

Issue & Pitch

유통 (Overweight)

오프라인 유통 4개사 2Q15 Review

Aug. 2015

10

Analyst 이혜린
02) 2184-2327
hrin@ktb.co.kr

▶ Issue

지난 금요일 오프라인 유통 4개사 2Q 잠정 실적발표. 우리 추정치 및 컨센서스와 괴리가 커 실적발표 내용 점검하여 추정 실적 및 목표주가 변경.

▶ Pitch

2Q 잠정실적 반영한 Fw12M 추정 EPS 변경으로 롯데쇼핑과 신세계 목표주가 18%, 7% 하향. 투자 의견은 기존과 동일하게 이마트와 현대백화점 BUY, 롯데쇼핑과 신세계 HOLD 유지. 메르스 영향으로 2Q 실적 일시적 악화, 7월 중순 이후 점진적 회복으로 3Q 실적은 다시 안정화 예상. 다만 추석 연휴 시차(14년 9월 초 vs 15년 9월 말) 기존점 성장률 8월에는 불리, 9월에는 유리한 변수. 9월 이후 SSSG 개선을 겨냥한 매수 전략 추천. Top picks는 하반기 실적개선 기대 유효한 이마트와 현대백화점.

▶ Rationale

- 롯데쇼핑(TP28만원→23만원): 국내 백화점/할인점 부진, 해외 할인점 적자확대
- 이마트: 별도 실적 메르스와 재산세 부담금으로 일시 악화, 연결 실적 부정적
- 현대백화점: 2Q SSSG +0.1%, 기존점 광고관측비 등의 비용통제로 이익선방
- 신세계(TP27만원→25만원): 2Q 백화점 SSSG -1.5%, 계열사 이익감소로 실적부진
- 호텔롯데 면세특허 재승인 관련 불확실성 신세계(소공점), 현대백화점(월드타워) 주가에 긍정적으로 반영되고 있으나, 펀더멘탈 회복이 더 중요한 변수

▶ 오프라인 유통 4개사 2Q15 잠정실적 현황

(단위: 원, 십억원)

회사명		롯데쇼핑	이마트	현대백화점	신세계
코드		(023530)	(139480)	(069960)	(004170)
회계기준		(K-IFRS 연결)	(K-IFRS 별도)	(K-IFRS 연결)	(K-IFRS 연결)
투자 의견		HOLD	BUY	BUY	HOLD
		유지	유지	유지	유지
목표주가		230,000	290,000	180,000	250,000
		하향	유지	유지	하향
상승여력		2.9%	16.7%	20.0%	5.9%
잠정 실적 발표치	매출액	7,228.0	2,625.5	387.3	601.1
	영업이익	202.2	95.6	70.4	49.5
	순이익	64.6	302.9	52.6	271.3
당사 추정치	매출액	7,141.5	2,629.2	372.4	605.8
	영업이익	262.5	122.7	71.7	57.7
	순이익	169.4	95.0	58.3	49.7
컨센서스	매출액	7,150.9	2,599.3	376.2	601.7
	영업이익	298.7	127.5	69.6	59.2
	순이익	169.2	87.5	55.8	63.8
컨센서스 대비	매출액	1.1%	1.0%	2.9%	-0.1%
	영업이익	-32.3%	-25.0%	1.1%	-16.3%
	순이익	-61.8%	246.2%	-5.7%	325.2%
전년동기 대비 (yoy)	매출액	4.4%	3.3%	4.2%	5.7%
	영업이익	-35.3%	-25.8%	-4.0%	-14.9%
	순이익	-70.6%	276.8%	-18.3%	651.8%
전분기 대비 (qoq)	매출액	4.2%	-7.1%	-2.1%	-4.7%
	영업이익	-24.3%	-50.7%	-23.5%	-30.5%
	순이익	-39.2%	92.9%	-25.7%	491.9%

Note: 1. 롯데쇼핑, 현대백화점, 신세계 K-IFRS 연결, 순이익 지배주주 순이익 기준

Note: 2. 이마트는 K-IFRS 별도 기준

Source: FnGuide, KTB투자증권



롯데쇼핑 (023530)

2Q15 Review: 어닝 쇼크, 주력 사업부 실적 부진 지속

Investment Point

- 2Q 연결 총매출액 7조4,513억, YOY +4.1%로 우리 추정치 1% 상회. 국내의 할인점, 금융, 편의점 총매출이 우리 예상보다 호조. 순매출액 7조2,280억, YOY +4.4%로 우리 추정치와 컨센서스 1% 상회. 6월 메르스로 국내 백화점, 할인점 2Q SSSG -2.5%, -4.5%로 부진했으나, 신규 점포 출점 영향으로 총매출은 각각 -0.9%, +0.5% 기록. 에어컨 판매 성수기에 메르스 발생으로 하이마트 총매출도 YOY -0.9%로 부진. 전년 동기 영업정지로 기저효과 있었던 금융부문 총매출 +3%, 트래픽 호조와 출점효과로 편의점 총매출도 +29%로 호조
- 2Q 연결 영업이익 2,022억(YOY -35%)으로 우리 추정치 23%, 컨센서스 32% 하회. 국내 백화점, 할인점 영업이익이 크게 부진, 백화점 YOY -37%, 할인점은 영업이익자 7억 시현. 매출부진 외 백화점은 신규 점포 비용부담으로, 할인점은 신선식품 매입구조 변경에 따른 일시적 원가악화에 따른 것. 해외 백화점과 할인점 합산 영업적자도 YOY 110억 확대, 중국 할인점 부진 요인. 하이마트와 편의점 영업이익 YOY +13%, +68%로 선방
- 2Q 연결 지배주주 순이익 YOY 71% 감소, 우리 추정치와 컨센서스 60% 이상 하회. 환율 상승에 따른 외화환산손익 및 파생상품 평가손익 악화 영향
- 2Q 잠정실적 반영으로 Fw12M 추정 EPS 17% 하향조정. 목표가 28만원에서 23만원으로 18% 하향(목표가 Fw12M 추정 EPS에 Target PER 13.2배(백화점 3개사 동일) 적용), 투자의견 HOLD 유지. 2Q 영업실적이 최악이기는 하나, 주력 사업부인 국내 백화점과 할인점 손익구조 악화되고 있고, 중국 할인점 폐점(3Q 5개, 4Q 1개) 관련 비용 증가도 예상되어 3Q 실적(OP YOY -21%)도 부진 전망. '16년 추정 실적 예상 PER 13배 내외로 밸류에이션 매력도 낮음

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD		유지
목표주가	230,000	280,000	하향
Earnings			하향
Valuation Call			
단기이익모멘텀	Negative		
장기성장성			

Fig. 01: 롯데쇼핑의 2Q15 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2015.06P	2015.06(E)	차이(%)	2014.06A	차이(%)	2015.03A	차이(%)	2015.06(E)	차이(%)
매출액	7,228.0	7,141.5	1.2	6,921.5	4.4	6,935.4	4.2	7,150.9	1.1
영업이익	202.2	262.5	(23.0)	312.3	(35.3)	267.2	(24.3)	298.7	(32.3)
순이익	64.6	169.4	(61.9)	219.8	(70.6)	106.2	(39.2)	169.2	(61.8)
이익률(%)									
영업이익	2.8	3.7		4.5		3.9		4.2	
순이익	0.9	2.4		3.2		1.5		2.4	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(0.9)		(1.7)		(1.1)		(1.4)	
순이익		(1.5)		(2.3)		(0.6)		(1.5)	

Note: K-IFRS 연결, 순이익 지배주주 순이익 기준
Source: 롯데쇼핑, KTB투자증권

Fig. 02: 롯데쇼핑의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06
매출액	7,302.5	7,815.3	7,245.4	7,459.8	7,369.8	7,828.0	7,247.1	7,491.9	0.9	0.2	0.0	0.4
영업이익	297.8	293.9	270.2	270.1	240.6	253.9	270.4	236.0	(19.2)	(13.6)	0.1	(12.6)
영업이익률(%)	4.1	3.8	3.7	3.6	3.3	3.2	3.7	3.2	(0.8)	(0.5)	0.0	(0.5)
EBITDA	536.7	533.9	510.6	510.9	479.6	494.0	510.9	476.9	(10.6)	(7.5)	0.1	(6.6)
EBITDA이익률(%)	7.3	6.8	7.0	6.8	6.5	6.3	7.0	6.4	(0.8)	(0.5)	0.0	(0.5)
순이익	182.6	168.2	131.3	169.5	141.9	139.3	122.0	137.4	(22.3)	(17.2)	(7.1)	(18.9)

