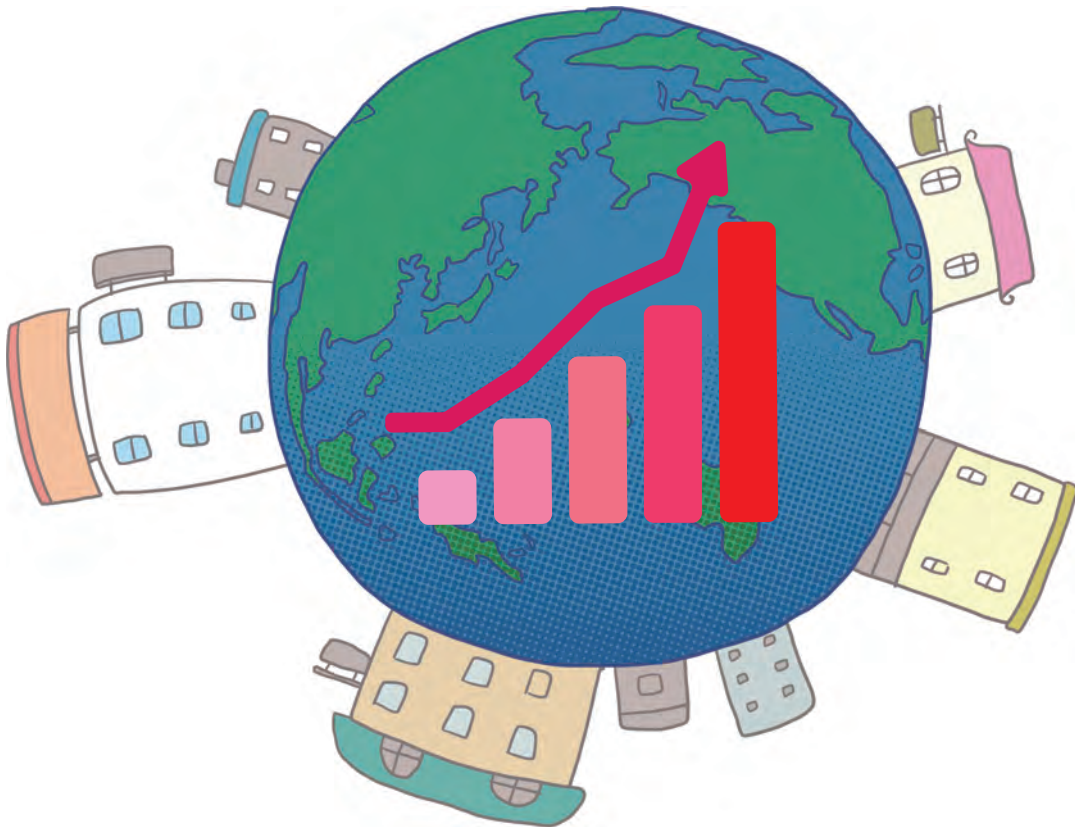


글로벌 복합불황기 투자전략

길게 보면 답이 보입니다(가치투자의 방법론)

유통/상사/교육제지/기계
박종렬

3787-2099
jrpark@hmcib.com





I. 선택의 문제 | 02

II. 우량 기업 선별 방법론 | 04

재무제표를 통해 우량한 업체를 선별하자 | 04

재무제표를 분석하는 방법 | 05

실제 사례 분석 | 07

III. 역발상 투자 방법론 | 15

상전벽해와 개과천선 기업들 | 15

P/B: Price to Book Value Ratio | 16

수정자산가치 계산 : 청산가치 도출 시 고려해야 할 사항들 | 17

IV. 섹터별 글로벌 피어그룹과의 비교 | 18

대형유통업 | 18

면세점업 | 19

대형마트업 | 20

편의점업 | 20

온라인업 | 21

종합상사업 | 21

교육업 | 22

제지업 | 23

기계업 | 23

V. 투자유망종목 | 25

롯데쇼핑 | 25

현대백화점 | 30

GS홈쇼핑 | 33

현대홈쇼핑 | 36

SK네트웍스 | 39

한솔제지 | 42

두산인프라코어 | 45

글로벌 복합불황기 투자전략

길게 보면 답이 보입니다(가치투자의 방법론)

Analyst 박종렬

02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

보고서 작성 목적과 활용도

이번 보고서를 통해 글로벌 복합불황기에 대한 투자전략과 유망종목을 소개한다. 지금과 같이 어려운 시기에도 절대수익률을 추구할 수 있는 방안을 제시하고자 했다. 아무쪼록 어려운 투자환경에서도 절대수익률을 추구하는 투자자들에게 이번 자료가 투자 길잡이로서 역할을 하는데 조금이라도 보탬이 된다면 이보다 더 큰 기쁨은 없을 것이다.

가치투자의 두 가지 방법론

지금 우리가 겪고 있는 글로벌 복합불황은 지난 1997년 외환위기를 포함해 세 차례의 위기와는 판이한 성격을 갖고 있다. 과거에는 위기 당사국을 제외한 나머지 국가들은 정상적인 경제 상황이라 수출 수요가 상존하고 있던 바, 위기국들의 적극적인 수출 확대를 통한 수렁에서의 탈출이 가능했다. 반면, 지난 2014년 하반기 이후 진행되고 있는 글로벌 복합불황은 그 어느 국가도 자유롭지 못한 상황이라 타국의 수출을 받아줄 형편은커녕 보호무역주의 경향이 드세지고 있다. 구조적인 장기 복합불황이라 본다면 주식시장에서 투자유망 종목 선정 방법도 과거와는 달리 접근할 필요가 있다. 두 가지를 제시할 수 있는데, 우선 불황에도 강한 기업에 투자하는 방법과 역발상적인 관점에서 부도 나지 않은 기업 중 철저히 저평가되어 있는 기업을 골라 내는 것이다.

불황에 강한 기업을 주목하자

지금과 같은 복합불황기에는 재무상태표(안정성)를 우선적이고 집중적으로 봐야 한다. 동시에 포괄손익계산서와 현금흐름표를 통해 기업의 수익성과 성장성을 평가해야 한다. 이를 통해 안정성과 수익성 그리고 성장성을 평가해서 피어그룹 중 우량한 기업을 선정한 후 과거 3차례의 위기 국면 시에 재무제표를 통해 이들의 재무지표 변화가 어땠는지를 먼저 점검할 필요가 있다. 또한, 제품·상품의 기술 및 가격 경쟁력, 고객 충성도, 경영자의 자질 등 정성적 항목도 눈여겨 봐야 할 대상이다.

역발상 관점에서 철저히 저평가된 기업을 매수하자

우량한 기업은 주가가 절대 싸지 않다. 싸지 않다는 것은 국내 및 해외 동종 업종평균에 비해 제 값을 받고 있을 확률이 높다는 것이다. 그렇다면, 역발상적인 관점에서 낙폭과대주 중 부도날 가능성이 희박하면서 P/E 멀티플로는 답이 나오지 않지만, 청산가치 개념인 P/B멀티플로 접근할 때 유망한 종목을 발굴하는 방법이 필요하다.

섹터별 유망종목 발굴

대형유통주에서는 롯데쇼핑(023530)과 현대백화점(069960), 홈쇼핑에서는 GS홈쇼핑(028150)과 현대홈쇼핑(057050), 종합상사에서는 SK네트웍스(001740), 교육제지에서는 한솔제지(213500), 기계에서는 두산인프라코어(042670) 등이다. 이들 중 Top pick은 롯데쇼핑(023530)이다.

I. 선택의 문제

우려했던 대로 글로벌 복합불황은 우리 앞에 현실로 다가왔다. 현재 진행되고 있는 글로벌 복합 불황은 과거와는 성격이 판이하게 다르다. 지난 1997년 동남아시아에 불어 닥친 외환위기 때는 동남아시아 국가들만의 문제였기 때문에, 한국을 비롯한 대부분의 동남아시아 국가들은 선진국으로 수출 확대를 통해 외환위기를 극복할 수 있었다. 또한, 2008년 미국 서브프라임모기지론 비롯된 글로벌 금융위기와 2010년 남유럽 재정위기 때는 중국, 인도를 비롯한 신흥국들이 버텼기에 세계경제는 그나마 위기를 극복할 수 있는 발판이 있었다. 그렇지만 지난 2014년 하반기 이후 우리에게 다가온 글로벌 복합불황은 세계 그 어느 나라도 자유롭지 못하게 하고 있다. 각국은 수출을 확대를 위해 경주하고 있지만, 받아줄 나라가 없는 것이다. 그래서 불가피하게 선택하고 있는 것이 내수를 끌어올려 경제를 살리려는 필살의 노력들이 진행되고 있다.

글로벌 복합불황으로 주식시장에 대한 대응도 갈수록 어려워지고 있다. 마땅한 투자처가 없기 때문이다. 투자유망 종목 선정에 있어서도 딱히 아이디어가 없는 상황이다. 잘나가는 것은 너무 비싸서 선뜻 매수하기가 두렵고, P/E, P/B, EV/EBITDA 등 상대가치 valuation multiple이 낮은 것은 그 나름대로 업황과 실적이 좋지 못하기 때문이다.

이런 상황이라면 역발상의 투자전략이 필요하다. 상전벽해와 개과천선할 수 있는 기업들을 찾아서 가치평가 한 후 절대 저평가된 기업을 매수하자는 얘기다. 그런 유형의 기업은 업종을 불문하고 다음의 다섯 가지 요건을 충족하는 종목이어야 한다.

첫째, 최근 2~3년 사이 주가가 적어도 1/2 수준으로 급락한 종목, 즉 반토막 이상 하락한 기업들 중 부도 가능성이 없는 종목을 찾자. 물론, 부도 가능성이 절대적으로 없다는 것은 아니다. 정확히 말해 부도 가능성이 현저히 낮은 기업을 골라 내자는 것이다.

둘째, 주가가 급락한 이유와 원인을 분석하고 그 악재가 향후 머지않은 시간 내에 해소될 수 있거나 최소한 개선의 실마리가 보이는 기업을 취사 선택하자.

셋째, 영업실적의 개선 가능성이 있는 기업을 골라 보자. 많지는 않겠지만, 영업이익의 증가가 예상되는 기업이면 좋겠지만, 설령 영업이익의 개선이 없더라도 세전이익과 순이익이 증가할 수 있는 기업도 찾아보자. 지난해 대부분의 기업들은 엄격한 회계기준 적용으로 투자자산, 매출채권, 재고자산, 무형자산(영업권, 광업권 등)에서 그동안 누적된 국내 및 해외사업 부문 부실을 한꺼번에 털어낸 바 있다.

넷째, P/E 수익가치로 답이 나오지 않다면, P/B를 활용한 청산가치 개념에서 접근해 볼 필요가 있다. 유형자산, 매출채권, 재고자산, 투자자산, 무형자산 등의 공정가치를 평가해 실질P/B로 평가해 저평가된 기업을 찾자.

다섯째, 부정적 이슈(비영업부문)와 악재가 향후에는 해소되거나 소멸될 수 있는 기업을 골라내자. 경영권 분쟁, 지배구조의 불투명성 등이 개선될 수 있는 기업과 자회사(종속법인, 지분법 대상 법인의 가치 재평가)를 통해 전체 기업가치의 재평가가 가능한 기업을 보자.

이런 유형의 기업들을 선정했다면 가치평가를 통해 최소 2배 이상 상승할 수 있는 잠재력을 갖고 있는 기업들을 선별해 매수하자. 매수도 철저히 분할 매수를 권고한다. 주가 저점이 얼마인지 알 수가 없기 때문이다. 그리고 적어도 2~3년 보유를 기본으로 생각하자. 물론, 그 전에 예상 목표주가에 근접하는 행운이 온다면 매도가 정답이다.

무엇을 선택할 것인가

글로벌 복합불황기에 처한 현 상황에서 상전벽해(桑田碧海)와 개과천선(改過遷善)종목들을 투자 의 대안으로 제시한다. 턴어라운드라 말해도 되는데, 굳이 상전벽해와 개과천선을 들먹이는 이유는 그만큼 해당 기업들이 많이 망가진 상태라 더 이상 나빠질 개연성은 크지 않고 각종의 악재는 이미 주가에 상당부분 반영된 상태고, 앞으로는 좋아질 가능성이 높은 기업들이라는 뜻이다.

일단, 이런 부류에 해당할 수 있는 종목들의 기준은 다음과 같다. 첫째, 영업실적에서 망가질대로 망가진 기업 중에서 향후 적어도 한가지 이상에서 개선될 실마리를 갖고 있는 기업이다. 둘째, 어떤 일이 있어도 부도가 나면 안 된다는 기본 요건을 충족한 기업이다. 셋째, 주가는 최근 2~3년간 고점 대비 적어도 1/2수준까지 하락한 즉, 주가가 반토막 이상 난 기업이다. 넷째, P/B 멀티플은 적어도 1배 이하이고 적을수록 좋다. 특히, 자산가치 측면에서 유형자산과 무형자산, 투자자산은 우리가 측정 가능한 범위 내에서 실제가치가 적어도 장부가를 상회해야만 한다.

대형유통주에서는 롯데쇼핑과 현대백화점, 홈쇼핑에서는 GS홈쇼핑과 현대홈쇼핑, 종합상사에서 SK네트웍스, 교육제지에서는 한솔제지, 기계에서는 두산인프라코어 등이다.

〈표1〉 유통/상사/교육제지/기계 업종 Top picks 투자의견 요약

종목명	투자의견	현재가 (원) (10/26)	목표주가 (원)	투자포인트
롯데쇼핑 (A023530)	BUY	232,500	330,000	· 청산가치로 볼 때 매력적인 주가 수준, 실질P/B 0.3배로 현재가 대비 3.3배 상승 잠재력 · 경영혁신안을 통해 기업재배구조 투명성 개선, 비상장 자회사 가치 재평가 계기 · 영업실적은 단기적 개선 폭 제한적이나 중장기 개선 가능성 충분
현대백화점 (A069960)	BUY	120,000	176,000	· 후발주자임에도 불구하고 아울렛시장의 공격적인 특화 전략 주효로 성장 기틀 마련 · 현대홈쇼핑, 한신, 등 자회사들과의 시너지 창출을 통한 성장 지속 · 글로벌 피어 평균 대비 P/E, P/B, EV/EBITDA 등 제반 지표 대형유통주 중 가장 저평가
GS홈쇼핑 (A028150)	BUY	169,900	260,000	· 모바일 부문 수익성 위주의 전략으로 지난해 4분기 이후 실적 개선 추세 지속 · 독점 상품을 중심으로 한 상품 강화를 통한 경쟁력 제고 · 순현금 감안한 실질P/E 3.6배로 저평가 상태, 배당수익률 3.3%로 배당주 매력
현대홈쇼핑 (A057050)	BUY	116,000	160,000	· 한신(패션), 현대렌탈케어(렌탈부문) 등 자회사들과의 협업을 통한 성장 동력 확보 · 모바일 부문 강화와 S급 채널 확보 등 외형 확대 노력, 경쟁사들과는 다른 행보 · 순현금과 자회사 지분가치 등을 감안한 실질P/E 1.2배로 극단적 저평가
SK네트웍스 (A001740)	BUY	6,690	9,000	· 동양매직 인수를 통해 기존 렌터카 사업과 함께 종합렌탈 기업으로 변신 중 · 패션사업부문 매각과 신 성장동력 확충을 위한 부단한 노력을 통한 기업가치 제고 · 글로벌 피어 평균 대비 ROE는 다소 낮지만, P/B, EV/EBITDA 등의 지표는 현저히 저평가
한솔제지 (A213500)	BUY	19,900	37,000	· 성공적인 유상증자를 통한 재무건전성 제고로 주가 할인요소 제거 · 국제 유가 반등에도 불구하고 국제 펄프가 약세로 실적 모멘텀 유지될 것 · 글로벌 피어 그룹 대비 성장성과 수익성 우위에도 valuation 지표는 저평가, 배당주
두산인프라코어 (A042670)	BUY	6,870	10,300	· 당초보다는 작지만 두산발켓 상장으로 재무구조 개선과 안정적인 배당수익 발생 가능 · 중국 굴삭기 시장 본격적인 회복세 진입으로 향후 추가적인 실적 호전 기대 · 글로벌 피어 평균 대비 ROE는 다소 낮지만, P/E, P/B, EV/EBITDA 등의 지표는 저평가

자료: HMC투자증권

II. 우량 기업 선별 방법론

1. 재무제표를 통해 우량한 업체를 선별하자

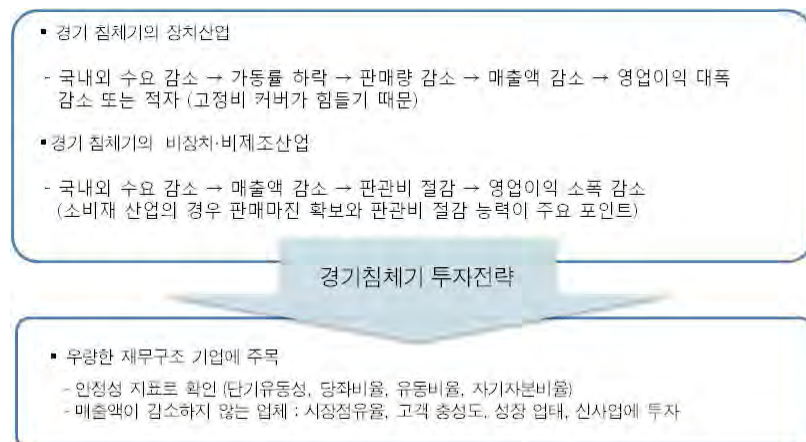
경기 불황기에는 장사(壯士)가 없다. 그렇지만 나름대로 선전하는 업체도 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 이들의 주요 특성은 재무제표를 통해서도 확인할 수 있는데, 우선 재무구조가 우량한 기업에 주목하라는 것이다. 글로벌 복합 불황기에는 국내외 수요감소로 대규모 장치산업의 경우 판매량의 감소와 가동률 하락이 동시에 진행된다. 그에 따라 매출액 감소와 함께 이익 감소 폭은 외형 감소폭을 상회하게 되는데, 대부분 고정비 커버가 쉽지 않기 때문이다. 가동률을 높여 단위당 제조원가와 매출원가를 낮춰 이익을 증대시킬 수 있지만 이는 화를 부르는 결과일 뿐이다. 재고자산의 증가는 그대로 현금흐름의 악화로 직결되기 때문이다.

