확한 성장의 로직을 찾아내기란 쉽지 않다. 하지만, 각 계열사들의 중장기 전망치 및 사업모델을 가지고 판단할 때, 2023 VISION의 핵심은 플랫폼투자 → 그룹내 컨텐츠 업체들의 경쟁력 확대 → 컨텐츠 경쟁력을 앞세운 플랫폼의 재 성장으로 해석된다.

단기에서 중기로 이어지는 성장구조에서의 핵심은 컨텐츠 업체로 판단되며, 이마트그룹에서 신세계푸드, 신세계그룹에서의 신세계인터내셔날 성장성에 주목해야 할 것이다. 장기적으로 플랫폼에 대한 성장도 가능할 것으로 보이지만, 현 보고서에서는 언급을 자제하겠다.

이마트/신세계그룹 2023 VISION

	이마트/신세계그룹 2023 VISION
투자금액	**2023년까지 약 31.4조원 투자(연간 약 3조원)** ① 백화점/이마트 12.8조원 ② 쇼핑센터/온라인/해외 사업 13.8조원 ③ 기타 브랜드 4.8조원
신규채용	**2023년 까지 협력사 포함 총 17만명 고용 목표** ① 백화점/이마트 7.3만명 ② 쇼핑센터/온라인/해외 사업 5.9만명 ③ 기타 브랜드 3.7만명
중장기 유통망 확대	**중장기적으로 유통망 확대 → 컨텐츠 경쟁력 제고 → 상품경쟁력 확대를 통한 점유율 증가를 목표** ① 이마트 190여개, 신세계 쇼핑몰(아울렛/백화점/복합몰) 40여개로 확대할 전망 ② 차세대 고객 확보 및 인터넷, 모바일, 오프라인 매장 등 여러 채널을 유기적으로 결합한 '옴니채널' 추진 ③ 2013년 PB 23%, 2023년까지 40~50%까지 확대할 계획

자료: 언론보도, 키움증권 리서치

신세계푸드는 장기적으로 이마트 PB상품 생산을 담당할 가능성이 높다. 전체적으로 식품부문의 MD기능을 대체할 것으로 보이며, 향후 HMR라인 확대를 통해 그룹내 물량을 점진적으로 늘릴 전망이다. 신세계푸드는 올해 충북음성공장 Capa 증설이 예정되어 있다. 일부 가공식품 및 RTC(Ready to Cook), RTE(Ready to Eat) 등의 HMR제품을 생산해 장기적으로 이마트내 가공식품 및 PB브랜드에 대한 점유율을 늘려나간다는 계획이다.

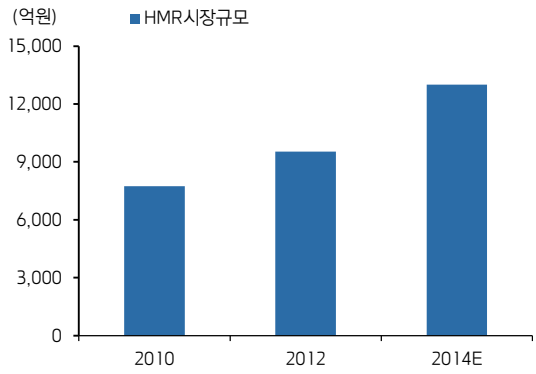
증설 이후 공급할 수 있는 물량은 약 800~1,000억 원 수준으로, 이번 증설만으로 PB브랜드 매출 증가를 커버할 수는 없을 것으로 전망된다. 이에 중장기적으로 충북음성공장 증설이 마무리된 이후 추가적인 라인증설에 대한 로드맵이 제시될 것으로 보이며, 기존 상품과 더불어 추가적인 품목군 확대도 기대된다.

이마트는 장기적으로 PB브랜드 매출비중을 50% 수준까지 끌어올릴 계획이다. 이를 위해 전략적으로 자사브랜드인 Peacock 브랜드의 판매면적을 넓혀나가고 있으며, 상품군 확대까지 진행하고 있다. 그룹내 구조적인 PB브랜드 확대 전략과 유통망 증가가 동시에 이루어지고 있다는 점에서 신세계푸드의 성장 가능성은 높은 것으로 분석된다. 의미 있는 성장은 올해 하반기부터 나타날 것으로 보이며, 향후 추가되는 품목군에 따라 동사의 상품군 다변화가 이루어질 가능성이 높다. 이마트 식품매출은 연간 약 8조원, PB브랜드 매출 목표치 4조원임을 감안할 때 자체 유통망만으로도 장기적인 성장 가능성은 의심할 여지가 없을 것으로 분석된다.

다만, 단기적으로 이를 위한 선제적 투자가 집행되는 과정에 있어 차입으로의 전환 가능성은 염두해 두어야 할 부분이다. 신세계푸드에서 공표한 향후 3년간 Capex 투자계획을 보면 2015년이 약 780억 원, 2016년 1,100억 원, 2017년 1,800억 원으로 신세계푸드의 자체현금 창출능력을 가지고는 불가능한 금액이다. 지난해 신세계푸드의 EBITDA는 약 236억 원 이였고, 2105년 449억 원, 2016년 503억 원으로 추정된다. 지난해 연말 이후 현금성 자산도 대부분 소진한 것으로 보여, 올해부터 3년간 차입구조로 전환될 가능성은 높은 것으로 분석된다.

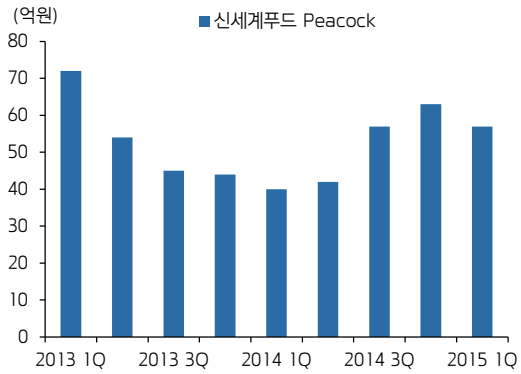
외식사업부 성장 가능성도 높다. 신세계푸드는 보노보노, 올반, 푸드홀, 쟈니로켓, 데블스도어, 베키아에누보 등 다양한 외식브랜드를 보유하고 있다. 그룹내 유통망에 공급할 수 있는 브랜드 수는 약 5~6개로, 점포망 확대에 따라 안정적인 성장은 가능할 전망이다. 외식사업의 경우 높은 고정비 및 트렌드 변화가 빠르게 진행되는 산업특성상 지속적인 성장을 거두기는 어렵다. 이에 그룹내 Shop in Shop 전략을 통해 안정적인 출점을 도모하고 있는 것으로 해석된다.

HMR시장규모 Peacock



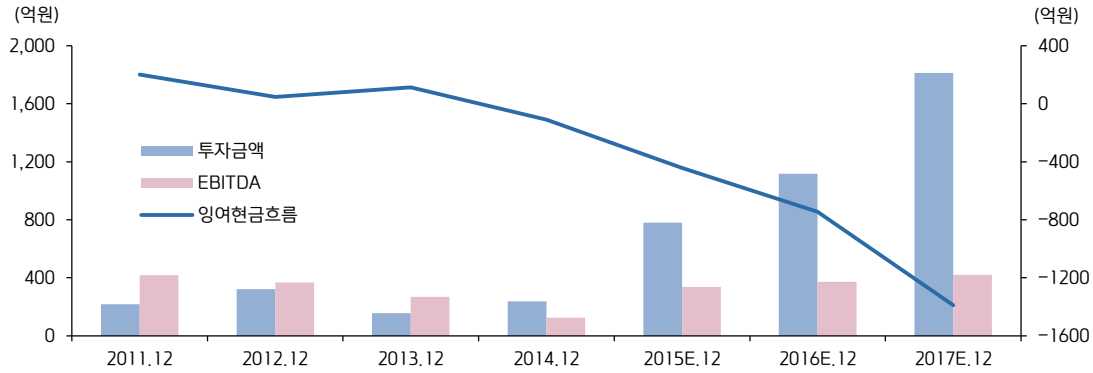
자료: 농식품유통교육원, 키움증권 리서치

신세계푸드 Peacock 매출액 추이



자료: 신세계푸드, 키움리서치

장기투자금액 집행에 따라 잉여현금은 부족한 상태로 전환



자료: 신세계푸드, 키움증권 리서치

이마트 Peacock

자료: 키움증권 리서치

이마트 Peacock

자료: 키움증권 리서치

신세계푸드 외식브랜드 올반

자료: 키움증권 리서치

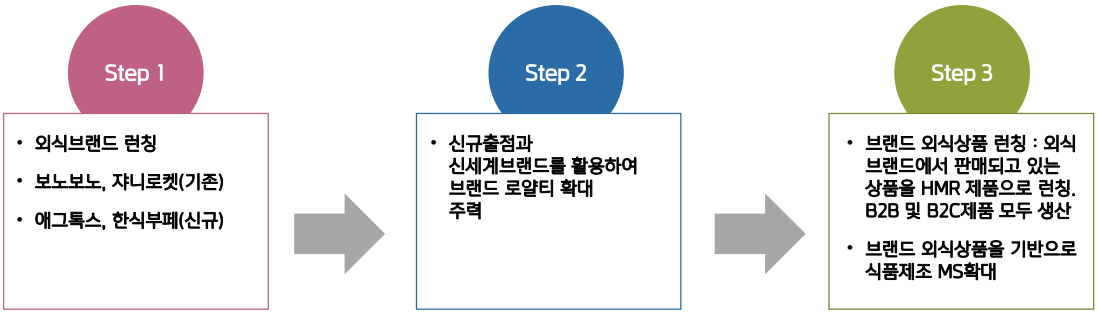
신세계푸드 데블스도어

자료: 키움증권 리서치

그럼에도 불구하고 외식사업에 대한 과도한 기대 및 밸류에이션 적용은 자제해야 할 것이다. 그러한 이유는 앞서 언급한대로 1) 트렌드 변화에 따른 대응이 쉽지 않다는 점과, 2) 점포당 초기비용이 높아 이를 회수하기까지 연속성에 대한 고민과, 3) 고정비(인건비 + 임대료) 부담이 지속적으로 증가하는 구조이기 때문이다.

신세계푸드에서 외식사업을 지속하는 이유는 상품개발과 관련이 있는 것으로 분석된다. 외식브랜드를 통해 다양한 소비자 니즈를 파악하여 HMR제품에 적용하려는 것이다. 현재까지는 국내 HMR 상품에 대한 니즈가 크지 않아 단순제품군으로 대응이 가능하지만, 장기적으로 컨텐츠 아이덴티티 구축이 차별화로 작용할 것이기 때문이다.

외식브랜드 공격적 확장은 식품제조 MS확대를 위한 선행작업



자료: 키움증권 리서치

신세계인터내셔날의 성장성도 높을 것으로 전망된다. 그러한 이유는 크게 3가지이다.

첫째, 그룹내 유통망 출점에 따라 상품 공급 확대가 예상된다. 신세계인터내셔날의 해외브랜드 및 일부 국내브랜드 등의 주요 판매처는 신세계그룹의 유통망이다. 점포당 관련 매출액은 약 250~300억 원 수준으로 그룹내 유통망 확대가 이루어질 경우 구조적으로 실적 성장이 가능하다. 그룹내 유통망은 내년부터 출점이 재개될 전망이다. 이마트 쇼핑몰, 신세계 백화점, 신세계사이먼 아울렛 등 다양한 형태의 유통망 확대가 이어질 것으로 보여 긍정적이다.

둘째, 자주브랜드 및 화장품 등 Category 추가이다. 신세계인터내셔날은 기존 의류사업과 더불어 추가적인 아이템 확보를 통해 성장성을 모색하고 있다. JAJU브랜드 확대를 통해 전체적인 생활용품 품목군을 공격적으로 확대하고 있고, 비디비치 브랜드를 통해 화장품 사업도 확대할 것으로 보여 장기적으로 상품군 추가를 통한 성장 가능성은 높아 보인다.

셋째, M&A에 따른 성장 가능성이다. 신세계인터내셔날은 안정적인 유통망과 로열티가 높은 브랜드를 보유하고 있어 협상력에서 우위권을 가지고 있다. 이에 따른 경쟁력은 '톰보이' 사례에서 나타났듯이 합병 이후 정상화를 시키는데 있어 상당히 유리한 측면을 가진다. 수년간의 비즈니스 노하우로 MD 경쟁력이 상당한 수준에 올라와 있고, 안정적인 유통망을 확보하고 있다는 점에서 장기적으로 합병을 통한 성장 가능성은 높은 것으로 판단된다.

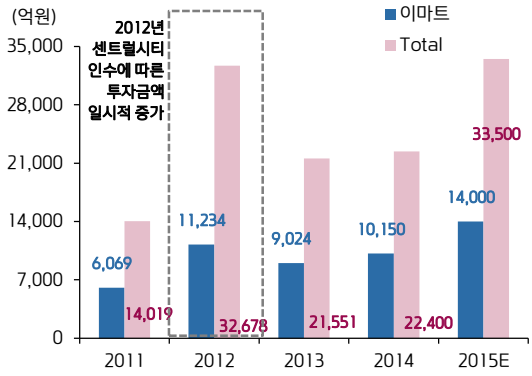
4) 2023년까지 총 31.4조원 투자

이마트/신세계그룹이 2023년까지 투자하겠다는 총 금액은 31.4조 원으로 2014년부터 연간 3조원에 달하는 막대한 금액이다. 이 중 백화점/이마트 등의 12.8조원, 쇼핑센터/온라인/해외사업 13.8조원, 기타 브랜드 4.8조원을 투자하는 계획이다. 지난해(2014년) 총 투자금액은 2.6조원, 2015년 총 투자금액은 3.35조원에 달한다.

이러한 투자계획을 가지고 역으로 산정해보면 이마트/신세계그룹은 2023년까지 이마트 190여개, 쇼핑몰(쇼핑센터, 백화점, 복합몰, 아울렛 등)을 약 45개까지 확대시킬 계획으로 분석된다. 지난해 기준 신세계백화점과(11개, 스타일마켓 포함) + 프리미엄아울렛(3개)을 포함한 플랫폼 개수는 14개이다. 이를 감안할 때 현재의 약 3배 수준까지 점포망확대를 계획하는 것으로 분석된다.

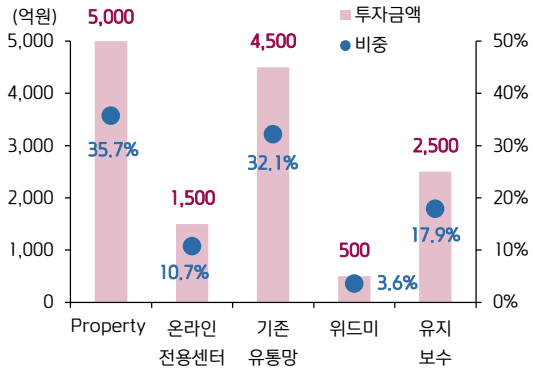
이마트는 연간 약 3~4개 점포 출점을 목표로 2023년까지 약 190여개까지 이루어질 전망이다. 이외에도 브랜드 경쟁력 확대를 위한 투자, 온라인 전용센터 오픈을 통한 온라인 시장 확대에 따른 대응을 전개해 나갈 예정이다. 이를 통해 옴니채널을 구축하겠다는 계획이다. 이번 투자 계획의 한 축은 유통플랫폼 확대이다. 기존 유통플랫폼이 가지고 있는 경쟁력을 견고히 하고 한발 더 나아가 컨텐츠를 통한 점유율 증가를 모색하는 것이다.

이마트/신세계그룹 투자금액 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치

2015년 이마트 Capex 계획



자료: 이마트, 키움증권 리서치

5) 이마트와 FI를 통해 투자자금 조달… 계열사별로 자산가치 매각도 가능

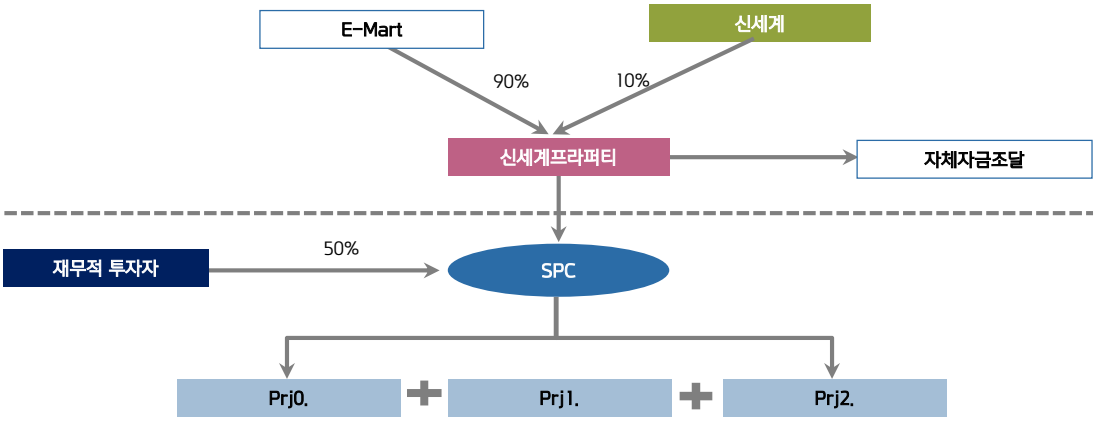
2023년까지 31.4조 원을 투자하는 것은 상당히 어려운 일이다. 연평균 규모로 약 3조 원에 달하는 금액은 각 계열사 EBITDA를 합산하더라도 충족할 수 없는 금액이기 때문이다. 이에 상대적으로 유동성이 높은 이마트가 전체적인 자금조달을 담당할 것으로 판단하고 있다. 그러한 근거는 1) 가장 높은 수준의 현금동원 능력과, 2) 상대적으로 안정적인 현금창출이 가능하며, 3) 이마트 개별 사업부 투자금액 중 장기적으로 차지하는 규모가 크지 않으며(대형마트: 약 3조원, 온라인전용물류센터: 0.5조원 내외, 편의점 : 0.5 ~ 1조원 수준 등), 4) 신세계를 포함해 주요 계열사들의 자금조달(재무구조 악화에 따른 신용등급 하락 가능성)이 쉽지 않을 것으로 분석되기 때문이다. 또한, 5) 장기적으로 판단할 때 결국 자금조달에 있어 이마트가 핵심이 될 것으로 분석된다.

하지만, 이를 감안하더라도 충분한 자금을 충족하기란 쉽지 않아 보인다. 각 계열사들의 성장성을 감안하더라도 보수적으로 연간 1조원 이상의 추가적인 자금이 필요하기 때문이다. 보수적인 시나리오 하에서 추가적으로 조달해야 하는 금액은 장기적으로 약 10조원 이상으로 추정되며, 그룹내 계열사 지원 등을 감안할 때 구조화된 형태의 자금조달이 이루어질 가능성이 높아 보인다.

이에 이마트는 디벨로프먼트 사업을 추가하면서 신세계프라퍼티를 활용해 투자자금을 조달해주는 형태로 진행 중이다. 이와 동시에 외부투자자금을 통해 부족한 금액을 충족하고 있다. 전체적으로 신세계라는 유통망 확대가 이루어지고 있지만, 신세계 투자금액이 크지 않다는 부분이 이를 반증한다. 이마트/신세계그룹은 터브만, GIC 등 각 사이트별로 FI투자자들과 함께 투자를 집행하고 있고, 프리미엄아울렛의 경우에도 신세계사이먼과의 공동투자 형태를 띄고 있다.

신세계와 관련된 출점계획을 보며 이는 더욱 명확해진다. 1) 하남스퀘어(2016년 9월 예정) 투자금액의 약 5% 수준 지분참여, 2) 센트럴시티 영업면적 확장 지분 60%, 3) 대구역사점 지분 61%, 4) 김해점(2016년 2월 예정) 이마트사이트 테넌트 입점 등 독자적인 출점계획을 가지고 있지는 않다. 향후 인천 신세계 부지를 확보하는 과정에서도 일부 FI 참여가 이루어질 것으로 보여 과거와는 다른 형태로 플랫폼을 확장할 것으로 전망된다.

이마트/신세계그룹 자금조달 프로세스



자료: 키움증권 리서치

결론적으로 이마트를 기반으로 각각의 프로젝트별 자금지원과 이에 따른 외부자금 조달이 핵심으로 자리매김할 것으로 보이며, 이러한 과정에서 1) 그룹사 신용등급을 훼손하지 않고, 2) 주식희석을 일으키지 않은 선에서 자금조달을 진행할 가능성이 높다.

6) 플랫폼을 활용한 컨텐츠 비즈니스 확대가 주요 목적

앞서 언급했듯이 이마트/신세계그룹의 주요 투자계획 중 하나는 플랫폼을 확대하는 것이다. 기존 대형마트 및 백화점 이외에도 트레이더스와 같은 창고형 포맷 증가, Super Chain Store를 통한 유통망을 견고히 하고 있다. 또한, 편의점 사업을 추가해 근린형 유통채널 강화에 주력하고 있다.

그렇다면 과연 투자계획의 핵심은 플랫폼 증가를 통한 성장동력 구축일까? 장기적으로 플랫폼 성장도 주요하겠지만, 단기적으로는 컨텐츠를 기반으로 한 계열사 강화라는 부분이 주요 목적이라 판단된다. 오히려 유통플랫폼 확대는 동 부문 경쟁력 향상을 위한 선결적 과제인 것이다.