Note: K-IFRS 연결, 순이익 지배주주 순이익 기준
Source: 롯데쇼핑, KTB투자증권



Fig. 03: 롯데쇼핑 연간 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%, %p)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	29,194.7	30,464.2	31,732.8	29,361.1	30,583.2	31,764.9	0.6	0.4	0.1
영업이익	1,121.3	1,159.8	1,229.4	963.9	1,067.5	1,155.6	(14.0)	(8.0)	(6.0)
영업이익률(%)	3.8	3.8	3.9	3.3	3.5	3.6	(0.6)	(0.3)	(0.2)
EBITDA	2,071.8	2,124.4	2,198.2	1,914.6	2,032.5	2,124.9	(7.6)	(4.3)	(3.3)
EBITDA이익률(%)	7.1	7.0	6.9	6.5	6.6	6.7	(0.6)	(0.3)	(0.2)
순이익	626.4	659.6	707.0	451.9	556.4	612.0	(27.9)	(15.6)	(13.4)

Note: K-IFRS 연결, 순이익은 지배기업 소유주 지분 순이익 기준

Source: KTB투자증권

Fig. 04: 롯데쇼핑 '15년 2분기 잠정 실적 (상세)

(단위: 십억원)

	2015.06(P)	2014.06A	차이(%)	2015.03A	차이(%)
	(회사잠정)	(실적)	(YOY,%,%p)	(실적)	(QOQ,%,%p)
총매출액	7,451	7,155	4.1	7,178	3.8
순매출액	7,228	6,921	4.4	6,935	4.2
매출원가	4,970	4,751	4.6	4,765	4.3
매출원가율	66.7	66.4	0.3	66.4	0.3
매출총이익	2,258	2,170	4.1	2,170	4.1
판관비	2,056	1,858	10.7	1,903	8.0
판관비율	27.6	26.0	1.6	26.5	1.1
영업이익	202	312	(35.3)	267	(24.3)
영업이익률	2.7	4.4	(1.7)	3.7	(1.0)
세전 순이익	174	360	(51.7)	192	(9.3)
세전 순이익률	2.3	5.0	(2.7)	2.7	(0.3)
순이익	65	220	(70.6)	106	(39.2)
순이익률	0.9	3.1	(2.2)	1.5	(0.6)

Note: K-IFRS 연결. 원가율, 판관비율, 이익률 모두 총매출액 기준, 순이익 지배기업 소유주 지분 순이익

Source: 롯데쇼핑, KTB투자증권



Fig. 05: 롯데쇼핑 '15년 2분기 사업부문별 실적

(단위: 십억원)

사업부별 실적	2015.06(P)		2014.06A			2015.03A		
	(회사잠정)	(비중,%)	(실적)	(비중,%)	(YOY,%)	(실적)	(비중,%)	(QOQ,%)
총매출	7,451	100.0	7,155	100.0	4.1	7,178	100.0	3.8
백화점	2,055	27.6	2,064	28.8	(0.4)	2,095	29.2	(1.9)
할인점	2,081	27.9	2,032	28.4	2.4	2,154	30.0	(3.4)
하이마트	968	13.0	977	13.7	(0.9)	859	12.0	12.7
금융	473	6.3	460	6.4	2.7	410	5.7	15.4
기타	1,874	25.2	1,622	22.7	15.5	1,660	23.1	12.9
슈퍼	613	8.2	596	8.3	2.8	581	8.1	5.5
홈쇼핑	213	2.9	231	3.2	(7.9)	225	3.1	(5.3)
편의점	868	11.6	674	9.4	28.8	703	9.8	23.5
기타 및 연결조정	180	2.4	121	1.7	48.8	151	2.1	19.2
영업이익	202	100.0	312	100.0	(35.3)	267	100.0	(24.3)
백화점	76	37.6	135	43.2	(44.0)	144	53.9	(47.2)
할인점	(40)	(19.8)	9	2.9	적전	15	5.6	적전
하이마트	42	20.8	37	11.8	13.0	35	13.1	20.0
금융	79	39.1	75	24.0	5.2	43	16.1	83.7
기타	45	22.4	56	18.0	(19.7)	30	11.2	50.7
슈퍼	7	3.5	11	3.5	(40.1)	(1)	(0.4)	흑전
홈쇼핑	23	11.4	34	10.9	(31.2)	25	9.4	(8.0)
편의점	23	11.4	14	4.5	68.4	9	3.4	155.6
기타 및 연결조정	(8)	(3.8)	(3)	(0.9)	적확	(3)	(1.1)	적확
사업부별 이익률(%)	(회사잠정)		(실적)		(YOY,%p)	(실적)		(QOQ,%p)
영업이익률	2.7		4.4		(1.7)	3.7		(1.0)
백화점	3.7		6.5		(2.8)	6.9		(3.2)
할인점	(1.9)		0.4		(2.4)	0.7		(2.6)
하이마트	4.3		3.8		0.6	4.1		0.3
금융	16.7		16.3		0.4	10.5		6.2
기타	2.4		3.5		(1.1)	1.8		0.6
슈퍼	1.1		1.8		(0.7)	(0.2)		1.3
홈쇼핑	10.8		14.7		(3.9)	11.1		(0.3)
편의점	2.6		2.1		0.6	1.3		1.4
기타 및 연결조정	(4.3)		(2.2)		(2.1)	(2.0)		(2.3)

Note: K-IFRS 연결 기준. 상기 영업이익률은 총매출액 기준

Source: 롯데쇼핑, KTB투자증권



재무제표 (롯데쇼핑)

대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	14,291.1	14,975.6	15,104.8	15,748.4	16,538.5
현금성자산	9,603.5	10,269.7	9,751.1	10,185.7	10,792.9
매출채권	937.5	913.0	1,087.4	1,134.1	1,174.8
재고자산	3,114.5	3,161.1	3,628.1	3,784.0	3,919.7
비유동자산	24,681.5	25,096.7	25,631.5	25,949.7	26,154.7
투자자산	4,551.5	5,039.6	5,239.7	5,452.4	5,673.8
유형자산	15,788.5	15,901.0	16,294.0	16,504.1	16,589.7
무형자산	4,341.4	4,156.1	4,097.8	3,993.1	3,891.1
자산총계	38,972.6	40,072.3	40,736.4	41,698.0	42,693.1
유동부채	12,331.9	12,533.9	12,996.0	13,290.2	13,549.8
매입채무	5,269.9	5,623.1	6,305.1	6,575.9	6,811.8
유동성이자부채	4,873.3	4,591.0	4,347.9	4,347.9	4,347.9
비유동부채	9,715.4	9,994.5	10,083.2	10,159.1	10,238.2
비유동이자부채	8,028.6	8,261.3	8,211.7	8,211.7	8,211.7
부채총계	22,047.3	22,528.4	23,079.1	23,449.3	23,788.0
자본금	157.5	157.5	157.5	157.5	157.5
자본잉여금	3,910.8	3,910.8	3,910.8	3,910.8	3,910.8
이익잉여금	11,895.4	12,360.1	12,768.9	13,360.3	14,016.7
자본조정	(9.0)	28.4	5.8	5.8	5.8
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	16,925.2	17,543.9	17,657.2	18,248.7	18,905.1
투하자본	18,621.2	18,339.4	18,596.7	18,677.7	18,647.9
순차입금	3,298.4	2,582.6	2,808.5	2,373.9	1,766.7
ROA	2.3	1.6	1.3	1.6	1.7
ROE	5.7	3.7	3.2	3.8	4.0
ROIC	5.5	3.7	3.6	4.2	4.5

현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	1,954.7	1,955.8	1,436.9	1,738.1	1,801.9
당기순이익	880.6	615.7	539.8	650.6	715.5
자산상각비	820.9	899.4	950.7	965.0	969.3
운전자본증감	(260.5)	9.0	(39.0)	85.3	76.7
매출채권감소(증가)	(60.1)	54.7	(183.9)	(46.7)	(40.7)
재고자산감소(증가)	(380.5)	(156.0)	(458.0)	(155.8)	(135.8)
매입채무증감(감소)	234.2	228.0	536.2	270.8	235.9
투자현금	(2,405.1)	(973.6)	(1,657.7)	(1,593.1)	(1,498.5)
단기투자자산감소	(636.8)	(366.3)	(189.9)	(348.7)	(362.9)
장기투자증권감소	133.9	23.9	(25.9)	(37.1)	(40.2)
설비투자	(1,833.7)	(1,863.1)	(1,279.2)	(1,070.4)	(952.9)
유무형자산감소	(96.2)	1,218.2	6.9	0.0	0.0
재무현금	817.6	(368.6)	(547.9)	(59.1)	(59.1)
차입금증가	895.0	(62.8)	(423.4)	0.0	0.0
자본증가	225.6	(44.3)	(59.1)	(59.1)	(59.1)
배당금지급	43.6	44.3	59.1	59.1	59.1
현금 증감	375.5	618.7	(765.9)	85.9	244.3
총현금흐름(Gross CF)	2,162.0	1,934.0	1,347.1	1,652.8	1,725.2
(-) 운전자본증가(감소)	(64.4)	(465.9)	(57.4)	(85.3)	(76.7)
(-) 설비투자	1,833.7	1,863.1	1,279.2	1,070.4	952.9
(+) 자산매각	(96.2)	1,218.2	6.9	0.0	0.0
Free Cash Flow	296.5	1,754.9	132.2	667.7	848.9
(-) 기타투자	(133.9)	(23.9)	25.9	37.1	40.2
잉여현금	430.4	1,778.8	106.3	630.6	808.7