글로벌 경기침체기에는 비 장치산업과 재무구조가 우량한 기업에 투자하는 것이 바람직하다. 장치산업에 비해 총비용 대비 고정비 비율이 높지 않아 수요 감소에 따른 발 빠른 대처가 가능해, 상대적으로 외형 감소 폭에 비해 이익의 감소 폭이 크지 않기 때문이다. 특히, 높은 시장 지배력과 가격 결정권을 갖고 있거나, 성장 업태이면서 높은 고객 충성도를 보유한 기업은 내성이 강하다 할 수 있다. 또한, 신 사업에 대한 투자 확대를 통해 불황 속에서도 외형을 확대할 수 있는 기업 등이 가장 매력적인 종목이라 할 수 있다.

불황기에는 재무구조가 불량한 기업을 회피하고 우량한 종목에 집중하라는 이유는 기업들의 흑자도산에 대비해야 한다는 점에 있다. 경기 불황이 짧게 끝난다면 큰 문제는 아니겠지만, 장기화된다면 매출액과 이익의 큰 폭 감소가 불가피하기 때문이다. 특히, 재무구조가 불량한 기업의 경우 단기유동성에 문제가 발생할 수 있고, 최악의 경우에는 흑자도산에 이를 수 있기 때문이다.

재무구조가 우량하면서 매출액의 감소폭이 크지 않거나 경우에 따라서는 매출액과 이익이 증가할 수 있는 기업들에 주목해야 한다.

〈표2〉 등짐을 가볍게 지고 있는 업체를 주목하라



자료 : HMC투자증권

2. 재무제표를 분석하는 요령

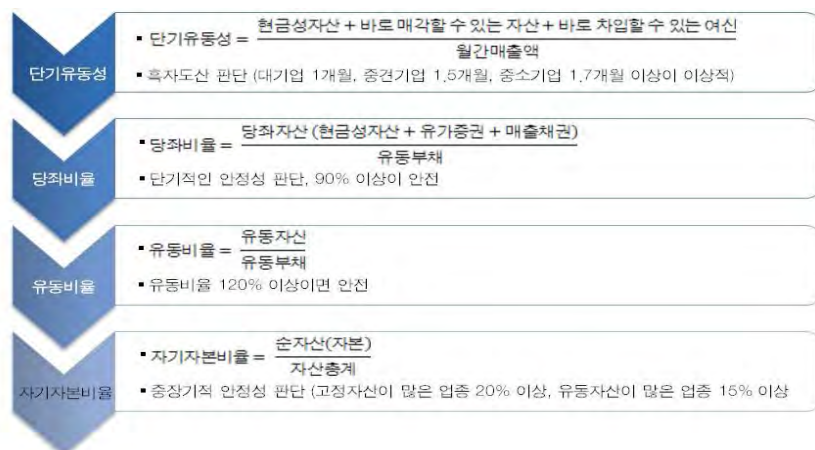
불황기를 맞이한 지금은 무엇보다도 살아남을 수 있는 기업에 주목해야 한다. 왜 굳이 우리가 위험을 감수하면서 싸지도 않은 기업(종목)에 내 재산을 투자할 이유가 무엇이란 말인가? 주지의 사실이지만 재무제표 중 적어도 재무상태표, 포괄손익계산서, 현금흐름표 등 세가지는 꼭 봐야 한다. 투자자 대부분은 포괄손익계산서만 보는 경향이 많은데, 특히 지금과 같은 불황기에는 재무상태표(안정성)를 우선적이고 집중적으로 봐야 한다. 그리고 동시에 포괄손익계산서와 현금흐름표를 통해 기업의 수익성과 성장성을 평가해야 한다.

먼저 재무상태표를 볼 때 안전성 지표의 우선 순위를 <표3>과 같이 단기유동성 → 당좌비율 → 유동비율 → 자기자본비율로 분석해 나가야 한다. 특히, 단기유동성을 강조하는 것은 불황기 때에 흑자도산 하는 기업이 적지 않기 때문이다. 우리의 소중한 재산을 날릴 수는 없지 않은가? 포괄손익계산서를 분석할 때는 <표5>에 제시한 네 가지 측면에서 고려해봐야 한다. 특히, 강조하고 싶은 것은 자산의 증가율을 상회하는 매출액증가를 달성하고 있는지, 기업이 분식하고 있지는 않은지에 대해 꼼꼼히 살펴볼 필요가 있다. 통상적으로 기업의 분식은 자산을 과대 계상하거나, 부채를 과소 계상하거나, 혹은 이익을 실제보다 부풀리는 세가지 차원에서 이뤄진다 할 수 있다. <표4 참조>

현금흐름표를 통해 기업의 실력을 검증할 수 있다. <표6>에 제시한 것과 같이 영업활동, 투자활동, 재무활동 등 세 가지 측면에서 분석해 보면 기업의 현금창출능력을 검증할 수 있다. 여기서 중요한 것은 영업활동으로 창출된 현금흐름 범위 내에서 투자와 재무활동의 부족한 현금을 메워주고도 잉여 현금흐름이 창출될 수 있는 기업이 가장 강력한 기업이라는 점이다.

필자는 이와 같은 관점에서 현대백화점, BGF리테일, 현대홈쇼핑, GS홈쇼핑이 가장 이상적인 기업이라는 점을 다시 한번 강조한다. 물론 이들 가운데에서도 우열을 논한다면 현대홈쇼핑> GS홈쇼핑> 현대백화점> BGF리테일의 순이라 할 수 있다.

<표3> 안정성 지표의 우선순위



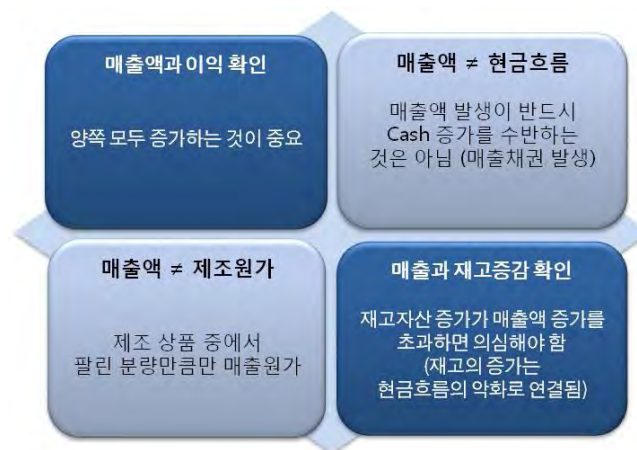
자료 : 1초 만에 재무제표 읽는 법, 고미야 가즈요시 저

〈표4〉 분식회계의 실상 (자산↑, 부채↓, 이익↑)

자산 ↑	▪ 감가상각비를 적게 계상 ▪ 자산 취득 후 추가 지출에 대해 비용처리를 하지 않고 연구비 등 무형자산(개발비)으로 처리 ▪ 자산의 공정가액을 높게 평가
부채 ↓	▪ 부채의 고의 누락 ▪ 퇴직급여 부채 공정가치로 평가 시 할인율 조작 ▪ 지급보증 채무를 부채로 인식하지 않음
매출액 ↑, 비용 ↓, 이익 ↑	▪ 차기의 매출액을 당기의 매출액으로 조기 인식 ▪ 가짜 매출액을 계상 ▪ 비용을 자산으로 처리 ▪ 부채를 축소, 부채와 관련된 이자비용 축소

자료 : IFRS를 알아야 회계가 보인다-신방수 저

〈표5〉 포괄손익계산서 유의 사항



자료 : 1초 만에 재무제표 읽는 법, 고미야 가즈요시 저

〈표6〉 현금흐름표 분석 시 유의 사항

영업현금흐름	▪ 현금흐름마진 = $\frac{\text{영업현금흐름}}{\text{매출액}}$ ▪ 순이익과 현금흐름은 다르다 ▪ 순이익과 현금흐름 모두 플러스로 만들어야 함
투자현금흐름	▪ 유형고정자산의 취득 ≥ 감가상각비 (감가상각비 정도는 채투자하지 않으면 현재사업을 유지할 수 없기 때문) ▪ 미래투자액 = 유형고정자산 취득액 - 감가상각비 ▪ 자유현금흐름 = 영업현금흐름 - 감가상각비
재무현금흐름	▪ 재무활동(차입, 사채, 증자)을 통한 자금조달(상환)과 주주환원(배당, 자사주 매입) ▪ 재무현금흐름은 플러스보다는 마이너스가 건전한 것

⇒ 영업현금흐름이 플러스 값이고 그 범위 안에서 투자와 재무현금흐름의 마이너스를 충당할 수 있다면 가장 이상적인 현금흐름표

자료 : 1초 만에 재무제표 읽는 법, 고미야 가즈요시 저

3. 실제 사례 분석

1) 현대백화점 분석

현대백화점의 2016년 추정 단기유동성은 0.8개월로 기준(대기업 1개월 이상)에 다소 미달하고 있지만, 자기자본비율은 64.9%로 중장기적 안정성은 대단히 우수하다 할 수 있다. 물론, 유통업(백화점)이 현금장사(카드 결제 비율 95% 이상)이기 때문에 큰 문제는 없지만, 향후 경기가 악화돼 단기유동성에 문제가 발생할 것을 대비해 단기유동성을 확보하는 노력이 추가되면 더 좋을 것이다.

현대백화점의 수익성은 매우 우수한 것으로 평가할 수 있다. 지난 2008년 9월 15일 리먼브러더스의 몰락으로 시작된 글로벌 금융위기 발생 이후 한국의 GDP와 민간소비는 2008~2009년 심각한 불황을 겪게 됐다. 2009년 GDP와 민간소비는 전년비 각각 0.2%, 0.0%를 기록했다. 참고로 동기간 설비투자과 수출은 전년비 각각 9.8%, 1.2%의 감소세를 기록한 바 있다. 이와 같은 악조건 속에서도 2009년 매출액과 영업이익은 각각 전년비 8.9%, 10.3% 증가해, 영업이익률이 20.2%로 0.7%p 호전된 바 있다.

현대백화점의 현금흐름은 이상적인 수준을 나타내고 있다. 지난 3년간 영업활동현금흐름이 플러스였을 뿐만 아니라 영업활동현금흐름 범위 내에서 투자와 재무활동이 이뤄지고 있기 때문이다. 향후 2018년까지 본격적인 점포망 확대로 적지 않은 투자가 집행될 것이지만 현금흐름에는 큰 부담을 주지 않을 것이다.

〈표7〉 현대백화점 재무상태표 (안정성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
유동자산	11,498	8,158	9,106	12,391	14,148	17,083
현금성자산	795	176	439	1,232	3,000	5,531
당좌자산	6,465	5,595	6,041	7,135	8,887	11,784
자산총계	56,007	56,839	61,608	66,969	70,280	74,540
유동부채	12,897	14,316	10,869	13,133	12,828	13,284
자본총계	35,461	37,890	40,309	43,495	47,112	50,886
매출액	15,337	15,519	16,570	18,662	19,531	20,265
영업현금흐름	3,463	3,985	4,011	4,770	4,614	5,146
(%, 배)						
단기유동성 (배)	0.6	0.1	0.3	0.8	1.8	3.3
당좌비율	50.1	39.1	55.6	54.3	69.3	88.7
유동비율	89.1	57.0	83.8	94.3	110.3	128.6
자기자본비율	63.3	66.7	65.4	64.9	67.0	68.3
자산회전율 (배)	0.27	0.27	0.27	0.28	0.28	0.27
현금흐름마진	22.6	25.7	24.2	25.6	23.6	25.4
자산증감률	3.7	1.5	8.4	8.7	4.9	6.1

자료 : 현대백화점, HMC투자증권

〈표8〉 현대백화점 포괄손익계산서 (수익성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
매출액	15,337	15,519	16,570	18,662	19,531	20,265
매출원가	2,428	2,571	2,633	2,805	2,795	2,824
매출총이익	12,909	12,948	13,936	15,857	16,735	17,442
판매비	8,977	9,311	10,308	11,836	12,399	13,000
영업이익	3,932	3,637	3,628	4,021	4,336	4,442
세전이익	4,618	3,964	3,887	4,861	5,035	5,245
순이익	2,989	2,684	2,409	3,070	3,285	3,423
성장성 (% YoY)						
매출액	0.9	1.2	6.8	12.6	4.7	3.8
매출총이익	1.8	0.3	7.6	13.8	5.5	4.2
영업이익	-7.8	-7.5	-0.2	10.8	7.8	2.4
수익성 (%)						
매출원가율	15.8	16.6	15.9	15.0	14.3	13.9
매출총이익률	84.2	83.4	84.1	85.0	85.7	86.1
판매비율	58.5	60.0	62.2	63.4	63.5	64.1
영업이익률	25.6	23.4	21.9	21.5	22.2	21.9
세전이익률	30.1	25.5	23.5	26.0	25.8	25.9
순이익률	19.5	17.3	14.5	16.5	16.8	16.9

자료 : 현대백화점, HMC투자증권

〈표9〉 현대백화점 현금흐름표 (수익성, 성장성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
1. 영업활동으로인한 현금흐름	3,463	3,985	4,011	4,770	4,614	5,146
당기순이익	3,376	2,910	2,803	3,537	3,776	3,934
유형자산상각비	1,097	1,132	1,249	1,529	1,636	1,666
무형자산상각비	14	16	16	13	10	9
외환손익	0	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-873	-107	-387	134	-294	81
기타	-150	34	330	-443	-514	-545
2. 투자활동으로인한현금흐름	-2,153	-1,934	-5,421	-5,210	-2,686	-2,455
투자자산의 감소(증가)	345	-37	84	480	514	545
유형자산의 감소	4	12	11	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3,634	-3,717	-5,012	-3,464	-3,200	-3,000
기타	1,133	1,807	-504	-2,227	0	0
3. 재무활동으로인한현금흐름	-1,260	-2,670	1,673	1,231	-160	-160
차입금의 증가(감소)	-95	508	200	-470	0	0
사채의증가(감소)	-2,988	-2,994	4,988	2	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0	0
배당금	-180	-177	-189	-229	-160	-160
기타	2,003	-6	-3,325	1,927	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	50	-619	264	792	1,768	2,531
기초현금	745	795	176	439	1,232	3,000
기말현금	795	176	439	1,232	3,000	5,531

자료 : 현대백화점, HMC투자증권

2) BGF리테일 분석

BGF리테일의 2016년 추정 단기유동성은 0.4개월(기준 : 대기업 1개월 이상), 당좌비율 24.9%(기준 : 90% 이상이 안전)로 기준에 다소 미달하고 있지만, 유동비율 134.5%(기준 : 120% 이상이면 안전), 자기자본비율은 50.0%(기준 : 20% 이상이면 안전)로 중장기적 안정성은 대단히 우수하다 할 수 있다. 물론, 유통업(편의점)이 현금장사(카드 결제 비율 90% 이상)이기 때문에 큰 문제는 없지만, 향후 경기가 악화돼 단기유동성에 문제가 발생할 것을 대비해 단기유동성을 확보하는 노력이 추가되면 더 좋겠다. 이 정도면 그 어떤 불황이 와도 충분히 견뎌낼 수 있는 기업이라 해도 손색이 없을 정도다.