이마트/신세계그룹의 주요 컨텐츠 업체 성장전략은 그룹내 유통망을 활용하는 전략이다. 안정적인 Captive Sales를 바탕으로 경쟁력을 높이고, 이를 통해 일반사 점유율을 확대하려는 것이다. 물론 현재 수준의 유통망으로도 어느 정도의 경쟁력 확보는 가능하지만, 더 높은 경쟁력을 갖추기 위해서는 추가적인 유통망 확보가 반드시 선행되어야 한다. 이에 향후 수년간 이루어지는 플랫폼 출점은 컨텐츠 업체들의 경쟁력을 높여 줄 수 있는 원동력으로 자리매김 할 전망이다.

결론적으로 공격적인 플랫폼 출점은 신세계푸드와 신세계인터내셔날의 성장기반 마련에 초점을 두고 있다. 이에 중장기적으로 컨텐츠 업체들의 성장 가능성을 높게 평가해야 할 것이다.

>>> 롯데그룹(유통사업부)

1) 플랫폼 확장을 여전히 고수하는 롯데그룹

롯데쇼핑그룹은 유통의 집합체이다. 백화점, 대형마트, 홈쇼핑, 편의점, 가전전문점, SSM 등 국내소매유통 전부를 갖추고 있다고 해도 과언이 아니다. 또한, 롯데호텔을 통해 면세점 사업도 영위하고 있다. 롯데쇼핑그룹은 적극적인 M&A와 다양한 유통망 추가를 통해 현재의 구조를 갖추었다.

롯데쇼핑그룹은 여전히 출점을 통한 성장전략을 고수하고 있다. 국내시장의 경우 프리미엄아울렛과 도심형아울렛 출점을 지속하고 있고, 국내시장 출점의 한계성을 대비해 중국, 인도네시아, 베트남 등 해외시장 개척에 적극적으로 투자하고 있다. 지난해 기준 국내 롯데쇼핑 점포망은 백화점이 35개, 아울렛 14개, 대형마트 114개, 해외의 경우 백화점 8개, 대형마트 151개를 보유하고 있다. 올해에도 추가적으로 국내 백화점 1개, 아울렛 2개, 대형마트 5개, 해외 백화점 1개, 대형마트 19개 출점을 계획 중이다.

반면 앞서 언급한 주요 경쟁업체들이 펼치고 있는 컨텐츠 경쟁력 확대에 대한 전략은 현재까지 뚜렷하지 않다. 물론 컨텐츠의 중요성에 대해서는 인지하고 있지만('유니클로', '무인양품', '자라' 등 글로벌업체 도입을 통한 차별화 모색, 자주MD 양성 등)독점적인 경쟁력을 구축할 수 있는 시스템으로 평가하기는 어려운 실정이다.

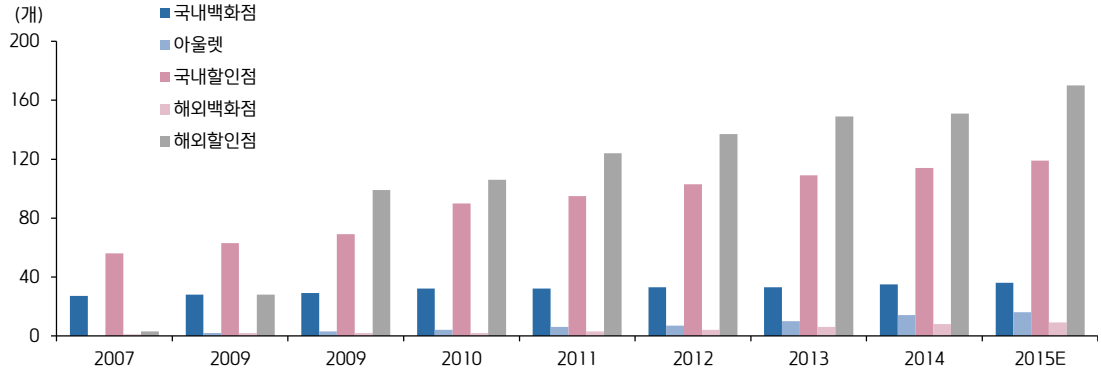
다수의 유통망을 확보한다는 것은 상당한 이점이 된다. 점유율이 증가한다는 것은, 그 만큼의 Buying Power가 견조해진다는 것을 의미하기 때문이다. 하지만, 소비시장 구매패턴이 단순 유통망에 대한 선택이 아닌 상품에 대한 중요성으로 부각되고 있어 동 전략을 고수하는 것을 합리적이라 평가하기는 어렵다. 롯데쇼핑그룹은 장기적으로 옴니채널을 구축하고 점포의 역할 전환을 통해 트래픽을 확보하려는데 집중하고 있다. 이는 유통망을 중점으로 하는 기본 전략을 유지하는 것으로 해석된다.

롯데쇼핑그룹이 여전히 출점에 포커스를 맞추고 있지만, 롯데하이마트와 롯데푸드에 대한 변화 가능성은 염두해 두어야 할 것이다. 그러한 이유는 그룹내 1) 컨텐츠를 제공할 수 있는 업체라는 점과 2) 이미 유통망 확대와 포트폴리오 구축이 마무리 된 걸로 판단되기 때문이다.

롯데하이마트는 합병 이후 공격적인 유통망 확대 효과가 본격적으로 나타나기 시작하였다. 이러한 흐름은 이어질 것으로 판단되는데, 그러한 이유는 1) 일본케이스를 감안할 때 전문점 역할이 증대될 가능성이 높고, 2) 가전유통시장의 재편구조가(시장을 상회하는 성장) 감지되고 있기 때문이다.

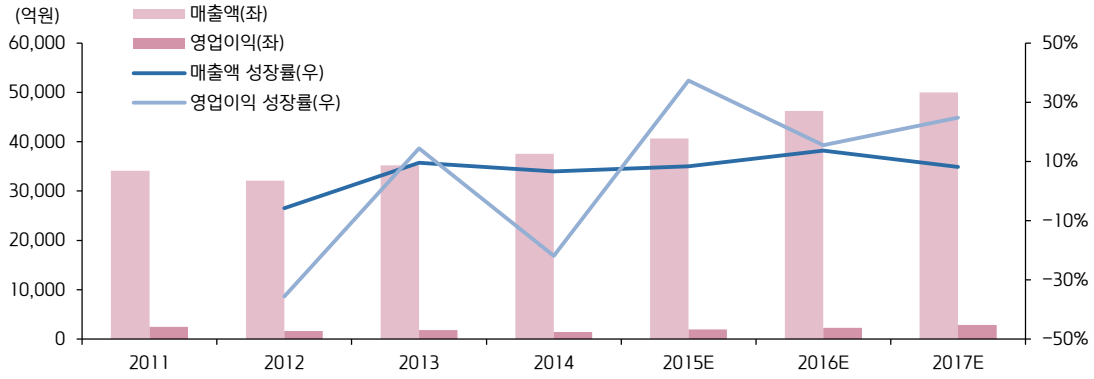
롯데푸드는 이마트그룹의 신세계푸드와 동일한 역할을 할 가능성이 높다. 주요 계열사인 식품제조업체(파스퇴르, 롯데햄, 후레쉬델리카 등) 합병이 마무리 되었고, 단체급식 시장에 진출하면서 규모의 경제 시현을 위한 발판을 마련하였기 때문이다. 물론, 가시적인 성과가 나타나기 위해서는 추가적인 투자와 그룹사 연계전략이 나타나야 하지만, 장기적인 관점에서 판단할 때 동일한 흐름이 나타날 가능성을 염두해 두어야 할 것이다.

롯데쇼핑 주요 점포망 추이



자료: 롯데쇼핑, 키움증권 리서치

롯데하이마트 주요실적 추이 및 전망



자료: 롯데하이마트, 키움증권 리서치

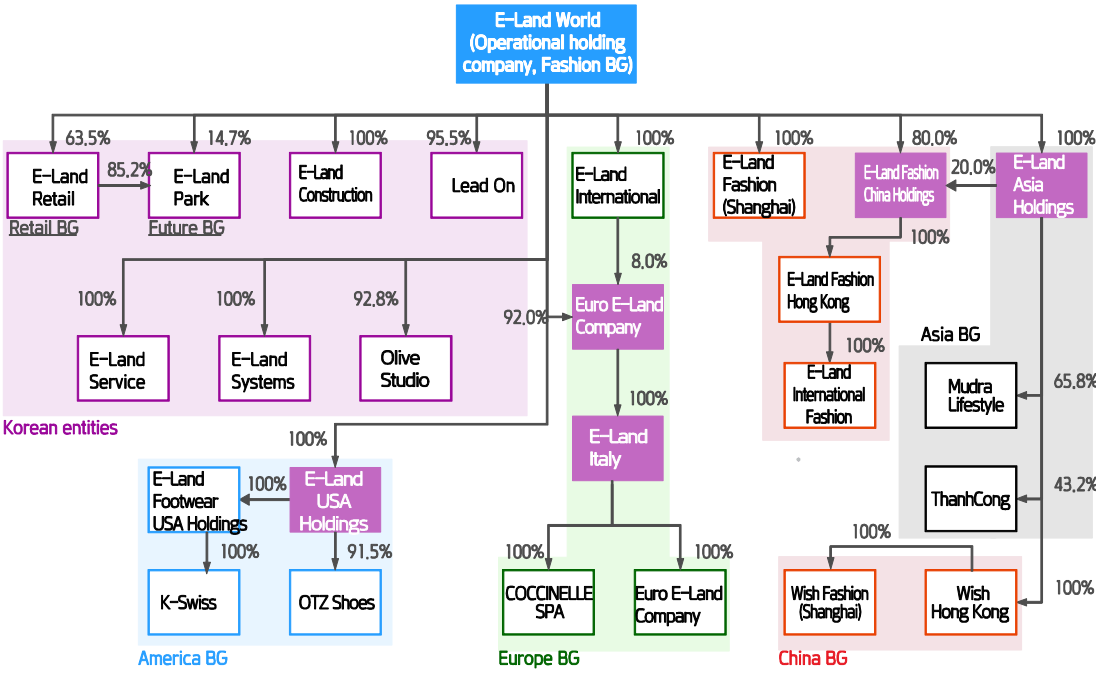
>>> 이랜드그룹

1) 이랜드그룹의 변천사

이랜드그룹은 이랜드월드라는 지주사를 바탕으로 이랜드리테일, 이랜드파크, 이랜드건설 등을 영위하고 있는 패션유통건설 그룹사이다. 이랜드그룹은 1980년 '잉글랜드'라는 의류매장 운영을 통해 국내소매유통 시장에 진출하였다. 이후 프랜차이즈형태로 사업을 전개해 나갔고, 1986년 현재의 이랜드그룹을 출범하였다.

의류 및 여성캐주얼 브랜드 런칭과 호텔/유통/외식 등의 사업영역까지 빠르게 확장해 나갔으며, 1994년 중국시장에 진출하면서 해외시장 개척도 진행하였다. 이랜드그룹은 공격적인 M&A와 발빠른 출점전략, 다양한 분야의 사업영역 확장을 통해 현재의 사업구조를 갖추었다.

이랜드그룹 지배구조 현황

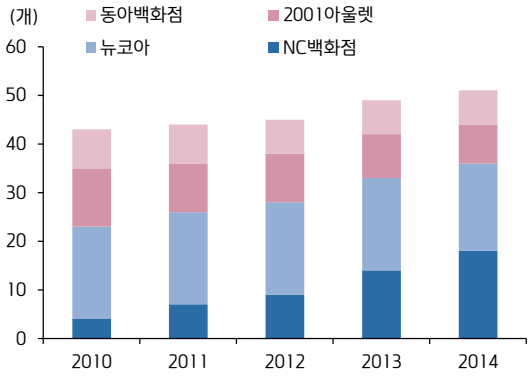


자료: 이랜드그룹, 키움증권 리서치

2) 이랜드그룹의 유통사업부 이랜드리테일

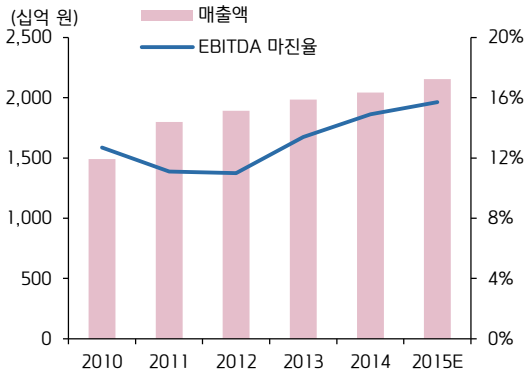
그 중 이랜드리테일은 백화점 및 아울렛, 마트를 영위하고 있는 유통전문업체이다. 지난해 총 매출액은 4조 원을 상회하는 수준으로 파악되며, 지속적인 점포망 확대를 통해 2010년부터 2014년까지 CAGR로 8.2% 성장세를 구가하고 있다. 지난해 총 점포수는 51개로 이 중 백화점이 23개, 아울렛 26개, 기타 2개의 유통망을 가지고 있다. 연간 4~5개의 유통망 확대를 계획하고 있으며, 2015년에도 약 3개의 점포 출점을 목표로 하고 있다.

이랜드리테일 점포수 추이



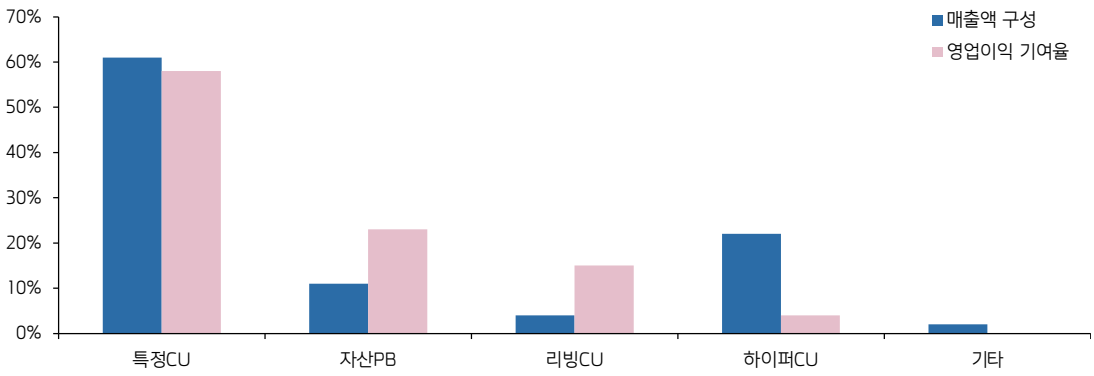
자료: 이랜드리테일, 키움증권 리서치

이랜드리테일 영업실적 추이



자료: 이랜드리테일, 키움증권 리서치

이랜드리테일 영업실적 구성 및 기여도



자료: 이랜드리테일, 키움증권 리서치

3) 이랜드리테일의 성장 DNA에 주목하자

최근 이랜드리테일은 외형과 수익성이 동시에 개선되고 있는데, 이는 1) 점포출점과, 2) 트래픽 증가가 주요 원인으로 해석된다. 이랜드리테일의 가장 큰 특징중의 하나는 판매하는 제품의 약 50%를 내재화하고 있다는 점이다. 식품 및 외식사업부의 경우 이랜드파크, 의류는 이랜드패션 및 자체브랜드를 판매하고 있다. 국내의 36개 브랜드 총 3,400여개 매장, 중국 38개 브랜드 6,200여개 매장을 운영 중에 있으며, 타브랜드를 판매하는 유통망 역할을 하는 것이 아닌, 그룹사 내부 컨텐츠 판매에 주력하고 있는 것이다.

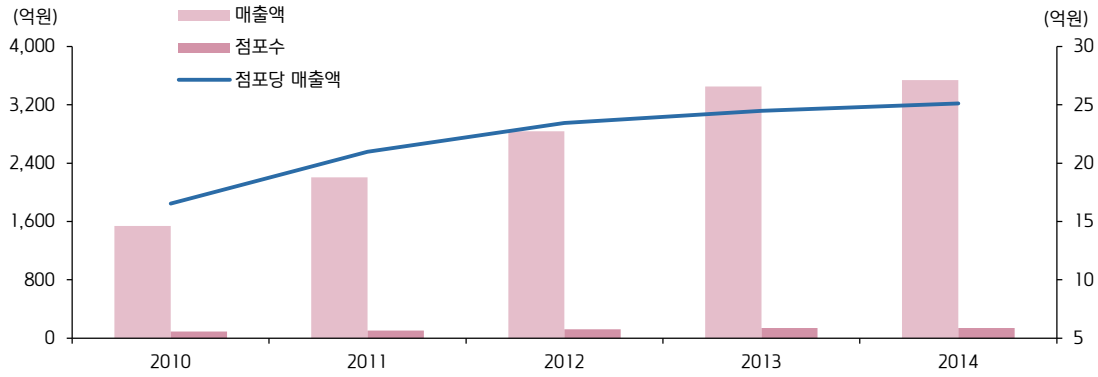
이랜드는 크게 3가지 분류의 컨텐츠를 확보하고 있는데, 의류/식품/생활용품 등 전체적인 유통망 트래픽을 증가시키는 요소로 작용하고 있다. 또한 컨텐츠 개발 역량을 갖추고 있어, 경쟁사대비 차별적인 상품을 제공할 수 있는 능력을 갖춘 것으로 분석된다. 이러한 Key tenant인 외식/생활용품/의류 등 소비자의 집객력을 향상시키는 요소로 작용하고 있어 소매유통 시장에서의 점유율 확대가 이루어지고 있는 것으로 해석된다.

4) 이랜드그룹의 외식 컨텐츠: 애슐리, 자연별곡, 피자몰

이랜드그룹의 외식브랜드는 총 24개의 650개 매장을 보유하고 있다. 가장 큰 외식브랜드는 애슐리로 2014년 기준 총 매장수는 155개, 매출액은 3,540억 원이며, 그룹내 유통망 이외에도 적극적인 로드샵 확장 전략을 통해 시세를 넓혀나가고 있다.

이외에도 자연별곡은 36개 매장을 운영하고 있으며, 점포당 매출액은 연간 20~30억 원 수준으로 추정된다. 발빠른 출점을 통해 시장을 선도하고 있으며, 올해를 기점으로 이익기여가 가능할 것으로 전망된다. 이외에도 피자몰, 카페루고, 리미니 등 다양한 외식컨텐츠를 운영 중이다. 국내 외식사업이 빠른 트렌드 변화와 높은 임대료로 인해 성공 가능성이 크지 않다는 점에서 이와 같은 성공은 차별적인 것으로 판단된다.

애슐리 실적추이



자료: 이랜드그룹, 키움증권 리서치

5) 이랜드그룹의 기타 컨텐츠: 모던하우스 & 버터

이랜드리테일의 생활용품 컨텐츠는 모던하우스이다. 지난해 모던하우스 매출액은 2,200억 원을 상회하였으며, 영업이익률은 18% 수준을 넘어서는 것으로 분석된다. 모던하우스는 생활용품을 전문적으로 판매하는 컨텐츠로(브랜드) 그룹내 유통망에 Shop in Shop 형태로 입점되어 있다. 약 50여개 매장을 가지고 있으며, 그룹내 복합관 전략과 맞물리면서 지난해 로드샵 전문매장을 오픈하였다. 2010년 이후 생활용품시장 확대에 따라 가파른 성장세를 구가하고 있으며, 유통망의 Key tenant 역할을 수행하고 있는 것으로 판단된다.

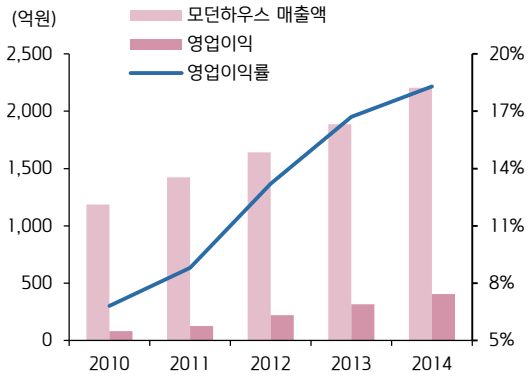
6) 복합관을 통한 성장전략에 주목하라

장기적으로 이랜드리테일은 동 컨텐츠를 활용해 복합관 전략을 구사해 나갈 것으로 예상된다. 이미 검증된 컨텐츠들을 기반으로 유통망을 다변화하려는 것이다. 연간 7~8개 수준의 출점이 전망되며, 의류 브랜드 1~2개 + 생활용품브랜드 + 외식브랜드 1~2개 등의 포트폴리오 형태로 구성할 것으로 분석된다.

당사에서는 이러한 변화에 대해서 긍정적으로 평가하고 있으며, 향후 국내유통산업의 변화를 이랜드리테일이 이끌 것으로 전망하고 있다. 과거와 같은 단순 출점 즉, 플랫폼을 중심으로 한 성장 가능성은 점차 경쟁력을 상실할 것으로 생각된다. 이에 대형유통업체들은 포맷의 변화가 아닌 내부 컨텐츠 경쟁력 확대를 모색해야 할 시점으로 판단된다.