Source: K-IFRS 연결 기준, KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	28,211.7	28,099.6	29,361.1	30,583.2	31,764.9
증가율 (Y-Y,%)	12.6	(0.4)	4.5	4.2	3.9
영업이익	1,485.3	1,188.4	963.9	1,067.5	1,155.6
증가율 (Y-Y,%)	1.2	(20.0)	(18.9)	10.7	8.3
EBITDA	2,306.2	2,087.8	1,914.6	2,032.5	2,124.9
영업외손익	(166.8)	(110.4)	(186.4)	(170.2)	(168.7)
순이자수익	(149.0)	(150.1)	(150.0)	(144.7)	(140.7)
외화관련손익	130.6	(15.7)	(23.0)	0.0	0.0
지분법손익	7.6	55.8	38.8	38.8	38.8
세전계속사업손익	1,318.4	1,078.0	777.5	897.3	986.9
당기순이익	880.6	615.7	540.6	650.6	715.5
재배기업당기순이익	788.4	526.6	451.9	556.4	612.0
증가율 (Y-Y,%)	(23.9)	(30.1)	(12.2)	20.3	10.0
NOPLAT	992.1	678.8	670.3	773.9	837.8
(+) Dep	820.9	899.4	950.7	965.0	969.3
(-) 운전자본투자	(64.4)	(465.9)	(57.4)	(85.3)	(76.7)
OpFCF	1,833.7	1,863.1	1,279.2	1,070.4	952.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	14.0	8.1	5.4	2.7	4.2
영업이익증가율(3Yr)	(2.4)	(11.2)	(13.1)	(10.4)	(0.9)
EBITDA증가율(3Yr)	4.1	(2.5)	(4.4)	(4.1)	0.6
순이익증가율(3Yr)	(7.2)	(15.3)	(22.4)	(9.6)	5.1
영업이익률(%)	5.3	4.2	3.3	3.5	3.6
EBITDA마진(%)	8.2	7.4	6.5	6.6	6.7
순이익률(%)	3.1	2.2	1.8	2.1	2.3

주요투자지표

(단위:원, 배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Per share Data					
EPS	25,148	16,724	14,352	17,670	19,435
BPS	377,325	399,154	404,721	426,827	450,912
DPS	1,500	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiples(x, %)					
PER	16.1	16.3	15.6	12.6	11.5
PBR	1.1	0.7	0.6	0.5	0.5
EV/ EBITDA	6.9	5.4	5.1	4.6	4.1
배당수익률	0.4	0.7	0.9	0.9	0.9
PCR	5.9	4.4	5.2	4.3	4.1
PSR	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
재무건전성 (%)					
부채비율	130.3	128.4	130.7	128.5	125.8
Net debt/Equity	19.5	14.7	15.9	13.0	9.3
Net debt/EBITDA	143.0	123.7	146.7	116.8	83.1
유동비율	115.9	119.5	116.2	118.5	122.1
이자보상배율	10.0	7.9	6.4	7.4	8.2
이자비용/매출액	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	56.8	54.5	55.4	54.4	53.1
현금+투자자산(%)	43.2	45.5	44.6	45.6	46.9
자본구조					
차입금(%)	43.3	42.3	41.6	40.8	39.9
자기자본(%)	56.7	57.7	58.4	59.2	60.1



이마트 (139480)

2Q15 Review: 연결법인 영업적자 확대가 부정적

Investment Point

- 2Q 별도 총매출액 3조266억, YOY +3.1%로 우리 추정치 부합. 순매출 2조6,255억, YOY +3.3%로 컨센서스 소폭 상회. 6월 메르스 영향으로 2Q 할인점 SSSG -2%, 할인점 총매출 YOY +0.2%로 부진. 반면 트레이더스와 이마트몰 총매출은 각각 +33%, +34%로 호조
- 2Q 별도 영업이익 956억, YOY -26%로 우리 추정치와 컨센서스 20% 이상 하회하며 부진. 할인점 매출부진에 따른 수익성 악화, 신규 점포 증가 및 공시지가 상승 등에 따른 재산세 증가, 점포 확장에 따른 관련 비용 증가 등이 이익부진 요인. 2Q 할인점 영업이익 YOY -29%. 트레이더스 영업이익은 +17%, 이마트몰 영업적자도 55억 축소
- 2Q 별도 순이익 3,029억, YOY +277%로 우리 추정치 및 컨센서스 큰 폭 상회. 일회성 영업외 수익으로 삼성생명 주식매각차익이 3,260억 반영(취득원가 기준)된 영향. 우리는 1Q 장부가 기준으로 매각차익을 375억 반영했었음. 한편 2Q 연결 총매출은 YOY +3.8%로 양호했으나, 연결 영업이익은 -41%로 크게 부진. 조선호텔, 슈퍼, 편의점, 중국법인 모두 손익 악화, 합산 영업적자 308억으로 YOY 119억 확대
- 2Q 잠정실적 반영으로 Fw12M 추정 EPS 1% 하향조정, 메르스에 따른 영업부진과 오프라인 점포 관련 재산세 부담금 증가 등은 2Q에 국한된 일시적 손익악화 요인으로 판단. 목표가 기존 29만원 유지, 상승여력 17%로 투자 의견 BUY 유지. 오프라인 점포 영업 정상화로 3Q 별도 추정 영업이익 YOY +12% 예상. 하반기 별도 기준 어닝 모멘텀은 양호할 전망이나, 조선호텔 및 위드미, 중국 할인점 영업적자 확대로 하반기에도 연결 실적은 부진 지속 예상

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	290,000		유지
Earnings			하향
Valuation Call			
단기 이익 모멘텀			
장기 성장성	Positive		

Fig. 06: 이마트의 2Q15 Review

(단위 : 십억원)

회사 잠정	당사 추정치 대비			전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2015.06P	2015.06(E)	차이(%)	2014.06A		2015.06P	2015.06(E)	차이(%)	차이(%)
매출액	2,625.5	2,629.2	(0.1)	2,542.0	3.3	2,825.7	(7.1)	2,599.3	1.0
영업이익	95.6	122.7	(22.1)	128.9	(25.8)	194.1	(50.7)	127.5	(25.0)
순이익	302.9	95.0	218.8	80.4	276.8	157.0	92.9	87.5	246.2
이익률(%)									
영업이익	3.6	4.7		5.1		6.9		4.9	
순이익	11.5	3.6		3.2		5.6		3.4	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(1.0)		(1.4)		(3.2)		(1.3)	
순이익		7.9		8.4		6.0		8.2	

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 이마트, KTB투자증권

Fig. 07: 이마트의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06
매출액	3,113.5	2,796.2	2,995.0	2,838.8	3,114.6	2,804.8	3,004.0	2,841.8	0.0	0.3	0.3	0.1
영업이익	235.1	173.1	211.1	153.4	229.5	167.5	212.1	147.9	(2.4)	(3.3)	0.4	(3.6)
영업이익률(%)	7.6	6.2	7.0	5.4	7.4	6.0	7.1	5.2	(0.2)	(0.2)	0.0	(0.2)
EBITDA	324.0	263.9	303.5	247.3	318.4	258.2	304.4	241.8	(1.7)	(2.1)	0.3	(2.2)
EBITDA이익률(%)	10.4	9.4	10.1	8.7	10.2	9.2	10.1	8.5	(0.2)	(0.2)	0.0	(0.2)
순이익	157.3	96.4	164.2	98.2	155.6	94.8	166.0	95.0	(1.1)	(1.7)	1.1	(3.2)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 이마트, KTB투자증권



Fig. 08: 이마트 연간 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%, %P)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	11,364.7	12,073.1	12,739.3	11,370.6	12,114.6	12,815.7	0.1	0.3	0.6
영업이익	725.0	798.9	863.6	686.6	784.9	852.9	(5.3)	(1.8)	(1.2)
영업이익률(%)	6.4	6.6	6.8	6.0	6.5	6.7	(0.3)	(0.1)	(0.1)
EBITDA	1,075.4	1,178.5	1,264.9	1,037.0	1,164.6	1,254.6	(3.6)	(1.2)	(0.8)
EBITDA이익률(%)	9.5	9.8	9.9	9.1	9.6	9.8	(0.3)	(0.1)	(0.1)
순이익	505.8	539.9	587.4	710.3	533.9	584.1	40.4	(1.1)	(0.6)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 09: 이마트 '15년 2분기 연결 기준 잠정 실적

(단위: 십억원)