BGF리테일의 수익성도 양호하다. ROE는 20%를 상회하고 있고, 영업이익률은 지난 2013년 3.4%를 저점으로 지난해 4.2%까지 지속적으로 강화되고 있다. 이는 고마진의 PB상품을 적극 개발하는 등 상품 믹스 개선 노력이 주효하고 있기 때문이다. 특히, 지난 3년간 매출액을 상회하는 영업이익의 증가율을 기록해, 수익성은 더욱 더 견고해졌다.

BGF리테일의 현금흐름은 이상적인 수준을 나타내고 있다. 지난 3년간 영업활동현금흐름이 플러스였을 뿐만 아니라 영업활동현금흐름 범위 내에서 투자와 재무활동이 이뤄지고 있기 때문이다. 그동안 미래투자액(CAPEX-감가상각비) 규모가 크지 않았지만, 지난해 신사업에 대한 투자를 확대해 향후 성장 동력 마련에 박차를 가하고 있다. 그럼에도 불구하고 영업활동현금 창출 범위 내에서 투자와 재무활동이 이뤄지고 있을 뿐만 아니라, 현금에 차곡차곡 쌓여가는 구조라는 점에 주목할 필요가 있다.

〈표10〉 BGF리테일 재무상태표 (안정성) 분석

(단위: 억원, %, 배)

	13	14	15	16F	17F	18F
유동자산	5,324	7,231	9,476	9,866	11,625	13,688
현금성자산	1,993	2,108	1,522	1,828	3,547	5,487
당좌자산	2,068	2,181	1,630	1,828	3,547	5,487
자산총계	11,599	13,385	16,216	18,677	20,398	22,430
유동부채	7,952	5,994	6,902	7,334	7,241	7,247
자본총계	2,030	5,721	7,737	9,340	11,153	13,177
매출액	31,300	33,680	43,343	51,984	58,838	64,878
영업현금흐름	2,357	2,603	3,593	3,352	3,222	3,369
단기유동성 (배)	0.8	0.8	0.4	0.4	0.7	1.0
당좌비율	26.0	36.4	23.6	24.9	49.0	75.7
유동비율	67.0	120.6	137.3	134.5	160.6	188.9
자기자본비율	17.5	42.7	47.7	50.0	54.7	58.7
자산회전율 (배)	2.70	2.52	2.67	2.78	2.88	2.89
현금흐름마진	7.5	7.7	8.3	6.4	5.5	5.2
자산증감률	10.0	15.4	21.2	15.2	9.2	10.0

자료 : 현대백화점, HMC투자증권

〈표11〉 BGF리테일 포괄손익계산서 (수익성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
매출액	31,300	33,680	43,343	51,984	58,838	64,878
매출원가	23,868	25,688	34,342	41,662	46,897	51,581
매출총이익	7,432	7,992	9,001	10,322	11,941	13,297
판매비	6,382	6,751	7,165	8,253	9,425	10,475
영업이익	1,050	1,241	1,836	2,070	2,516	2,822
세전이익	933	1,362	1,965	2,295	2,663	2,969
순이익	689	1,016	1,517	1,739	1,998	2,226
성장성 (% YoY)						
매출액	7.5	7.6	28.7	19.9	13.2	10.3
매출총이익	8.5	7.5	12.6	14.7	15.7	11.4
영업이익	64.9	18.2	47.9	12.7	21.6	12.1
수익성 (%)						
매출원가율	76.3	76.3	79.2	80.1	79.7	79.5
매출총이익률	23.7	23.7	20.8	19.9	20.3	20.5
판매비율	20.4	20.0	16.5	15.9	16.0	16.1
영업이익률	3.4	3.7	4.2	4.0	4.3	4.3
세전이익률	3.0	4.0	4.5	4.4	4.5	4.6
순이익률	2.2	3.0	3.5	3.3	3.4	3.4

자료 : 현대백화점, HMC투자증권

〈표12〉 BGF리테일 현금흐름표 (수익성, 성장성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
1. 영업활동으로인한 현금흐름	2,357	2,603	3,593	3,352	3,222	3,369
당기순이익	700	1,015	1,528	1,777	2,059	2,295
유형자산상각비	921	912	930	1,013	1,038	1,031
무형자산상각비	163	137	148	157	161	160
외환손익	0	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	55	367	767	705	-33	-115
기타	388	102	153	-258	-3	-3
2. 투자활동으로인한 현금흐름	-1,172	-2,557	-4,446	-525	-1,157	-1,157
투자자산의 감소(증가)	-1,335	-99	-470	64	0	0
유형자산의 감소	9	15	7	154	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-635	-678	-933	-1,058	-1,000	-1,000
기타	-667	-103	-194	-465	-160	-160
3. 재무활동으로인한 현금흐름	-173	70	267	-2,520	-346	-271
차입금의 증가(감소)	3,952	-2,710	-120	452	-100	0
사채의 증가(감소)	199	0	-199	0	0	0
자본의 증가	398	22	868	0	0	0
배당금	-121	-97	-185	-303	-246	-271
기타	0	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	1,012	116	-586	306	1,718	1,941
기초현금	981	1,993	2,108	1,522	1,828	3,547
기말현금	1,993	2,108	1,522	1,828	3,547	5,487

자료 : 현대백화점, HMC투자증권

3) GS홈쇼핑 분석

GS홈쇼핑의 2016년 추정 단기유동성은 8.6개월로 기준(중견기업 1.5개월 이상)치를 크게 상회할 뿐만 아니라 그 외 재무비율도 대단히 훌륭하다. 당좌비율 221.2%, 유동비율 236.1%, 자기자본비율 72.6%로 모든 재무비율이 기준치를 크게 초과해 초 우량기업이라 할 수 있다. 이 정도면 그 어떤 불황이 와도 충분히 견뎌낼 수 있는 기업이라 해도 손색이 없을 정도다. 자산회전율도 0.8배로 기준치(제조업 1배 기준)에 근접하고 있어 유통업체로서는 자산을 효과적으로 활용하고 있다고 볼 수 있다.

GS홈쇼핑의 수익성은 앞에 분석한 기업들 못지 않게 훌륭한 편이다. 지난 2008년 글로벌 금융위기 발생 이후 한국의 GDP와 민간소비는 심각한 불황을 겪게 됐는데, 이와 같은 악조건 속에서도 2009년 매출액과 영업이익은 전년비 각각 16.0%, 21.1% 증가해, 영업이익률이 14.3%로 0.6%p 호전된 바 있다. 지난 2013년 이후 모바일 쇼핑의 급성장으로 인해 공격적인 프로모션이 불가피했고, 그에 따라 지난 2년간 영업이익의 감익이 불가피했다. 반면, 지난해 4분기부터 수익성 위주의 사업전략으로 전환해 영업이익이 증가세로 전환된 상태다. 향후에도 동 추세는 지속돼 영업수익성이 더욱 더 견고해질 것이다.

GS홈쇼핑의 현금흐름은 이상적인 수준을 나타내고 있다. 지난 3년간 영업활동현금흐름이 플러스였을 뿐만 아니라 영업활동현금흐름 범위 내에서 투자와 재무활동이 이뤄지고 있기 때문이다. 해외사업에 대한 투자 확대가 지속되고 있는데, 투자 규모가 크지 않다는 것도 장점이다. 통상 1개국에 100~150억원 정도면 충분히 향후 투자지출에 대한 부담도 크지 않다. 이에 따라 영업활동현금 창출 범위 내에서 투자와 재무활동이 이뤄지고 있을 뿐만 아니라, 현금과 차곡차곡 쌓여가는 구조라는 점에 주목할 필요가 있다.

〈표13〉 GS홈쇼핑 재무상태표 (안정성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
유동자산	8,376	8,948	7,065	8,682	9,012	9,353
현금성자산	7,386	8,041	6,352	7,956	8,270	8,588
당좌자산	7,592	8,208	6,507	8,135	8,450	8,781
자산총계	11,824	13,003	12,391	13,788	14,554	15,292
유동부채	3,737	3,948	2,979	3,678	3,693	3,694
자본총계	7,996	8,972	9,327	10,009	10,756	11,489
매출액	10,417	10,607	10,913	11,091	11,516	12,045
영업현금흐름	1,699	1,791	543	1,999	1,400	1,466
(%, 배)						
단기유동성 (배)	8.5	9.1	7.0	8.6	8.6	8.6
당좌비율	203.1	207.9	218.4	221.2	228.8	237.7
유동비율	224.1	226.6	237.2	236.1	244.0	253.2
자기자본비율	67.6	69.0	75.3	72.6	73.9	75.1
자산회전율 (배)	0.88	0.82	0.88	0.80	0.79	0.79
현금흐름마진	16.3	16.9	5.0	18.0	12.2	12.2
자산증감률	11.7	10.0	-4.7	11.3	5.6	5.1

자료 : GS홈쇼핑, HMC투자증권

〈표14〉 GS홈쇼핑 포괄손익계산서 (수익성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
매출액	10,417	10,607	10,913	11,091	11,516	12,045
매출원가	834	880	1,111	1,157	1,179	1,210
매출총이익	9,583	9,727	9,802	9,935	10,337	10,836
판매비	8,017	8,313	8,677	8,678	9,029	9,470
영업이익	1,566	1,414	1,125	1,257	1,308	1,365
세전이익	1,734	1,587	1,145	1,387	1,445	1,507
순이익	1,303	1,201	808	1,065	1,113	1,161
성장성 (% YoY)						
매출액	2.2	1.8	2.9	1.6	3.8	4.6
매출총이익	11.3	1.5	0.8	1.4	4.1	4.8
영업이익	15.4	-9.7	-20.4	11.7	4.1	4.4
수익성 (%)						
매출원가율	8.0	8.3	10.2	10.4	10.2	10.0
매출총이익률	92.0	91.7	89.8	89.6	89.8	90.0
판매비율	77.0	78.4	79.5	78.2	78.4	78.6
영업이익률	15.0	13.3	10.3	11.3	11.4	11.3
세전이익률	16.6	15.0	10.5	12.5	12.5	12.5
순이익률	12.5	11.3	7.4	9.6	9.7	9.6

자료 : GS홈쇼핑, HMC투자증권

〈표15〉 GS홈쇼핑 현금흐름표 (수익성, 성장성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
1. 영업활동으로인한 현금흐름	1,699	1,791	543	1,999	1,400	1,466
당기순이익	1,303	1,201	808	1,065	1,113	1,161
유형자산상각비	57	76	105	126	166	205
무형자산상각비	50	75	118	117	118	118
외환손익	0	-1	-1	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	174	530	-697	613	3	-18
기타	115	-91	211	78	0	0
2. 투자활동으로인한현금흐름	-834	-1,305	-1,069	-1,581	-720	-720
투자자산의 감소(증가)	-82	-368	-1,004	394	0	0
유형자산의 감소	0	0	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-466	-554	-567	-357	-600	-600
기타	-286	-383	501	-1,618	-120	-120
3. 재무활동으로인한현금흐름	-190	-259	-528	-420	-366	-428
차입금의 증가(감소)	16	0	-12	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0	0
배당금	-188	-219	-480	-323	-366	-428
기타	-18	-39	-35	-97	0	0
기타현금흐름	0	0	1	0	0	0
현금의 증가(감소)	676	227	-1,053	-2	313	319
기초현금	1,964	2,640	2,867	1,814	1,812	2,125
기말현금	2,640	2,867	1,814	1,812	2,125	2,444

자료 : GS홈쇼핑, HMC투자증권

4) 현대홈쇼핑 분석

현대홈쇼핑의 2016년 추정 단기유동성은 11.2개월로 기준(중견기업 1.5개월 이상)치를 크게 상회할 뿐만 아니라 그 외 재무비율도 대단히 훌륭하다. 당좌비율 251.4%, 유동비율 257.3%, 자기자본비율 78.0%로 모든 재무비율이 기준치를 크게 초과해 초 우량기업이라 할 수 있다. 이 정도면 그 어떤 불황이 와도 충분히 견뎌낼 수 있는 기업이라 해도 손색이 없을 정도다. 자산회전율도 0.6배로 기준치(제조업 1배 기준)에 약간 미달하지만, 비제조업으로서 이 정도면 양호하다 할 수 있다.

현대홈쇼핑의 수익성은 앞에 분석한 기업들 보다 더 훌륭하다. 지난 2008년 글로벌 금융위기 발생 이후 한국의 GDP와 민간소비는 심각한 불황을 겪게 됐는데, 이와 같은 상황에서도 2009년 매출액과 영업이익은 전년비 각각 24.6%, 39.9% 증가해, 영업이익률이 23.3%로 2.6%p 호전된 바 있다. 지난 2013년 이후 모바일 쇼핑의 급성장으로 인해 공격적인 프로모션이 불가피했고, 그에 따라 지난 2년간 영업이익의 감익이 불가피했다. 반면, 지난해 4분기 이후 수익성 위주의 사업전략으로 전환해 올해부터 영업이익이 증가세로 전환된 상태다. 향후에도 동 추세는 지속돼 영업수익성이 더욱 더 견고해질 것이다.

현대홈쇼핑의 현금흐름은 이상적인 수준을 나타내고 있다. 지난 3년간 영업활동현금흐름이 플러스였을 뿐만 아니라 영업활동현금흐름 범위 내에서 투자와 재무활동이 이뤄지고 있기 때문이다. CJ오쇼핑과 GS홈쇼핑에 비해 아직까지 해외사업에 있어 규모 면에서 열위에 있지만, 지난해부터 해외사업에 대한 투자를 확대하고 있다. 물론 투자 규모가 크지 않다는 것도 장점인데, 통상 1개국에 150억 원 정도면 충분히 향후 투자지출에 대한 부담도 크지 않다. 이에 따라 영업활동현금 창출 범위 내에서 투자와 재무활동이 이뤄지고 있을 뿐만 아니라, 현금에 차곡차곡 쌓여가는 구조라는 점에 주목할 필요가 있다.

〈표16〉 현대홈쇼핑 재무상태표 (안정성) 분석

(단위: 억원, %, 배)

	13	14	15	16F	17F	18F
유동자산	6,960	7,916	8,110	9,612	10,562	11,612
현금성자산	6,435	7,297	7,448	9,079	9,961	10,981
당좌자산	6,683	7,547	7,724	9,390	10,300	11,343
자산총계	14,290	14,325	15,277	17,206	18,489	19,860
유동부채	2,516	2,603	2,822	3,735	3,844	3,935
자본총계	11,552	11,638	12,415	13,415	14,585	15,860
매출액	7,999	8,679	8,908	9,747	10,501	11,225
영업현금흐름	898	998	948	1,377	1,294	1,405
단기유동성 (배)	9.7	10.1	10.0	11.2	11.4	11.7
당좌비율	265.6	290.0	273.7	251.4	268.0	288.3
유동비율	276.6	304.1	287.3	257.3	274.8	295.1
자기자본비율	80.8	81.2	81.3	78.0	78.9	79.9
자산회전율 (배)	0.56	0.61	0.58	0.57	0.57	0.57
현금흐름마진	11.2	11.5	10.6	14.1	12.3	12.5
자산증감률	9.4	0.2	6.6	12.6	7.5	7.4

자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈표17〉 현대홈쇼핑 포괄손익계산서 (수익성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
매출액	7,999	8,679	8,908	9,747	10,501	11,225
매출원가	149	490	703	877	877	897
매출총이익	7,850	8,189	8,205	8,870	9,625	10,328
판매비	6,402	6,738	7,097	7,492	8,080	8,674
영업이익	1,448	1,451	1,107	1,378	1,545	1,654
세전이익	2,436	1,647	1,294	1,585	1,781	1,918
순이익	1,955	1,255	974	1,216	1,371	1,477
성장성 (% YoY)						
매출액	5.2	8.5	2.6	9.4	7.7	6.9
매출총이익	5.4	4.3	0.2	8.1	8.5	7.3
영업이익	-5.3	0.3	-23.7	24.5	12.1	7.1
수익성 (%)						
매출원가율	1.9	5.6	7.9	9.0	8.3	8.0
매출총이익률	98.1	94.4	92.1	91.0	91.7	92.0
판매비율	80.0	77.6	79.7	76.9	76.9	77.3
영업이익률	18.1	16.7	12.4	14.1	14.7	14.7
세전이익률	30.5	19.0	14.5	16.3	17.0	17.1
순이익	24.4	14.5	10.9	12.5	13.1	13.2

자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

〈표18〉 현대홈쇼핑 현금흐름표 (수익성, 성장성) 분석

(단위: 억원)

	13	14	15	16F	17F	18F
1. 영업활동으로인한 현금흐름	898	998	948	1,377	1,294	1,405
당기순이익	1,955	1,255	974	1,216	1,371	1,477
유형자산상각비	62	80	88	106	119	130
무형자산상각비	0	1	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-734	-101	121	234	45	65
기타	-384	-237	-235	-179	-241	-267
2. 투자활동으로인한현금흐름	-660	-692	-471	-1,526	-193	-168
투자자산의 감소(증가)	-226	919	-733	-367	-252	-252
유형자산의 감소	0	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-85	-60	-124	-140	-200	-200
기타	-350	-1,552	386	-1,019	259	284
3. 재무활동으로인한현금흐름	-183	-352	-170	512	-218	-218
차입금의 증가(감소)	-50	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	700	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0	0
배당금	-132	-132	-154	-178	-201	-201
기타	-1	-220	-16	-11	-17	-17
기타현금흐름	0	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	55	-46	308	363	882	1,020
기초현금	30	85	39	347	710	1,592
기말현금	85	39	347	710	1,592	2,611

자료 : 현대홈쇼핑, HMC투자증권

III. 역발상 투자 방법론

1. 상전벽해(桑田碧海)와 개과천선(改過遷善) 기업들

상전벽해와 개과천선의 사전적 의미는 다음과 같다. 상전벽해(桑田碧海)는 뽕나무 밭이 변하여 푸른 바다가 된다는 뜻으로, 세상일의 변천이 심함을 비유적으로 이르는 말이다. 또한, 개과천선(改過遷善)은 지난날의 잘못이나 허물을 고쳐 올바르게 착하게 됨을 말한다. 주식시장에 대입해 보면 턴어라운드 주식을 일컬을 수 있겠다.