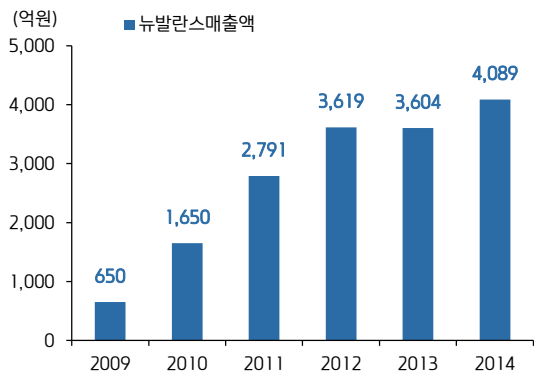
궁극적으로 소비자들은 다른 플랫폼에서 같은 제품을 선택하는 것이 아니라, 유사한 플랫폼에서 차별화된 제품을 선택한다. 이에 국내대형유통그룹 중에서 중에서 컨텐츠 경쟁력 확대에 주력하고 있는 그룹사들이 장기적인 성장성을 구가할 가능성이 높은 것으로 전망된다.

모던하우스 영업실적 추이



자료: 이랜드그룹, 키움증권 리서치

뉴발란스 영업실적 추이



자료: 이랜드그룹, 키움증권 리서치

VI. 홈쇼핑 업체들에 대한 투자전략은?

>>> 홈쇼핑 하반기로 갈수록 실적모멘텀 강화

상반기보다는 하반기에 기대감을 높이자

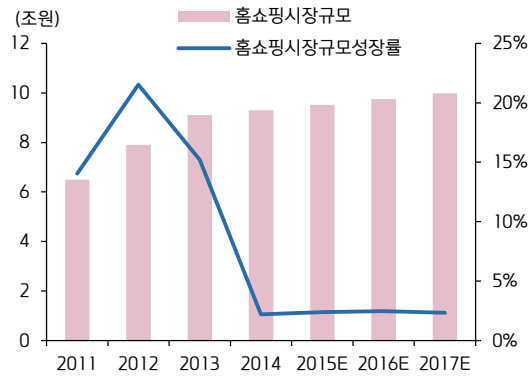
지난해 하반기 홈쇼핑산업 시장규모는 약 9.3조원으로, 2015년에는 전년대비 +2.4% 성장한 9.5조원으로 추정된다. 홈쇼핑 산업은 모바일 취급고 확대에 따라 전체적인 외형 성장 가능성은 높지만, 1) 모바일 시장 확대에 따른 프로모션비용 증가, 2) 모바일 취급고 비중 증가로 인한 마진 희석, 3) 판매부수 감소 및 모바일 잠식효과에 따른 인터넷 채널 역 성장으로 이익 성장은 제한될 것으로 예상된다. 또한, 상반기 SO수수료 반영비율이 높을 것으로 보여, 상반기의 이익 성장은 쉽지 않을 전망이다.

홈쇼핑산업은 케이블 TV가입자수 감소와 소비경기 둔화가 맞물리면서 지난해 성장률은 기대치에 크게 밑돌았다. 전체적으로 모바일 취급고가 2배 이상 성장하였지만, TV와 인터넷 취급고 감소가 성장을 제한 시키는 요인으로 작용하였다.

이러한 흐름은 앞으로도 지속될 가능성이 높아 올해에도 뚜렷한 성장을 기대하기란 쉽지 않을 전망이다. 다만 비용집행 및 프로모션 확대가 상반기안에 진행될 것으로 보여, 하반기 비용부담 감소에 따른 실적 개선 가능성은 높은 것으로 분석된다. 이에 하반기를 기대하는 투자전략이 합리적이라 생각된다.

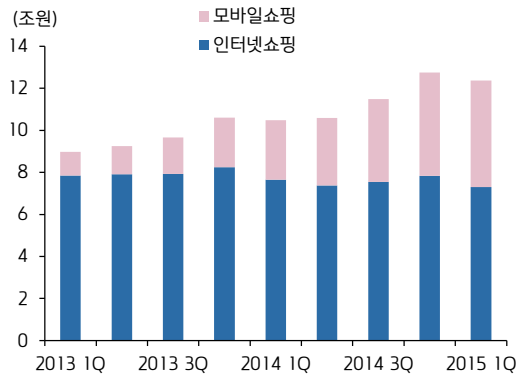
이러한 가운데 홈쇼핑 업체 중 현대홈쇼핑이 가장 매력적이라 판단된다. 그러한 이유는 1) 1분기 실적에도 나타나 있듯이 상대적으로 TV채널 매출이 견조하게 나타나고 있고, 2) 상반기 SO수수료에 대한 보수적인 측정으로 인해 하반기로 갈수록 비용증가에 대한 부담이 낮아질 것으로 예상되며, 3) 모바일 취급고 성장에 따라 일시적인 수익성 감소가 나타났지만, 기본적인 이익기여도가 경쟁사대비 높고, 4) 장기적으로 신규사업에 대한 기대감이 부각될 여지가 높은 것으로 판단되기 때문이다.

홈쇼핑 시장규모 추이



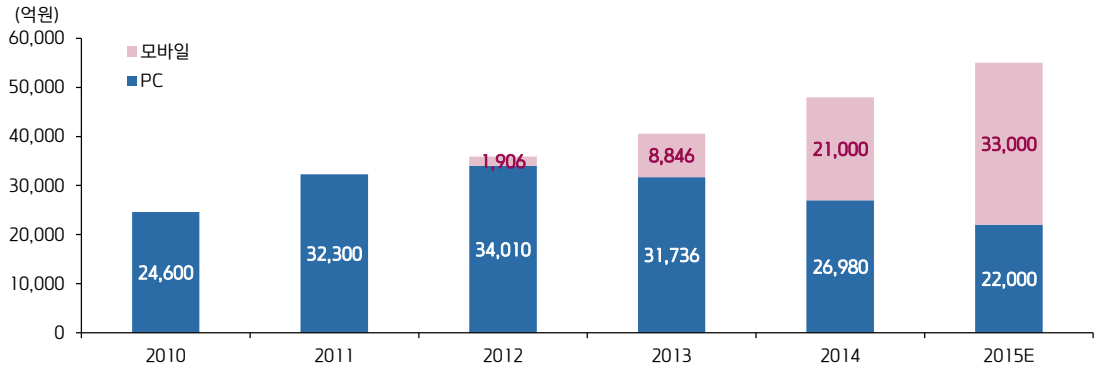
자료: 한국온라인쇼핑협회, 키움증권 리서치

국내 온라인쇼핑 규모 및 전망



자료: 대한상공회의소, 키움증권 리서치

TV홈쇼핑 6사 인터넷쇼핑 시장규모 및 전망



자료: 대한상공회의소, 키움증권 리서치

이 페이지는 편집상 공백입니다

기업분석

롯데쇼핑(023530)	Marketperform(Reinitiate)/TP: 273,000원
신세계(004170)	BUY(Reinitiate)/TP: 310,000원
현대백화점(069960)	Outperform(Reinitiate)/TP: 172,000원
이마트(023530)	BUY(Reinitiate)/TP: 300,000원
GS홈쇼핑(028150)	BUY(Reinitiate)/TP: 305,000원
CJ오쇼핑(035760)	BUY(Reinitiate)/TP: 310,000원
현대홈쇼핑(057050)	BUY(Reinitiate)/TP: 170,000원
GS리테일(007070)	BUY(Reinitiate)/TP: 50,000원
롯데하이마트(071840)	BUY(Reinitiate)/TP: 104,000원
현대그린푸드(005440)	BUY(Reinitiate)/TP: 27,000원
신세계푸드(031440)	Marketperform(Reinitiate)/TP: 180,000원

롯데쇼핑 (023530)

Marketperform(Reinitiate)

주가(5/29) 253,000원

목표주가 273,000원

단기적으로 소비경기 회복이 이루어지지 않는 한 실적 성장은 제한될 전망이다. 해외시장 확대에 주력하고 있어 해외손실이 증가할 개연성이 크고, 자산매각에 따른 임대비용 증가가 예상되기 때문이다. 투자의견 Marketperform, 목표주가 273,000원을 제시한다.

Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		79,672억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	342,000원	229,000원
최고/최저가대비 등락	-26.02%	10.48%
주가수익률	절대	상대
1M	-2.9%	-1.6%
6M	-15.7%	-21.0%
1Y	-15.4%	-19.5%

Company Data

발행주식수		31,491천주
일평균 거래량(3M)		65천주
외국인 지분율		18.14%
배당수익률(15.E)		0.79%
BPS (15.E)		537,734원
주요 주주	신동빈 외 18인	64.0%
	국민연금공단	5.0%

Price Trend

해외사업 안정화 주가 향방을 결정

>>> 투자의견 및 Valuation

롯데쇼핑에 대한 투자의견 Marketperform과 목표주가 273,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 실적 기준 PER 16.1배로 다소 높으나, 1) PBR이 역사적 최저점인 0.5배 수준이라는 점과, 2) 국내 1위의 소매유통 그룹이라는 프리미엄을 고려할 때 무리 없는 수준이라 판단된다.

>>> 단기적으로 실적 성장 쉽지 않을 전망

단기적으로 1) 자산매각에 따른 비용부담(임대료) 증가, 2) 주력 사업부 실적개선이 쉽지 않을 것으로 보이고, 3) 2분기 해외점포 출점이 재개될 예정이어서 실적 성장은 제한될 전망이다.

구조적으로 해외점포 적자폭 축소를 위한 부실점포 정리 및 효율화 개선 등을 모색하고 있지만, 해외점포 출점을 지속할 것으로 보여 적자폭 축소는 제한될 전망이다. 이에 국내소비경기 회복이 선행되지 않는 한 실적에 대한 낙관적 기대를 하기는 어려울 것으로 판단된다.

투자지표,IFRS연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	282,117	280,996	304,223	336,372	373,302
보고영업이익(억원)	14,853	11,884	11, 37	12,277	13,294
핵심영업이익(억원)	14,853	11,884	11,0 7	12,277	13,294
EBITDA(억원)	23,062	20,878	19,501	2 ,243	22,773
세전이익(억원)	13,184	10,780	8,713	10,135	10,587
순이익(억원)	8,806	6,157	5,978	7,196	7,517
지배주주지분순이익(억원)	7,884	5,266	5,334	6,437	6,722
EPS(원)	25,048	1,724	16,938	20,441	21,345
증감율(% oY)	-32.7	-332	1.3	20.7	4.4
PER(배)	16.1	16.3	14.9	12.4	11.9
PBR(배)	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA(배)	7.5	6.0	6.1	5.2	4.6
보고영업이익률(%)	5.3	4.2	3.6	3.6	3.6
핵심영업이익률(%)	5.3	4.2	3.6	3.6	3.6
ROE(%)	5.4	3.6	3.4	4.0	4.0
순부채비율(%)	18.2	14.1	16.2	11.2	8.1

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	282,117	280,996	304,223	336,372	373,302
매출원가	195,470	193,367	211,755	233,848	260,281
매출총이익	86,647	87,629	92,467	102,524	113,021
판매비및일반관리비	71,794	75,745	81,431	90,247	99,727
영업이익(보고)	14,853	11,884	11,037	12,277	13,294
영업이익(핵심)	14,853	11,884	11,037	12,277	13,294
영업외손익	-1,668	-1,104	-2,323	-2,142	-2,707
이자수익	936	942	944	853	856
배당금수익	59	45	46	50	54
외환이익	1,517	553	317	300	565
이자비용	2,485	2,487	2,535	2,652	2,754
외환손실	211	710	367	726	760
관계기업지분법손익	76	558	490	680	638
투자및기타자산처분손익	12	1,764	1,065	1,210	679
금융상품평가및기타금융이익	8	420	255	317	458
기타	-1,580	-2,188	-2,539	-2,174	-2,442
법인세차감전이익	13,184	10,780	8,713	10,135	10,587
법인세비용	4,378	4,623	2,735	2,939	3,070
유효법인세율 (%)	33.2%	42.9%	31.4%	29.0%	29.0%
당기순이익	8,806	6,157	5,978	7,196	7,517
지배주주지분순이익(억원)	7,884	5,266	5,334	6,437	6,722
EBITDA	23,062	20,878	19,501	21,243	22,773
현금순이익(Cash Earnings)	17,015	15,151	14,442	16,162	16,996
수정당기순이익	8,793	4,910	5,026	6,044	6,659
증감율(%, YoY)					
매출액	12.6	-0.4	8.3	10.6	11.0
영업이익(보고)	1.2	-20.0	-7.1	11.2	8.3
영업이익(핵심)	1.2	-20.0	-7.1	11.2	8.3
EBITDA	5.2	-9.5	-6.6	8.9	7.2
지배주주지분 당기순이익	-27.0	-33.2	1.3	20.7	4.4
EPS	-32.7	-33.2	1.3	20.7	4.4
수정순이익	-25.2	-44.2	2.4	20.3	10.2

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	142,911	149,756	149,612	162,093	172,882
현금및현금성자산	13,095	19,281	10,447	12,658	11,211
유동금융자산	82,941	83,416	88,225	94,184	100,792
매출채권및유동채권	15,509	15,448	16,716	18,687	20,739
재고자산	31,145	31,611	34,223	36,562	40,140
기타유동비금융자산	222	1	1	1	1
비유동자산	246,815	250,967	265,893	280,623	296,214
장기매출채권및기타비유동채권	23,524	25,706	27,830	29,214	31,731
투자자산	21,508	24,112	25,233	26,771	27,912
유형자산	157,885	159,010	170,904	182,829	194,800
무형자산	43,414	41,561	41,233	40,978	40,777
기타비유동자산	483	579	693	830	994
자산총계	389,726	400,723	415,505	442,715	469,097
유동부채	123,319	125,339	135,992	154,598	170,378
매입채무및기타유동채무	70,766	76,579	86,921	105,116	120,420
단기차입금	12,685	14,873	14,873	14,873	14,873
유동성장기차입금	35,055	30,823	30,823	30,823	30,823
기타유동부채	4,813	3,064	3,375	3,785	4,261
비유동부채	97,154	99,945	101,378	103,378	107,054
장기매입채무및비유동채무	1,976	1,643	1,778	1,966	2,182
사채및장기차입금	79,027	81,824	81,824	81,824	81,824
기타비유동부채	16,152	16,479	17,776	19,587	23,047
부채총계	220,473	225,284	237,370	257,976	277,431
자본금	1,575	1,575	1,575	1,575	1,575
주식발행초과금	37,864	37,864	37,864	37,864	37,864
이익잉여금	118,954	123,601	128,371	134,247	140,408
기타자본	1,153	1,527	1,527	1,527	1,527
지배주주지분자본총계	162,237	167,258	169,337	175,213	181,374
비지배주주지분자본총계	7,016	8,181	8,798	9,527	10,291
자본총계	169,252	175,439	178,135	184,740	191,665
순차입금	30,731	24,824	28,849	20,678	15,518
총차입금	126,766	127,520	127,520	127,520	127,520

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	19,547	19,558	15,136	27,526	23,679
당기순이익	8,806	6,157	5,978	7,196	7,517
감가상각비	7,132	7,647	7,296	7,841	8,389
무형자산상각비	1,077	1,347	1,168	1,125	1,091
외환손익	-1,407	155	50	426	195
자산처분손익	283	2,896	-1,065	-1,210	-679
지분법손익	0	0	-490	-680	-638
영업활동자산부채 증감	-2,605	90	4,784	13,099	7,849
기타	6,260	1,266	-2,585	-271	-44
투자활동현금흐름	-24,051	-9,736	-24,676	-26,536	-27,995
투자자산의 처분	-5,806	-3,919	-4,937	-5,963	-6,382
유형자산의 처분	268	12,973	0	0	0
유형자산의 취득	-18,337	-18,631	-19,190	-19,766	-20,359
무형자산의 처분	-1,230	-791	-840	-870	-890
기타	1,125	680	292	63	-364
재무활동현금흐름	8,176	-3,686	706	1,221	2,869
단기차입금의 증가	-7,420	2,933	0	0	0
장기차입금의 증가	16,370	-3,561	0	0	0
자본의 증가	2,691	0	0	0	0
배당금지급	-629	-590	-591	-591	-591
기타	-2,836	-2,468	1,297	1,812	3,460
현금및현금성자산의순증가	3,755	6,187	-8,834	2,211	-1,447
기초현금및현금성자산	9,340	13,095	19,281	10,447	12,658
기말현금및현금성자산	13,095	19,281	10,447	12,658	11,211
Gross Cash Flow	22,152	19,468	10,352	14,426	15,830
Op Free Cash Flow	-4,042	-3,551	1,175	10,686	6,103

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	25,048	16,724	16,938	20,441	21,345
BPS	515,186	531,131	537,734	556,392	575,956
주당EBITDA	73,263	66,297	61,925	67,458	72,317
CFPS	54,055	48,112	45,861	51,322	53,971
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	16.1	16.3	14.9	12.4	11.9
PBR	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	7.5	6.0	6.1	5.2	4.6
PCFR	7.5	5.7	5.5	4.9	4.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.3	4.2	3.6	3.6	3.6
영업이익률(핵심)	5.3	4.2	3.6	3.6	3.6
EBITDA margin	8.2	7.4	6.4	6.3	6.1
순이익률	3.1	2.2	2.0	2.1	2.0
자기자본이익률(ROE)	5.4	3.6	3.4	4.0	4.0
투하자본이익률(ROIC)	6.4	4.3	4.9	5.6	6.0
안정성(%)					
부채비율	130.3	128.4	133.3	139.6	144.7
순차입금비율	18.2	14.1	16.2	11.2	8.1
이자보상배율(배)	6.0	4.8	4.4	4.6	4.8
활동성(배)					
매출채권회전율	18.4	18.2	18.9	19.0	18.9
재고자산회전율	9.6	9.0	9.2	9.5	9.7
매입채무회전율	4.1	3.8	3.7	3.5	3.3

신세계 (004170)

BUY(Reinitiate)

주가(5/29) 243,000원
목표주가 310,000원

2016년부터 신규출점이 재개될 예정이지만, 그룹내 출자 및 외부투자자를 통한 방식이라는 점에서 동 효과는 크지 않을 전망이다. 이에 면세점 사업 확장을 통해 제 2의 성장기를 구축하려 하고 있다. 투자의견 BUY, 목표주가 31만원을 제시한다.

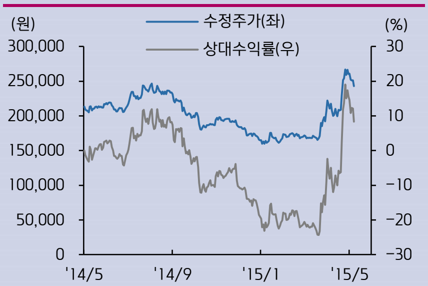
Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		23,924억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	267,000원	160,000원
최고/최저가대비 등락	-8.99%	51.88%
주가수익률	절대	상대
1M	21.5%	23.1%
6M	23.0%	5.2%
1Y	13.8%	8.3%

Company Data

발행주식수		9,845천주
일평균 거래량(3M)		78천주
외국인 지분율		45.78%
배당수익률(15.E)		0.47%
BPS (15.E)		280,810원
주요 주주	이명희 외 4인	27.1%
	Aberdeen Asset	8.8%

Price Trend



면세점이 더해져 신세계의 기업가치가 변한다

>>> 투자의견 및 Valuation

신세계에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 310,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2016년 예상EPS 17,218원에 역사적 PER 상단 3개년 평균값에 프리미엄 10%를 부여한 18배를 적용하여 산정하였다. 동사는 이번 시내면세점 사업권 취득과 무관하게 면세점사업을 진행할 가능성이 높고, 이를 통해 전체적인 펀더멘탈 변화가 나타날 전망이다. 이에 장기적으로 기업가치 재조명이 이루어질 수 있는 시기라 판단된다.

>>> 면세점사업 이후 변화에 주목

동사는 기존 사업의 그룹내 출자를 통한 영업력 향상, 면세점사업 추가를 통한 성장동력 구축이라는 장기적인 전략을 세우고 있다. 이에 본점 명품관이라는 승부수를 띄우며 적극적인 행보를 보이고 있다. 이는 백화점 산업 업태의 한계성을 인식한 것으로 구조적인 성장을 위한 전략적 구축이라 판단된다.

동사의 경우 단편적으로는 출점을 통한 성장 전략을 구사하고 있지만, 자체 투자가 제한되고 기존 점포 효율화가 감소되고 있어 기존 사업부를 통한 성장은 쉽지 않을 전망이다. 이에 이번 사업권 획득에 실패하더라도 관련 사업을 적극적으로 진행할 가능성이 높아 보인다.