회사잠정	전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2015.06(P)	2014.06A 차이(%)	2015.03A	차이(%)	2015.06(E)	차이(%)
매출액	3,232.1	3,109.2 4.0	3,399.0	(4.9)	3,293.5	(1.9)
영업이익	65.7	112.1 (41.4)	160.9	(59.1)	114.7	(42.7)
순이익	273.0	65.9 314.5	120.6	126.4	79.5	243.4
이익률(%)						
영업이익	2.0	3.6	4.7		3.5	
순이익	8.4	2.1	3.5		2.4	
이익률 차이(%P)						
영업이익		(1.6)	(2.7)		(1.4)	
순이익		6.3	4.9		6.0	

Note: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주순이익 기준

Source: 이마트, KTB투자증권

Fig. 010: 이마트 '15년 2분기 연결 상세 실적

(단위: 억원)

	2015.06(P)		2014.06A		
	(회사잠정)	(매출비중,%)	(실적)	(매출비중,%)	(YOY,%)
연결 매출액	32,321	100.0	31,092	100.0	4.0
이마트(본사)	26,255	81.2	25,420	81.8	3.3
조선호텔(98.8%)	1,072	3.3	998	3.2	7.4
에브리데이리테일(99.1%)	2,213	6.8	1,938	6.2	14.2
에스엠(100%)	348	1.1	374	1.2	(7.0)
위드미에프에스(100%)	277	0.9	46	0.1	502.2
중국법인(100%)	542	1.7	855	2.7	(36.6)
기타 및 연결조정	1,614	5.0	1,461	4.7	
연결 영업이익	657	100.0	1,121	100.0	(41.4)
이마트(본사)	956	145.4	1,289	115.0	(25.8)
조선호텔(98.8%)	-103	(15.7)	-81	(7.2)	적확
에브리데이리테일(99.1%)	-1	(0.2)	25	2.2	적전
에스엠(100%)	-11	(1.7)	-4	(0.4)	적확
위드미에프에스(100%)	-58	(8.8)	-25	(2.2)	적확
중국법인(100%)	-135	(20.5)	-104	(9.3)	적확
기타 및 연결조정	9	1.4	21	1.9	(55.4)

Note: K-IFRS 연결 기준 / Source: 이마트, KTB투자증권



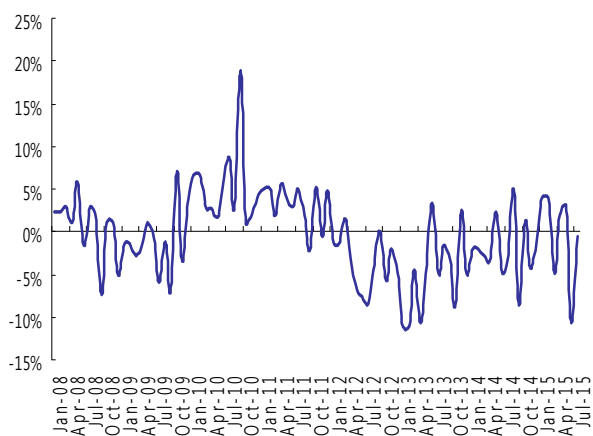
Fig. 011: 이마트 '15년 2분기 별도 기준 잠정 실적 (상세)

(단위: 억원)

사업부별 실적	2015.2Q		2014.2Q		
	(실적)	(비중,%)	(실적)	(비중,%)	(YOY,%)
총매출	30,266	100.0	29,342	100.0	3.1
기존사업(이마트)	25,903	85.6	25,839	88.1	0.2
신사업	4,363	14.4	3,503	11.9	24.6
이마트 몰	1,669	5.5	1,244	4.2	34.2
트레이더스	2,241	7.4	1,689	5.8	32.7
기타	453	1.5	570	1.9	(20.5)
순매출	26,255	-	25,420	-	3.3
매출총이익	7,932	100.0	7,620	100.0	4.1
영업이익	956	100.0	1,289	100.0	(25.8)
기존사업(이마트)	969	101.4	1,361	105.6	(28.8)
신사업	(13)	(1.4)	(72)	(5.6)	적축
이마트 몰	(58)	(6.1)	(113)	(8.8)	적축
트레이더스	41	4.3	35	2.7	17.1
기타	4	0.4	6	0.5	(33.3)
이익률(%)	(실적)		(실적)		(YOY,%p)
매출총이익률	26.2		26.0		0.2
영업이익률	3.2		4.4		(1.2)
기존사업(이마트)	3.7		5.3		(1.5)
신사업	(0.3)		(2.1)		1.8
이마트 몰	(3.5)		(9.1)		5.6
트레이더스	1.8		2.1		(0.2)
기타	0.9		1.1		(0.2)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 이마트, KTB투자증권

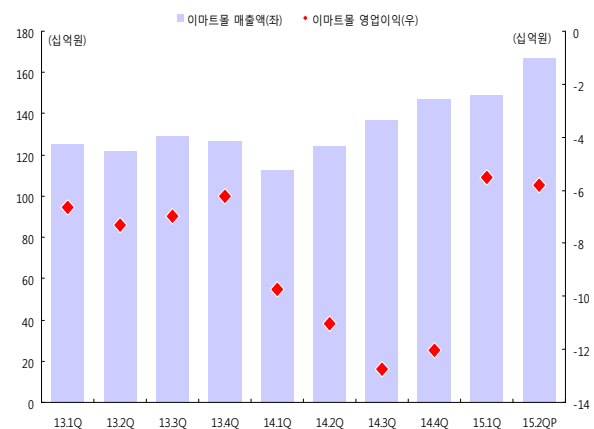
Fig. 012: 이마트 오프라인 점포 월별 SSSG 추이



Note: 1~2월은 누계 기준 SSSG

Source: 이마트, KTB투자증권

Fig. 013: 이마트몰 분기 총매출액 및 영업이익 추이



Source: 이마트, KTB투자증권



재무제표 (이마트)

대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	883.5	928.6	936.9	873.6	935.8
현금성자산	87.9	103.4	126.1	80.6	105.2
매출채권	209.6	172.3	164.5	142.0	142.8
재고자산	553.6	621.6	614.8	619.1	655.5
비유동자산	11,147.6	11,836.4	12,379.9	13,245.4	13,889.9
투자자산	3,232.5	3,424.2	3,310.1	3,444.5	3,584.3
유형자산	7,864.0	8,354.1	9,016.6	9,752.3	10,260.0
무형자산	51.1	58.0	53.3	48.7	45.6
자산총계	12,031.1	12,764.9	13,316.8	14,119.0	14,825.7
유동부채	2,796.0	2,716.3	2,446.7	2,532.1	2,670.9
매입채무	817.4	810.3	970.7	1,029.0	1,089.6
유동성이자부채	1,112.3	1,032.7	808.0	808.0	858.0
비유동부채	2,725.9	3,140.3	3,556.3	3,780.9	3,806.6
비유동이자부채	2,001.8	2,350.1	2,949.5	3,149.5	3,149.5
부채총계	5,521.9	5,856.6	6,003.0	6,313.0	6,477.5
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
이익잉여금	957.5	1,218.3	1,844.4	2,336.6	2,878.9
자본조정	1,175.2	1,313.7	1,093.0	1,093.0	1,093.0
자기주식	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
자본총계	6,509.2	6,908.4	7,313.8	7,806.0	8,348.2
투하자본	7,068.1	7,511.9	8,401.3	9,035.6	9,495.8
순차입금	3,026.2	3,279.5	3,631.4	3,876.9	3,902.3
ROA	4.1	2.5	5.4	3.9	4.0
ROE	7.8	4.7	10.0	7.1	7.2
ROIC	8.2	6.3	6.4	6.7	6.9

현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	926.5	754.2	1,232.5	1,041.5	1,062.6
당기순이익	645.6	451.2	755.7	533.9	584.1
자산상각비	314.0	328.0	350.4	379.7	401.7
운전자본증감	(29.0)	(104.3)	109.5	103.2	51.2
매출채권감소(증가)	52.3	21.4	8.5	22.5	(0.8)
재고자산감소(증가)	(53.5)	(101.7)	2.5	(4.3)	(36.5)
매입채무증가(감소)	(12.0)	(14.5)	24.9	58.3	60.6
투자현금	(841.1)	(985.2)	(1,204.7)	(1,248.1)	(1,049.1)
단기투자자산감소	(14.0)	(14.4)	18.9	(2.9)	(3.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	212.1	(103.3)	(107.5)
설비투자	(766.4)	(807.7)	(1,034.5)	(1,102.2)	(897.1)
유무형자산감소	90.2	16.4	(8.0)	(8.7)	(9.2)
재무현금	(85.7)	230.1	12.9	158.2	8.2
차입금증가	(13.0)	306.8	54.7	200.0	50.0
자본증가	(41.8)	(41.8)	(41.8)	(41.8)	(41.8)
배당금지급	41.8	41.8	41.8	41.8	41.8
현금 증감	(0.3)	(0.9)	40.7	(48.4)	21.6
총현금흐름(Gross CF)	1,157.6	1,110.8	1,141.2	938.3	1,011.4
(-) 운전자본증가(감소)	(65.7)	29.7	30.5	(103.2)	(51.2)
(-) 설비투자	766.4	807.7	1,034.5	1,102.2	897.1
(+) 자산매각	90.2	16.4	(8.0)	(8.7)	(9.2)
Free Cash Flow	547.0	289.7	68.2	(69.3)	156.3
(-) 기타투자	0.0	0.0	(212.1)	103.3	107.5
영여현금	547.0	289.7	280.3	(172.6)	48.8