턴어라운드라 말해도 되는데, 굳이 상전벽해와 개과천선을 들먹이는 이유는 그만큼 해당 기업들이 많이 망가진 상태라 더 이상 나빠질 개연성은 크지 않고 각종의 악재는 이미 주가에 상당부분 반영된 상태고, 앞으로는 좋아질 가능성이 높은 기업들을 말하고자 함이다.

일단, 이런 부류에 해당할 수 있는 종목들의 기준을 열거하면 다음과 같다. 첫째, 영업실적에서 망가질대로 망가진 기업 중에서 올해는 적어도 한가지 이상에서 개선될 실마리를 갖고 있는 기업이다. 둘째, 어떤 일이 있어도 부도가 나면 안 된다는 기본 요건을 충족한 기업이다. 셋째, 주가는 최근 2~3년간 고점 대비 적어도 1/2수준까지 하락한 즉, 주가가 반토막 이상 난 기업이다. 넷째, P/B 멀티플은 적어도 1배 이하이고, 적을수록 좋다. 특히, 자산가치 측면에서 유형자산과 무형자산, 투자자산은 우리가 측정 가능한 범위 내에서 실재가치가 적어도 장부가를 상회해야만 한다.

청산가치 개념으로 접근할 필요가 있다. 일단 P/B multiple이 1배 이하인 종목이 우리의 관심 대상이다. 여기서 주목할 점은 단순P/B도 중요하지만, 그보다 더 중요한 것은 실질P/B이며 이 배율이 낮은 기업을 선별하는 작업이 필요하다는 점이다. 롯데쇼핑의 단순P/B multiple은 0.4배이지만, 실질P/B multiple은 0.3배 수준이다. 자산-부채=자본, BPS=자본총계/발행주식수, P/B=주가/주당순자산. 결국 현재 주가수준에서 저P/B 종목이 되려면, 자본총계를 늘려야 한다. 자산을 장부가 보다 높게 매각해 부채를 상환하면 자본총계를 증가시킬 수 있다. 여기서 또 중요한 것은 자산의 실재가치는 장부가와 같거나 많을 경우의 기업들도 있지만, 대부분의 기업들은 높지 않다는 점이다. 또한, 부채의 실재가치는 장부가와 동일하다는 점이다. 그렇다면 실질P/B가 단순P/B(장부가 기준)보다 낮은 기업을 찾는 방법은 자산항목 중에서 실재가치가 장부가 보다 높은 기업을 발굴하면 된다는 결론은 얻을 수 있다.

과연 그런 기업이 어떤 기업이라는 것인가? 우선, 자산항목을 분류해서 자세히 살펴보자. 자산항목은 1년 이내, 단기간에 현금화가 가능한지에 따라 크게 유동자산과 비유동자산으로 구분된다. 유동자산에는 현금화 및 유동화가 빠른 순서대로 현금성자산, 단기투자자산, 매출채권, 재고자산, 기타유동자산이 있다. 비유동자산에는 유형자산, 무형자산, 투자자산, 기타비유동자산, 기타금융업 자산 등이 있다.

우리가 세심히 봐야 할 항목은 유동자산에는 매출채권과 재고자산이고, 비유동자산에서는 관제 기업 및 공동기업 투자 지분, 유형자산, 무형자산, 투자자산 등이 있다.

먼저 매출채권과 재고자산의 경우, 장부가 보다 낮을 확률이 대단히 높다. 특히, 경기침체 및 불황기에는 더욱 더 높게 나타나는데, 이는 거래처의 부실 또는 부도 등으로 매출채권의 대손 발생 확률이 높아지고, 재고자산의 경우 경기침체로 매출 부진에 따라 쌓여있는 재고자산의 진부화 때문이다. 이와 같은 항목들은 과거 경험률을 감안해 장부가 보다 낮게, 대단히 보수적으로 평가하는 것이 합리적이다.

비유동자산 중 관계기업 및 공동기업투자 지분의 경우, 각 기업들이 M&A를 통해 보유하고 있는 종속기업들로 이들 중 특히, 비상장 자회사들의 가치에 주목할 필요가 있다. 이익을 안정적으로 많이 내고 있고, 향후 IPO 가능성이 있으면 현재 장부가치 보다 크게 높아질 것이기 때문이다.

유형자산에는 업체마다 다르겠지만, 오프라인 유통업의 경우 영업용자산인 매장의 토지, 건물의 가치에 주목할 필요가 있다. 이들은 대부분 핵심상권에 위치하고 있어, 장부가치보다 높을 확률이 크다. 대부분 지난 2010년 K-IFRS 도입을 대비해 자산재평가를 실시한 바 있는데, 토지 가치(공시지가 기준)는 장부가 보다 높은 경우가 일반적이다.

상기와 같은 4가지 측면에서 요건을 충족하고 있는 기업들을 업종별로 분류해보면, 대형유통주에서는 롯데쇼핑과 현대백화점, 홈쇼핑에서는 GS홈쇼핑과 현대홈쇼핑, 종합상사에서는 SK네트웍스, 교육제지에서는 한솔제지, 기계에서는 두산인프라코어 등이다.

2. P/B : Price to Book Value Ratio

기업의 주당순자산(BPS)은 기업의 순자산가치(자기자본-무형자산-총자산-무형자산-총부채)를 발행주식수로 나눈 것으로 장부가치에 기초하여 계산된다. 여기서 부채의 장부가치는 부채 발생시의 가치를 반영하고 있으며, 자산의 장부가치는 최초 매입가격에서 감가상각비를 제하고 남은 금액이므로 사용연수가 늘어남에 따라 자산의 장부가치는 감소하게 된다. 자산의 시장가치는 순이익 획득력과 기대현금흐름을 반영하기 때문에 자산의 순이익 획득력이 취득 이후 크게 변하면 장부가치와 차이도 크게 발생하기도 한다.

장부가치는 상대적으로 안정적이고 객관적인 수치로 이익흐름이 불안정한 경우 P/E(PER)가 갖는 문제점이나, 할인율 설정 등 분석가의 자의성이 많이 반영되는 현금흐름할인법의 문제점을 보완할 수 있다는 장점이 있다. 또한, P/B는 기업 간에 일관성 있는 회계원칙을 사용하는 경우 유사한 기업을 비교하는데 유용하며, 엄격한 회계기준이 적용되는 금융기관이나 상장되지 않은 주식의 평가, 그리고 순이익이 0보다 작아 P/E를 이용할 수 없는 경우에 적용이 가능하다.

반면, 단점으로는 다음과 같은 것들이 있다.

- 1) 인적 자본(Human Capital; skill, knowledge)을 반영하지 못한다.
- 2) 사업모델(Business Model)의 차이를 반영하지 못한다.
- 3) 자산의 원래 취득가격을 반영하고 있는 자산의 장부가치는 자산의 현재가치, 순이익 획득력, 기대현금흐름을 반영하는 자산의 시장가치와 차이가 큰 경우가 많다.
- 4) 장부가치도 순이익처럼 감가상각, 연구개발비 등에 대한 회계처리 방법에 의해 영향을 받으므로 회계원칙이 상이한 경우 P/B를 기업간, 국가간에 비교하는 것이 곤란하다.

- 5) 기업의 가치는 개별자산가치의 단순합계로 얻어지는 것이 아니라 개별자산의 유기적인 구성에 의해 얻어지는 것인데 자산가치는 자산의 유기적 결합은 반영하지 못한다.
- 6) 고정자산을 많이 소유하지 않는 서비스업종에 해당되는 기업의 경우 장부가치는 별 의미가 없다.
- 7) 자기자본의 장부가치가 0보다 작아진 경우에도 P/B는 의미가 없다.

적정P/B

적정P/B는 Dividend growth model을 이용하여 산출할 수 있는데, P/B는 수익성이 높아 ROE가 자기자본비용(re) 보다 크면 시장가치는 장부가치보다 크게 되고, 자산가치가 높더라도 수익성이 낮아 ROE가 자기자본비용(re) 보다 작으면 시장가치는 장부가치보다 작게 된다.

적정주가=BPS×ROE/re (단, if $g=0$)

마찬가지로 위험의 정도가 커질수록 적정P/B는 작아지며, 성장률이 높아질수록 적정P/B는 커진다. 이는 배당을 실시하지 않는 기업을 포함해 모든 기업에 적용이 가능하다. 한편, ROE는 직접적으로 P/B에 영향을 미칠 뿐만 아니라, 기대성장률(g) 또는 배당성향(k)에도 영향을 주기 때문에 간접적으로 P/B에 영향을 미친다.

3. 수정자산가치 계산 : 청산가치 도출 시 고려해야 할 사항들

청산가치를 고려한 실질 자산가치의 계산을 위해서는 장부상 자산가치에서 각각의 자산을 재조정하고 우발채무까지 고려해 수정된 실질자산가치를 도출하는 것이 필요하다. 이때 고려해야 할 사항은 다음과 같다.

- 1) 유가증권 조정 : 주식으로 구성되어 있는 수익증권의 경우 주가지수 변동을 만큼 조정
- 2) 매출채권 조정 : 매출채권의 부실화 가능성을 반영, 거래처 부도 등 회수 가능성에 주목
- 3) 재고자산 조정 : 재고자산의 진부화 위험을 반영, 전자제품 및 부품과 패션 등과 같이 시간의 경과에 따라 진부화 위험이 높은 품목과 귀금속과 같은 진부화 위험이 작은 품목간 차별적인 평가가 필요
- 4) 투자자산 조정 : 시장성 있는 투주식은 주가변동률만큼 평가하고, 관계회사 주식 및 시장성 없는 주식은 장부가와 순자산가액을 비교하고 평가함.
- 5) 토지자산 조정 : 토지의 장부가치를 시가 혹은 공시지가와 비교하되 매매 가능성을 반영해야 함. 또한, 경제상황에 따라 토지가치에 대한 평가는 달라질 수 있음을 고려해야 함.
- 6) 상각자산 조정 : 건물 및 구축물, 기계장치 등 설비자산 그리고 건설중인자산 등 상각대상자산의 장부가치에 대해 감가상각방식을 고려해 실제잔존가치의 추정이 필요
- 7) 우발채무 조정 : 지급보증 내용, 법원 소송, 선물거래 등 우발채무 사항을 검토해야 함. 분석 대상 회사의 보증을 받고 있는 기업이 최근 결산연도에 순이익이 적자이고 자본잠식이면 보증액의 100%를 채무로 인식하고, 순이익이 적자이거나 자본잠식이면 50%를 채무로 인식하는 것이 합리적임.

Ⅳ. 섹터별 글로벌 피어그룹과의 비교

1. 대형 유통업

한국 주요 유통 3사인 롯데쇼핑, 현대백화점, 신세계의 경우 2016년 추정 ROE(수익성)은 글로벌 피어 그룹 평균 대비 76% 수준으로 낮은 편이다. 물론, 롯데쇼핑을 제외하고 현대백화점과 신세계는 평균 수준을 기록하고 있다. 그럼에도 불구하고 한국 유통 3사의 2016년 평균 P/B는 0.6배로 글로벌 피어 평균에 대비 46% 수준으로 저평가되어 있다. 특히, 한국 유통3사는 글로벌 피어 그룹과는 달리 대부분 유형자산이 자산총계에서 차지하는 비중이 56.5%로 압도적으로 높고, 대부분 주요 대도시 핵심상권에 직영 매장을 보유하고 있는 상황이다. 지난 2011년 한국은 K-IFRS를 도입했고, 주요 3사는 2010년 말을 기준으로 토지 부분의 자산재평가를 실시했다. 재평가 후 6년이 경과됐고, 대부분 장부상의 토지가격 보다 실제가치(공시지가와 실거래가 기준)는 적어도 20% 이상의 차이가 있을 수 있다.

〈표19〉 대형유통업체 Global peer valuation

백화점	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
롯데쇼핑	6381.4	N/A	25.3	16.2	0.4	0.4	0.4	-2.3	1.7	2.7	5.9	6.5	6.4	한국
현대백화점	2556.7	11.9	9.3	8.7	0.8	0.8	0.7	7.2	8.6	8.5	8.0	6.9	6.2	한국
신세계	1730.5	4.8	6.4	8.5	0.6	0.6	0.5	14.3	9.6	6.7	11.0	11.8	9.9	한국
NORDSTROM INC	9388.3	20.3	19.8	17.9	5.9	9.9	9.8	31.9	56.2	66.2	7.9	7.4	6.9	미국
ISETAN MITSUKOSHI	4088.6	26.2	19.4	18.2	1.4	0.7	0.7	5.5	3.9	4.0	13.6	10.2	9.7	일본
TAKASHIMAYA CO LTD	2908.5	16.9	14.0	13.3	1.0	0.7	0.7	5.9	5.2	5.4	7.4	7.1	7.0	일본
GOLDEN EAGLE RETAIL	2374.9	13.1	23.4	19.4	2.5	2.9	2.7	19.4	13.2	14.4	6.0	12.9	12.1	홍콩
INTIME RETAIL GROUP	2226.6	10.7	16.2	13.7	1.3	1.0	0.9	12.1	8.0	7.4	6.8	10.5	10.2	홍콩
LIFESTYLE INTL HLDGS	2181.5	8.7	12.9	10.6	1.5	10.8	3.1	17.2	17.3	66.4	6.3	2.5	2.3	홍콩
H2O RETAILING CORP	1843.7	23.1	13.6	13.4	1.1	0.7	0.7	5.4	5.4	5.2	7.2	6.8	6.6	일본
Peer 평균 (Outlier 제외)		17.0	15.6	14.2	1.6	1.3	1.2	11.6	8.7	8.7	9.1	7.9	7.6	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

1) 롯데쇼핑

롯데쇼핑은 최근 3년간 주가가 고점대비 40% 하락했지만, 부도 가능성이 대단히 희박하다 할 수 있다. 단기유동성, 당좌비율, 유동비율, 자기자본비율 등을 고려해 볼 때, 우량한 기업이기 때문이다. 주가가 하락한 이유는 1) 국내외 법인 영업실적 부진, 2) 경영권 분쟁과 지배구조 불투명성, 3) 해외사업 부실에 따른 손실 발생 등 이었다.

한국 민간소비 동향을 감안할 때 국내 영업실적 개선은 제한적일 것이다. 가계소비여력 측면에서 고찰할 때, 개선되기 보다 악화될 개연성이 높다는 점이 부정적이다. 수출 급감과 내수 부진을 감안하면 고용과 임금의 증가를 기대하기 어려운 반면, 주거비 상승, 비소비지출 부담 증대 등을 감안할 때 가계지출의 축소 또한 어려울 것이다. 중국을 비롯한 해외사업의 실적 개선 또한 큰 기대를 갖기는 어렵다. 다만, 지난해 대규모의 영업권 손상차손을 이미 반영한 바 올해는 지난해와 같은 일회성비용은 없을 것이다. 이에 따라 국내외 영업실적은 비록 크지는 않지만 전년대비 개선되는 모습을 보일 전망이다.