투자지표,IFRS연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	24,416	24,923	26,897	28,321	31,909
보고영업이익(억원)	3,064	2,734	2,878	3,121	3,493
핵심영업이익(억원)	3,064	2,734	2,878	3,121	3,493
EBITDA(억원)	4,800	4,416	4,493	4,839	5,313
세전이익(억원)	2,667	2,500	2,735	2,950	3,548
순이익(억원)	1,947	1,861	1,942	2,094	2,519
지배주주지분순이익(억원)	1,576	1,566	1,572	1,695	2,039
EPS(원)	16,010	15,908	15,965	17,218	20,708
증감율(%YoY)	-2.5	-0.6	0.4	7.9	20.3
PER(배)	15.8	11.4	15.2	14.1	11.7
PBR(배)	1.0	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	11.3	10.1	11.8	10.9	10.0
보고영업이익률(%)	12.5	11.0	10.7	11.0	10.9
핵심영업이익률(%)	12.5	11.0	10.7	11.0	10.9
ROE(%)	6.0	5.4	5.3	5.4	6.2
순부채비율(%)	70.4	65.8	62.0	59.1	56.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	24,416	24,923	26,897	28,321	31,909
매출원가	8,734	8,943	9,646	10,015	11,123
매출총이익	15,683	15,980	17,251	18,306	20,786
판매비및일반관리비	12,619	13,246	14,373	15,185	17,293
영업이익(보고)	3,064	2,734	2,878	3,121	3,493
영업이익(핵심)	3,064	2,734	2,878	3,121	3,493
영업외손익	-397	-235	-142	-171	55
이자수익	160	105	118	99	89
배당금수익	114	65	137	70	89
외환이익	74	80	119	107	113
이자비용	900	811	790	731	731
외환손실	49	67	54	61	57
관계기업지분법손익	216	439	480	499	526
투자및기타자산처분손익	-161	77	-6	28	201
금융상품평가및기타금융이익	0	6	6	7	7
기타	149	-128	-152	-188	-182
법인세차감전이익	2,667	2,500	2,735	2,950	3,548
법인세비용	721	639	793	856	1,029
유효법인세율 (%)	27.0%	25.6%	29.0%	29.0%	29.0%
당기순이익	1,947	1,861	1,942	2,094	2,519
지배주주지분순이익(억원)	1,576	1,566	1,572	1,695	2,039
EBITDA	4,800	4,416	4,493	4,839	5,313
현금순이익(Cash Earnings)	3,683	3,542	3,558	3,812	4,339
수정당기순이익	2,064	1,799	1,941	2,069	2,371
증감율(%, YoY)					
매출액	6.4	2.1	7.9	5.3	12.7
영업이익(보고)	22.7	-10.8	5.2	8.5	11.9
영업이익(핵심)	22.7	-10.8	5.2	8.5	11.9
EBITDA	20.5	-8.0	1.7	7.7	9.8
지배주주지분 당기순이익	-2.5	-0.6	0.4	7.9	20.3
EPS	-2.5	-0.6	0.4	7.9	20.3
수정순이익	4.9	-12.8	7.9	6.6	14.6

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	4,889	8,023	8,935	9,210	8,982
현금및현금성자산	182	685	877	754	453
유동금융자산	203	213	242	255	287
매출채권및유동채권	2,044	2,144	2,230	2,319	2,412
재고자산	2,440	2,920	3,362	3,540	3,191
기타유동비금융자산	21	2,061	2,224	2,342	2,639
비유동자산	70,111	71,291	73,899	77,036	83,040
장기매출채권및기타비유동채권	6,428	6,036	8,069	7,080	8,935
투자자산	15,798	16,463	14,165	15,391	16,611
유형자산	45,420	45,788	48,571	51,392	54,252
무형자산	2,465	2,762	2,852	2,931	3,001
기타비유동자산	0	241	242	242	242
자산총계	75,000	79,314	82,834	86,246	92,022
유동부채	13,460	16,164	17,049	17,688	19,298
매입채무및기타유동채무	9,646	10,726	11,575	12,188	13,733
단기차입금	2,315	3,283	3,283	3,283	3,283
유동성장기차입금	1,003	1,699	1,699	1,699	1,699
기타유동부채	497	455	492	518	583
비유동부채	28,101	27,460	28,266	29,057	30,817
장기매입채무및비유동채무	2,075	2,131	2,421	2,832	3,191
사채및장기차입금	20,597	19,386	19,386	19,386	19,386
기타비유동부채	5,429	5,943	6,459	6,839	8,240
부채총계	41,561	43,624	45,315	46,745	50,115
자본금	492	492	492	492	492
주식발행초과금	724	724	724	724	724
이익잉여금	13,740	15,177	16,665	18,277	20,232
기타자본	9,146	9,764	9,764	9,764	9,764
지배주주지분자본총계	24,103	26,157	27,646	29,258	31,213
비지배주주지분자본총계	9,336	9,533	9,873	10,243	10,694
자본총계	33,439	35,691	37,519	39,501	41,907
순차입금	23,530	23,470	23,250	23,360	23,628
총차입금	23,915	24,369	24,369	24,369	24,369

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	2,740	3,787	1,383	4,717	3,510
당기순이익	1,947	1,861	1,942	2,094	2,519
감가상각비	1,651	1,557	1,506	1,597	1,690
무형자산상각비	85	125	110	121	130
외환손익	-28	8	-64	-46	-55
자산처분손익	168	105	6	-28	-201
지분법손익	-216	-257	-480	-499	-526
영업활동자산부채 증감	-907	780	-1,549	1,654	74
기타	41	-390	-87	-176	-120
투자활동현금흐름	-5,758	-5,139	-1,594	-5,107	-5,099
투자자산의 처분	-1,727	-1,091	2,721	-698	-750
유형자산의 처분	22	8	0	0	0
유형자산의 취득	-3,938	-4,164	-4,289	-4,418	-4,550
무형자산의 처분	-114	-78	-200	-200	-200
기타	-1	186	174	208	401
재무활동현금흐름	2,802	1,855	403	267	1,288
단기차입금의 증가	126	955	0	0	0
장기차입금의 증가	2,545	-817	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-113	-113	-113
기타	131	1,717	516	380	1,401
현금및현금성자산의순증가	-217	503	192	-123	-301
기초현금및현금성자산	398	182	685	877	754
기말현금및현금성자산	182	685	877	754	453
Gross Cash Flow	3,647	3,008	2,932	3,063	3,436
Op Free Cash Flow	-986	255	-2,379	970	-376

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	16,010	15,908	15,965	17,218	20,708
BPS	244,816	265,687	280,810	297,181	317,039
주당EBITDA	48,758	44,857	45,641	49,150	53,967
CFPS	37,408	35,981	36,136	38,724	44,074
DPS	1,000	1,150	1,150	1,150	1,150
주가배수(배)					
PER	15.8	11.4	15.2	14.1	11.7
PBR	1.0	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.3	10.1	11.8	10.9	10.0
PCFR	6.7	5.0	6.7	6.3	5.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.5	11.0	10.7	11.0	10.9
영업이익률(핵심)	12.5	11.0	10.7	11.0	10.9
EBITDA margin	19.7	17.7	16.7	17.1	16.7
순이익률	8.0	7.5	7.2	7.4	7.9
자기자본이익률(ROE)	6.0	5.4	5.3	5.4	6.2
투하자본이익률(ROIC)	5.2	4.5	4.2	4.3	4.6
안정성(%)					
부채비율	124.3	122.2	120.8	118.3	119.6
순차입금비율	70.4	65.8	62.0	59.1	56.4
이자보상배율(배)	3.4	3.4	3.6	4.3	4.8
활동성(배)					
매출채권회전율	11.8	11.9	12.3	12.5	13.5
재고자산회전율	10.5	9.3	8.6	8.2	9.5
매입채무회전율	2.6	2.4	2.4	2.4	2.5

현대백화점 (069960)

Outperform(Reinitiate)

주가(5/29) 153,000원

목표주가 172,000원

2015년부터 이루어지는 공격적인 출점에 따라 현대백화점은 구조적인 성장기에 돌입할 전망이다. 단기적으로 출점에 따른 제반비용 증가에 따라 이익성장은 제한될 것으로 예상되지만, 2016년부터는 이익성장도 동반될 것으로 판단되어 긍정적이다. 투자의견 Outperform, 목표주가 17.2만원을 제시한다

Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		35,806억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	167,000원	116,000원
최고/최저가대비 등락	-8.38%	31.90%
주가수익률	절대	상대
1M	4.1%	5.5%
6M	19.1%	11.5%
1Y	15.5%	9.9%

Company Data

발행주식수		23,402천주
일평균 거래량(3M)		101천주
외국인 지분율		39.00%
배당수익률(15.E)		0.46%
BPS (15.E)		149,477원
주요 주주	정지선 외 7인	36.1%
	국민연금공단	8.3%

Price Trend

공격적 출점을 통한 성장 스토리

>>> 투자의견 및 Valuation

현대백화점에 대한 투자의견 Outperform과 목표주가 172,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2015년 예상EPS 11,435원에 Target Multiple 15배를 적용하여 산정하였다. 올해 2월 김포프리미엄아울렛 오픈을 시작으로 공격적인 출점이 예정되어 있고, 2016년 이익성장이 급격하게 이루어질 것으로 예상되어 긍정적이다.

>>> '15년 4.9조, '16년 5.8조, '17년 6.2조

2015년 공격적 출점에 따라 동사의 총매출액은 급격하게 증가할 전망이다. 당사에서는 총매출액을 2015년 4.9조원, 2016년 5.8조원, 2017년 6.2조원으로 추정한다. 올해 출점하거나 예정되어 있는 점포는 김포프리미엄아울렛(2월), 디큐브백화점(5월), 판교(8월), 케레스타(10월), 가든파이브(11월)이다. 2016년 프리미엄아울렛(송도) 오픈도 예정되어 있어 출점을 통한 성장은 당분간 지속될 전망이다.

>>> 이익 성장 2016년부터 급격하게 진행

단기적으로 1) 인력충원 및, 2) 신규점포망 확대에 따른 감가상각비 증가, 3) 판교점 대규모 프로모션 집행 등 비용증가 요인으로 이익성장은 제한될 전망이다. 하지만, 2016년부터는 출점 2년차 진입에 따른 점포 수익성 개선과 온기 반영에 따른 외형확대로 인해 이익성장은 급격하게 이루어질 것으로 추정된다.

투자지표,IFRS연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	15,337	15,519	16,562	19,484	20,697
보고영업이익(억원)	3,932	3,637	3,803	4,541	4,846
핵심영업이익(억원)	3,932	3,637	3,803	4,541	4,846
EBITDA(억원)	5,043	4,784	4,920	5,735	6,119
세전이익(억원)	4,618	3,964	4,044	4,995	5,199
순이익(억원)	3,376	2,910	3,027	3,666	3,816
지배주주지분순이익(억원)	2,989	2,684	2,676	3,242	3,374
EPS(원)	12,771	11,470	11,435	13,852	14,418
증감율(%YoY)	-7.2	-10.2	-0.3	21.1	4.1
PER(배)	12.6	10.7	13.4	11.0	10.6
PBR(배)	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	9.0	7.2	8.6	7.3	6.7
보고영업이익률(%)	25.6	23.4	23.0	23.3	23.4
핵심영업이익률(%)	25.6	23.4	23.0	23.3	23.4
ROE(%)	10.0	7.9	7.7	8.6	8.3
순부채비율(%)	7.8	8.2	4.9	2.8	1.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	15,337	15,519	16,562	19,484	20,697
매출원가	2,428	2,571	2,718	3,406	3,622
매출총이익	12,909	12,948	13,844	16,078	17,075
판매비및일반관리비	8,977	9,311	10,040	11,537	12,229
영업이익(보고)	3,932	3,637	3,803	4,541	4,846
영업이익(핵심)	3,932	3,637	3,803	4,541	4,846
영업외손익	686	327	241	454	353
이자수익	151	124	65	57	63
배당금수익	20	12	15	10	12
외환이익	0	0	0	0	0
이자비용	91	55	51	50	54
외환손실	0	1	0	0	0
관계기업지분법손익	551	504	373	562	581
투자및기타자산처분손익	27	-21	-73	-54	-111
금융상품평가및기타금융이익	0	-400	-6	0	0
기타	28	164	-81	-71	-138
법인세차감전이익	4,618	3,964	4,044	4,995	5,199
법인세비용	1,242	1,054	1,018	1,329	1,383
유효법인세율 (%)	26.9%	26.6%	25.2%	26.6%	26.6%
당기순이익	3,376	2,910	3,027	3,666	3,816
지배주주지분순이익(억원)	2,989	2,684	2,676	3,242	3,374
EBITDA	5,043	4,784	4,920	5,735	6,119
현금순이익(Cash Earnings)	4,487	4,058	4,143	4,861	5,090
수정당기순이익	3,356	3,219	3,084	3,707	3,900
증감율(%, YoY)					
매출액	0.9	1.2	6.7	17.6	6.2
영업이익(보고)	-7.8	-7.5	4.6	19.4	6.7
영업이익(핵심)	-7.8	-7.5	4.6	19.4	6.7
EBITDA	-3.7	-5.1	2.8	16.6	6.7
지배주주지분 당기순이익	-7.2	-10.2	-0.3	21.1	4.1
EPS	-7.2	-10.2	-0.3	21.1	4.1
수정순이익	-8.8	-4.1	-4.2	20.2	5.2

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	11,498	8,158	9,508	11,683	12,756
현금및현금성자산	795	176	1,186	1,635	2,082
유동금융자산	3,928	1,730	1,822	2,143	2,277
매출채권및유동채권	6,326	5,704	5,915	7,216	7,666
재고자산	449	548	585	689	731
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	44,509	48,681	52,175	57,320	61,077
장기매출채권및기타비유동채권	225	219	331	1,692	1,759
투자자산	6,233	6,773	7,251	8,090	8,789
유형자산	37,523	41,170	44,068	47,009	49,995
무형자산	528	519	524	529	534
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	56,007	56,839	61,683	69,003	73,832
유동부채	12,897	14,316	16,102	19,359	20,334
매입채무및기타유동채무	9,100	10,080	11,830	14,988	15,921
단기차입금	200	708	708	708	708
유동성장기차입금	2,997	2,998	2,998	2,998	2,998
기타유동부채	600	530	566	666	707
비유동부채	7,649	4,633	4,826	5,381	5,580
장기매입채무및비유동채무	345	291	298	331	352
사채및장기차입금	4,294	1,300	1,300	1,300	1,300
기타비유동부채	3,010	3,042	3,228	3,750	3,928
부채총계	20,546	18,949	20,928	24,741	25,914
자본금	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170
주식발행초과금	6,121	6,121	6,121	6,121	6,121
이익잉여금	22,984	25,471	28,009	31,114	34,351
기타자본	-64	-319	-319	-319	-319
지배주주지분자본총계	30,211	32,443	34,981	38,086	41,323
비지배주주지분자본총계	5,250	5,446	5,774	6,176	6,596
자본총계	35,461	37,890	40,755	44,262	47,919
순차입금	2,768	3,100	1,998	1,228	647
총차입금	7,491	5,006	5,006	5,006	5,006

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	3,463	3,985	5,265	4,864	5,046
당기순이익	3,376	2,910	3,027	3,666	3,816
감가상각비	1,097	1,132	1,102	1,179	1,258
무형자산상각비	14	16	15	15	15
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	55	36	73	54	111
지분법손익	-551	-446	-373	-562	-581
영업활동자산부채 증감	-873	-107	1,432	525	436
기타	346	443	-11	-14	-9
투자활동현금흐름	-2,153	-1,934	-4,279	-4,778	-4,617
투자자산의 처분	1,505	1,778	-186	-584	-243
유형자산의 처분	4	12	0	0	0
유형자산의 취득	-3,634	-3,717	-4,000	-4,120	-4,244
무형자산의 처분	-28	-13	-20	-20	-20
기타	1	5	-73	-54	-111
재무활동현금흐름	-1,260	-2,670	24	363	18
단기차입금의 증가	-1,095	-2,492	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	15	0	0	0	0
배당금지급	-180	-177	-161	-160	-160
기타	0	0	186	522	178
현금및현금성자산의순증가	50	-619	1,010	449	447
기초현금및현금성자산	745	795	176	1,186	1,635
기말현금및현금성자산	795	176	1,186	1,635	2,082
Gross Cash Flow	4,337	4,092	3,833	4,339	4,610
Op Free Cash Flow	-550	-19	1,271	1,004	1,100

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	12,771	11,470	11,435	13,852	14,418
BPS	129,092	138,633	149,477	162,744	176,576
주당EBITDA	21,551	20,443	21,023	24,508	26,149
CFPS	19,172	17,340	17,705	20,771	21,749
DPS	650	700	700	700	700
주가배수(배)					
PER	12.6	10.7	13.4	11.0	10.6
PBR	1.2	0.9	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	9.0	7.2	8.6	7.3	6.7
PCFR	8.4	7.1	8.6	7.4	7.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	25.6	23.4	23.0	23.3	23.4
영업이익률(핵심)	25.6	23.4	23.0	23.3	23.4
EBITDA margin	32.9	30.8	29.7	29.4	29.6
순이익률	22.0	18.8	18.3	18.8	18.4
자기자본이익률(ROE)	10.0	7.9	7.7	8.6	8.3
투하자본이익률(ROIC)	8.7	7.4	7.2	8.6	8.6
안정성(%)					
부채비율	57.9	50.0	51.3	55.9	54.1
순차입금비율	7.8	8.2	4.9	2.8	1.4
이자보상배율(배)	43.3	65.9	74.1	90.7	89.6
활동성(배)					
매출채권회전율	2.4	2.6	2.9	3.0	2.8
재고자산회전율	36.3	31.1	29.2	30.6	29.2
매입채무회전율	1.7	1.6	1.5	1.5	1.3

유통

이마트 (139480)

BUY(Reinitiate)

주가(5/29) 246,500원

목표주가 300,000원

경쟁력 확대를 통한 점유율 증가, 신 유통망 안정화에 따라 성장 가능성은 높은 것으로 판단된다. 이에 장기적인 관점에서 긍정적으로 평가하고 있다. 또한, 단기적으로도 경쟁업체 대비 차별적인 성장이 나타나고 있어 긍정적이라 생각된다. 동사에 대한 투자의견 BUY, 목표가 30만원을 제시한다.

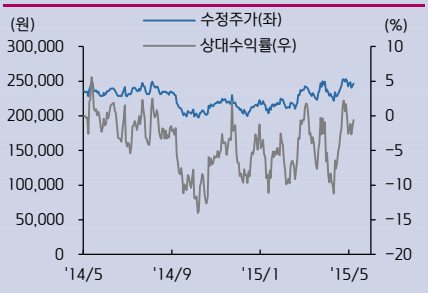
Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		68,714억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	253,000원	197,500원
최고/최저가대비 등락	-2.57%	24.81%
주가수익률	절대	상대
1M	9.1%	10.5%
6M	12.0%	4.9%
1Y	4.4%	-0.6%

Company Data

발행주식수		27,876천주
일평균 거래량(3M)		74천주
외국인 지분율		53.71%
배당수익률(15.E)		0.61%
BPS (15.E)		261,945원
주요 주주	이명희 외 4인	27.1%
	Aberdeen Asset	17.4%

Price Trend



구조적으로 이마트가 변하고 있다

>>> 투자의견 및 Valuation

이마트에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 300,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가 산정은 2015 예상EPS 15,605원에 Target Multiple 19배를 적용하여 산정하였다. Target Multiple 19배는 과거 PER 밴드 상단 수준으로 1) 공격적인 투자를 통한 오프라인 채널 다변화, 2) 온라인 채널 강화를 통한 옴니채널 역량 증가, 3) 그룹내 컨텐츠 경쟁력 확대가 예상되어 합리적이라 생각된다.

>>> 구조적 성장 예상

중장기적으로 이마트 성장 가능성은 높은 것으로 판단된다. 그러한 이유는 1) PB제품 확대를 통한 Identity 구축에 따른 점유율 확대와, 2) 2017년 주요 계열사 성장이 가파르게 이어질 전망이며, 3) 신 유통망 진출에 따른 성장 가능성이 높은 것으로 판단되기 때문이다.

당사에서는 동 효과가 2017년에 본격화될 것으로 예상하고 있으며, 이에 장기적으로 밸류에이션 프리미엄 부여가 가능할 것으로 전망하고 있다.

또한, 단기적으로도 2분기 기저효과가 존재하고, 그룹내 신 유통채널망 효율화가 본격화 되고 있어, 경쟁업체와의 차별적 성장이 예상되어 긍정적이다.