Source: K-IFRS 별도 기준, KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	10,780.1	10,838.2	11,370.6	12,114.6	12,815.7
증가율 (Y-Y,%)	(1.5)	0.5	4.9	6.5	5.8
영업이익	759.2	656.8	686.6	784.9	852.9
증가율 (Y-Y,%)	(2.0)	(13.5)	4.5	14.3	8.7
EBITDA	1,073.2	984.8	1,037.0	1,164.6	1,254.6
증가율 (Y-Y,%)	(113.7)	(205.6)	267.8	(72.8)	(73.6)
영업외손익	(66.9)	(71.4)	(65.9)	(75.8)	(76.7)
순이자수익	51.4	(19.9)	(0.7)	0.0	0.0
외화관련손익	(46.9)	(131.3)	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	645.6	451.2	954.4	712.1	779.3
당기순이익	483.3	314.8	710.3	533.9	584.1
증가율 (Y-Y,%)	57.6	(34.9)	125.7	(24.8)	9.4
NOPLAT	568.4	458.2	511.1	588.5	639.2
(+) Dep	314.0	328.0	350.4	379.7	401.7
(-) 운전자본투자	(65.7)	29.7	30.5	(103.2)	(51.2)
(-) Capex	766.4	807.7	1,034.5	1,102.2	897.1
OpFCF	181.6	(51.3)	(203.5)	(30.8)	195.0
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	n/a	14.5	1.3	4.0	5.7
영업이익증가율(3Yr)	n/a	3.5	(4.0)	1.1	9.1
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	8.2	(1.1)	2.8	8.4
순이익증가율(3Yr)	n/a	8.3	32.3	3.4	22.9
매출총이익률(%)	29.4	29.5	29.7	29.8	30.0
영업이익률(%)	7.0	6.1	6.0	6.5	6.7
EBITDA마진(%)	10.0	9.1	9.1	9.6	9.8
순이익률(%)	4.5	2.9	6.2	4.4	4.6

주요투자지표

(단위:원,배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Per share Data					
EPS	17,338	11,292	25,482	19,154	20,952
BPS	231,674	245,744	260,462	278,281	297,844
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	15.4	18.0	9.8	13.0	11.9
PBR	1.2	0.8	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	9.7	9.1	10.2	9.3	8.6
배당수익률	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	6.4	5.1	6.1	7.4	6.8
PSR	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
재무건전성 (%)					
부채비율	84.8	84.8	82.1	80.9	77.6
Net debt/Equity	46.5	47.5	49.7	49.7	46.7
Net debt/EBITDA	282.0	333.0	350.2	332.9	311.0
유동비율	31.6	34.2	38.3	34.5	35.0
이자보상배율	11.4	9.2	10.4	10.4	11.1
이자비용/매출액	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
자산구조					
투하자본(%)	68.0	68.0	71.0	71.9	72.0
현금+투자자산(%)	32.0	32.0	29.0	28.1	28.0
자본구조					
차입금(%)	32.4	32.9	33.9	33.6	32.4
자기자본(%)	67.6	67.1	66.1	66.4	67.6



현대백화점 (069960)

2Q15 Review: 기존점 비용통제로 경쟁사 대비 이익 호조

■ Investment Point

- 2Q 연결 총매출액 1조1,212억, YOY +2%로 우리 추정치 1% 상회. 순매출액 3,873억, YOY +4.2%로 우리 추정치 및 컨센서스 3~4% 상회. 6월 메르스 영향으로 2Q SSSG 역신장을 예상했으나, 6월 SSSG -8% 내외로 선방하여 2Q SSSG 소폭 신장(+0.1%)했기 때문
- 2Q 연결 영업이익 704억, YOY -4%로 우리 추정치 2% 하회, 컨센서스는 1% 상회. 신규 점포 재산세 부담금(YOY +20억) 증가에도 기존점 광고판차비 등 비용통제 정책 지속으로 경쟁사 대비 양호한 수익성 유지.(롯데쇼핑 국내 백화점 영업이익 YOY -36%, 신세계 오프라인 백화점 영업이익 -17%) 2월말 오픈한 김포 아울렛 매출호조로 임대수익 증가한 점도 수익성에 플러스 요인
- 2Q 연결 지배주주 순이익 526억, YOY -18%로 부진. 우리 추정치 및 컨센서스도 각각 10%, 6% 하회. 현대홈쇼핑 실적 부진에 따른 지분법이익 감소 요인. 2Q 지분법이익 99억으로 우리 예상치 110억을 하회
- 2Q 잠정실적 반영으로 Fw12M 추정 EPS 3% 하향조정. 목표가 기존 18만원 유지, 상승여력 20%로 투자 의견 BUY 유지. 백화점 내 최선호 관점 유지. 8월 판교 복합쇼핑몰(총매출 7~8천억원 규모)과 연말 가든파라드, 내년 송도 프리미엄 아울렛 등 신규 출점에 대한 기대감 유효한 가운데 기존 점포 SSSG 및 수익성 우위 국면 당분간 지속될 전망. 16년 예상 PER 11.5배로 오프라인 4개사 중 밸류에이션 매력 가장 높음

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	180,000		유지
Earnings			하향
Valuation Call			Positive
단기 이익 모멘텀			
장기 성장성			

Fig. 014: 현대백화점의 2Q15 Review

(단위 : 십억원)

	회사 잠정	당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2015.06P	2015.06(E)	차이(%)	2014.06A		2015.06P	2015.06(E)	차이(%)	2014.06A
매출액	387.3	372.4	4.0	371.7	4.2	395.8	(2.1)	376.2	2.9
영업이익	70.4	71.7	(1.8)	73.3	(4.0)	92.0	(23.5)	69.6	1.1
순이익	52.6	58.3	(9.8)	64.4	(18.3)	70.8	(25.7)	55.8	(5.7)
이익률(%)									
영업이익	18.2	19.2		19.7		23.2		18.5	
순이익	13.6	15.7		17.3		17.9		14.8	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(1.1)		(1.5)		(5.1)		(0.3)	
순이익		(2.1)		(3.7)		(4.3)		(1.2)	

Note: K-IFRS 연결, 순이익 지배주주 순이익 기준

Source: 현대백화점, KTB투자증권

Fig. 015: 현대백화점의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06
매출액	404.1	499.5	463.1	448.1	404.1	501.9	465.6	465.6	0.0	0.5	0.5	3.9
영업이익	75.2	133.2	105.4	85.1	74.4	132.8	105.0	84.3	(1.2)	(0.3)	(0.3)	(0.9)
영업이익률(%)	18.6	26.7	22.8	19.0	18.4	26.5	22.6	18.1	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.9)
EBITDA	107.1	165.6	138.0	117.9	106.2	165.2	137.6	117.2	(0.8)	(0.2)	(0.3)	(0.6)
EBITDA이익률(%)	26.5	33.1	29.8	26.3	26.3	32.9	29.6	25.2	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(1.2)
순이익	66.5	90.5	79.9	68.4	63.1	90.2	79.7	62.2	(5.2)	(0.3)	(0.3)	(9.0)

Note: : K-IFRS 연결, 순이익 지배주주 순이익 기준

Source: 현대백화점, KTB투자증권



Fig. 016: 현대백화점 연간 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%, %p)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	1,671.7	1,886.8	2,011.2	1,688.9	1,909.2	2,035.0	1.0	1.2	1.2
영업이익	372.2	410.8	436.1	369.6	408.2	433.5	(0.7)	(0.6)	(0.6)
영업이익률(%)	22.3	21.8	21.7	21.9	21.4	21.3	(0.4)	(0.4)	(0.4)
EBITDA	496.5	542.7	572.6	493.9	540.2	570.2	(0.5)	(0.5)	(0.4)
EBITDA이익률(%)	29.7	28.8	28.5	29.2	28.3	28.0	(0.5)	(0.5)	(0.5)
순이익	286.2	314.6	333.6	276.7	304.3	322.7	(3.3)	(3.3)	(3.3)

Note: K-IFRS 연결, 순이익은 지배기업 소유주 지분 순이익 기준

Source: KTB투자증권

Fig. 017: 현대백화점 '15년 2분기 잠정 실적 (상세)

(단위: 억원)

	2015.06(P)	2014.06A	차이(%)	2015.03A	차이(%)
	(회사잠정)	(실적)	(YOY, %, %p)	(실적)	(QOQ, %, %p)
총매출액	11,212	10,989	2.0	11,357	(1.3)
순매출액	3,873	3,717	4.2	3,958	(2.1)
영업이익	704	733	(4.0)	920	(23.5)
영업이익률	6.3	6.7	(0.4)	8.1	(1.8)
세전 순이익	835	960	(13.0)	1,092	(23.6)
세전 순이익률	7.4	8.7	(1.3)	9.6	(2.2)
순이익	526	644	(18.3)	708	(25.7)
순이익률	4.7	5.9	(1.2)	6.2	(1.5)