지난해 7월 형제의 난으로 벌어진 경영권 분쟁과 지배구조 투명성 문제는 올해 개선될 것이다. 경영권 분쟁을 이미 신동빈 회장이 주주와 종업원들로부터 경영권을 확고하게 인정받고 있기 때문이다. 또한, 지배구조 투명성과 관련된 문제도 향후 호텔롯데 IPO를 통해 일정 부분 개선될 전망이다. 결론적으로 주가 상승의 발목을 잡았던 악재도 향후 점진적으로 개선될 것이다.

특히, 사후면세점 사업을 강력히 추진하고 있어 기존 사업 부진을 일정 부분 만회하면서 실적 개선의 기틀을 마련해갈 전망이다. 롯데쇼핑은 백화점, 대형마트, 아울렛(프리미엄, 도심형), 편의점, 슈퍼마켓 등 다양한 유통채널을 확보하고 있고, 오프라인 유통채널 대부분을 사후면세점으로 등록해 실질적인 영업이 진행되고 있다.

청산가치 개념으로 접근할 때, 롯데쇼핑은 대단히 매력적인 종목이다. 롯데쇼핑은 유형자산과 투자자산에서 주목할만하다. 유형자산의 토지, 건물은 영업용자산(오프라인 유통 점포: 백화점, 대형마트, 프리미엄 및 도심형 아울렛, 편의점, 슈퍼마켓 등)이다. 이들 대부분은 핵심 상권에 위치하고 있고, 지난 2010년 자산재평가를 실시한 바 있다. 그 이후 전국의 토지 가격은 상승했고, 특히, 주요 대도시 핵심 토지들은 그보다 높은 상승이 이뤄졌다. 토지의 실제가치는 장부가치 보다 훨씬 높은 상태라는 점이다. 롯데카드, 롯데홈쇼핑, 코리아세븐 등 비상장 종속법인의 경우 이미 상장 요건을 갖추고 있어, 대주주의 의지에 따라 언제든 상장을 할 수 있다. 지배구조 투명성 제고를 목적으로 진행되는 호텔롯데 상장을 계기로 롯데그룹 비상장 자회사들이 상장 가능성은 그 어느 때보다 높아지고 있다. 롯데쇼핑의 단순(장부가 기준)P/B는 0.4배이지만, 실질(공정가치 기준)P/B는 0.3배 수준으로 추정된다. 결론적으로 롯데쇼핑의 주가는 청산가치 기준으로 현재주가 보다 2.5배 ~ 3.3배 상승할 수 있는 잠재력을 갖고 있는 것이다.

2. 면세점업

한국 사전면세점(Duty free)관련 업체로는 호텔신라, 호텔롯데, 신세계, 두산, HDC신라, 한화갤러리아, 하나투어 등 많은 업체가 있지만, 순수 면세점 사업을 영위하고 있는 기업은 호텔신라와 호텔롯데이다. 이중 호텔롯데는 아직 비상장기업인바, 현재로서는 호텔신라만이 유일하다 하겠다.

호텔신라의 수익성(ROE)은 글로벌 피어그룹 평균 대비 86% 수준으로 다소 낮은 편이다. 한편, 호텔신라의 2016년 추정 P/B는 3.6배로 글로벌 피어그룹 평균 대비 3.6배 수준으로 valuation 매력은 높지 않다. P/E기준으로도 글로벌 피어그룹 평균 대비 6.2배의 프리미엄을 받고 있는 상황이다. 호텔신라의 2016년 P/E는 48.5배인데, 글로벌그룹 평균은 4.5배 수준이다.

〈표20〉 면세점 Global peer valuation

면세점	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
호텔신라	2144.0	134.6	48.5	37.6	3.4	3.6	3.4	2.5	7.1	9.2	19.9	18.5	16.8	한국
FF GROUP	1545.7	6.3	7.8	7.3	0.7	0.8	0.7	12.6	11.0	10.5	4.3	4.8	4.5	그리스
DUFFRY AG-REG	5944.1	21.7	13.6	12.0	1.4	1.2	1.1	-2.9	5.7	9.2	9.7	9.2	8.8	스위스
Peer 평균 (Outlier 제외)		14.0	10.7	9.7	1.1	1.0	0.9	4.8	8.3	9.9	7.0	7.0	6.7	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

3. 대형마트업

한국의 대형마트와 양판점인 이마트와 롯데하이마트의 valuation 수준은 글로벌 피어그룹 평균에 비해 저평가된 상태다. 대형마트로는 이마트와 홈플러스, 롯데마트가 각각 업계 1~3위의 시장 점유율을 기록하고 있다. 이집게도 홈플러스는 비상장사이고, 롯데마트는 롯데쇼핑의 사업부로 소속되어 있다. 국내 가전 양판점 중 상장사는 롯데하이마트가 유일하다.

이마트와 롯데하이마트의 경우 글로벌 피어그룹 평균 대비 ROE는 51% 수준이지만, P/B는 35% 수준으로 저평가되어 있다. 또한, P/E 기준으로 47% 수준이라 저평가된 상태다. 2016년 기준 이마트와 롯데하이마트의 평균 P/E는 15.1배 인데, 글로벌 피어그룹 평균은 32.2배 수준이다.

〈표21〉 대형마트 Global peer valuation

백화점	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
이마트	4,113.8	10.2	20.4	19.4	0.7	0.6	0.6	6.5	3.2	3.3	9.4	11.2	11.3	한국
롯데하이마트	917.3	9.8	9.8	8.8	0.6	0.6	0.5	6.1	5.8	6.2	7.8	8.0	7.3	한국
WOOLWORTHS LTD	24,693.5	14.9	20.6	19.1	3.2	3.5	3.2	20.4	17.4	16.7	7.3	10.2	9.6	호주
BEST BUY CO INC	12,519.6	13.5	12.9	12.2	2.5	2.8	2.6	27.5	22.6	22.7	5.8	4.6	4.5	미국
SUN ART RETAIL	6,751.1	18.8	18.7	18.4	2.3	2.1	2.0	12.1	11.4	11.1	7.5	6.2	6.0	홍콩
YONGHUI	6,343.9	63.1	41.6	34.5	3.4	2.2	2.0	6.5	6.3	6.9	29.9	19.6	16.4	중국
YAMADA DENKI CO	4,976.6	42.2	11.3	10.4	0.8	0.8	0.7	1.8	7.1	7.6	9.0	9.6	9.3	일본
BIGC SUPERCENTER	4,851.1	24.2	22.5	19.9	3.6	3.3	2.9	15.5	15.3	15.5	13.0	13.5	12.2	태국
DIXONS CARPHONE	4,649.8	N/A	10.8	10.2	1.7	1.3	1.2	N/A	12.4	12.3	N/A	6.1	5.9	영국
HARVEY NORMAN	4,417.0	18.4	15.8	15.2	2.0	2.1	2.1	10.7	14.0	14.5	11.1	9.9	9.6	호주
Peer 평균 (Outlier제외)		21.9	32.2	19.4	1.7	1.7	1.6	6.6	8.9	9.5	7.4	9.1	8.0	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

4. 편의점업

한국의 편의점업체로는 BGF리테일, GS리테일, 세븐일레븐(롯데쇼핑)이 각각 업계 1~3위의 시장 점유율을 기록하고 있다. 현재 상장된 업체는 BGF리테일, GS리테일 등 두 곳이다. 한국 편의점 업체들의 valuation 수준은 국내 유통업체 평균과 비교하면 상대적으로 높지만, 글로벌 피어그룹 평균과 비교하면 그리 높은 수준은 아니다. 특히, 한국 편의점 시장의 향후 성장성을 감안하면 현재의 밸류에이션은 정당화될 수 있다는 판단이다.

〈표22〉 편의점 Global peer valuation

편의점	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
BGF리테일	3,939.8	28.8	25.0	21.7	5.7	4.9	4.1	22.8	21.0	20.6	13.0	12.1	10.1	한국
GS리테일	3,110.5	21.5	22.3	20.1	2.0	1.9	1.8	9.5	8.8	9.4	11.6	11.1	10.2	한국
ALIMENTATION	28665.2	22.6	21.0	17.5	5.8	4.7	3.8	23.7	25.4	28.3	12.6	11.9	9.9	캐나다
CP ALL PCL	15769.7	25.8	33.5	28.0	9.4	11.9	9.9	40.2	38.6	38.2	12.5	20.2	18.1	태국
FAMILYMART UN	7951.5	20.0	31.4	24.1	1.9	1.6	1.7	9.7	3.7	7.7	7.1	6.9	5.6	일본
LAWSON INC	7607.0	23.9	22.0	20.2	3.1	2.9	2.7	13.0	13.3	13.7	7.0	6.8	6.5	일본
CST BRANDS INC	3640.0	20.9	30.1	24.7	3.3	5.1	4.3	17.3	12.7	15.3	6.3	15.1	13.5	미국
TAIWANFAMILYMART	1555.2	35.0	33.2	28.9	9.6	9.5	8.9	27.4	29.7	32.2	14.5	12.7	11.4	대만
Peer 평균 (Outlier제외)		24.7	28.5	23.9	5.5	5.9	5.2	21.9	20.6	22.6	10.0	12.2	10.9	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

5. 온라인업

한국의 온라인업체로는 홈쇼핑 4사 이외에도 쿠팡, 등 쇼셜커머스 등의 많은 기업들이 있다. 현재 상장된 기업으로는 홈쇼핑 업체들이 대부분이다. 한국 홈쇼핑 업체들의 valuation 수준은 글로벌 피어그룹 평균과 비교하면 매우 저평가된 상태다. P/E 기준으로는 글로벌 피어그룹 평균에 비해 65% 수준이고, P/B로는 39% 수준이며, EV/EBITDA로도 42% 수준이기 때문이다. 다만, 수익성 지표가 글로벌 평균에 비해 낮은 것은 단점이다. 그동안 모바일 부문에서 쇼셜커머스와의 출혈 경쟁이 이어져 왔으나, 지난해 3분기 이후 가격경쟁을 지양하고 수익성 위주로 사업전략을 전환함으로써 수익성 개선은 충분히 가능할 전망이다.

〈표23〉 온라인 Global peer valuation

온라인	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
현대홈쇼핑	1,247.6	14.7	11.8	10.5	1.2	1.1	1.0	8.1	9.4	9.8	5.8	4.0	3.1	한국
GS홈쇼핑	1,036.7	14.4	10.9	10.5	1.2	1.2	1.1	8.8	11.0	10.7	3.9	2.5	2.1	한국
CJ홈쇼핑	901.9	16.6	9.2	8.5	1.5	1.3	1.2	9.1	15.1	14.4	7.4	5.9	5.1	한국
엔에스쇼핑	482.4	9.2	8.1	7.9	1.9	1.4	1.2	22.4	18.5	15.9	6.3	6.9	6.5	한국
CABELA'S INC	4,270.2	16.2	19.7	17.7	1.7	2.1	1.8	10.4	11.1	10.6	7.4	18.4	16.9	미국
ASKUL CORP	2,345.5	44.1	40.7	33.9	2.9	4.1	3.7	6.8	10.4	11.1	15.6	15.4	13.4	일본
HSN INC	1,980.7	15.4	12.7	11.8	18.1	11.3	14.9	45.2	80.6	81.9	8.1	8.0	7.4	미국
MOMO.COM INC	940.5	28.5	23.8	20.9	5.3	4.9	4.4	17.7	21.3	22.6	25.4	17.4	14.1	대만
BELLU A CO LTD	736.4	8.9	10.0	8.8	0.7	0.8	0.7	8.4	8.0	N/A	6.1	8.8	7.9	일본
Peer 평균 (Outlier제외)		32.7	16.3	14.5	4.5	3.1	3.3	14.4	19.1	20.4	29.3	9.7	8.5	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

6. 종합상사

한국의 순수 종합상사업체로는 포스코대우, SK네트웍스, LG상사, 현대상사 등 4개사이다. 한국 종합상사 업체들의 valuation 수준은 글로벌 피어그룹 평균과 비교하면 저평가된 상태다. P/E 기준으로는 글로벌 피어그룹 평균에 비해 63% 수준이고, P/B로는 50% 수준이며, EV/EBITDA로도 84% 수준이기 때문이다. 다만, 수익성 지표인 4개사 평균 ROE가 6.3%로 글로벌 평균(10.1%)에 비해 낮은 것은 단점이다. 그동안 국제유가 하락으로 E&P부문의 수익성이 크게 악화되어 왔으나, 최근 국제유가 반등으로 수익성 개선이 가능할 것이다. 또한, 수익모델 다각화를 기하기 위해 업체별로 다양한 노력을 기울이고 있어 향후 추가적인 수익성 개선도 기대해볼 만하다.

〈표24〉 종합상사 Global peer valuation

종합상사	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
포스코대우	2,698.9	23.6	12.2	10.5	1.2	1.2	1.1	5.3	10.0	10.9	12.6	12.1	10.9	한국
SK네트웍스	1,504.4	23.0	23.0	14.7	0.7	0.7	0.6	2.9	2.9	4.4	9.8	9.6	7.8	한국
LG상사	1,101.3	N/A	14.3	10.8	1.0	1.0	0.9	-17.9	7.1	8.7	20.1	10.8	8.5	한국
현대상사	252.9	3.1	11.5	5.3	0.6	0.6	0.6	25.5	5.3	11.0	15.0	9.9	9.5	한국
SUMITOMO CORP	14,498.1	N/A	10.9	9.1	0.6	0.7	0.6	-3.0	6.1	7.3	48.1	16.1	14.5	일본
JFE HOLDINGS INC	8,651.8	11.0	20.4	10.6	0.8	0.5	0.5	7.7	2.1	4.3	3.8	8.5	6.7	일본
TOYOTA TSUSHO CORP	8,250.0	16.6	11.9	10.5	1.0	1.0	0.9	6.4	8.1	9.0	4.0	8.2	7.7	일본
DCC PLC	7,125.9	26.3	23.0	22.1	3.4	3.9	3.6	15.0	17.3	16.4	12.9	14.4	13.9	영국
Peer 평균 (Outlier제외)		29.6	24.0	16.2	1.8	1.8	1.6	5.0	10.1	10.3	14.2	12.6	11.2	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

7. 교육업

한국 교육 업체들의 valuation 수준(당사가 커버하고 있는 3개사 기준)은 글로벌 피어그룹 평균과 비교하면 다소 저평가된 상태다. P/E 기준으로는 글로벌 피어그룹 평균에 비해 63% 수준이고, P/B로는 61% 수준이며, EV/EBITDA로도 46% 수준이기 때문이다. 한편, ROE는 8.4%로 글로벌 평균(8.8%)에 비해 크게 떨어지지 않는다. 교육업체들은 큰 폭의 외형성장을 기대하기는 어렵지만, 각 업체들마다 제품 및 상품 평가 상승을 통한 수익 개선에 주력하고 있어 향후 안정적인 실적 흐름이 가능할 전망이다.

〈표25〉 교육업종 Global peer valuation

교육업	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
대교	645.5	17.8	20.5	17.2	1.4	1.4	1.3	7.1	6.1	7.0	7.5	7.6	6.8	한국
웅진씽크빅	291.6	25.3	11.0	10.0	1.3	1.2	1.1	5.3	11.1	11.0	7.8	4.9	4.7	한
메가스터디교육	99.3	N/A	15.9	13.8	N/A	0.6	0.6	N/A	8.1	4.6	N/A	4.2	3.7	한국
PEARSON PLC	7778.2	N/A	14.3	12.1	0.9	1.1	1.1	13.3	4.9	8.6	8.0	10.5	8.7	영국
SINA CORP	5329.7	177.2	67.2	40.6	1.3	1.9	1.8	1.1	3.0	4.4	60.6	27.6	16.8	미국
CHINA SOUTH PUBLISHING-A	4857.4	25.4	16.7	14.2	3.7	2.6	2.2	15.6	15.7	16.6	25.4	11.7	9.8	중국
ANHUI XINHUA MEDIA CO	4827.9	38.4	29.6	28.8	5.2	4.7	4.2	14.2	14.4	15.5	52.9	39.6	31.9	중국
SEEK LTD	4057.8	17.1	25.9	22.2	4.3	3.8	3.6	27.6	14.5	16.0	11.7	15.2	13.6	호주
MAIL.RU GROUP-GDR	3719.4	116.6	20.4	16.5	2.3	1.4	1.4	2.0	7.1	8.2	26.0	12.2	10.5	영국
LAGARDERE SCA	3192.2	47.4	12.2	11.3	1.8	1.4	1.4	3.7	11.1	12.2	8.2	7.6	7.4	프랑스
Peer 평균 (Outlier제외)		54.9	25.2	19.3	2.2	1.8	1.7	11.3	8.8	10.5	18.8	12.3	9.9	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

8. 제지업

한국 제지 업체들의 valuation 수준(당사가 커버하고 있는 2개사 기준)은 글로벌 피어그룹 평균과 비교하면 저평가된 상태다. 특히, 한솔제지의 경우 국내 업종 평균은 물론 글로벌 피어그룹 대비 크게 저평가된 상태다. 무림P&P는 제지부문은 실적 개선이 이뤄지고 있는 반면, 펄프부문이 국제펄프가격 하락에 따른 영업적자 때문에 올해 들어 실적이 악화된 데 따른 것이다. 한솔제지는 P/E 기준으로는 글로벌 피어그룹 평균에 비해 매우 낮은 수준이고, P/B로는 57% 수준이며, EV/EBITDA로도 61% 수준이기 때문이다. 한편, ROE는 18.3%로 글로벌 평균(6.1%)에 비해 크게 높은 편이다.