투자지표,IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	130,353	131,536	140,260	151,460	158,100
보고영업이익(억원)	7,351	5,830	6,944	7,880	8,536
핵심영업이익(억원)	7,351	5,830	6,944	7,880	8,536
EBITDA(억원)	11,294	9,969	10,885	12,141	13,177
세전이익(억원)	6,491	4,238	5,874	6,450	7,118
순이익(억원)	4,762	2,919	4,386	4,863	5,367
지배주주지분순이익(억원)	4,672	2,900	4,350	4,823	5,322
EPS(원)	16,762	10,404	15,605	17,303	19,093
증감율(%YoY)	10.2	-37.9	50.0	10.9	10.3
PER(배)	15.9	19.5	15.8	14.2	12.9
PBR(배)	1.1	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	9.6	9.4	9.9	9.1	8.3
보고영업이익률(%)	5.6	4.4	5.0	5.2	5.4
핵심영업이익률(%)	5.6	4.4	5.0	5.2	5.4
ROE(%)	7.4	4.2	6.0	6.3	6.6
순부채비율(%)	49.3	51.9	51.0	51.6	47.7

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	130,353	131,536	140,260	151,460	158,100
매출원가	94,265	94,804	100,545	108,940	113,160
매출총이익	36,088	36,732	39,715	42,520	44,940
판매비및일반관리비	28,737	30,903	32,772	34,640	36,404
영업이익(보고)	7,351	5,830	6,944	7,880	8,536
영업이익(핵심)	7,351	5,830	6,944	7,880	8,536
영업외손익	-860	-1,591	-1,070	-1,430	-1,418
이자수익	221	221	231	217	222
배당금수익	221	125	266	217	218
외환이익	617	118	144	37	91
이자비용	1,239	1,230	1,262	1,322	1,358
외환손실	83	357	51	0	0
관계기업지분법손익	-96	-227	5	10	50
투자및기타자산처분손익	6	24	3	29	29
금융상품평가및기타금융이익	-524	212	-5	0	0
기타	16	-478	-400	-617	-671
법인세차감전이익	6,491	4,238	5,874	6,450	7,118
법인세비용	1,728	1,319	1,488	1,587	1,751
유효법인세율 (%)	26.6%	31.1%	25.3%	24.6%	24.6%
당기순이익	4,762	2,919	4,386	4,863	5,367
지배주주지분순이익(억원)	4,672	2,900	4,350	4,823	5,322
EBITDA	11,294	9,969	10,885	12,141	13,177
현금순이익(Cash Earnings)	8,705	7,058	8,327	9,124	10,008
수정당기순이익	5,143	2,757	4,388	4,841	5,345
증감율(%, YoY)					
매출액	2.8	0.9	6.6	8.0	4.4
영업이익(보고)	0.0	-20.7	19.1	13.5	8.3
영업이익(핵심)	0.0	-20.7	19.1	13.5	8.3
EBITDA	3.2	-11.7	9.2	11.5	8.5
지배주주지분 당기순이익	10.2	-37.9	50.0	10.9	10.3
EPS	10.2	-37.9	50.0	10.9	10.3
수정순이익	0.4	-46.4	59.2	10.3	10.4

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	12,611	13,045	15,105	16,388	17,727
현금및현금성자산	701	605	1,068	1,230	1,904
유동금융자산	1,123	1,187	1,266	1,367	1,427
매출채권및유동채권	3,340	3,198	3,410	3,683	3,844
재고자산	7,445	8,045	9,351	10,097	10,540
기타유동비금융자산	3	10	10	11	12
비유동자산	117,907	125,230	131,804	140,708	148,620
장기매출채권및기타비유동채권	8,119	8,300	7,714	7,573	7,905
투자자산	18,504	20,535	19,825	19,800	20,667
유형자산	87,280	92,656	100,494	109,424	115,992
무형자산	3,988	3,713	3,724	3,834	3,924
기타비유동자산	16	27	46	78	132
자산총계	130,518	138,275	146,909	157,097	166,346
유동부채	34,392	33,723	35,568	37,252	38,113
매입채무및기타유동채무	17,973	18,805	20,052	21,653	22,602
단기차입금	6,031	5,993	5,993	5,993	5,993
유동성장기차입금	8,490	7,872	7,872	7,872	7,872
기타유동부채	1,899	1,053	1,651	1,734	1,646
비유동부채	29,147	33,954	36,775	40,833	44,273
장기매입채무및비유동채무	2,334	2,673	2,850	3,077	3,212
사채및장기차입금	20,330	24,532	26,532	29,532	29,532
기타비유동부채	6,482	6,750	7,393	8,224	11,529
부채총계	63,539	67,677	72,344	78,086	82,387
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
주식발행초과금	41,935	41,935	41,935	41,935	41,935
이익잉여금	10,252	12,507	16,448	20,862	25,775
기타자본	12,099	13,242	13,242	13,242	13,242
지배주주지분자본총계	65,680	69,078	73,019	77,433	82,346
비지배주주지분자본총계	1,299	1,519	1,546	1,578	1,614
자본총계	66,979	70,597	74,565	79,011	83,960
순차입금	33,028	36,605	38,063	40,800	40,066
총차입금	34,851	38,397	40,397	43,397	43,397

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	9,599	7,507	9,464	10,033	9,952
당기순이익	6,491	4,238	4,386	4,863	5,367
감가상각비	3,760	3,911	3,753	4,070	4,432
무형자산상각비	183	228	189	190	209
외환손익	-570	262	-93	-37	-91
자산처분손익	0	54	-3	-29	-29
지분법손익	-31	-195	-5	-10	-50
영업활동자산부채 증감	-636	-1,185	1,089	1,033	59
기타	403	194	148	-48	55
투자활동현금흐름	-10,255	-9,988	-11,226	-13,283	-12,165
투자자산의 처분	-1,338	-420	630	69	-790
유형자산의 처분	55	236	0	0	0
유형자산의 취득	-8,423	-9,591	-11,591	-13,000	-11,000
무형자산의 처분	-227	-147	-200	-300	-300
기타	-321	-66	-66	-53	-75
재무활동현금흐름	834	2,417	2,226	3,413	2,887
단기차입금의 증가	-275	-87	0	0	0
장기차입금의 증가	1,817	3,244	2,000	3,000	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-427	-431	-418	-418	-418
기타	-281	-309	644	830	3,305
현금및현금성자산의순증가	167	-96	463	162	674
기초현금및현금성자산	534	701	605	1,068	1,230
기말현금및현금성자산	701	605	1,068	1,230	1,904
Gross Cash Flow	10,235	8,692	8,375	9,000	9,892
Op Free Cash Flow	50	-2,769	-1,754	-2,065	-163

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	16,762	10,404	15,605	17,303	19,093
BPS	235,616	247,807	261,945	277,779	295,403
주당EBITDA	40,514	35,761	39,048	43,553	47,271
CFPS	31,227	25,319	29,873	32,732	35,902
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
주가배수(배)					
PER	15.9	19.5	15.8	14.2	12.9
PBR	1.1	0.8	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	9.6	9.4	9.9	9.1	8.3
PCFR	8.5	8.0	8.3	7.5	6.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.6	4.4	5.0	5.2	5.4
영업이익률(핵심)	5.6	4.4	5.0	5.2	5.4
EBITDA margin	8.7	7.6	7.8	8.0	8.3
순이익률	3.7	2.2	3.1	3.2	3.4
자기자본이익률(ROE)	7.4	4.2	6.0	6.3	6.6
투하자본이익률(ROIC)	6.6	4.6	5.3	5.9	5.9
안정성(%)					
부채비율	94.9	95.9	97.0	98.8	98.1
순차입금비율	49.3	51.9	51.0	51.6	47.7
이자보상배율(배)	5.9	4.7	5.5	6.0	6.3
활동성(배)					
매출채권회전율	37.5	40.2	42.4	42.7	42.0
재고자산회전율	17.8	17.0	16.1	15.6	15.3
매입채무회전율	7.3	7.2	7.2	7.3	7.1

GS홈쇼핑 (028150)

BUY(Reinitiate)

주가(5/29) 235,000원

목표주가 305,000원

모바일 취급고 증가에 외형성장은 지속될 전망이나, 비용부담 증가 및 마진믹스에 따른 수익성 하락으로 이익 성장은 쉽지 않을 것으로 판단된다. 다만, 주가하락에 따른 밸류에이션 매력 증가와 높은 현금성 자산을 고려해 투자의견 BUY 및 목표주가 30.5만원을 제시한다.

Stock Data

KOSDAQ (5/29)		711.39pt
시가총액		15,422억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	284,800원	186,000원
최고/최저가대비 등락	-17.49%	26.34%
주가수익률	절대	상대
1M	0.2%	-2.0%
6M	10.0%	-15.7%
1Y	-2.6%	-24.7%

Company Data

발행주식수		6,563천주
일평균 거래량(3M)		21천주
외국인 지분율		40.03%
배당수익률(15.E)		3.28%
BPS (15.E)		147,172원
주요 주주	GS	30.0%
	국민연금	5.1%

Price Trend

모바일 취급고 확대의 양면성

>>> 투자의견 및 Valuation

GS홈쇼핑에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 30.5만원을 제시한다. 목표주가는 영업가치 1조 1,670억원에 현금성자산 8,300억원을 합산하여 계산하였다.

투자의견 BUY를 제시한 이유는 주가하락에 따른 밸류에이션 매력과 높은 현금성자산을 고려하였기 때문이다.

>>> 이익성장은 3분기 이후 기대

모바일 취급고 성장에 따라 전체적인 외형은 증가할 가능성이 높다. 하지만, 이익성장은 쉽지 않을 전망이다. 그러한 이유는 1) SO수수료 반영이 3분기까지 부담될 것으로 보이고, 2) 모바일 취급고 확대를 위한 과도한 프로모션 진행과, 3) 소비경기 둔화에 따라 TV취급고 개선이 쉽지 않을 것으로 판단되기 때문이다.

>>> 모바일 확대 전략의 부정적 요소

동사는 약 8천억원에 달하는 자금을 활용하여 모바일 취급고 성장에 주력하고 있다. 이에 향후 가격경쟁력 확대를 위해 완사입 제품 비중도 증가시킬 전망이다. 하지만, 이는 적정재고관리에 따른 위험노출과 기타 판관비 증가로 이어질 수 있어 긍정적으로만 평가할 수는 없다. 또한, 구조적으로 모바일 확대에 따른 기존 채널과의 잠식효과에 대한 부정적인 요소를 고민해야 할 것이다.

투자지표,IFRS별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	10,417	10,607	11,831	12,808	13,701
보고영업이익(억원)	1,566	1,414	1,314	1,445	1,597
핵심영업이익(억원)	1,566	1,414	1,314	1,445	1,597
EBITDA(억원)	1,674	1,565	1,448	1,605	1,782
세전이익(억원)	1,734	1,587	1,536	1,702	1,873
순이익(억원)	1,303	1,201	1,167	1,292	1,421
지배주주지분순이익(억원)	1,220	1,144	1,167	1,292	1,421
EPS(원)	18,597	17,427	17,778	19,684	21,660
증감율(%YoY)	14.5	-6.3	2.0	10.7	10.0
PER(배)	16.5	12.7	13.2	11.9	10.8
PBR(배)	2.5	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	7.6	4.2	4.9	4.0	3.2
보고영업이익률(%)	15.0	13.3	11.1	11.3	11.7
핵심영업이익률(%)	15.0	13.3	11.1	11.3	11.7
ROE(%)	17.5	14.2	12.5	12.8	13.0
순부채비율(%)	-92.4	-89.6	-86.0	-85.3	-85.5

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	10,417	10,607	11,831	12,808	13,701
매출원가	834	880	1,336	975	1,400
매출총이익	9,583	9,727	10,495	11,833	12,301
판매비및일반관리비	8,017	8,313	9,182	10,388	10,704
영업이익(보고)	1,566	1,414	1,314	1,445	1,597
영업이익(핵심)	1,566	1,414	1,314	1,445	1,597
영업외손익	167	173	223	257	276
이자수익	221	200	234	269	289
배당금수익	4	22	0	0	0
외환이익	1	2	0	0	0
이자비용	2	0	0	0	0
외환손실	1	2	0	0	0
관계기업지분법손익	-30	-18	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-26	-31	-12	-13	-14
법인세차감전이익	1,734	1,587	1,536	1,702	1,873
법인세비용	430	387	370	410	451
유효법인세율 (%)	24.8%	24.4%	24.1%	24.1%	24.1%
당기순이익	1,303	1,201	1,167	1,292	1,421
지배주주지분순이익(억원)	1,220	1,144	1,167	1,292	1,421
EBITDA	1,674	1,565	1,448	1,605	1,782
현금순이익(Cash Earnings)	1,410	1,351	1,301	1,452	1,606
수정당기순이익	1,302	1,200	1,167	1,292	1,421
증감율(%, YoY)					
매출액	2.2	1.8	11.5	8.3	7.0
영업이익(보고)	15.4	-9.7	-7.1	10.0	10.5
영업이익(핵심)	15.4	-9.7	-7.1	10.0	10.5
EBITDA	15.9	-6.5	-7.4	10.8	11.0
지배주주지분 당기순이익	17.7	-7.9	-2.8	10.7	10.0
EPS	14.5	-6.3	2.0	10.7	10.0
수정순이익	13.8	-7.8	-2.8	10.7	10.0

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	8,376	8,948	9,314	10,024	10,933
현금및현금성자산	2,640	2,867	2,532	2,682	3,078
유동금융자산	4,746	5,173	5,770	6,247	6,682
매출채권및유동채권	770	692	771	835	893
재고자산	220	216	241	260	279
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	3,448	4,055	4,646	5,197	5,740
장기매출채권및기타비유동채권	286	81	90	97	104
투자자산	1,734	1,918	2,005	2,057	2,104
유형자산	1,026	1,611	2,109	2,601	3,090
무형자산	292	365	382	397	409
기타비유동자산	109	81	60	45	33
자산총계	11,824	13,003	13,960	15,221	16,673
유동부채	3,737	3,948	4,209	4,649	5,151
매입채무및기타유동채무	3,392	3,753	3,944	4,269	4,567
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	346	196	265	380	584
비유동부채	91	82	93	103	112
장기매입채무및비유동채무	25	6	7	7	8
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	66	76	87	95	104
부채총계	3,828	4,031	4,302	4,752	5,262
자본금	328	328	328	328	328
주식발행초과금	756	756	756	756	756
이익잉여금	7,112	8,077	8,763	9,575	10,516
기타자본	-201	-189	-189	-189	-189
지배주주지분자본총계	7,996	8,972	9,658	10,469	11,411
비지배주주지분자본총계	7,996	8,972	9,658	10,469	11,411
자본총계					
순차입금	-7,386	-8,041	-8,302	-8,929	-9,761
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,699	1,791	1,426	1,802	2,025
당기순이익	1,303	1,201	1,167	1,292	1,421
감가상각비	57	76	72	95	117
무형자산상각비	50	75	62	65	68
외환손익	0	-1	0	0	0
자산처분손익	3	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	174	530	147	350	419
기타	112	-91	-22	0	0
투자활동현금흐름	-834	-1,305	-1,291	-1,180	-1,156
투자자산의 처분	-363	-745	-662	-529	-483
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-466	-554	-570	-588	-605
무형자산의 처분	-5	-6	-80	-80	-80
기타	0	0	21	16	12
재무활동현금흐름	-190	-259	-470	-472	-472
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-188	-219	-480	-480	-480
기타	-2	-39	10	9	9
현금및현금성자산의순증가	676	227	-335	150	397
기초현금및현금성자산	1,964	2,640	2,867	2,532	2,682
기말현금및현금성자산	2,640	2,867	2,532	2,682	3,078
Gross Cash Flow	1,525	1,260	1,279	1,452	1,606
Op Free Cash Flow	987	1,190	579	932	1,123

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	18,597	17,427	17,778	19,684	21,660
BPS	121,843	136,715	147,172	159,535	173,874
주당EBITDA	25,503	23,842	22,069	24,463	27,152
CFPS	21,491	20,593	19,830	22,123	24,475
DPS	3,500	7,700	7,700	7,700	7,700
주가배수(배)					
PER	16.5	12.7	13.2	11.9	10.8
PBR	2.5	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.6	4.2	4.9	4.0	3.2
PCFR	14.3	10.8	11.9	10.6	9.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	15.0	13.3	11.1	11.3	11.7
영업이익률(핵심)	15.0	13.3	11.1	11.3	11.7
EBITDA margin	16.1	14.8	12.2	12.5	13.0
순이익률	12.5	11.3	9.9	10.1	10.4
자기자본이익률(ROE)	17.5	14.2	12.5	12.8	13.0
투하자본이익률(ROIC)	-99.0	-99.1	-117.4	-200.3	-283.7
안정성(%)					
부채비율	47.9	44.9	44.5	45.4	46.1
순차입금비율	-92.4	-89.6	-86.0	-85.3	-85.5
이자보상배율(배)	870.3	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	13.2	14.5	16.2	15.9	15.9
재고자산회전율	50.8	48.7	51.9	51.1	50.8
매입채무회전율	3.1	3.0	3.1	3.1	3.1

CJ오쇼핑 (035760)

BUY(Reinitiate)

주가(5/29) 244,500원

목표주가 310,000원

수익성 개선 전략은 긍정적이라 판단된다. 지난해 모바일 취급고 수준이 약 6,400억원에 달하고 있는 상황에서 주요 채널 잠식효과 및 수익성을 악화시키는 전략을 구사하는 것은 바람직하지 않은 것으로 판단되기 때문이다. 투자의견 BUY, 목표주가 31만원을 제시한다.

Stock Data

KOSDAQ (5/29)		711.39pt
시가총액		15,177억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	400,000원	202,400원
최고/최저가대비 등락	-38.88%	20.80%
주가수익률	절대	상대
1M	0.0%	-2.2%
6M	-4.2%	-26.6%
1Y	-33.3%	-48.5%

Company Data

발행주식수		6,207천주
일평균 거래량(3M)		37천주
외국인 지분율		27.74%
배당수익률(15.E)		1.02%
BPS (15.E)		117,663원
주요 주주	CJ 외 1인	40.4%
	국민연금공단	10.1%

Price Trend

수익성 개선 전략은 긍정적 요소

>>> 투자의견 및 Valuation

CJ오쇼핑에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 310,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 국내영업가치+중국영업가치 1.4조원에 주요투자자산가치 0.5조원을 합산하여 계산하였다.

>>> 수익성 개선 전략은 긍정적

동사는 올해 1분기 저가상품 제외 및 상품프로모션 감소에 따른 영향으로 전체 취급고 성장률은 경쟁업체 대비 둔화되었다. 이는 모바일 취급고 확대보다는 수익성 개선에 포커스를 맞춘 전략의 결과물이다.

당사에서는 이러한 판단을 합리적으로 평가하고 있다. 1) 모바일 취급고 성장드라이브가 대부분 할인판매 및 미끼상품에 기인하였고, 2) 타유통채널에 비해 외형규모 확대가 구매력을 향상시킬 수 있다고 보기 어려우며, 3) 로열티가 높은 고객들을 구분할 수 있는 전략으로 판단되기 때문이다.

단기적으로, 경쟁업체대비 낮은 외형성장에 따라 부정적으로 해석될 여지가 있지만, 1) 상품구조 개선을 통한 수익성 개선이 가능하다는 점과, 2) 고객층 로열티를 정확하게 파악할 수 있다는 점에서 긍정적이라 해석된다. 지난해 모바일 취급고가 약 6,400억원인점을 감안하면 수익성 개선 전략은 합리적이라 판단된다.