Note: 1. K-IFRS 연결. 영업 이익률, 세전 순이익률, 순이익률 총매출액 기준, 순이익 지배기업 소유주 지분 순이익 기준

Source: 현대백화점, KTB투자증권



재무제표 (현대백화점)

대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,149.8	815.8	1,026.6	1,248.6	1,456.3
현금성자산	472.3	190.6	399.3	580.4	761.7
매출채권	617.4	552.4	548.6	585.2	608.8
재고자산	44.9	54.8	60.5	64.5	67.1
비유동자산	4,450.9	4,868.1	5,313.2	5,499.0	5,700.4
투자자산	645.8	699.2	735.6	765.4	796.5
유형자산	3,752.3	4,117.0	4,525.9	4,681.9	4,852.0
무형자산	52.8	51.9	51.7	51.7	51.8
자산총계	5,600.7	5,683.9	6,339.8	6,747.6	7,156.6
유동부채	1,289.7	1,431.6	1,801.8	1,862.7	1,903.2
매입채무	632.1	728.0	862.7	920.3	957.4
유동성이자부채	319.7	370.6	602.8	602.8	602.8
비유동부채	764.9	463.3	488.1	502.7	517.8
비유동이자부채	429.4	130.0	130.0	130.0	130.0
부채총계	2,054.6	1,894.9	2,289.9	2,365.4	2,421.0
자본금	117.0	117.0	117.0	117.0	117.0
자본잉여금	612.1	612.1	612.1	612.1	612.1
이익잉여금	2,298.4	2,547.1	2,822.5	3,154.8	3,508.2
자본조정	(6.4)	(31.9)	(52.9)	(52.9)	(52.9)
자기주식	(53.6)	(53.6)	(79.5)	(79.5)	(79.5)
자본총계	3,546.1	3,789.0	4,049.9	4,382.2	4,735.6
투하자본	3,224.8	3,448.8	3,700.1	3,823.5	3,966.8
순차입금	276.8	310.0	333.5	152.3	(29.0)
ROA	6.1	5.2	5.3	5.3	5.3
ROE	11.7	9.3	9.4	9.5	9.2
ROIC	9.4	8.0	7.6	8.0	8.2

현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	346.3	398.5	516.8	472.1	491.2
당기순이익	337.6	291.0	316.8	348.3	369.4
자산상각비	111.1	114.8	124.3	132.0	136.7
운전자본증감	(87.3)	(10.7)	94.4	20.1	14.1
매출채권감소(증가)	(44.0)	19.8	2.2	(36.6)	(23.6)
재고자산감소(증가)	(5.4)	(9.9)	(5.7)	(4.0)	(2.6)
매입채무증가(감소)	(35.5)	10.3	87.9	57.6	37.1
투자현금	(215.3)	(193.4)	(689.2)	(289.8)	(309.3)
단기투자자산감소	136.0	215.0	(190.7)	(14.8)	(15.4)
장기투자증권감소	16.8	(35.2)	10.0	15.1	15.3
설비투자	(363.4)	(371.7)	(504.8)	(286.4)	(305.3)
유무형자산감소	(2.4)	(0.0)	(0.3)	(1.6)	(1.7)
재무현금	(126.0)	(267.0)	190.2	(16.0)	(16.0)
차입금증가	(109.5)	(249.2)	232.1	0.0	0.0
자본증가	(13.5)	(15.0)	(16.0)	(16.0)	(16.0)
배당금지급	15.0	15.0	16.0	16.0	16.0
현금 증감	5.0	(61.9)	17.8	166.4	165.9
총현금흐름(Gross CF)	535.5	517.9	444.2	452.0	477.1
(-) 운전자본증가(감소)	25.4	(143.3)	(135.9)	(20.1)	(14.1)
(-) 설비투자	363.4	371.7	504.8	286.4	305.3
(+) 자산매각	(2.4)	(0.0)	(0.3)	(1.6)	(1.7)
Free Cash Flow	144.3	289.4	75.0	184.1	184.2
(-) 기타투자	(16.8)	35.2	(10.0)	(15.1)	(15.3)
잉여현금	161.1	254.2	85.0	199.2	199.5

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,533.7	1,551.9	1,688.9	1,909.2	2,035.0
증가율 (Y-Y,%)	0.9	1.2	8.8	13.0	6.6
영업이익	393.2	363.7	369.6	408.2	433.5
증가율 (Y-Y,%)	(7.8)	(7.5)	1.6	10.5	6.2
EBITDA	504.3	478.4	493.9	540.2	570.2
영업외손익	68.6	32.7	60.2	64.4	67.6
순이자수익	8.0	8.1	2.8	4.2	4.9
외화관련손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	55.1	50.4	41.6	42.9	44.1
세전계속사업손익	461.8	396.4	429.8	472.6	501.1
당기순이익	337.6	291.0	316.8	348.3	369.4
지배기업당기순이익	298.9	268.4	276.7	304.3	322.7
증가율 (Y-Y,%)	(7.4)	(13.8)	8.9	9.9	6.1
NOPLAT	287.4	267.0	272.4	300.8	319.6
(+) Dep	111.1	114.8	124.3	132.0	136.7
(-) 운전자본투자	25.4	(143.3)	(135.9)	(20.1)	(14.1)
(-) Capex	363.4	371.7	504.8	286.4	305.3
OpCF	9.8	153.3	27.8	166.6	165.1
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	6.5	2.5	3.6	7.6	9.5
영업이익증가율(3Yr)	0.1	(5.9)	(4.6)	1.3	6.0
EBITDA증가율(3Yr)	3.6	(2.4)	(1.9)	2.3	6.0
순이익증가율(3Yr)	(4.3)	(9.6)	(4.6)	1.0	8.3
영업이익률(%)	25.6	23.4	21.9	21.4	21.3
EBITDA마진(%)	32.9	30.8	29.2	28.3	28.0
순이익률(%)	22.0	18.8	18.8	18.2	18.2

주요투자지표

(단위:원,배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Per share Data					
EPS	12,771	11,470	11,825	13,001	13,789
BPS	126,833	136,414	147,293	161,494	176,591
DPS	650	700	700	700	700
Multiples(x, %)					
PER	12.6	10.7	12.7	11.5	10.9
PBR	1.3	0.9	1.0	0.9	0.8
EV/ EBITDA	8.0	6.7	7.8	6.8	6.1
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	7.0	5.6	7.9	7.8	7.4
PSR	2.5	1.9	2.1	1.8	1.7
재무건전성 (%)					
부채비율	57.9	50.0	56.5	54.0	51.1
Net debt/Equity	7.8	8.2	8.2	3.5	n/a
Net debt/EBITDA	54.9	64.8	67.5	28.2	n/a
유동비율	89.1	57.0	57.0	67.0	76.5
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
자산구조					
투하자본(%)	74.3	79.5	76.5	74.0	71.8
현금+투자자산(%)	25.7	20.5	23.5	26.0	28.2
자본구조					
차입금(%)	17.4	11.7	15.3	14.3	13.4
자기자본(%)	82.6	88.3	84.7	85.7	86.6



신세계 (004170)

2Q15 Review: 본사 및 계열사 이익 모두 부진

■ Investment Point

- 2Q 연결 총매출액 1조1,989억, YOY +1.1%로 우리 추정치 1.4% 하회. 순매출액 6,011억, YOY +5.7%로 우리 추정치 1% 하회, 컨센서스 부합. 6월 메르스 영향으로 백화점 총매출 2% 감소했으나, 온라인 매출은 10% 신장하며 호조. 신세계인터 및 센트럴시티 등 계열사 총매출은 YOY 12% 신장
- 2Q 연결 영업이익 495억, YOY -15%로 우리 추정치 및 컨센서스 15% 하회. 별도 영업이익 377억으로 YOY 11%, 백화점 매출부진 및 재산세 부담금 증가(+30억) 영향. 신세계인터 및 센트럴시티 등 계열사 합산 영업이익 118억으로 YOY -25%로 부진
- 2Q 연결 지배주주 순이익 2,713억, YOY +652%로 우리 추정치 및 컨센서스 큰 폭 상회. 일회성 영업외수익으로 삼성생명 주식매각차익이 3,260억 반영(취득원가 기준)된 영향. 우리는 1Q 장부가 기준으로 매각차익을 375억 반영했음
- 2Q 잠정실적 반영으로 Fw12M 추정 EPS 7% 하향조정. 목표가 27만원에서 25만원으로 하향. 목표가 기준과 동일하게 Fw12M 추정 EPS(삼성생명 배당수익 차감)에 Target PER 13.2배(백화점 3개사 동일) 적용한 영업가치에 삼성생명 지분가치(향후 추가 매각 가능성 존재하여 현재가 반영) 합산하여 산출. 상승여력 제한적으로 투자 의견은 HOLD 유지. 시내 면세점 탈락 이후 급락한 주가, 내년 신규 출점에 대한 기대와 소공동 롯데면세점 특허 재승인 여부 불확실성이 긍정적으로 작용하며 반등하고 있으나 펀더멘탈 회복 지연으로 반등 폭 제한적일 전망