〈표26〉 제지업종 Global peer valuation

제지업	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
한솔제지	345.1	13.0	4.8	3.8	1.0	0.8	0.7	7.5	18.3	19.8	9.0	5.2	4.5	한국
무림P&P	231.6	23.0	85.0	12.7	0.5	0.5	0.5	2.1	0.6	3.9	7.9	9.7	7.5	한국
QIFENG NEW MATERIAL	788.0	21.2	41.5	31.7	1.8	1.5	1.5	9.2	3.8	4.9	14.6	N/A	N/A	중국
MUNKSJO OYJ	699.0	19.5	13.0	11.1	1.1	1.5	1.4	5.6	11.7	12.9	4.7	6.4	6.1	핀란드
MIQUEL Y COSTAS	496.3	13.5	14.7	13.5	1.8	1.9	1.7	13.5	12.6	12.9	7.8	9.0	8.6	스페인
POWERFLUTE OYJ	318.2	13.3	11.1	10.4	3.6	2.5	2.1	31.5	N/A	N/A	6.7	6.3	6.2	영국
MITSUBISHI PAPER	222.2	N/A	25.7	19.9	0.6	0.5	0.5	-8.2	1.8	2.4	2.5	9.6	10.1	일본
BALLARPUR INDUSTRIES	164.6	7.4	99.4	20.1	0.3	0.7	0.8	-0.6	0.7	3.8	1.3	11.4	10.8	인도
Peer 평균 (Outlier제외)		15.0	34.2	17.8	1.5	1.4	1.3	8.5	6.1	7.4	6.3	8.5	8.4	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

9. 기계업

한국 기계 업체들의 valuation 수준(당사가 커버하고 있는 3개사 기준)은 글로벌 피어그룹 평균과 비교하면 다소 저평가된 상태다. 두산그룹 3사는 지난해 대규모 적자를 기록했지만 자산매각과 설비 및 인력 구조조정을 통해 올해는 실적 개선 흐름을 보여주고 있다. P/E 기준으로는 글로벌 피어그룹 평균에 비해 매우 낮은 수준이고, P/B로는 40% 수준이기 때문이다. 반면, EV/EBITDA로는 3사 평균 10.5배로 글로벌 평균(8.9배)에 비해 높은 편이다. 한편, ROE는 5.9%로 글로벌 평균(10.3%)에 비해 크게 낮은 편이다.

INDUSTRY REPORT

〈표27〉 기계업종 Global peer valuation

기계업종	Market cap (USD bn)	P/E			P/B			ROE(%)			EV/EBITDA			국가
		15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	15	16F	17F	
두산중공업	2590.8	N/A	25.1	10.4	0.9	0.9	0.9	-25.2	3.2	7.5	25.6	11.4	11.3	한국
두산인프라코어	1295.9	N/A	4.8	8.8	0.7	0.6	0.6	-34.0	13.8	6.7	23.5	8.3	8.2	한국
두산엔진	226.0	N/A	1.7	9.3	0.4	0.3	0.3	-19.7	22.0	3.6	-13.6	14.9	11.9	한국
SIEMENS AG-REG	98179.0	12.5	15.1	14.1	1.9	2.5	2.3	22.3	16.1	17.0	7.7	10.7	9.9	독일
HITACHI LTD	24320.8	14.7	11.4	9.7	1.4	0.9	0.8	7.8	8.0	9.3	4.1	6.7	6.3	일본
KOMATSU LTD	22264.5	14.6	23.7	20.6	1.5	1.4	1.4	10.6	6.3	7.3	6.5	10.4	9.5	일본
TOSHIBA CORP	15388.3	N/A	10.7	14.2	2.0	3.8	3.1	-3.6	34.9	22.6	5.9	6.8	6.3	일본
GEA GROUP AG	7801.2	27.3	18.1	15.9	2.5	2.4	2.2	13.5	13.2	14.3	16.8	10.0	8.6	독일
SHANGHAI ELECTRIC GRP	6613.6	21.2	N/A	N/A	1.2	N/A	N/A	5.8	5.7	5.7	6.1	4.2	4.0	중국
HITACHI CONSTRUCTION	4381.0	17.2	66.2	27.2	1.0	1.1	1.1	6.3	1.9	4.2	4.4	10.2	8.8	일본
FUJI ELECTRIC CO LTD	3779.1	14.5	12.3	11.3	1.4	1.5	1.4	10.8	12.8	12.6	5.6	8.0	7.5	일본
Peer 평균 (Outlier 제외)		23.3	22.6	15.8	1.7	1.6	1.5	9.8	8.2	10.3	9.1	10.0	8.9	

자료 : Bloomberg, HMC투자증권

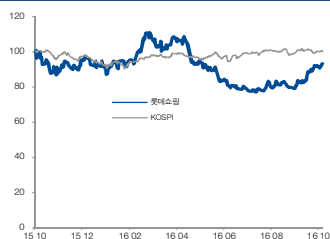
주가재평가 이제 시작에 불과

현재주가 (10/26)	232,500원		
상승여력	41.9%		
시가총액	7,322십억원		
발행주식수	31,491천주		
자본금/액면가	157십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	277,500원/193,000원		
일평균 거래대금 (60일)	15십억원		
외국인지분율	15.97%		
주요주주	신동빈 외 18인 63.97%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	11.5	20.1	-12.4
상대주가(%p)	12.4	18.6	-13.4

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	8,983	14,027	290,000
After	8,849	14,026	330,000
Consensus	10,895	14,087	253,412
Cons. 차이	-18.8%	-0.4%	30.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 최근 주가 상승에도 불구하고 글로벌 peer 평균 대비 31% 수준에 불과한 P/B를 감안하면 추가적인 주가 상승 가능성은 열려 있는 것으로 판단함. 목표주가를 330,000원으로 상향하며 기존 BUY 의견을 유지함. 목표주가를 상향한 것은 영업가치 산정시 글로벌 피어 평균 EV/EBITDA(7.9배) 대비 15% 할인율을 적용했기 때문 <표1 참조>
- 지난 25일 1) 준법경영위원회 설치, 2) 5년간 40조원 투자와 7만명 신규 채용, 3) 3년간 1만명 비정규직의 정규직 전환, 4) 호텔롯데 상장을 통한 기업 지배구조 개선 등이 포함된 경영 쇄신안을 발표. 또한, 우량한 계열사들을 순차적으로 상장해 기업 투명하게 경영하고 건전한 경영을 이뤄나 가겠다고 밝힘

2) 주요이슈 및 실적전망

- 롯데쇼핑 주가는 최근 3년간 고점 대비 1/2수준으로 반토막이 났음. 주가만 보면 부도난 기업이라 할 수 있지만, 부도 가능성은 대단히 낮음. 단기유동성, 당좌비율, 유동비율, 자기자본비율 등을 고려해볼 때 매우 우량한 기업이기 때문. 동기간 주가가 하락한 이유는 1) 국내사업의 영업실적 부진, 2) 경영권 분쟁과 지배구조 불투명성, 3) 해외사업 부실에 따른 손실 발생 등이었음
- 이젠 역발상적인 측면에서 동사에 대한 비중확대 전략을 권고함. 단기간 내에 영업실적 개선을 통한 주가 재평가가 이뤄질 것이라고는 보지 않지만 무엇보다도 1) 청산가치 대비 지극히 저평가된 상태, 2) 그룹 경영비리 수사도 신동빈 회장의 구속영장 기각으로 최악의 상황을 벗어났고, 향후 경영 정상화도 빠르게 진행될 것이며, 3) 해외사업의 구조조정 지속에 따른 적자 규모 축소를 통한 중장기 실적 개선, 4) 향후 호텔롯데 상장이 빠른 시일 안에 재개될 것이고, 그 이후 IPO가능성이 충분한 롯데카드, 롯데홈쇼핑, 코리아세븐 등의 상장 가능성이 열려 있어 비상장 종속법인에 대한 가치 재평가가 필요하기 때문

3) 주가전망 및 Valuation

- 최근 주가 반등에도 불구하고, 현재 주가 수준은 역사적 P/B밴드(최근 5년간 평균 0.5~0.8배)하단을 하회. 목표주가 330,000원은 2016~2017년 P/B 각각 0.63배, 0.62배 수준
- 최악의 상황에서 벗어난 동사는 향후 다양한 긍정적인 변화들과 함께 주가 재평가 기틀을 마련

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	28,100	1,188	527	2,088	16,724	-33.2	16.3	0.5	5.6	3.2	0.7
2015	29,128	854	-383	1,840	-12,164	적전	-	0.5	6.0	-2.3	0.9
2016F	29,896	807	279	1,727	8,849	흑전	26.3	0.4	6.7	1.7	0.9
2017F	31,811	914	442	1,805	14,026		16.6	0.4	6.5	2.7	0.9
2018F	33,480	980	587	1,884	18,648		12.5	0.4	6.3	3.4	0.9

* K-IFRS 연결 기준

롯데쇼핑에 대한 투자 포인트

1. 청산가치로 볼 때 매우 매력적인 주가 수준

청산가치 개념으로 접근할 때, 롯데쇼핑은 대단히 매력적인 종목이다. 롯데쇼핑은 유형자산과 투자자산을 주목할만하다. 유형자산(16조원, 자산총계 대비 40% 수준)의 토지, 건물은 영업용자산(오프라인 유통 점포: 백화점, 대형마트, 프리미엄 및 도심형 아울렛, 편의점, 슈퍼마켓 등)이다. 이들 대부분은 핵심 상권에 위치하고 있고, 지난 2010년 자산재평가를 실시한 바 있다. 그 이후 전국의 토지 가격은 상승했고, 특히, 특히 주요 대도시 핵심 토지들은 그보다 높은 상승이 이뤄졌다. 토지의 실제가치는 장부가치 보다 훨씬 높은 상태다.

신동빈 회장의 지배구조 개선에 대한 노력이 기대된다. 호텔롯데 상장이 당장 올해는 어렵겠지만, 내년에 절차를 밟아 진행될 수 있을 것이고, 그 이후 롯데그룹 비상장 자회사들도 IPO를 추진할 것으로 예상된다. 코리아세븐(51.1%), 롯데리아(38.7%), 롯데카드(지분율 93.8%), 롯데홈쇼핑(53.0%) 등 비상장 종속법인의 경우 이미 상장 요건을 갖추고 있어, 대주주 의지에 따라 언제든지 IPO를 할 수 있다. 롯데쇼핑의 단순(장부가 기준)P/B는 0.4배이지만, 실질(공정가치 기준)P/B는 0.3배 수준으로 추정된다. 결론적으로 롯데쇼핑의 주가는 청산가치 기준으로 볼 때 이론적으로는 현재주가 보다 2.5배~3.3배 상승할 수 있는 잠재력을 갖고 있다.

2. 영업 측면 : 단기적으로 개선 폭 제한적이나 중장기 개선 가능성 충분

한국 민간소비 동향을 감안할 때 국내 영업실적 개선은 제한적일 것이다. 가계소비여력 측면에서 보면, 개선되기 보다 악화될 개연성이 크기 때문이다. 임박한 중후장대 산업의 구조조정과 수출 급감과 내수 부진을 감안하면 고용과 임금의 증가를 기대하기 어려워 소비의 원천인 가계 소득의 감소가 불가피하다. 가계소득 증가는 기대하기 어려운 반면, 주거비 상승과 비소비지출 부담 증대 등을 감안할 때 가계소비 여력 또한 개선되기 어려울 것이다. 부정적인 영업환경에도 불구하고 롯데쇼핑의 영업실적은 올해 3분기를 저점으로 점진적으로 개선될 전망이다. 3분기에도 영업이익의 감익이 불가피하나, 4분기에는 국내외 백화점 부문의 이익 증대와 중국 할인점의 적자 축소 등으로 영업이익이 큰 폭 증가세로 반전될 것이고, 내년에는 백화점과 할인점, 편의점 등 전 사업부문의 고른 실적 개선으로 두 자릿수 영업이익의 증가가 가능할 것이다. 중국을 비롯한 해외사업의 실적 개선 또한 아직까지는 큰 기대를 갖기는 어렵지만, 지난해 대규모의 영업권 손상치손을 이미 반영한 바 올해는 지난해와 같은 일회성비용은 없을 것이다. 이에 따라 국내의 영업실적은 비록 크지는 않지만 향후 점진적으로 개선되는 모습을 보일 것이다.

3. 확대됐던 오퍼 리스크 점진적 축소될 것

부진한 영업실적 이외에도 주가 할인 요인으로 작용했던 오퍼 리스크는 점진적 해소 단계다. 그룹사 경영비리 검찰수사가 최근 신동빈 회장 구속영장 기각으로 최악의 상황은 벗어났다. 지난해 7월 형제의 난으로 벌어진 경영권 분쟁과 지배구조 투명성 문제는 향후 점진적으로 개선될 전망이다. 이미 신동빈 회장이 주주와 종업원들로부터 확고하게 경영권을 인정받고 있기 때문이다. 또한, 지배구조 투명성 관련된 문제도 향후 호텔롯데 IPO를 통해 일정 부분 개선될 전망이다. 그동안 주가 상승의 발목을 잡아왔던 오퍼 리스크도 최악의 상황을 벗어나고 있고, 향후 점진적으로 개선될 전망이다.