투자지표,IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	12,607	12,773	12,596	13,608	14,705
보고영업이익(억원)	1,572	1,422	1,418	1,505	1,654
핵심영업이익(억원)	1,572	1,422	1,418	1,505	1,654
EBITDA(억원)	1,679	1,536	1,523	1,614	1,766
세전이익(억원)	1,422	1,394	1,418	1,610	1,810
순이익(억원)	1,083	1,005	1,065	1,222	1,374
지배주주지분순이익(억원)	1,348	947	1,065	1,222	1,374
EPS(원)	21,724	15,262	17,152	19,683	22,134
증감율(%YoY)	-15.7	-29.7	12.4	14.8	12.5
PER(배)	19.1	17.0	14.3	12.4	11.1
PBR(배)	4.5	2.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	15.7	10.3	9.4	8.2	6.3
보고영업이익률(%)	12.5	11.1	11.3	11.1	11.2
핵심영업이익률(%)	12.5	11.1	11.3	11.1	11.2
ROE(%)	20.9	16.7	15.6	15.6	15.3
순부채비율(%)	9.7	-4.3	-11.6	-23.6	-43.1

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	12,607	12,773	12,596	13,608	14,705
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	12,607	12,773	12,596	13,608	14,705
판매비및일반관리비	11,035	11,352	11,178	12,103	13,051
영업이익(보고)	1,572	1,422	1,418	1,505	1,654
영업이익(핵심)	1,572	1,422	1,418	1,505	1,654
영업외손익	-150	-28	0	105	156
이자수익	25	45	77	94	101
배당금수익	57	113	55	93	123
외환이익	15	18	0	0	0
이자비용	83	71	58	54	54
외환손실	26	16	0	0	0
관계기업지분법손익	-72	-18	0	0	0
투자및기타자산처분손익	9	2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	1	0	0	0
기타	-76	-101	-74	-28	-14
법인세차감전이익	1,422	1,394	1,418	1,610	1,810
법인세비용	338	389	354	388	436
유효법인세율 (%)	23.8%	27.9%	24.9%	24.1%	24.1%
당기순이익	1,083	1,005	1,065	1,222	1,374
지배주주지분순이익(억원)	1,348	947	1,065	1,222	1,374
EBITDA	1,679	1,536	1,523	1,614	1,766
현금순이익(Cash Earnings)	1,191	1,119	1,170	1,330	1,486
수정당기순이익	1,076	1,003	1,065	1,222	1,374
증감율(%, YoY)					
매출액	17.0	1.3	-1.4	8.0	8.1
영업이익(보고)	13.2	-9.6	-0.3	6.1	9.9
영업이익(핵심)	13.2	-9.6	-0.3	6.1	9.9
EBITDA	10.2	-8.6	-0.8	5.9	9.4
지배주주지분 당기순이익	-11.7	-7.3	6.0	14.8	12.5
EPS	-15.7	-29.7	12.4	14.8	12.5
수정순이익	-11.7	-6.8	6.2	14.8	12.5

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	3,323	3,587	4,190	5,450	7,753
현금및현금성자산	1,294	1,495	2,078	3,168	5,288
유동금융자산	256	474	466	503	544
매출채권및유동채권	1,148	1,109	1,145	1,237	1,337
재고자산	625	508	501	541	585
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	8,046	8,194	8,462	8,620	8,816
장기매출채권및기타비유동채권	27	18	18	19	20
투자자산	6,674	6,764	6,985	7,091	7,236
유형자산	1,092	1,045	1,091	1,138	1,185
무형자산	238	367	369	372	376
기타비유동자산	16	0	0	0	0
자산총계	11,369	11,781	12,652	14,070	16,570
유동부채	4,539	3,718	3,668	3,995	4,373
매입채무및기타유동채무	3,265	3,392	3,315	3,581	3,870
단기차입금	0	101	101	101	101
유동성장기차입금	1,001	0	0	0	0
기타유동부채	274	225	252	313	402
비유동부채	1,158	1,673	1,680	1,699	2,599
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	1,097	1,596	1,596	1,596	1,596
기타비유동부채	62	76	83	103	1,002
부채총계	5,697	5,391	5,348	5,695	6,971
자본금	310	310	310	310	310
주식발행초과금	1,001	1,003	1,003	1,003	1,003
이익잉여금	6,075	5,194	6,108	7,179	8,402
기타자본	-1,714	-117	-117	-117	-117
지배주주지분자본총계	5,672	6,390	7,304	8,375	9,598
비지배주주지분자본총계	5,672	6,390	7,304	8,375	9,598
자본총계					
순차입금	548	-272	-846	-1,974	-4,134
총차입금	2,098	1,697	1,697	1,697	1,697

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,300	1,394	1,039	1,539	1,706
당기순이익	1,083	1,005	1,065	1,222	1,374
감가상각비	75	78	72	75	79
무형자산상각비	33	37	33	33	34
외환손익	17	-3	0	0	0
자산처분손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-19	270	-78	193	232
기타	111	8	-53	15	-13
투자활동현금흐름	-529	-567	-313	-317	-335
투자자산의 처분	-435	-432	-160	-159	-172
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-84	-115	-119	-122	-126
무형자산의 처분	-11	-21	-35	-36	-37
기타	0	1	0	0	0
재무활동현금흐름	-149	-623	-144	-131	749
단기차입금의 증가	-1,127	-1,002	0	0	0
장기차입금의 증가	1,100	500	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-120	-120	-151	-151	-151
기타	-1	0	7	19	900
현금및현금성자산의순증가	623	202	582	1,090	2,120
기초현금및현금성자산	670	1,294	1,495	2,078	3,168
기말현금및현금성자산	1,294	1,495	2,078	3,168	5,288
Gross Cash Flow	1,319	1,124	1,117	1,345	1,473
Op Free Cash Flow	1,192	1,273	896	1,279	1,429

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					4
EPS	21,724	15,262	17,152	19,683	22,134
BPS	91,404	102,940	117,663	134,921	154,630
주당EBITDA	27,068	24,744	24,541	25,997	28,453
CFPS	19,193	18,025	18,848	21,433	23,941
DPS	2,000	2,500	2,500	2,500	2,500
주가배수(배)					
PER	19.1	17.0	14.3	12.4	11.1
PBR	4.5	2.5	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	15.7	10.3	9.4	8.2	6.3
PCFR	21.6	14.4	13.0	11.4	10.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	12.5	11.1	11.3	11.1	11.2
영업이익률(핵심)	12.5	11.1	11.3	11.1	11.2
EBITDA margin	13.3	12.0	12.1	11.9	12.0
순이익률	8.6	7.9	8.5	9.0	9.3
자기자본이익률(ROE)	20.9	16.7	15.6	15.6	15.3
투하자본이익률(ROIC)	-345.8	-205.9	-195.2	-213.2	-179.4
안정성(%)					
부채비율	100.5	84.4	73.2	68.0	72.6
순차입금비율	9.7	-4.3	-11.6	-23.6	-43.1
이자보상배율(배)	18.9	20.0	24.5	27.7	30.4
활동성(배)					
매출채권회전율	12.1	11.3	11.2	11.4	11.4
재고자산회전율	21.0	22.5	25.0	26.1	26.1
매입채무회전율	4.1	3.8	3.8	3.9	3.9

현대홈쇼핑 (057050)

BUY(Reinitiate)

주가(5/29) 126,000원

목표주가 170,000원

단기적으로 1) SO수수료 선반영에 따른 부담과 2) 모바일 취급고 확대를 위한 프로모션 집행에 따라 이익 개선은 쉽지 않을 전망이다. 하지만, 하반기로 갈수록 실적 모멘텀이 부각될 것으로 보이고, 현금성자산을 활용한 신규비즈니스 확대가 기대되어 긍정적이다. 투자의견 BUY 및 목표주가 17만원을 제시한다.

Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		15,120억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	175,000원	118,000원
최고/최저가대비 등락	-28.00%	6.78%
주가수익률	절대	상대
1M	-7.4%	-6.1%
6M	-7.4%	-13.2%
1Y	-17.6%	-21.6%

Company Data

발행주식수		12,000천주
일평균 거래량(3M)		48천주
외국인 지분율		22.64%
배당수익률(15.E)		1.03%
BPS (15.E)		115,774원
주요 주주	현대백화점	40.8%
	트러스톤자산운용	8.1%

Price Trend

홈쇼핑 업체 중 가장 안정적인 회사

>>> 투자의견 및 Valuation

현대홈쇼핑에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 170,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 영업가치 1.4조와 현금성자산 0.8조원을 합산하여 상정하였다.

>>> 하반기로 갈수록 실적 모멘텀 부각

1) 1분기 실적에도 나타나 있듯이 상대적으로 TV채널 매출이 견조하게 나타나고 있고, 2) 상반기 SO수수료에 대한 보수적인 측정으로 인해 하반기로 갈수록 비용증가에 대한 부담이 낮아질 것으로 예상되며, 3) 모바일 취급고 성장에 따라 일시적인 수익성 감소가 나타났지만, 기본적인 이익기여도가 경쟁사대비 높아 긍정적이다. 또한, 4) 장기적으로 신규사업에 대한 기대감이 부각될 여지가 높다.

>>> 장기적으로 현금성자산을 활용

동사는 장기적으로 현금성자산을 활용해 신규사업 진출에 적극적인 모습을 보일 전망이다. 지난 4/16일 렌탈사업 진출을 선언하였고, 신 성장동력 확보를 위해 적극적인 M&A도 시도하고 있다.

앞서 언급했듯이 현대백화점그룹은 전략적으로 신규사업 확대 및 이종사업 진출을 고려하고 있다. 이에 동사를 활용한 전략적 행보를 지속할 가능성이 높아 보인다.

투자지표,IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	7,999	8,679	9,094	10,001	10,716
보고영업이익(억원)	1,448	1,451	1,437	1,720	1,829
핵심영업이익(억원)	1,448	1,451	1,437	1,720	1,829
EBITDA(억원)	1,509	1,532	1,511	1,793	1,902
세전이익(억원)	2,436	1,902	1,825	2,103	2,236
순이익(억원)	1,955	1,478	1,392	1,596	1,697
지배주주지분순이익(억원)	1,955	1,478	1,392	1,596	1,697
EPS(원)	16,290	12,321	11,597	13,299	14,140
증감율(%YoY)	88.0	-24.4	-5.9	14.7	6.3
PER(배)	11.4	11.2	10.9	9.5	8.9
PBR(배)	1.9	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	10.5	6.0	4.5	3.0	2.2
보고영업이익률(%)	18.1	16.7	15.8	17.2	17.1
핵심영업이익률(%)	18.1	16.7	15.8	17.2	17.1
ROE(%)	18.4	12.2	10.5	10.9	10.5
순부채비율(%)	-55.7	-57.7	-60.2	-62.9	-64.9

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,999	8,679	9,094	10,001	10,716
매출원가	149	490	470	511	548
매출총이익	7,850	8,189	8,624	9,490	10,168
판매비및일반관리비	6,402	6,738	7,187	7,770	8,339
영업이익(보고)	1,448	1,451	1,437	1,720	1,829
영업이익(핵심)	1,448	1,451	1,437	1,720	1,829
영업외손익	988	451	388	383	407
이자수익	198	203	214	203	221
배당금수익	10	7	18	15	16
외환이익	0	0	0	0	0
이자비용	1	8	7	0	0
외환손실	0	0	0	0	0
관계기업지분법손익	280	289	301	316	332
투자및기타자산처분손익	0	7	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	501	-48	-138	-152	-163
법인세차감전이익	2,436	1,902	1,825	2,103	2,236
법인세비용	481	424	433	507	539
유효법인세율 (%)	19.8%	22.3%	23.7%	24.1%	24.1%
당기순이익	1,955	1,478	1,392	1,596	1,697
지배주주지분순이익(억원)	1,955	1,478	1,392	1,596	1,697
EBITDA	1,509	1,532	1,511	1,793	1,902
현금순이익(Cash Earnings)	2,017	1,560	1,466	1,669	1,769
수정당기순이익	1,955	1,473	1,392	1,596	1,697
증감율(%, YoY)					
매출액	5.2	8.5	4.8	10.0	7.1
영업이익(보고)	-5.3	0.3	-1.0	19.7	6.3
영업이익(핵심)	-5.3	0.3	-1.0	19.7	6.3
EBITDA	-6.8	1.5	-1.4	18.7	6.0
지배주주지분 당기순이익	88.0	-24.4	-5.9	14.7	6.3
EPS	88.0	-24.4	-5.9	14.7	6.3
수정순이익	87.2	-24.7	-5.5	14.7	6.3

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	6,960	7,916	8,979	10,324	11,706
현금및현금성자산	85	39	722	1,150	1,842
유동금융자산	6,350	7,257	7,639	8,501	9,109
매출채권및유동채권	365	434	423	459	526
재고자산	117	186	195	214	229
기타유동비금융자산	43	0	0	0	0
비유동자산	7,331	7,586	7,893	8,278	8,666
장기매출채권및기타비유동채권	2	2	2	2	2
투자자산	6,357	6,616	6,934	7,328	7,722
유형자산	922	917	905	895	889
무형자산	49	52	52	53	53
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	14,290	15,503	16,872	18,602	20,372
유동부채	2,516	2,603	2,728	2,999	3,213
매입채무및기타유동채무	2,178	2,268	2,376	2,613	2,800
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	339	335	352	385	412
비유동부채	222	244	251	269	282
장기매입채무및비유동채무	12	4	5	5	5
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	210	240	247	264	277
부채총계	2,739	2,847	2,979	3,268	3,495
자본금	600	600	600	600	600
주식발행초과금	2,504	2,504	2,504	2,504	2,504
이익잉여금	8,260	9,574	10,812	12,253	13,796
기타자본	187	-23	-23	-23	-23
지배주주지분자본총계	11,552	12,655	13,893	15,334	16,877
비지배주주지분자본총계	11,552	12,655	13,893	15,334	16,877
자본총계					
순차입금	-6,435	-7,297	-8,361	-9,651	-10,951
총차입금	0	0	0	0	0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	898	998	1,285	1,552	1,555
당기순이익	1,955	1,478	1,392	1,596	1,697
감가상각비	62	80	74	73	72
무형자산상각비	0	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	0	7	0	0	0
지분법손익	0	0	-301	-316	-332
영업활동자산부채 증감	-734	-101	127	216	132
기타	-385	-467	-6	-17	-14
투자활동현금흐름	-660	-692	-454	-987	-722
투자자산의 처분	-836	-911	-392	-923	-656
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-85	-60	-62	-63	-65
무형자산의 처분	3	-4	-1	-1	-1
기타	258	281	0	0	0
재무활동현금흐름	-183	-352	-147	-137	-141
단기차입금의 증가	-50	0	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-132	-132	-154	-154	-154
기타	-1	-220	7	17	13
현금및현금성자산의순증가	55	-46	683	428	692
기초현금및현금성자산	30	85	39	722	1,150
기말현금및현금성자산	85	39	722	1,150	1,842
Gross Cash Flow	1,632	1,099	1,158	1,336	1,423
Op Free Cash Flow	407	1,045	1,174	1,522	1,517

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	16,290	12,321	11,597	13,299	14,140
BPS	96,266	105,462	115,774	127,787	140,642
주당EBITDA	12,579	12,770	12,594	14,944	15,846
CFPS	16,804	12,996	12,216	13,909	14,745
DPS	1,100	1,300	1,300	1,300	1,300
주가배수(배)					
PER	11.4	11.2	10.9	9.5	8.9
PBR	1.9	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	6.0	4.5	3.0	2.2
PCFR	11.1	10.6	10.3	9.1	8.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	18.1	16.7	15.8	17.2	17.1
영업이익률(핵심)	18.1	16.7	15.8	17.2	17.1
EBITDA margin	18.9	17.7	16.6	17.9	17.7
순이익률	24.4	17.0	15.3	16.0	15.8
자기자본이익률(ROE)	18.4	12.2	10.5	10.9	10.5
투하자본이익률(ROIC)	-83.2	-110.2	-95.4	-102.3	-95.2
안정성(%)					
부채비율	23.7	22.5	21.4	21.3	20.7
순차입금비율	-55.7	-57.7	-60.2	-62.9	-64.9
이자보상배율(배)	1,581.1	180.7	194.2	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	21.7	21.7	21.2	22.7	21.8
재고자산회전율	98.7	57.4	47.8	48.9	48.3
매입채무회전율	3.2	3.9	3.9	4.0	4.0

GS리테일 (007070)

BUY(Reinitiate)

주가(5/29) 39,450원

목표주가 50,000원

2013년 4분기부터 시작된 기존점 성장이 지속되고 있다. 1분기 담배가격 인상에 따른 효과를 제거하더라도 약 4~5% 수준의 기존점 성장을 기록한 것으로 추정된다. 1인가구수 증가 및 근린형 소비 확산이 이어질 것으로 보여 편의점산업의 성장은 지속될 것으로 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 50,000원을 제시한다.

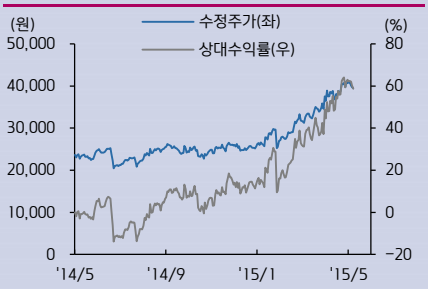
Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		30,377억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	40,900원	20,450원
최고/최저가대비 등락	-3.55%	92.91%
주가수익률	절대	상대
1M	3.3%	4.6%
6M	55.9%	46.0%
1Y	66.8%	58.7%

Company Data

발행주식수		77,000천주
일평균 거래량(3M)		243천주
외국인 지분율		17.11%
배당수익률(15.E)		1.52%
BPS (15.E)		23,206원
주요 주주	GS외 4인	65.8%

Price Trend



편의점은 이제 시작!
성장의 초입구간

>>> 투자의견 및 Valuation

GS리테일에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 50,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2015년 예상EPS 1,968원에 Target Multiple 25.4배를 적용하여 산정하였다.

Target Multiple 25.4배는 세븐일레븐&아이홀딩스 역사적 PER을(2000년 이후) 20% 할인한 수치이다. 국내시장이 편의점산업 성장을 이끌 수 있는 환경으로 조성되고 있는 것으로 판단되어 긍정적이다.

>>> 편의점산업은 이제부터…

1인가구수 증가 및 근린형 소비 확산에 따라 편의점산업은 지속적으로 성장할 전망이다. 국내 1인가구 비중은 26.4%에 불과하고, 근린형 소비확산에 따른 트래픽 상승과 점포망 확대가 동시에 나타나고 있어 구조적 성장국면에 접어든 것으로 분석된다.

국내편의점 기존점 성장률은 2013년 4분기부터 회복되었고, 현재까지도 일본의 기존점포 성장이 나타나고 있는 점을 감안할 때, 국내시장의 성장여력은 여전히 충분한 것으로 해석된다.

투자지표,IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	47,086	49,624	54,807	57,266	60,594
보고영업이익(억원)	1,550	1,433	1,930	1,963	2,459
핵심영업이익(억원)	1,550	1,433	1,930	1,963	2,459
EBITDA(억원)	3,270	3,237	3,431	3,591	4,204
세전이익(억원)	1,593	1,486	2,041	2,087	2,556
순이익(억원)	1,190	1,113	1,515	1,550	1,898
지배주주지분순이익(억원)	1,190	1,113	1,515	1,550	1,898
EPS(원)	1,546	1,445	1,968	2,013	2,465
증감율(%YoY)	-3.6	-6.5	36.2	2.3	22.5
PER(배)	18.1	17.7	20.0	19.6	16.0
PBR(배)	1.3	1.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	7.1	6.3	9.0	8.5	7.1
보고영업이익률(%)	3.3	2.9	3.5	3.4	4.1
핵심영업이익률(%)	3.3	2.9	3.5	3.4	4.1
ROE(%)	7.6	6.8	8.7	8.4	9.6
순부채비율(%)	10.7	4.0	3.2	1.5	-1.7

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	47,086	49,624	54,807	57,266	60,594
매출원가	36,473	38,865	43,171	45,331	47,969
매출총이익	10,612	10,758	11,636	11,935	12,625
판매비및일반관리비	9,062	9,325	9,706	9,972	10,166
영업이익(보고)	1,550	1,433	1,930	1,963	2,459
영업이익(핵심)	1,550	1,433	1,930	1,963	2,459
영업외손익	42	53	111	124	97
이자수익	307	270	245	267	294
배당금수익	2	4	23	28	29
외환이익	0	0	0	0	0
이자비용	433	391	378	378	378
외환손실	0	0	0	0	0
관계기업지분법손익	-54	-35	-5	0	0
투자및기타자산처분손익	-50	-57	-44	-44	-32
금융상품평가및기타금융이익	16	11	-5	0	0
기타	255	251	275	252	185
법인세차감전이익	1,593	1,486	2,041	2,087	2,556
법인세비용	402	373	525	537	658
유효법인세율 (%)	25.3%	25.1%	25.7%	25.7%	25.7%
당기순이익	1,190	1,113	1,515	1,550	1,898
지배주주지분순이익(억원)	1,190	1,113	1,515	1,550	1,898
EBITDA	3,270	3,237	3,431	3,591	4,204
현금순이익(Cash Earnings)	2,910	2,916	3,016	3,178	3,643
수정당기순이익	1,216	1,148	1,551	1,583	1,923
증감율(%, YoY)					
매출액	7.6	5.4	10.4	4.5	5.8
영업이익(보고)	10.4	-7.6	34.7	1.7	25.3
영업이익(핵심)	10.4	-7.6	34.7	1.7	25.3
EBITDA	11.5	-1.0	6.0	4.7	17.1
지배주주지분 당기순이익	-3.6	-6.5	36.2	2.3	22.5
EPS	-3.6	-6.5	36.2	2.3	22.5
수정순이익	-2.8	-5.6	35.1	2.1	21.4

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	7,024	6,916	7,287	7,699	8,511
현금및현금성자산	444	1,043	866	990	1,412
유동금융자산	3,805	3,285	3,562	3,722	3,939
매출채권및유동채권	1,243	1,342	1,482	1,548	1,638
재고자산	1,529	1,218	1,346	1,406	1,488
기타유동비금융자산	3	28	31	32	34
비유동자산	21,777	22,284	23,763	24,828	25,960
장기매출채권및기타비유동채권	6,268	6,551	7,236	7,560	7,999
투자자산	6,936	6,754	6,768	6,797	6,834
유형자산	7,069	7,488	8,210	8,873	9,488
무형자산	1,504	1,491	1,550	1,597	1,635
기타비유동자산	0	0	1	1	3
자산총계	28,801	29,201	31,051	32,527	34,470
유동부채	4,797	5,451	5,916	6,136	6,435
매입채무및기타유동채무	3,940	4,307	4,757	4,970	5,259
단기차입금	600	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	1,000	1,000	1,000	1,000
기타유동부채	257	144	159	166	176
비유동부채	7,858	6,935	7,266	7,434	7,642
장기매입채무및비유동채무	1,955	2,344	2,589	2,705	2,862
사채및장기차입금	5,381	4,001	4,001	4,001	4,001
기타비유동부채	522	590	676	728	779
부채총계	12,655	12,385	13,182	13,570	14,077
자본금	770	770	770	770	770
주식발행초과금	1,521	1,521	1,521	1,521	1,521
이익잉여금	13,826	14,497	15,550	16,638	18,075
기타자본	29	27	27	27	27
지배주주지분자본총계	16,146	16,815	17,869	18,957	20,393
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	16,146	16,815	17,869	18,957	20,393
순차입금	1,732	673	572	289	-349
총차입금	5,981	5,001	5,001	5,001	5,001

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	2,944	3,684	2,517	2,784	3,191
당기순이익	1,190	1,113	1,515	1,550	1,898
감가상각비	1,411	1,442	1,209	1,326	1,433
무형자산상각비	308	361	291	302	312
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	67	70	44	44	32
지분법손익	54	35	5	0	0
영업활동자산부채 증감	-277	588	-245	-116	-157
기타	191	76	-303	-322	-327
투자활동현금흐름	-1,210	-1,808	-2,318	-2,251	-2,359
투자자산의 처분	-175	1	-291	-167	-226
유형자산의 처분	377	12	0	0	0
유형자산의 취득	-1,460	-1,875	-1,931	-1,989	-2,048
무형자산의 처분	-337	-286	-350	-350	-350
기타	386	339	254	255	266
재무활동현금흐름	-1,808	-1,277	-375	-410	-411
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-1,500	-930	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-308	-347	-462	-462	-462
기타	0	0	87	52	51
현금및현금성자산의순증가	-74	599	-177	124	422
기초현금및현금성자산	518	444	1,043	866	990
기말현금및현금성자산	444	1,043	866	990	1,412
Gross Cash Flow	3,221	3,096	2,762	2,900	3,349
Op Free Cash Flow	804	1,304	366	653	1,043

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	1,546	1,445	1,968	2,013	2,465
BPS	20,969	21,838	23,206	24,620	26,485
주당EBITDA	4,247	4,204	4,455	4,664	5,459
CFPS	3,779	3,788	3,917	4,128	4,731
DPS	450	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	18.1	17.7	20.0	19.6	16.0
PBR	1.3	1.2	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.1	6.3	9.0	8.5	7.1
PCFR	7.4	6.8	10.1	9.6	8.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.3	2.9	3.5	3.4	4.1
영업이익률(핵심)	3.3	2.9	3.5	3.4	4.1
EBITDA margin	6.9	6.5	6.3	6.3	6.9
순이익률	2.5	2.2	2.8	2.7	3.1
자기자본이익률(ROE)	7.6	6.8	8.7	8.4	9.6
투하자본이익률(ROIC)	10.0	9.4	11.8	11.6	13.7
안정성(%)					
부채비율	78.4	73.7	73.8	71.6	69.0
순차입금비율	10.7	4.0	3.2	1.5	-1.7
이자보상배율(배)	3.6	3.7	5.1	5.2	6.5
활동성(배)					
매출채권회전율	41.3	38.4	38.8	37.8	38.0
재고자산회전율	31.2	36.1	42.8	41.6	41.9
매입채무회전율	12.3	12.0	12.1	11.8	11.8

롯데하이마트 (071840)

BUY(Reinitiate)

주가(5/29) 84,000원

목표주가 104,000원

소매유통시장에서의 전문점 산업 비중은 증가할 전망이다. 일본의 경우 의류/가전/신발 등 다양한 전문점이 발달하였고, 동 비중은 지속적으로 증가하였다. 국내에서도 동일한 흐름이 기대되고, 동사의 지배력이 견고해지고 있다는 점에서 성장 가능성은 높은 것으로 판단된다. 투자의견 BUY, 목표주가 104,000원을 제시한다.

Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		19,830억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	84,000원	51,600원
최고/최저가대비 등락	0.00%	62.79%
주가수익률	절대	상대
1M	17.6%	19.2%
6M	17.8%	10.3%
1Y	19.5%	13.7%

Company Data

발행주식수		23,608천주
일평균 거래량(3M)		106천주
외국인 지분율		7.30%
배당수익률(15.E)		0.39%
BPS (15.E)		76,685원
주요 주주	롯데쇼핑 외 5인	60.3%
	국민연금공단	10.5%

Price Trend

전문점 시대를 열어가는 롯데하이마트

>>> 투자의견 및 Valuation

롯데하이마트에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 104,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 2015년 예상EPS 5,634원에 Target Multiple 18배를 적용하여 산정하였다.

>>> 전문점의 산업비중 증가할 전망

전문점의 성장 가능성은 높은 것으로 판단된다. 일본의 경우 의류/가전/신발 등 다양한 전문점이 발달하였고, 이에 소매시장에서 차지하는 비중은 지속적으로 증가하였다. 국내에서도 동일한 흐름이 나타나고 있고, 가전전문점 시장에서 동사의 지배력이 더욱 견고해지고 있어 성장 가능성은 높은 것으로 분석된다.

>>> 효율화 효과 본격화

출점 이후 효율화 작업과 점포망 확대에 따라 실적 성장은 이어질 전망이다. 동사의 인력 수는 지난 1분기 4,228명 인원에서 올 1분기 3,930명까지 감소하였다. 이는 출점에 따른 비효율화를 해소하는 작업으로 해석된다. 이외에도 추가적인 점포망 효율화를 모색하고 있어 긍정적이다. 특히, 동 2분기는 지난해 에어컨판매 기저가 존재하고, 출점 점포 2년차 진입에 따라 긍정적 실적 달성이 기대된다.

투자지표,IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	35,191	37,543	40,628	44,764	47,849
보고영업이익(억원)	1,848	1,444	1,979	2,289	2,595
핵심영업이익(억원)	1,848	1,444	1,979	2,289	2,595
EBITDA(억원)	2,312	1,975	2,453	2,778	3,099
세전이익(억원)	1,669	1,244	1,748	2,038	2,371
순이익(억원)	1,291	964	1,330	1,549	1,802
지배주주지분순이익(억원)	1,291	964	1,330	1,549	1,802
EPS(원)	5,469	4,085	5,634	6,561	7,634
증감율(%YoY)	85.5	-25.3	37.9	16.4	16.4
PER(배)	16.0	16.5	14.9	12.8	11.0
PBR(배)	1.3	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(배)	12.1	11.2	10.2	8.7	7.7
보고영업이익률(%)	5.3	3.8	4.9	5.1	5.4
핵심영업이익률(%)	5.3	3.8	4.9	5.1	5.4
ROE(%)	8.4	5.9	7.6	8.2	8.8
순부채비율(%)	45.9	37.1	29.3	21.6	18.5

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	35,191	37,543	40,628	44,764	47,849
매출원가	26,389	28,276	30,398	33,571	35,858
매출총이익	8,802	9,267	10,229	11,193	11,991
판매비및일반관리비	6,953	7,823	8,250	8,904	9,396
영업이익(보고)	1,848	1,444	1,979	2,289	2,595
영업이익(핵심)	1,848	1,444	1,979	2,289	2,595
영업외손익	-179	-199	-231	-251	-224
이자수익	68	54	55	55	66
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	19	0	0	0	0
이자비용	280	252	218	185	150
외환손실	0	13	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-10	-11	-13	1	-2
금융상품평가및기타금융이익	-19	12	-12	-2	-5
기타	44	10	-44	-120	-132
법인세차감전이익	1,669	1,244	1,748	2,038	2,371
법인세비용	378	280	418	489	569
유효법인세율 (%)	22.6%	22.5%	23.9%	24.0%	24.0%
당기순이익	1,291	964	1,330	1,549	1,802
지배주주지분순이익(억원)	1,291	964	1,330	1,549	1,802
EBITDA	2,312	1,975	2,453	2,778	3,099
현금순이익(Cash Earnings)	1,755	1,495	1,804	2,038	2,306
수정당기순이익	1,314	963	1,348	1,549	1,808
증감율(%, YoY)					
매출액	9.6	6.7	8.2	10.2	6.9
영업이익(보고)	14.0	-21.9	37.1	15.7	13.4
영업이익(핵심)	14.0	-21.9	37.1	15.7	13.4
EBITDA	12.3	-14.6	24.2	13.2	11.6
지배주주지분 당기순이익	80.9	-25.3	37.9	16.4	16.4
EPS	85.5	-25.3	37.9	16.4	16.4
수정순이익	60.4	-26.7	39.9	14.9	16.7

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	5,291	5,482	5,797	6,417	6,075
현금및현금성자산	620	1,049	969	1,048	337
유동금융자산	48	10	41	45	48
매출채권및유동채권	1,226	852	922	1,066	1,139
재고자산	3,397	3,571	3,865	4,258	4,551
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	22,263	22,264	22,484	22,731	24,101
장기매출채권및기타비유동채권	857	840	909	1,002	1,071
투자자산	281	143	142	141	1,284
유형자산	4,207	4,345	4,514	4,683	4,854
무형자산	16,918	16,936	16,919	16,905	16,893
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	27,554	27,746	28,280	29,148	30,177
유동부채	4,016	6,424	6,705	7,082	7,364
매입채무및기타유동채무	3,027	3,310	3,582	3,947	4,219
단기차입금	700	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	2,997	2,997	2,997	2,997
기타유동부채	289	116	125	138	147
비유동부채	7,588	4,471	3,472	2,491	1,515
장기매입채무및비유동채무	119	55	60	66	70
사채및장기차입금	7,291	4,318	3,318	2,318	1,318
기타비유동부채	177	98	94	107	126
부채총계	11,604	10,895	10,177	9,573	8,878
자본금	1,180	1,180	1,180	1,180	1,180
주식발행초과금	10,452	10,452	10,452	10,452	10,452
이익잉여금	4,215	5,117	6,369	7,840	9,565
기타자본	103	102	102	102	102
지배주주지분자본총계	15,950	16,851	18,104	19,574	21,299
비지배주주지분자본총계	15,950	16,851	18,104	19,574	21,299
자본총계					
순차입금	7,323	6,256	5,305	4,222	3,930
총차입금	7,991	7,315	6,315	5,315	4,315

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	1,623	1,992	1,651	1,771	2,139
당기순이익	1,291	964	1,330	1,549	1,802
감가상각비	452	510	457	474	492
무형자산상각비	12	21	17	14	12
외환손익	-19	0	0	0	0
자산처분손익	12	17	13	-1	2
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-585	283	-147	-247	-150
기타	460	197	-19	-19	-19
투자활동현금흐름	-593	-527	-649	-627	-1,792
투자자산의 처분	95	49	-31	-5	-1,147
유형자산의 처분	7	26	0	0	0
유형자산의 취득	-641	-607	-625	-644	-663
무형자산의 처분	-30	-25	0	0	0
기타	-23	30	7	21	18
재무활동현금흐름	-988	-1,037	-1,082	-1,065	-1,059
단기차입금의 증가	-4,955	-739	0	0	0
장기차입금의 증가	4,310	0	-1,000	-1,000	-1,000
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-59	-59	-78	-78	-78
기타	-283	-238	-4	13	19
현금및현금성자산의순증가	42	429	-79	79	-712
기초현금및현금성자산	578	620	1,049	969	1,048
기말현금및현금성자산	620	1,049	969	1,048	337
Gross Cash Flow	2,207	1,709	1,798	2,017	2,289
Op Free Cash Flow	637	1,300	1,129	1,325	1,648

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	5,469	4,085	5,634	6,561	7,634
BPS	67,564	71,381	76,685	82,916	90,220
주당EBITDA	9,792	8,366	10,391	11,767	13,128
CFPS	7,433	6,334	7,642	8,631	9,769
DPS	250	330	330	330	330
주가배수(배)					
PER	16.0	16.5	14.9	12.8	11.0
PBR	1.3	0.9	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.1	11.2	10.2	8.7	7.7
PCFR	11.8	10.7	11.0	9.7	8.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	5.3	3.8	4.9	5.1	5.4
영업이익률(핵심)	5.3	3.8	4.9	5.1	5.4
EBITDA margin	6.6	5.3	6.0	6.2	6.5
순이익률	3.7	2.6	3.3	3.5	3.8
자기자본이익률(ROE)	8.4	5.9	7.6	8.2	8.8
투하자본이익률(ROIC)	24.0	17.8	22.4	25.7	27.6
안정성(%)					
부채비율	72.7	64.7	56.2	48.9	41.7
순차입금비율	45.9	37.1	29.3	21.6	18.5
이자보상배율(배)	6.6	5.7	9.1	12.4	17.3
활동성(배)					
매출채권회전율	34.8	36.1	45.8	45.0	43.4
재고자산회전율	11.9	10.8	10.9	11.0	10.9
매입채무회전율	13.6	11.8	11.8	11.9	11.7

현대그린푸드 (005440)

BUY(Reinitiate)

주가(5/29) 19,850원

목표주가 27,000원

동사의 실적 성장은 1분기에 이어 2분기에도 이어질 전망이다. 주요 자회사들의 성장이 지속될 것으로 판단되고, 그룹내 유통망 확대와 단체급식 부문의 안정적 성장이 예상되기 때문이다. 특히, 하반기로 갈수록 현대H&S 및 현대리바트 실적 개선이 기대되어 긍정적이다. 투자의견 BUY, 목표주가 27,000원을 제시한다.

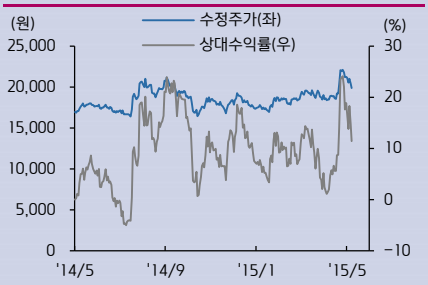
Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		19,394억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	22,100원	16,400원
최고/최저가대비 등락	-10.18%	21.04%
주가수익률	절대	상대
1M	5.0%	6.4%
6M	8.5%	1.6%
1Y	17.1%	11.4%

Company Data

발행주식수		97,704천주
일평균 거래량(3M)		298천주
외국인 지분율		13.59%
배당수익률(15.E)		0.30%
BPS(15.E)		12,541원
주요 주주	정교선 외 3인	37.7%
	국민연금공단	13.8%

Price Trend



현대백화점그룹의 또 다른 중심

>>> 투자의견 및 Valuation

현대그린푸드에 대한 투자의견 BUY와 목표주가 27,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 산정은 투자자산가치(현대차+현대백화점+부동산가치) 6,042억원과 연결영업가치 1조 6,920억원을 합산한 Sum of Parts Valuation을 사용하였다.

>>> 하반기 연결실적은 더욱 개선될 전망

하반기로 접어들수록 동사의 연결실적은 더욱 개선될 전망이다. 그러한 이유는 1) 현대H&S의 전략영업 사업부문 성장이 지속될 것으로 보이고, 2) 현대리바트 실적 기저에 따른 지분법이익 개선과, 3) 그룹내 유통망 출점 지속으로 F&G(소매유통) 사업부문의 안정화가 예상되기 때문이다.

또한, 4) 국내주택착공건수 및 완공물량이 하반기로 갈수록 증가하고 있다는 점에서 현대H&S와 현대리바트의 B2B 실적은 견조하게 증가할 전망이다.

>>> 현금성자산을 활용한 전략적 움직임

동사는 현금성자산을 활용한 전략적 움직임을 펼칠 가능성이 높다. 이는 1) 현금성자산이 3천억 원을 상회하고 있고, 2) 합병을 통한 성장동력 구축을 지속하고 있다는 점과, 3) 그룹내 제조업체 홀딩스 역할을 수행하고 있기 때문이다.

투자지표,IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	12,760	13,646	15,066	16,420	17,671
보고영업이익(억원)	521	543	637	724	843
핵심영업이익(억원)	521	543	637	724	843
EBITDA(억원)	643	676	758	850	973
세전이익(억원)	671	694	784	904	1,016
순이익(억원)	508	530	601	686	771
지배주주지분순이익(억원)	909	976	1,027	1,112	1,197
EPS(원)	930	999	1,051	1,139	1,225
증감율(%YoY)	13.7	7.4	5.2	8.3	7.6
PER(배)	18.1	19.0	18.9	17.4	16.2
PBR(배)	1.3	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	22.4	24.0	22.4	19.5	16.7
보고영업이익률(%)	4.1	4.0	4.2	4.4	4.8
핵심영업이익률(%)	4.1	4.0	4.2	4.4	4.8
ROE(%)	4.2	4.4	5.0	5.5	5.8
순부채비율(%)	-16.1	-19.7	-19.4	-21.9	-23.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	12,760	13,646	15,066	16,420	17,671
매출원가	10,960	11,732	12,919	14,091	15,214
매출총이익	1,800	1,914	2,147	2,329	2,457
판매비및일반관리비	1,279	1,371	1,510	1,606	1,614
영업이익(보고)	521	543	637	724	843
영업이익(핵심)	521	543	637	724	843
영업외손익	150	150	147	181	173
이자수익	72	70	40	54	65
배당금수익	60	61	76	69	73
외환이익	0	3	2	0	0
이자비용	3	5	5	0	0
외환손실	0	2	2	0	0
관계기업지분법손익	0	-3	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	-2	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	22	27	37	57	35
법인세차감전이익	671	694	784	904	1,016
법인세비용	163	163	183	218	245
유효법인세율 (%)	24.3%	23.6%	23.4%	24.1%	24.1%
당기순이익	508	530	601	686	771
지배주주지분순이익(억원)	909	976	1,027	1,112	1,197
EBITDA	643	676	758	850	973
현금순이익(Cash Earnings)	630	663	722	812	902
수정당기순이익	508	531	601	686	771
증감율(%, YoY)					
매출액	9.2	6.9	10.4	9.0	7.6
영업이익(보고)	-4.0	4.3	17.2	13.6	16.5
영업이익(핵심)	-4.0	4.3	17.2	13.6	16.5
EBITDA	-0.9	5.2	12.2	12.0	14.6
지배주주지분 당기순이익	-1.4	4.4	13.3	14.2	12.3
EPS	13.7	7.4	5.2	8.3	7.6
수정순이익	-2.1	4.6	13.0	14.3	12.3

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	4,011	4,222	4,489	5,126	5,666
현금및현금성자산	121	56	115	360	537
유동금융자산	2,051	2,251	2,260	2,463	2,651
매출채권및유동채권	1,255	1,282	1,416	1,543	1,661
재고자산	584	632	698	761	818
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	11,894	10,351	10,783	11,033	11,352
장기매출채권및기타비유동채권	166	192	212	246	265
투자자산	9,289	7,571	7,930	8,091	8,336
유형자산	1,287	1,437	1,489	1,542	1,595
무형자산	1,152	1,151	1,152	1,154	1,155
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	15,905	14,572	15,272	16,159	17,018
유동부채	1,293	1,253	1,275	1,503	1,687
매입채무및기타유동채무	1,065	1,190	1,205	1,428	1,606
단기차입금	0	3	3	3	3
유동성장기차입금	150	0	0	0	0
기타유동부채	78	60	67	73	78
비유동부채	2,064	1,615	1,745	1,769	1,725
장기매입채무및비유동채무	145	147	163	177	191
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1,918	1,467	1,582	1,592	1,535
부채총계	3,357	2,868	3,019	3,272	3,413
자본금	489	489	489	489	489
주식발행초과금	3,966	3,966	3,966	3,966	3,966
이익잉여금	4,958	5,405	5,954	6,588	7,306
기타자본	3,136	1,845	1,845	1,845	1,845
지배주주지분자본총계	12,549	11,705	12,253	12,887	13,605
비지배주주지분자본총계	12,549	11,705	12,253	12,887	13,605
자본총계					
순차입금	-2,022	-2,304	-2,373	-2,820	-3,185
총차입금	150	3	3	3	3

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	407	489	539	816	896
당기순이익	508	530	601	686	771
감가상각비	119	131	120	124	129
무형자산상각비	3	2	1	2	2
외환손익	0	0	1	0	0
자산처분손익	1	4	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-326	-316	-183	19	3
기타	102	139	-1	-16	-9
투자활동현금흐름	-305	-363	-542	-529	-609
투자자산의 처분	-232	-208	-367	-349	-424
유형자산의 처분	4	12	0	0	0
유형자산의 취득	-76	-167	-172	-177	-183
무형자산의 처분	0	-1	-3	-3	-3
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-44	-191	62	-42	-110
단기차입금의 증가	0	-147	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-44	-44	-52	-52	-52
기타	0	0	115	10	-57
현금및현금성자산의순증가	58	-65	59	244	177
기초현금및현금성자산	62	121	56	115	360
기말현금및현금성자산	121	56	115	360	537
Gross Cash Flow	732	805	721	797	892
Op Free Cash Flow	113	65	223	510	584

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	930	999	1,051	1,139	1,225
BPS	12,843	11,980	12,541	13,190	13,925
주당EBITDA	658	692	776	870	996
CFPS	644	678	739	831	923
DPS	50	60	60	60	70
주가배수(배)					
PER	18.1	19.0	18.9	17.4	16.2
PBR	1.3	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	22.4	24.0	22.4	19.5	16.7
PCFR	26.1	27.9	26.8	23.9	21.5
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.1	4.0	4.2	4.4	4.8
영업이익률(핵심)	4.1	4.0	4.2	4.4	4.8
EBITDA margin	5.0	5.0	5.0	5.2	5.5
순이익률	4.0	3.9	4.0	4.2	4.4
자기자본이익률(ROE)	4.2	4.4	5.0	5.5	5.8
투하자본이익률(ROIC)	20.4	19.9	20.2	22.7	25.9
안정성(%)					
부채비율	26.7	24.5	24.6	25.4	25.1
순차입금비율	-16.1	-19.7	-19.4	-21.9	-23.4
이자보상배율(배)	152.7	111.4	124.8	12,408.	14,453.
활동성(배)					
매출채권회전율	10.7	10.8	11.2	11.1	11.0
재고자산회전율	23.9	22.4	22.7	22.5	22.4
매입채무회전율	12.5	12.1	12.6	12.5	11.6

신세계푸드 (031440)

Marketperform(Reinitiate)

주가(5/29) 179,000원

목표주가 180,000원

동사는 장기적으로 이마트 PB상품 생산을 담당할 가능성이 높다. 전체적으로 식품부문의 MD기능을 대체할 것으로 보이며, 향후 HMR라인 확대를 통해 그룹내 물량을 점진적으로 늘릴 전망이다. 다만, 단기 주가급등에 따라 밸류에이션 매력은 크지 않은 것으로 분석된다. 투자의견 Marketperform, 목표주가 18만원을 제시한다.