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD		유지
목표주가	250,000	270,000	하향
Earnings			하향
Valuation Call	Negative		
단기이익모멘텀			
장기성장성			

Fig. 018: 신세계의 2Q15 Rreview

(단위 : 십억원)

	회사 잠정		당사 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2015.06P	2015.06(E)	차이(%)	2014.06A			2015.06P	2015.06(E)	차이(%)	2014.06A
매출액	601.1	605.8	(0.8)	568.6	5.7		630.7	(4.7)	601.7	(0.1)
영업이익	49.5	57.7	(14.1)	58.2	(14.9)		71.3	(30.5)	59.2	(16.3)
순이익	271.3	49.7	445.5	36.1	651.8		45.8	491.9	63.8	325.2
이익률(%)										
영업이익	8.2	9.5		10.2			11.3		9.8	
순이익	45.1	8.2		6.3			7.3		10.6	
이익률 차이(%)P										
영업이익		(1.3)		(2.0)			(3.1)		(1.6)	
순이익		36.9		38.8			37.9		34.5	

Note: K-IFRS 연결, 순이익 지배주주 순이익 기준

Source: 신세계, KTB투자증권

Fig. 019: 신세계의 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06	2015.09	2015.12	2016.03	2016.06
매출액	642.5	771.9	667.6	658.6	638.0	767.8	667.9	657.4	(0.7)	(0.5)	0.0	(0.2)
영업이익	54.2	101.6	68.7	58.4	50.2	96.8	68.9	49.7	(7.5)	(4.7)	0.3	(14.8)
영업이익률(%)	8.4	13.2	10.3	8.9	7.9	12.6	10.3	7.6	(0.6)	(0.6)	0.0	(1.3)
EBITDA	99.2	146.9	116.6	106.5	95.1	142.1	116.8	97.9	(4.1)	(3.3)	0.2	(8.1)
EBITDA이익률(%)	15.4	19.0	17.5	16.2	14.9	18.5	17.5	14.9	(0.5)	(0.5)	0.0	(1.3)
순이익	25.8	61.3	42.4	31.7	23.6	58.0	42.5	26.3	(8.4)	(5.3)	0.3	(16.9)

Note: K-IFRS 연결, 순이익 지배주주 순이익 기준

Source: 신세계, KTB투자증권



Fig. 020: 신세계 연간 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%,%P)		
	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
매출액	2,650.9	2,925.2	3,039.4	2,637.5	2,927.2	3,041.0	(0.5)	0.1	0.1
영업이익	284.8	305.3	312.1	267.8	286.9	293.1	(6.0)	(6.0)	(6.1)
영업이익률(%)	10.7	10.4	10.3	10.2	9.8	9.6	(0.6)	(0.6)	(0.6)
EBITDA	463.4	498.9	510.5	446.3	480.5	491.6	(3.7)	(3.7)	(3.7)
EBITDA이익률(%)	17.5	17.1	16.8	16.9	16.4	16.2	(0.6)	(0.6)	(0.6)
순이익	182.6	176.3	181.2	398.7	165.0	169.6	118.4	(6.4)	(6.4)

Note: K-IFRS 연결, 순이익은 지배기업 소유주 지분 순이익 기준

Source: KTB투자증권

Fig. 021: 신세계 '15년 2분기 잠정 실적 (상세)

(단위: 억원)

사업부별 실적	2015.2Q		2014.2Q		
	(회사잠정)	(비중,%)	(실적)	(비중,%)	(YOY,%)
총매출	9,531	100.0	9,727	100.0	(2.0)
오프라인	7,991	83.8	8,327	85.6	(4.0)
온라인	1,541	16.2	1,401	14.4	10.0
순매출	3,553	-	3,552	-	0.0
매출총이익	2,728	100.0	2,755	100.0	(1.0)
오프라인	2,557	93.7	2,618	95.0	(2.3)
온라인	171	6.3	137	5.0	24.8
영업이익	377	100.0	425	100.0	(11.3)
오프라인	408	108.2	488	114.8	(16.4)
온라인	(29)	(7.7)	(62)	(14.6)	적축
이익률(%)	(회사잠정)		(실적)		(YOY,%p)
매출총이익률	28.6		28.3		0.3
오프라인	32.0		31.4		0.6
온라인	11.1		9.8		1.3
영업이익률	4.0		4.4		(0.4)
오프라인	5.1		5.9		(0.8)
온라인	(1.9)		(4.4)		2.5

Note: 1. K-IFRS 별도. 순이익은 미공시

2. 매출총이익률, 영업이익률 모두 총매출액 기준

Source: 신세계, KTB투자증권



재무제표 (신세계)

대차대조표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	488.9	802.3	1,339.8	1,378.9	1,432.7
현금성자산	38.5	89.8	525.4	474.5	501.1
매출채권	171.1	186.4	219.1	252.3	261.7
재고자산	244.0	292.0	358.9	413.2	428.7
비유동자산	7,011.1	7,129.1	7,029.1	7,274.2	7,470.8
투자자산	2,222.6	2,274.1	1,950.9	2,030.2	2,112.6
유형자산	4,542.0	4,578.8	4,808.3	4,979.6	5,098.5
무형자산	246.5	276.2	269.9	264.5	259.7
자산총계	7,500.0	7,931.4	8,369.0	8,653.1	8,903.6
유동부채	1,346.0	1,616.4	1,627.7	1,692.5	1,716.8
매입채무	244.1	317.5	374.6	431.4	447.6
유동성이자부채	331.8	498.8	445.0	445.0	445.0
비유동부채	2,810.1	2,746.0	2,872.9	2,905.3	2,939.1
비유동이자부채	2,059.7	1,939.1	2,074.7	2,074.7	2,074.7
부채총계	4,156.1	4,362.4	4,500.6	4,597.9	4,655.9
자본금	49.2	49.2	49.2	49.2	49.2
자본잉여금	387.6	400.6	400.4	400.4	400.4
이익잉여금	1,374.0	1,517.7	1,914.6	2,101.6	2,294.0
자본조정	599.4	648.2	536.6	536.6	536.6
자기주식	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)	(3.6)
자본총계	3,343.9	3,569.1	3,868.3	4,055.2	4,247.7
투하자본	4,505.9	4,558.1	4,867.4	5,064.8	5,188.6
순차입금	2,353.0	2,348.2	1,994.3	2,045.2	2,018.6
ROA	2.7	2.4	5.3	2.3	2.3
ROE	8.4	7.4	15.6	6.6	6.4
ROIC	5.1	4.5	4.3	4.3	4.3

현금흐름표

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	274.0	378.7	349.8	373.1	406.9
당기순이익	194.7	186.1	430.7	198.2	203.7
자산상각비	173.6	168.2	178.5	193.6	198.4
운전자본증감	(90.7)	78.0	(259.9)	(25.1)	(3.0)
매출채권감소(증가)	37.4	(8.3)	(28.9)	(33.2)	(9.4)
재고자산감소(증가)	(27.4)	(43.2)	(61.6)	(54.4)	(15.5)
매입채무증감(감소)	(22.9)	56.2	47.5	56.8	16.1
투자현금	(575.8)	(513.9)	(0.4)	(413.6)	(370.1)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(0.7)	(1.0)	(1.0)
장기투자증권감소	(24.6)	16.3	235.9	(14.4)	(16.1)
설비투자	(393.8)	(416.4)	(408.9)	(351.3)	(304.1)
유무형자산감소	(9.2)	(7.0)	(4.1)	(8.2)	(8.5)
재무현금	280.2	185.5	83.6	(11.3)	(11.3)
차입금증가	267.1	13.8	83.3	0.0	0.0
자본증가	(9.8)	(9.8)	(11.3)	(11.3)	(11.3)
배당금지급	9.8	9.8	11.3	11.3	11.3
현금 증감	(21.7)	50.3	433.0	(51.8)	25.6
총현금흐름(Gross CF)	516.9	462.9	631.6	398.2	409.9
(-) 운전자본증감(감소)	(5.0)	158.8	36.8	25.1	3.0
(-) 설비투자	393.8	416.4	408.9	351.3	304.1
(+) 자산매각	(9.2)	(7.0)	(4.1)	(8.2)	(8.5)
Free Cash Flow	118.9	(119.3)	181.8	13.7	94.3
(-) 기타투자	24.6	(16.3)	(235.9)	14.4	16.1
잉여현금	94.3	(103.0)	417.7	(0.8)	78.3