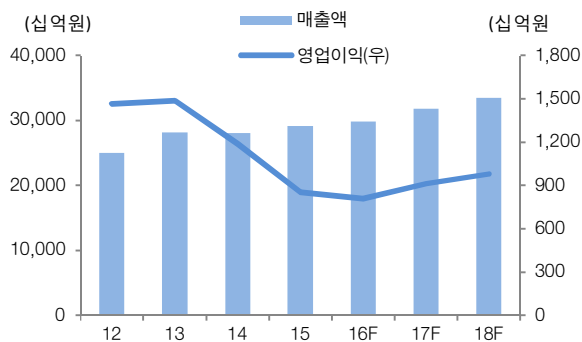
〈표1〉 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	11,594	12,121	12,033	
EBITDA	1,727	1,805		
EV/EBITDA	6.7	6.7		글로벌 피어 평균(7.9배) 대비 23% 할인율 적용
2. 투자자산가치	2,600	2,690	2,675	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자자산	1,010	1,100		
2) 장기매도가능금융자산	446	446		
2) 기타금융자산	1,143	1,143		
3. 기업가치 (=1+2)	14,193	14,810	14,708	
4. 순차입금	3,263	3,424	3,397	
5. 비지배주주지분	875	959	945	
6. 적정주가가치 (=3-4-5)	10,055	10,428	10,366	
발행주식수	31,491	31,491	31,491	
적정주가 (원)	319,309	331,136	329,165	
현재주가	232,500	232,500	232,500	
상승여력 (%)	37.3%	42.4%	41.6%	

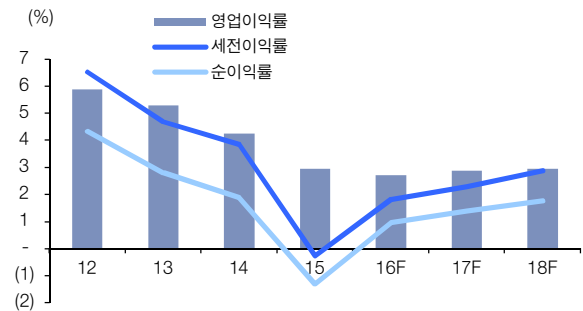
자료: HMC투자증권

〈그림1〉 영업이익 2016년을 저점으로 상향



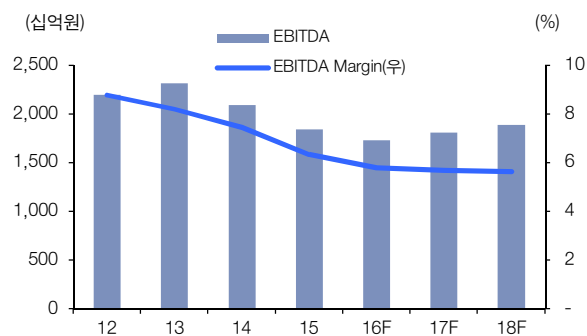
자료: 롯데쇼핑, HMC투자증권

〈그림2〉 수익성도 점진적 호전될 것



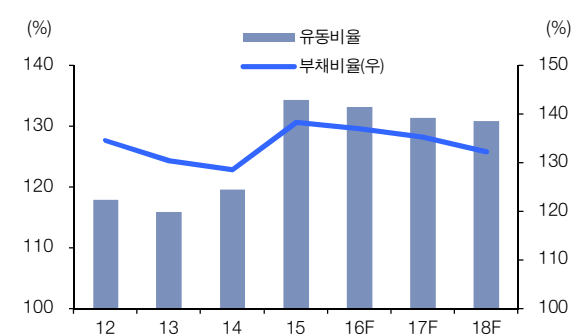
자료: 롯데쇼핑, HMC투자증권

〈그림3〉 EBITDA와 EBITDA 마진 추이



자료: 롯데쇼핑, HMC투자증권

〈그림4〉 재무건전성 점진적 개선



자료: 롯데쇼핑, HMC투자증권

〈표2〉 롯데쇼핑 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016F				2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
총매출액	7,178	7,451	7,719	7,808	7,461	7,504	7,912	8,147	30,156	31,024	32,956
백화점	2,095	2,055	1,929	2,586	2,166	2,126	2,050	2,805	8,665	9,148	9,913
할인점	2,154	2,091	2,237	2,034	2,181	2,070	2,259	2,092	8,516	8,602	9,167
전자소매업	859	968	1,063	1,006	888	951	1,094	1,048	3,896	3,981	4,239
금융	410	473	477	430	435	450	466	419	1,790	1,770	1,825
기타	1,660	1,864	2,013	1,752	1,791	1,907	2,044	1,782	7,289	7,524	7,812
매출액	6,935	7,228	7,484	7,480	7,179	7,230	7,646	7,841	29,128	29,896	31,811
매출총이익	2,170	2,258	2,240	2,243	2,221	2,280	2,315	2,373	8,911	9,189	9,885
영업이익	267	202	195	189	208	171	182	247	854	807	914
백화점	144	75	63	231	145	90	73	258	513	566	623
할인점	15	-43	6	-27	6	-63	-12	-8	-49	-77	-37
전자소매업	35	42	56	27	28	41	57	26	160	152	164
금융	43	79	22	26	33	62	18	20	170	133	124
기타	30	49	48	-64	-4	41	46	-50	63	32	40
세전이익	192	174	85	-531	130	149	246	8	-80	534	720
지배주주순이익	106	65	2	-556	58	65	151	5	-383	279	442
수익성											
GPM	30.2	30.3	29.0	28.7	29.8	30.4	29.3	29.1	29.5	29.6	30.0
OPM	3.7	2.7	2.5	2.4	2.8	2.3	2.3	3.0	2.8	2.6	2.8
RPM	2.7	2.3	1.1	-6.8	1.7	2.0	3.1	0.1	-0.3	1.7	2.2
NPM	1.5	0.9	0.0	-7.1	0.8	0.9	1.9	0.1	-1.3	0.9	1.3
성장성 (% YoY)											
총매출액	1.4	4.1	6.9	1.6	3.9	0.7	2.5	4.3	3.5	2.9	6.2
영업이익	-21.3	-35.3	-35.9	-18.5	-22.1	-15.4	-7.0	30.4	-28.2	-5.4	13.2
세전이익	-23.8	-51.6	-79.3	적전	-32.2	-14.3	189.0	흑전	적전	흑전	34.9
순이익	-17.7	-70.6	-99.3	적전	-45.4	0.4	8,423.2	흑전	적전	흑전	58.5
기본가정 (% YoY)											
GDP성장률	2.7	2.9	2.6	2.8	2.8	3.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9
민간소비증가율	2.3	2.6	2.2	1.5	2.2	3.3	2.3	1.9	1.7	2.3	2.2
소비자물가상승률	1.2	1.3	1.4	1.8	1.0	0.9	1.2	1.5	0.6	1.3	2.0

주: 수익성 지표는 총매출액대비

자료: 롯데쇼핑, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	28,100	29,128	29,896	31,811	33,480
증가율 (%)	-0.4	3.7	2.6	6.4	5.2
매출원가	19,337	20,217	20,707	21,927	22,995
매출원가율 (%)	68.8	69.4	69.3	68.9	68.7
매출총이익	8,763	8,911	9,189	9,885	10,485
매출이익률 (%)	31.2	30.6	30.7	31.1	31.3
증가율 (%)	1.1	1.7	3.1	7.6	6.1
판매관리비	7,575	8,057	8,382	8,971	9,505
판매비율 (%)	27.0	27.7	28.0	28.2	28.4
EBITDA	2,088	1,840	1,727	1,805	1,884
EBITDA 이익률 (%)	7.4	6.3	5.8	5.7	5.6
증가율 (%)	-9.5	-11.9	-6.2	4.5	4.4
영업이익	1,188	854	807	914	980
영업이익률 (%)	4.2	2.9	2.7	2.9	2.9
증가율 (%)	-20.0	-28.2	-5.4	13.2	7.2
영업외손익	-163	-940	-279	-194	-22
금융수익	241	271	185	103	103
금융비용	343	440	532	337	366
기타영업외손익	-60	-772	68	40	241
종속/관계기업관련손익	52	7	6	0	0
세전계속사업이익	1,078	-80	534	720	958
세전계속사업이익률	3.8	-0.3	1.8	2.3	2.9
증가율 (%)	-18.2	적전	흑전	34.9	33.0
법인세비용	462	266	200	194	259
계속사업이익	616	-346	334	526	699
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	616	-346	334	526	699
당기순이익률 (%)	2.2	-1.2	1.1	1.7	2.1
증가율 (%)	-30.1	적전	흑전	57.5	33.0
지배주주지분 순이익	527	-383	279	442	587
비지배주주지분 순이익	89	38	55	84	112
기타포괄이익	79	-42	-56	0	0
총포괄이익	694	-388	278	526	699

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	1,630	641	1,236	1,486	1,515
당기순이익	616	-346	334	526	699
유형자산 상각비	765	840	833	852	860
무형자산 상각비	135	146	86	39	44
외환손익	15	107	46	-62	-234
운전자본의 감소(증가)	-317	-1,255	-399	82	97
기타	416	1,148	336	49	49
투자활동으로인한현금흐름	-600	-1,558	-1,228	-1,446	-1,314
투자자산의 감소(증가)	-272	-286	-102	-120	-120
유형자산의 감소	1,297	141	14	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-1,863	-1,095	-1,207	-1,320	-1,360
기타	238	-318	67	-6	166
재무활동으로인한현금흐름	-416	731	-391	-200	-200
장기차입금의 증가(감소)	175	755	-392	1	1
사채의증가(감소)	199	1,173	120	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-59	-74	-78	-59	-59
기타	-731	-1,122	-41	-141	-141
기타현금흐름	5	9	0	0	0
현금의증가(감소)	619	-177	-383	-160	1
기초현금	1,309	1,928	1,751	1,368	1,208
기말현금	1,928	1,751	1,368	1,208	1,210

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	14,976	15,997	15,780	15,883	16,103
현금성자산	1,928	1,751	1,368	1,208	1,210
단기투자자산	8,560	9,635	9,459	9,459	9,459
매출채권	659	570	777	819	863
재고자산	3,161	3,266	3,397	3,617	3,792
기타유동자산	667	775	780	780	780
비유동자산	25,097	24,696	25,153	25,862	26,599
유형자산	15,901	15,759	16,030	16,498	16,999
무형자산	4,156	3,578	3,619	3,739	3,855
투자자산	3,078	3,364	3,466	3,586	3,706
기타비유동자산	1,962	1,995	2,038	2,038	2,038
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	40,072	40,693	40,934	41,745	42,702
유동부채	12,534	11,919	11,859	12,101	12,312
단기차입금	1,487	1,790	1,499	1,499	1,499
매입채무	3,761	3,726	3,888	4,126	4,332
유동성장기부채	3,082	2,477	2,665	2,665	2,665
기타유동부채	4,203	3,926	3,807	3,811	3,815
비유동부채	9,995	11,687	11,791	11,894	12,000
사채	6,787	7,960	8,079	8,079	8,079
장기차입금	1,370	1,857	1,710	1,710	1,710
장기금융부채 (리스포함)	104	78	123	123	123
기타비유동부채	1,733	1,792	1,878	1,982	2,087
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	22,528	23,606	23,650	23,995	24,311
지배주주지분	16,726	16,247	16,409	16,792	17,320
자본금	157	157	157	157	157
자본잉여금	3,911	3,911	3,911	3,911	3,911
자본조정 등	191	190	190	190	190
기타포괄이익누계액	107	96	52	52	52
이익잉여금	12,360	11,894	12,099	12,482	13,010
비지배주주지분	818	840	875	959	1,071
자본총계	17,544	17,088	17,284	17,750	18,390

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	19,552	-10,971	10,604	16,698	22,200
EPS(지배순이익 기준)	16,724	-12,164	8,849	14,026	18,648
BPS(자본총계 기준)	557,110	542,628	548,846	563,667	583,990
BPS(지배지분 기준)	531,131	515,941	521,070	533,219	549,990
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
PER(당기순이익 기준)	14.0	-	21.9	13.9	10.5
PER(지배순이익 기준)	16.3	-	26.3	16.6	12.5
PBR(자본총계 기준)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
PBR(지배지분 기준)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(Reported)	5.6	6.0	6.7	6.5	6.3
배당수익률	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-30.1	적전	흑전	57.5	33.0
EPS(지배순이익 기준)	-33.2	적전	흑전	58.5	33.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.6	-2.0	1.9	3.0	3.9
ROE(지배순이익 기준)	3.2	-2.3	1.7	2.7	3.4
ROA	1.6	-0.9	0.8	1.3	1.7
안정성 (%)					
부채비율	128.4	138.1	136.8	135.2	132.2
순차입금비율	13.5	16.3	18.9	19.3	18.6
이자보상배율	4.8	3.4	3.4	4.0	4.3

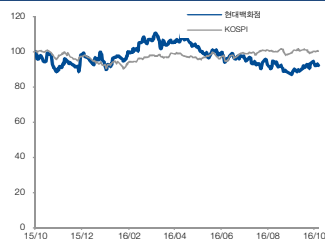
차별적인 실적 호전 지속

현재주가 (10/26)	120,000원
상승여력	46.7%
시가총액	2,808십억원
발행주식수	23,402천주
자본금/액면가	117십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	147,500원/116,000원
일평균 거래대금 (60일)	8십억원
외국인지분율	35.84%
주요주주	정지선 외 3인 36.08%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	2.1 -3.9 -12.8
상대주가(%)	2.9 -5.1 -13.8

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	13,119	14,038	176,000
After	13,119	14,038	176,000
Consensus	12,350	13,478	185,000
Cons. 차이	6.2%	4.2%	-4.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 국내 소비환경의 침체에도 불구하고 공격적인 특화 전략의 주효와 자회사와의 협업을 통한 성장 전략 지속 가능할 전망
- 최근 주가 반등에도 불구하고 여전히 밸류에이션 매력 충분하며, 현재 주가 수준에서 비중확대 전략 지속 권고. 기존 BUY 의견과 목표주가 176,000원을 유지함

2) 주요이슈 및 실적전망

- 지난해부터 본격적으로 진입한 아울렛 시장에서의 신규 출점을 통한 성장전략이 주효하면서 올해에 이어 내년에도 실적호전 추세 지속될 것
- 올해와 내년에 각각 2개점(동대문, 송도; 아울렛)과 1개점(가든파인; 아울렛) 신규 개점을 통해 사업역량을 지속적으로 확대할 전망. 또한 2018년에는 대전(프리미엄 아울렛), 2019년에도 남양주 진건(프리미엄 아울렛), 동탄(도심형 아울렛) 등으로 확장할 계획
- 전반적인 소비경기 침체에도 불구하고 올해 동사의 실적 모멘텀은 강하게 반전될 전망. 이는 1) 지난 2014년 하반기 이후 공격적으로 출점했던 매장들의 효율 개선, 2) 백화점과 아울렛(프리미엄 및 도심형)을 비롯한 자회사 현대홈쇼핑과 한섬 등을 통한 그룹 전사적인 사후면세점 사업에 역량을 집중함으로써 외래관광객을 통한 신규 매출 성장 등이 가능할 것이기 때문
- 소비심리와 소비경기 등 영업환경의 개선을 기대하기는 어렵지만, 불황기에도 적절한 신규 출점을 통한 성장 전략이 주효하고 있음. 올해 연간 총매출액과 영업이익은 전년대비 각각 13.0%, 10.8% 증가한 5조 4,887억원과 4,021억원으로 기존 수익예상을 유지

3) 주가전망 및 Valuation

- 도심형 및 교외형 프리미엄아울렛 위주의 공격적인 신규 출점을 통한 성장성 확보에 역량 집중. 올해 2개점 출점에 이어 2017~2018년 각각 1개점, 2019년 2개점 출점 계획
- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 9.0배, 0.7배로 글로벌 피어그룹은 물론 국내 대형 유통업체 중 가장 낮은 밸류에이션 수준. 부진한 업황에도 불구하고 양호한 실적 모멘텀을 통한 주가 재평가는 가능할 전망
- 향후 3년간 매출액 성장률과 EBITDA 증가율은 각각 7.0%, 7.8%로 성장성 지표도 양호한 수준
- 동사는 글로벌 peer 평균 대비 수익성(ROE)은 동일한 수준인데 비해 P/E, P/B, EV/EBITDA 등 제반 valuation 지표가 대형유통 3사 중 유일하게 저평가된 상태

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	1,552	364	268	478	11,470	-10.2	10.7	0.9	7.8	8.6	0.6
2015	1,657	363	241	489	10,294	-10.2	12.3	0.9	8.2	7.2	0.6
2016F	1,866	402	307	556	13,119	27.4	9.1	0.8	6.9	8.6	0.6
2017F	1,953	434	329	598	14,038	7.0	8.5	0.7	6.2	8.5	0.6
2018F	2,027	444	342	612	14,625	4.2	8.2	0.6	5.7	8.1	0.6

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	4,211	4,527	4,448	
EBITDA	556	598		
EV/EB TDA	7.6	7.6		글로벌 피어 평균(7.9배) 대비 4% 할인율 적용
2. 투자자산가치	519	519	519	순자산가액 대비 25% 할인율 적용
1) 관계기업 지분투자	431	431		
2) 장기매도가능금융자산	77	77		
3) 기타 금융자산	11	11		
3. 기업가치 (=1+2)	4,730	5,047	4,968	
4. 순차입금	331	154	198	
5. 비지배주주지분	618	667	655	
6. 적정주주가치 (=3-4-5)	3,781	4,226	4,114	
발행주식수	23,402	23,402	23,402	
적정주가 (원)	161,563	180,559	175,810	
현재주가	120,000	120,000	120,000	
상승여력 (%)	34.6	50.5	46.5	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 현대백화점 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016F				2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
총매출액	1,136	1,121	1,145	1,455	1,324	1,315	1,244	1,606	4,856	5,489	5,740
매출액	396	387	398	476	459	450	432	526	1,657	1,866	1,953
매출총이익	321	323	329	421	376	382	360	468	1,394	1,586	1,674
영업이익	92	70	70	130	102	78	77	145	363	402	434
세전이익	109	83	71	125	118	91	80	197	389	486	503
지배주주순이익	71	53	41	76	75	58	50	124	241	307	329
수익성 (%)											
GP	28.2	28.8	28.7	29.0	28.4	29.0	28.9	29.1	28.7	28.9	29.2
OP	8.1	6.3	6.1	9.0	7.7	5.9	6.2	9.0	7.5	7.3	7.6
RP	9.6	7.4	6.2	8.6	8.9	6.9	6.4	12.2	8.0	8.9	8.8
NP	6.2	4.7	3.6	5.2	5.6	4.4	4.0	7.7	5.0	5.6	5.7
성장성 (% YoY)											
매출액	-0.7	2.0	10.1	13.6	16.6	17.2	8.7	10.4	6.4	13.0	4.6
영업이익	-6.7	-4.0	0.1	7.1	11.2	10.7	10.4	10.8	-0.2	10.8	7.8
세전이익	-8.1	-13.0	49.5	-6.7	8.2	9.3	13.4	56.8	-1.9	25.0	3.6
순이익	-8.7	-18.3	-3.7	-8.9	5.3	10.7	21.5	62.9	-10.2	27.4	7.0
주요가정 (% YoY)											
GDP성장률(실질)	2.7	2.9	2.6	2.8	2.8	3.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9
민간소비	2.3	2.6	2.2	1.5	2.2	3.3	2.3	1.9	1.7	2.3	2.2
소비자물가상승률	1.2	1.3	1.4	1.8	1.0	0.9	1.2	1.5	0.6	1.3	2.0