Stock Data

KOSPI (5/29)		2,114.80pt
시가총액		6,932억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	191,500원	64,500원
최고/최저가대비 등락	-6.53%	177.52%
주가수익률	절대	상대
1M	25.6%	27.3%
6M	62.7%	52.4%
1Y	155.7%	143.3%

Company Data

발행주식수		3,872천주
일평균 거래량(3M)		36천주
외국인 지분율		6.94%
배당수익률(15.E)		0.42%
BPS (15.E)		79,998원
주요 주주	이마트 외 3인	54.7%
	국민연금공단	6.6%

Price Trend

성장의 밑그림을 그리는 과정

>>> 투자의견 및 Valuation

신세계푸드에 대한 투자의견 Marketperform과 목표주가 180,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 올해 예상EPS 6,012원에 Target Multiple 30배를 적용하여 산정하였다. 중장기 성장 가능성은 높지만, 최근 주가급등에 따른 밸류에이션 매력 하락에 따라 주가 상승은 제한될 것으로 분석된다.

>>> 성장의 밑그림 그리는 중… 실적은 추후

장기적으로 긍정적이나 실적에 대한 기대치를 너무 높이지는 말아야 할 것이다. 우선 1) 충북음성2공장 가동률이 100%에 달하더라도 연간 800~1,000억원 수준에 불과하고, 2) 외식사업 라인업 확대 및 그룹내 유통망을 활용하는 전략의 경우 한계성을 가지고 있으며, 3) 올해부터 순차입구조로 전환됨에 따라 금융비용 증가가 예상되기 때문이다.

>>> 급격한 성장은 라인업 확대 이후

장기적으로 동사의 성장성에 의구심을 갖지는 않는다. 다만, 단기적으로 밸류에이션을 정당화할 수 있는 실적이 나오기 위해서는 HMR라인 증설 이후 추가적인 상품군 확대가 선행되어야 할 것이다. 그룹내 유통망에서 관련 제품 판매가 증가하고 있는 점은 긍정적이나 추가적인 라인업 확대 여부를 보고 판단하는 것이 바람직할 것이다.

투자지표,IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액(억원)	7,214	6,521	8,919	9,593	10,433
보고영업이익(억원)	227	82	332	365	404
핵심영업이익(억원)	227	82	332	365	404
EBITDA(억원)	376	237	475	557	666
세전이익(억원)	246	72	323	348	371
순이익(억원)	193	42	233	262	279
지배주주지분순이익(억원)	193	42	233	262	279
EPS(원)	5,630	1,212	6,012	6,773	7,217
증감율(%YoY)	-30.3	-78.5	395.9	12.7	6.6
PER(배)	15.2	87.8	29.8	26.4	24.8
PBR(배)	1.3	1.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA(배)	6.9	16.6	15.3	14.2	13.8
보고영업이익률(%)	3.1	1.3	3.7	3.8	3.9
핵심영업이익률(%)	3.1	1.3	3.7	3.8	3.9
ROE(%)	9.1	1.7	7.9	8.3	8.2
순부채비율(%)	-15.2	-7.1	11.3	30.2	63.8

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,214	6,521	8,919	9,593	10,433
매출원가	6,267	5,668	7,764	8,350	9,082
매출총이익	947	853	1,155	1,243	1,351
판매비및일반관리비	720	772	823	878	947
영업이익(보고)	227	82	332	365	404
영업이익(핵심)	227	82	332	365	404
영업외손익	20	-9	-9	-17	-33
이자수익	12	15	1	0	0
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	8	4	5	6	7
이자비용	0	0	13	28	57
외환손실	9	4	4	4	4
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	-17	-31	-16	-10	-10
금융상품평가및기타금융이익	0	-1	0	0	0
기타	26	8	18	19	31
법인세차감전이익	246	72	323	348	371
법인세비용	53	30	90	86	91
유효법인세율 (%)	21.6%	41.9%	27.9%	24.6%	24.6%
당기순이익	193	42	233	262	279
지배주주지분순이익(억원)	193	42	233	262	279
EBITDA	376	237	475	557	666
현금순이익(Cash Earnings)	342	197	375	454	542
수정당기순이익	207	60	245	270	287
증감율(%, YoY)					
매출액	0.0	-9.6	36.8	7.6	8.8
영업이익(보고)	-34.0	-64.0	307.0	9.9	10.7
영업이익(핵심)	-34.0	-64.0	307.0	9.9	10.7
EBITDA	-20.2	-37.0	100.5	17.4	19.6
지배주주지분 당기순이익	-30.3	-78.2	454.0	12.7	6.6
EPS	-30.3	-78.5	395.9	12.7	6.6
수정순이익	-25.6	-70.9	306.4	10.3	6.4

재무상태표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,405	1,235	1,665	1,823	1,990
현금및현금성자산	313	100	113	153	175
유동금융자산	21	104	142	153	166
매출채권및유동채권	658	666	912	980	1,066
재고자산	410	355	485	522	567
기타유동비금융자산	3	10	13	14	16
비유동자산	1,462	2,590	3,404	4,471	6,277
장기매출채권및기타비유동채권	216	304	415	447	486
투자자산	0	0	-1	-2	-3
유형자산	1,151	1,737	2,392	3,335	4,904
무형자산	83	522	536	548	557
기타비유동자산	12	27	62	144	332
자산총계	2,867	3,825	5,070	6,294	8,267
유동부채	618	811	1,109	1,193	1,297
매입채무및기타유동채무	593	793	1,084	1,166	1,268
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	25	18	25	27	29
비유동부채	58	159	902	1,809	3,428
장기매입채무및비유동채무	2	2	2	2	2
사채및장기차입금	0	0	600	1,300	2,600
기타비유동부채	56	158	300	507	825
부채총계	676	970	2,011	3,002	4,725
자본금	171	194	194	194	194
주식발행초과금	70	444	444	444	444
이익잉여금	1,969	1,978	2,182	2,415	2,666
기타자본	-19	239	239	239	239
지배주주지분자본총계	2,190	2,855	3,059	3,292	3,542
비지배주주지분자본총계	2,190	2,855	3,059	3,292	3,542
자본총계	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
순차입금	-334	-204	344	994	2,259
총차입금	0	0	600	1,300	2,600

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	523	407	201	411	485
당기순이익	193	42	233	262	279
감가상각비	133	136	126	174	242
무형자산상각비	16	19	17	18	20
외환손익	0	0	-1	-2	-3
자산처분손익	18	31	16	10	10
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	145	117	-192	-54	-67
기타	18	62	2	3	4
투자활동현금흐름	-256	-315	-901	-1,249	-2,053
투자자산의 처분	-26	-83	-38	-11	-13
유형자산의 처분	11	12	0	0	0
유형자산의 취득	-156	-236	-781	-1,117	-1,811
무형자산의 처분	-86	-7	-30	-30	-30
기타	0	0	-52	-92	-198
재무활동현금흐름	-26	-305	714	878	1,589
단기차입금의 증가	0	-279	0	0	0
장기차입금의 증가	0	0	600	700	1,300
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-26	-26	-29	-29	-29
기타	0	0	143	207	318
현금및현금성자산의순증가	241	-213	13	40	22
기초현금및현금성자산	72	313	100	113	153
기말현금및현금성자산	313	100	113	153	175
Gross Cash Flow	378	291	393	465	553
Op Free Cash Flow	230	76	-621	-734	-1,342

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	5,630	1,212	6,012	6,773	7,217
BPS	63,886	73,718	78,980	85,004	91,471
주당EBITDA	10,953	6,829	12,254	14,383	17,201
CFPS	9,976	5,688	9,693	11,731	13,985
DPS	750	750	750	750	750
주가배수(배)					
PER	15.2	87.8	29.8	26.4	24.8
PBR	1.3	1.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	6.9	16.6	15.3	14.2	13.8
PCFR	8.6	18.7	18.5	15.3	12.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	3.1	1.3	3.7	3.8	3.9
영업이익률(핵심)	3.1	1.3	3.7	3.8	3.9
EBITDA margin	5.2	3.6	5.3	5.8	6.4
순이익률	2.7	0.6	2.6	2.7	2.7
자기자본이익률(ROE)	9.1	1.7	7.9	8.3	8.2
투하자본이익률(ROIC)	9.1	2.2	8.5	7.4	6.0
안정성(%)					
부채비율	30.9	34.0	65.8	91.2	133.4
순차입금비율	-15.2	-7.1	11.3	30.2	63.8
이자보상배율(배)	N/A	N/A	26.3	13.1	7.1
활동성(배)					
매출채권회전율	11.0	9.9	11.3	10.1	10.2
재고자산회전율	14.9	17.1	21.2	19.1	19.2
매입채무회전율	13.2	9.4	9.5	8.5	8.6

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
신세계	2013/05/06	Outperform(Maintain)	250,000원
(004170)	2013/07/15	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/07/23	Outperform(Maintain)	250,000원
	2013/10/15	BUY(Upgrade)	300,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	300,000원
	2014/04/21	Marketperform(Downgrade)	250,000원
	2014/07/03	Marketperform(Maintain)	220,000원
	2014/09/30	Marketperform(Maintain)	220,000원
	2014/11/26	Marketperform(Maintain)	220,000원
담당자변경	2015/05/31	BUY(Reinitiate)	310,000원
롯데쇼핑	2013/05/06	BUY(Maintain)	520,000원
(023530)	2013/05/10	BUY(Maintain)	480,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	480,000원
	2013/06/26	BUY(Maintain)	480,000원
	2013/07/15	BUY(Maintain)	480,000원
	2013/07/23	BUY(Maintain)	480,000원
	2013/08/12	BUY(Maintain)	480,000원
	2013/10/15	BUY(Maintain)	480,000원
	2013/11/14	BUY(Maintain)	480,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	480,000원
	2014/04/21	BUY(Maintain)	420,000원
	2014/07/03	BUY(Maintain)	400,000원
	2014/09/30	Buy(Maintain)	400,000원
	2014/11/10	Buy(Maintain)	380,000원
담당자변경	2015/05/31	Marketperform(Reinitiate)	273,000원
신세계푸드	2013/05/16	BUY(Maintain)	135,000원
(031440)	2013/07/25	BUY(Maintain)	120,000원
	2014/01/27	BUY(Maintain)	110,000원
	2014/07/23	BUY(Maintain)	120,000원
담당자변경	2015/05/31	Marketperform(Reinitiate)	180,000원
CJ오쇼핑	2013/05/06	Outperform(Maintain)	330,000원
(035760)	2013/07/15	BUY(Upgrade)	430,000원
	2013/07/23	BUY(Maintain)	430,000원
	2013/10/15	BUY(Maintain)	430,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	430,000원
	2014/04/21	BUY(Maintain)	430,000원
	2014/07/03	BUY(Maintain)	430,000원
	2014/07/31	BUY(Maintain)	500,000원
	2014/09/30	Buy(Maintain)	500,000원
	2014/10/31	Buy(Maintain)	400,000원
담당자변경	2015/05/31	Buy(Reinitiate)	310,000원
이마트	2013/05/06	Outperform(Maintain)	240,000원
(139480)	2013/07/15	Outperform(Maintain)	240,000원
	2013/07/23	Outperform(Maintain)	240,000원
	2013/10/14	BUY(Upgrade)	300,000원
	2013/10/15	BUY(Maintain)	300,000원
	2013/10/30	BUY(Maintain)	330,000원
	2013/11/14	BUY(Maintain)	330,000원
	2014/01/08	BUY(Maintain)	330,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	330,000원
	2014/04/21	BUY(Maintain)	330,000원
	2014/07/03	BUY(Maintain)	330,000원
	2014/09/30	Buy(Maintain)	330,000원
	2014/11/26	Buy(Maintain)	330,000원
담당자변경	2015/05/31	Buy(Reinitiate)	300,000원

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대그린푸드	2013/07/25	BUY(Maintain)	22,000원
(005440)	2013/08/08	BUY(Maintain)	22,000원
	2014/02/17	BUY(Maintain)	22,000원
	2014/03/25	BUY(Maintain)	23,000원
	2014/08/11	BUY(Maintain)	23,000원
담당자변경	2015/05/31	Buy(Reinitiate)	27,000원
GS리테일	2013/05/06	BUY(Maintain)	47,000원
(007070)	2013/05/13	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/06/26	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/07/15	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/07/23	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/08/08	BUY(Maintain)	47,000원
	2013/10/15	BUY(Maintain)	47,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	47,000원
	2014/04/21	BUY(Maintain)	38,000원
	2014/07/03	BUY(Maintain)	33,000원
	2014/09/30	Buy(Maintain)	33,000원
	2014/11/07	Buy(Maintain)	33,000원
담당자변경	2015/05/31	Buy(Reinitiate)	50,000원
GS홈쇼핑	2013/05/06	Outperform(Maintain)	270,000원
(028150)	2013/07/15	Outperform(Maintain)	270,000원
	2013/07/23	Outperform(Maintain)	270,000원
	2013/07/31	Outperform(Maintain)	290,000원
	2013/10/15	Outperform(Maintain)	290,000원
	2014/02/20	Outperform(Maintain)	290,000원
	2014/04/21	Outperform(Maintain)	290,000원
	2014/07/03	Outperform(Maintain)	290,000원
	2014/07/30	BUY(Upgrade)	330,000원
	2014/09/30	Buy(Maintain)	330,000원
	2014/10/31	Buy(Maintain)	330,000원
	2014/12/11	Buy(Maintain)	330,000원
담당자변경	2015/05/31	BUY(Reinitiate)	305,000원
현대홈쇼핑	2013/05/06	Outperform(Maintain)	170,000원
(057050)	2013/07/15	BUY(Upgrade)	185,000원
	2013/07/23	BUY(Maintain)	185,000원
	2013/07/31	BUY(Maintain)	195,000원
	2013/10/15	BUY(Maintain)	195,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	195,000원
	2014/04/21	Marketperform(Downgrade)	160,000원
	2014/07/03	Marketperform(Maintain)	160,000원
	2014/09/30	Marketperform(Maintain)	160,000원
	2014/11/03	Outperform(Upgrade)	160,000원
담당자변경	2015/05/31	Buy(Reinitiate)	170,000원

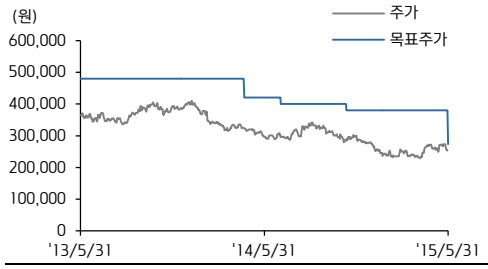
투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
현대백화점	2013/05/06	Buy(Upgrade)	200,000원
(069960)	2013/05/27	BUY(Maintain)	200,000원
	2013/06/26	BUY(Maintain)	200,000원
	2013/07/15	BUY(Maintain)	200,000원
	2013/07/22	BUY(Maintain)	230,000원
	2013/07/30	BUY(Maintain)	230,000원
	2013/09/24	BUY(Maintain)	230,000원
	2013/10/15	BUY(Maintain)	230,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	230,000원
	2014/04/21	BUY(Maintain)	190,000원
	2014/07/03	BUY(Maintain)	170,000원
	2014/09/30	Marketperform(Downgrade)	170,000원
	2014/11/10	Outperform(Upgrade)	160,000원
담당자변경	2015/05/31	Outperform(Reinitiate)	172,000원

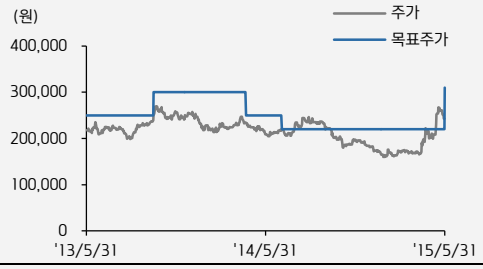
종목명	일자	투자의견	목표주가
롯데하이마트	2013/05/06	Outperform(Maintain)	88,000원
(071840)	2013/05/10	BUY(Upgrade)	96,000원
	2013/07/15	BUY(Maintain)	96,000원
	2013/07/23	BUY(Maintain)	96,000원
	2013/08/12	Outperform(Downgrade)	96,000원
	2013/10/15	BUY(Upgrade)	96,000원
	2014/02/20	BUY(Maintain)	96,000원
	2014/04/21	Marketperform(Downgrade)	70,000원
	2014/07/03	Marketperform(Maintain)	60,000원
	2014/09/30	underperform(Downgrade)	60,000원
	2014/11/10	Marketperform(Upgrade)	60,000원
담당자변경	2015/05/31	Buy(Reinitiate)	104,000원

목표주가 추이 (2개년)

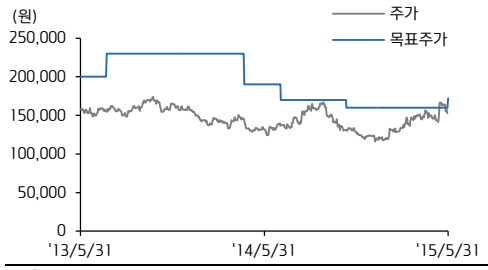
롯데쇼핑



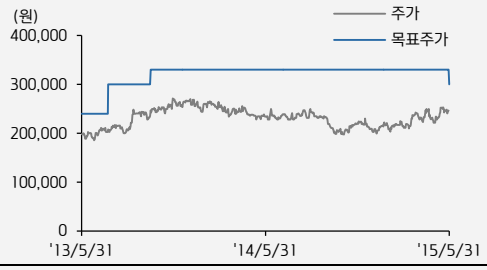
신세계



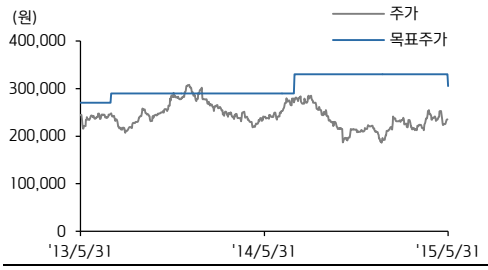
현대백화점



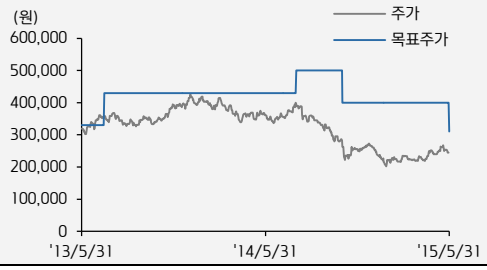
이마트



GS홈쇼핑

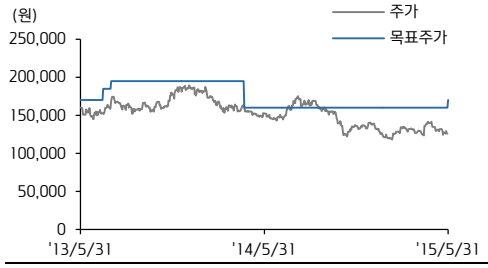


CJ오쇼핑

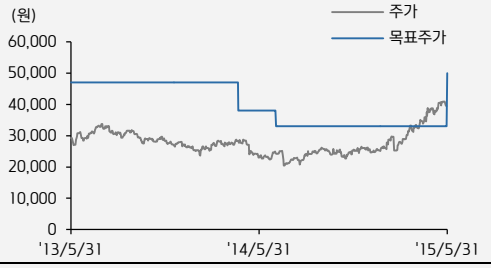


목표주가 추이 (2개년)

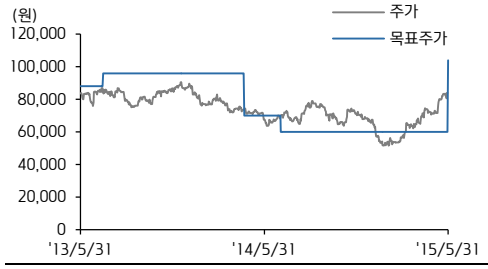
현대홈쇼핑



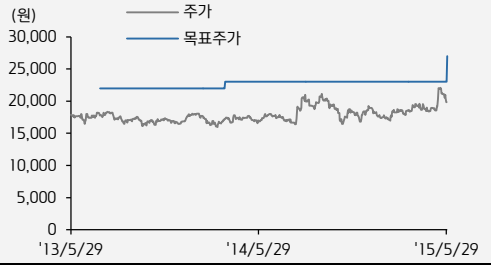
GS리테일



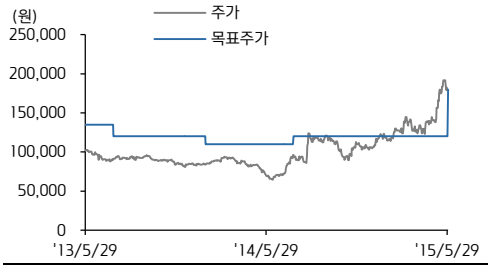
롯데하이마트



현대그린푸드



신세계푸드



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2014/4/1~2015/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	157	92.9%
중립	11	6.51%
매도	1	0.59%