Note: K-IFRS 연결 기준

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	2,441.6	2,492.3	2,637.5	2,927.2	3,041.0
증가율 (Y-Y,%)	6.4	2.1	5.8	11.0	3.9
영업이익	306.4	273.4	267.8	286.9	293.1
증가율 (Y-Y,%)	22.7	(10.8)	(2.1)	7.1	2.2
EBITDA	480.0	441.6	446.3	480.5	491.6
영업외손익	(39.7)	(23.5)	307.8	(21.1)	(19.9)
순이자수익	(62.6)	(64.1)	(52.7)	(57.0)	(56.2)
외화관련손익	2.5	1.3	3.8	0.0	0.0
지분법손익	21.6	43.9	26.0	26.0	26.0
세전계속사업손익	266.7	250.0	575.7	265.8	273.2
당기순이익	194.7	186.1	430.7	198.2	203.7
지배기업당기순이익	157.6	156.6	398.7	165.0	169.6
증가율 (Y-Y,%)	0.5	(4.4)	131.5	(54.0)	2.8
NOPLAT	223.6	203.5	200.4	214.0	218.6
(+) Dep	173.6	168.2	178.5	193.6	198.4
(-) 운전자본투자	(5.0)	158.8	36.8	25.1	3.0
(-) Capex	393.8	416.4	408.9	351.3	304.1
OpFCF	8.4	(203.5)	(66.8)	31.2	109.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.3	4.5	4.7	6.2	6.9
영업이익증가율(3Yr)	8.6	2.4	2.4	(2.2)	2.3
EBITDA증가율(3Yr)	10.8	4.9	3.9	0.0	3.6
순이익증가율(3Yr)	(44.0)	(62.5)	30.5	0.6	3.1
영업이익률(%)	12.5	11.0	10.2	9.8	9.6
EBITDA마진(%)	19.7	17.7	16.9	16.4	16.2
순이익률(%)	8.0	7.5	16.3	6.8	6.7

주요투자지표

(단위:원,배)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Per share Data					
EPS	16,010	15,908	40,500	16,759	17,225
BPS	219,783	237,635	267,228	286,758	306,790
DPS	1,000	1,150	1,150	1,150	1,150
Multiples(x, %)					
PER	15.8	11.4	5.8	14.1	13.7
PBR	1.1	0.8	0.9	0.8	0.8
EV/ EBITDA	10.1	9.4	9.7	9.1	8.8
배당수익률	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	4.8	3.8	3.7	5.8	5.7
PSR	1.0	0.7	0.9	0.8	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	124.3	122.2	116.3	113.4	109.6
Net debt/Equity	70.4	65.8	51.6	50.4	47.5
Net debt/EBITDA	490.2	531.7	446.8	425.7	410.6
유동비율	36.3	49.6	82.3	81.5	83.5
이자보상배율	4.9	4.3	5.1	5.0	5.2
이자비용/매출액	3.7	3.3	3.0	2.7	2.6
자산구조					
투하자본(%)	66.6	65.8	66.3	66.9	66.5
현금+투자자산(%)	33.4	34.2	33.7	33.1	33.5
자본구조					
차입금(%)	41.7	40.6	39.4	38.3	37.2
자기자본(%)	58.3	59.4	60.6	61.7	62.8



▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 6개월간 주간으로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 80% **HOLD :** 20% **SELL :** 00%

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 +5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 +5%이상~+15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

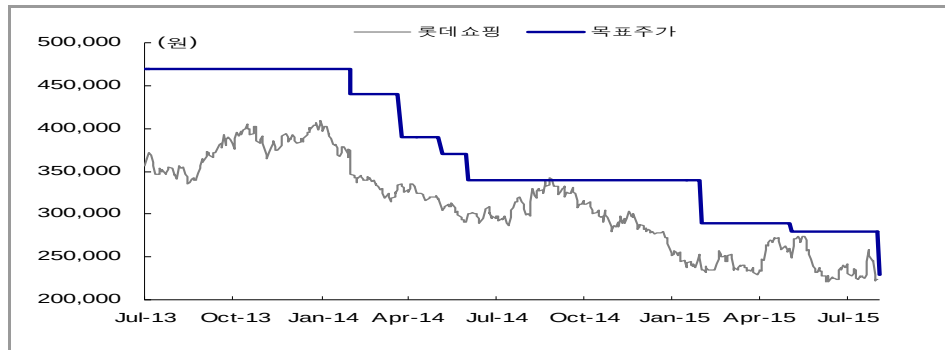
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

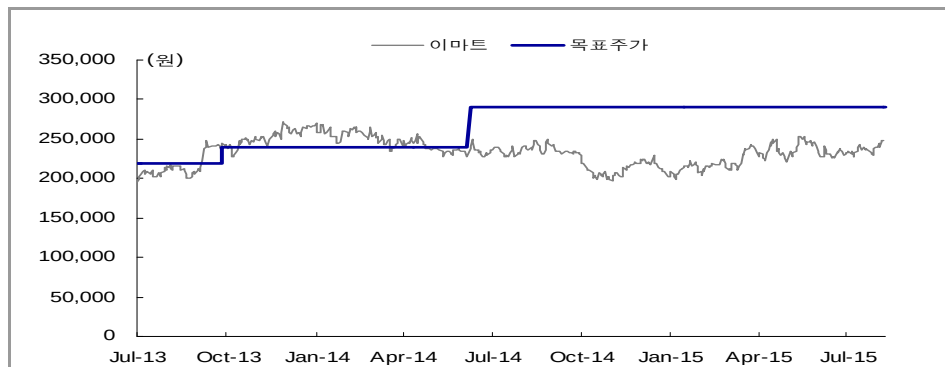
▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

롯데쇼핑 (023530)



일자	2013.8.12	2014.2.7	2014.3.31	2014.5.12	2014.6.9	2015.2.6
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	470,000원	440,000원	390,000원	370,000원	340,000원	290,000원
일자	2015.5.11	2015.08.10				
투자의견	HOLD	HOLD				
목표주가	280,000원	230,000원				

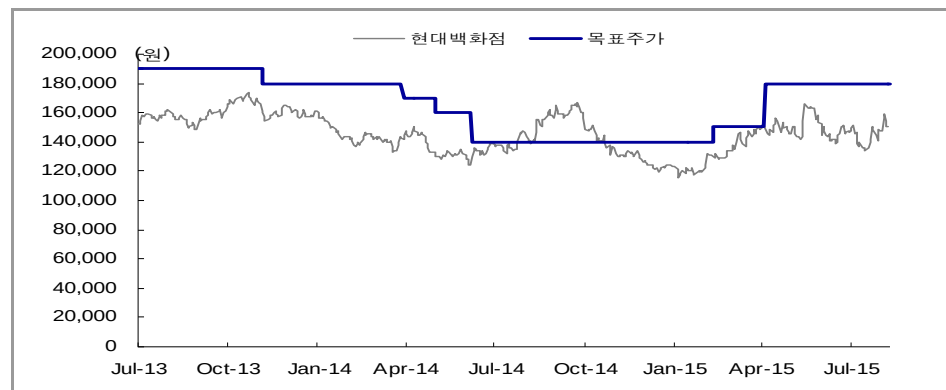
이마트 (139480)



일자	2013.9.27	2014.6.9
투자의견	HOLD	BUY
목표주가	240,000원	290,000원



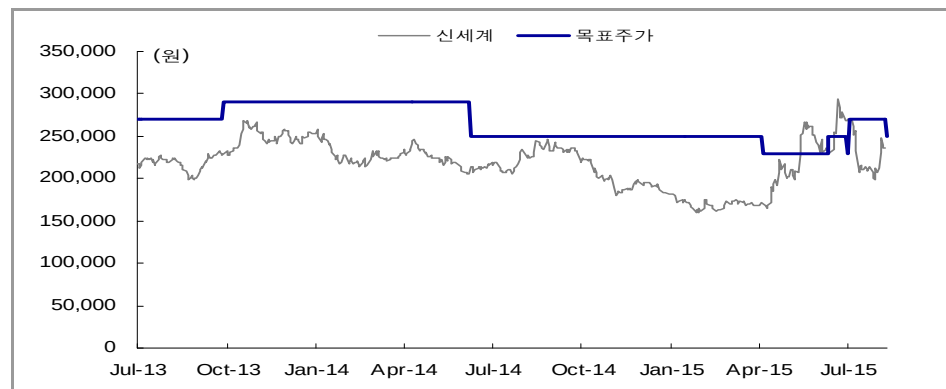
현대백화점 (069960)



일자	2013.9.27	2013.11.6	2014.3.31	2014.5.2	2014.6.9	2015.2.11
투자의견	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY
목표주가	190,000원	180,000원	170,000원	160,000원	140,000원	150,000원

일자	2015.4.6
투자의견	BUY
목표주가	180,000원

신세계 (004170)



일자	2013.9.27	2014.6.9	2015.4.6	2015.7.3	2015.8.10
투자의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
목표주가	290,000원	250,000원	230,000원	270,000원	250,000원

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.