자료: 현대백화점, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	1,552	1,657	1,866	1,953	2,027
증가율 (%)	1.2	6.8	12.6	4.7	3.8
매출원가	257	263	281	280	282
매출원가율 (%)	16.6	15.9	15.0	14.3	13.9
매출총이익	1,295	1,394	1,586	1,674	1,744
매출이익률 (%)	83.4	84.1	85.0	85.7	86.1
증가율 (%)	0.3	7.6	13.8	5.5	4.2
판매관리비	931	1,031	1,184	1,240	1,300
판매비율 (%)	60.0	62.2	63.4	63.5	64.1
EBITDA	478	489	556	598	612
EBITDA 이익률 (%)	30.8	29.5	29.8	30.6	30.2
증가율 (%)	-5.1	2.3	13.7	7.5	2.3
영업이익	364	363	402	434	444
영업이익률 (%)	23.4	21.9	21.5	22.2	21.9
증가율 (%)	-7.5	-0.2	10.8	7.8	2.4
영업외손익	-18	-13	13	19	26
금융수익	13	8	14	22	29
금융비용	5	8	16	17	17
기타영업외손익	-26	-12	15	14	14
종속/관계기업관련손익	50	39	71	51	54
세전계속사업이익	396	389	486	503	525
세전계속사업이익률	25.5	23.5	26.0	25.8	25.9
증가율 (%)	-14.2	-1.9	25.0	3.6	4.2
법인세비용	105	108	132	126	131
계속사업이익	291	280	354	378	393
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	291	280	354	378	393
당기순이익률 (%)	18.8	16.9	19.0	19.3	19.4
증가율 (%)	-13.8	-3.7	26.2	6.8	4.2
지배주주지분 순이익	268	241	307	329	342
비지배주주지분 순이익	23	39	47	49	51
기타포괄이익	-31	13	-9	0	0
총포괄이익	260	293	344	378	393

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	399	401	477	461	515
당기순이익	291	280	354	378	393
유형자산 상각비	113	125	153	164	167
무형자산 상각비	2	2	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-11	-39	13	-29	8
기타	3	33	-44	-51	-54
투자활동으로인한현금흐름	-193	-542	-521	-269	-246
투자자산의 감소(증가)	-4	8	48	51	54
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-372	-501	-346	-320	-300
기타	181	-50	-223	0	0
재무활동으로인한현금흐름	-267	167	123	-16	-16
장기차입금의 증가(감소)	51	20	-47	0	0
사채의증가(감소)	-299	499	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-18	-19	-23	-16	-16
기타	-1	-333	193	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-62	26	79	177	253
기초현금	79	18	44	123	300
기말현금	18	44	123	300	553

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	816	911	1,239	1,415	1,708
현금성자산	18	44	123	300	553
단기투자자산	173	196	412	412	412
매출채권	542	560	590	589	625
재고자산	55	60	68	68	72
기타유동자산	28	51	46	46	46
비유동자산	4,868	5,250	5,458	5,613	5,746
유형자산	4,117	4,397	4,602	4,758	4,891
무형자산	52	47	46	45	44
투자자산	662	692	693	693	693
기타비유동자산	37	114	118	118	118
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,684	6,161	6,697	7,028	7,454
유동부채	1,432	1,087	1,313	1,283	1,328
단기차입금	71	41	24	24	24
매입채무	520	440	524	493	539
유동성장기부채	300	0	193	193	193
기타유동부채	541	606	572	572	572
비유동부채	463	1,043	1,034	1,034	1,037
사채	0	499	499	499	499
장기차입금	130	180	150	150	150
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	333	365	385	385	388
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,895	2,130	2,347	2,317	2,365
지배주주지분	3,244	3,450	3,731	4,044	4,370
자본금	117	117	117	117	117
자본잉여금	612	612	612	612	612
자본조정 등	-71	-103	-103	-103	-103
기타포괄이익누계액	39	54	45	45	45
이익잉여금	2,547	2,769	3,060	3,373	3,699
비지배주주지분	545	581	618	667	718
자본총계	3,789	4,031	4,350	4,711	5,089

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	12,436	11,976	15,113	16,136	16,811
EPS(지배순이익 기준)	11,470	10,294	13,119	14,038	14,625
BPS(자본총계 기준)	161,905	172,242	185,857	201,311	217,440
BPS(지배지분 기준)	138,633	147,415	159,449	172,806	186,749
DPS	700	700	700	700	700
PER(당기순이익 기준)	9.9	10.6	7.9	7.4	7.1
PER(지배순이익 기준)	10.7	12.3	9.1	8.5	8.2
PBR(자본총계 기준)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR(지배지분 기준)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(Reported)	7.8	8.2	6.9	6.2	5.7
배당수익률	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-13.8	-3.7	26.2	6.8	4.2
EPS(지배순이익 기준)	-10.2	-10.2	27.4	7.0	4.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	7.9	7.2	8.4	8.3	8.0
ROE(지배순이익 기준)	8.6	7.2	8.6	8.5	8.1
ROA	5.2	4.7	5.5	5.5	5.4
안정성 (%)					
부채비율	50.0	52.8	54.0	49.2	46.5
순차입금비율	8.2	11.9	7.6	3.3	순현금
이자보상배율	72.7	43.2	25.3	25.1	25.8

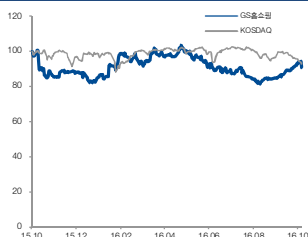
가치주의 대표, 이젠 재평가가 필요

현재주가 (10/26)	169,900원		
상승여력	53.0%		
시가총액	1,115십억원		
발행주식수	6,563천주		
자본금/액면가	33십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	197,000원/155,100원		
일평균 거래대금 (60일)	2십억원		
외국인지분율	37.08%		
주요주주	GS 30.00%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	6.4	3.9	-7.6
상대주가(%)	14.5	14.4	1.6

※ K-IFRS 개별 기준

(단위 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	16,228	16,955	230,000
After	16,228	16,955	260,000
Consensus	15,263	16,997	232,400
Cons. 차이	6.3%	-0.2%	11.9%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 글로벌 peer 평균 대비 ROE는 다소 낮지만, P/E, P/B, EV/EBITDA 등 제반 valuation 지표는 현저히 저평가 상태. 최근 주가 상승에도 불구하고 valuation 매력 높고, 지속적인 비중확대 전략 권고
- 목표주가를 260,000원으로 상향하며, 기존 BUY 의견을 유지함. 목표주가는 영업가치 산정 시 업종평균 대비 15% 할인한 4.8배를 적용한 것. 이는 글로벌 peer 평균 EV/EBITDA 9.7배를 감안하면 여전히 보수적 평가기준을 유지한 것임

2) 주요이슈 및 실적전망

- 3분기 영업실적은 호조세 지속될 전망. 이는 지난해 기저효과와 수익성 위주의 사업전략이 주효하고 있기 때문. 동 추세는 올해 연말까지 지속돼 구조적인 증익(增益) 추세가 가능할 것
- 상반기에 비해 하반기 실적 개선 폭이 확대될 전망. 이는 1) 지난해 메르스 발생에 따른 소비경기 침체의 영향이 3분기까지 반영됐고, 2) 모바일 부문은 쿠팡·티몬·위메프 등 소셜커머스와 외형 경쟁을 자제하고 철저히 수익성 위주의 사업전략을 펼치고 있어 전체 수익성 개선에 일조할 것이기 때문
- 동사는 TV홈쇼핑에서 독점 상품군 위주로의 상품 경쟁력을 제고하면서 수익성을 개선해 나갈 것임. 올해 취급고와 영업이익은 전년대비 각각 3.7%, 11.7% 증가한 3조 6,409억원과 1,257억원으로 전망. 영업이익률은 3.5%로 전년대비 0.3%p 개선될 것. 이는 1) 백수오와 메르스 이슈를 통한 기저효과, 2) 수익성 위주의 사업전략을 통한 마케팅 비용 축소, 3) SO수수료의 정상화를 통한 비용구조 개선 등임

3) 주가전망 및 Valuation

- 동사의 투자 포인트는 1) 높은 양이지만 안정적인 실적 개선 추세 지속, 2) 순현금 보유 절대 저평가 가치주, 3) 배당주로서의 매력 등임
- 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 10.7배, 1.1배 수준에서 거래되고 있고, 순현금(16F 7,952억원, 시가총액의 67.1% 수준)을 감안한 2016년 실질 P/E 3.6배로 극단적인 저평가 상태
- 향후 3년간 외형성장률 3.4%로 높지 않지만, 연평균 EBITDA 성장률은 7.8%로 양호

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	1,061	141	120	156	18,293	-7.9	12.1	1.6	4.2	14.2	3.5
2015	1,091	112	81	135	12,308	-32.7	13.6	1.2	3.4	8.8	3.1
2016F	1,109	126	106	150	16,228	31.9	10.5	1.1	2.2	11.0	3.5
2017F	1,152	131	111	159	16,955	4.5	10.0	1.0	1.9	10.7	4.1
2018F	1,205	137	116	169	17,685	4.3	9.6	1.0	1.6	10.4	4.1

* K-IFRS 개별 기준

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	15	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	642	714	758	750	
EBITDA	135	150	159		
EV/EBITDA	4.8	4.8	4.8		업종평균(5.6배)대비 15% 할인율 적용
2. 투자자산가치	149	156	156	156	장부가 대비 30% 할인율 적용
1) 관계기업 지분투자	84	88	88		
2) 장기매도가능금융자산	64	68	68		
3. 기업가치 (=1+2)	790	870	914	906	
4. 순현금	635	795	827	821	
5. 주주가치 (=3+4)	1,425	1,665	1,740	1,728	
발행주식수 (천주)	6,563	6,563	6,563	6,563	
목표주가 (원)	217,136	253,702	265,154	263,245	
현재주가 (원)	169,900	169,900	169,900	169,900	
상승여력 (%)	27.8	49.3	56.1	54.9	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 GS홈쇼핑 분기별 실적 전망 (개별기준)

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016F				2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
총매출액(취급고)	892	871	789	960	910	892	827	1,011	3,512	3,641	3,809
TV쇼핑	457	465	418	486	465	446	420	489	1,826	1,820	1,838
인터넷몰	137	115	101	120	104	100	87	103	474	394	355
모바일쇼핑	255	255	235	311	305	312	287	379	1,055	1,284	1,476
카탈로그	23	23	20	26	22	20	18	23	92	83	78
기타	21	13	15	17	15	14	16	17	65	61	62
매출액	277	262	248	305	274	259	257	319	1,091	1,109	1,152
매출총이익	249	244	224	264	247	237	233	277	980	993	1,034
영업이익	30	25	18	39	32	27	22	44	112	126	131
세전이익	34	33	21	26	35	30	25	48	114	139	145
순이익	26	25	16	14	28	23	20	37	81	106	111
수익성 (%)											
GPM	27.9	28.0	28.4	27.5	27.1	26.6	28.1	27.4	27.9	27.3	27.1
OPM	3.3	2.9	2.3	4.1	3.5	3.1	2.7	4.3	3.2	3.5	3.4
RPM	3.8	3.8	2.7	2.7	3.9	3.4	3.1	4.7	3.3	3.8	3.8
NPM	2.9	2.9	2.0	1.4	3.0	2.5	2.4	3.6	2.3	2.9	2.9
성장성 (% YoY)											
총매출액	14.1	2.3	-4.9	-2.7	2.1	2.4	4.8	5.4	1.8	3.7	4.6
영업이익	-22.1	-33.2	-33.5	3.4	8.7	7.7	22.1	11.7	-20.4	11.7	4.1
세전계속이익	-23.2	-21.3	-33.0	-35.7	3.5	-7.8	17.9	83.4	-27.9	21.2	4.2
순이익	-23.8	-20.5	-33.2	-54.9	6.2	-9.6	21.3	168.3	-32.7	31.9	4.5
주요기정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.7	2.9	2.6	2.8	2.8	3.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9
민간소비 (YoY)	2.3	2.6	2.2	1.5	2.2	3.3	2.3	1.9	1.7	2.3	2.2
소비자물가상승률	1.2	1.3	1.4	1.8	1.0	0.9	1.2	1.5	0.6	1.3	2.0

주: 수익성 지표는 총매출액대비

자료: GS홈쇼핑, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	1,061	1,091	1,109	1,152	1,205
증가율 (%)	1.8	2.9	1.6	3.8	4.6
매출원가	88	111	116	118	121
매출원가율 (%)	8.3	10.2	10.4	10.2	10.0
매출총이익	973	980	993	1,034	1,084
매출이익률 (%)	91.7	89.8	89.6	89.8	90.0
증가율 (%)	1.5	0.8	1.4	4.1	4.8
판매관리비	831	868	868	903	947
판매비율 (%)	78.4	79.5	78.2	78.4	78.6
EBITDA	156	135	150	159	169
EBITDA 이익률 (%)	14.8	12.4	13.5	13.8	14.0
증가율 (%)	-6.5	-13.9	11.3	6.1	6.1
영업이익	141	112	126	131	137
영업이익률 (%)	13.3	10.3	11.3	11.4	11.3
증가율 (%)	-9.7	-20.4	11.7	4.1	4.4
영업외손익	19	24	20	14	14
금융수익	22	28	21	15	15
금융비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-4	-1	-1	-1
종속/관계기업관련손익	-2	-22	-7	0	0
세전계속사업이익	159	114	139	145	151
세전계속사업이익률	15.0	10.5	12.5	12.5	12.5
증가율 (%)	-8.4	-27.9	21.2	4.2	4.3
법인세비용	39	34	32	33	35
계속사업이익	120	81	106	111	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	120	81	106	111	116
당기순이익률 (%)	11.3	7.4	9.6	9.7	9.6
증가율 (%)	-7.9	-32.7	31.9	4.5	4.3
지배주주지분 순이익	120	81	106	111	116
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	3	8	4	0	0
총포괄이익	123	88	110	111	116

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	179	54	200	140	147
당기순이익	120	81	106	111	116
유형자산 상각비	8	10	13	17	21
무형자산 상각비	8	12	12	12	12
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	53	-70	61	0	-2
기타	-9	21	8	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-130	-107	-158	-72	-72
투자자산의 감소(증가)	-37	-100	39	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-55	-57	-36	-60	-60
기타	-38	50	-162	-12	-12
재무활동으로인한현금흐름	-26	-53	-42	-37	-43
장기차입금의 증가(감소)	0	-1	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-22	-48	-32	-37	-43
기타	-4	-4	-10	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	23	-105	0	31	32
기초현금	264	287	181	181	213
기말현금	287	181	181	213	244

K-IFRS 개별 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	895	706	868	901	935
현금성자산	287	181	181	213	244
단기투자자산	517	454	614	614	614
매출채권	17	15	18	18	19
재고자산	22	22	24	26	27
기타유동자산	52	34	30	30	30
비유동자산	405	533	511	554	594
유형자산	161	192	213	256	295
무형자산	36	41	36	37	37
투자자산	185	288	248	248	248
기타비유동자산	23	12	14	14	14
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,300	1,239	1,379	1,455	1,529
유동부채	395	298	368	369	369
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	4	10	11	12	12
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	391	288	357	357	357
비유동부채	8	9	10	10	11
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	2	0	0	0	0
기타비유동부채	7	8	10	10	11
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	403	306	378	380	380
지배주주지분	897	933	1,001	1,076	1,149
자본금	33	33	33	33	33
자본잉여금	80	80	80	80	80
자본조정 등	-32	-37	-47	-47	-47
기타포괄이익누계액	9	17	20	20	20
이익잉여금	808	840	914	989	1,062
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	897	933	1,001	1,076	1,149

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	18,293	12,308	16,228	16,955	17,685
EPS(지배순이익 기준)	18,293	12,308	16,228	16,955	17,685
BPS(자본총계 기준)	136,715	142,125	152,526	163,897	175,067
BPS(지배지분 기준)	136,715	142,125	152,526	163,897	175,067
DPS	7,700	5,200	6,000	7,000	7,000
PER(당기순이익 기준)	12.1	13.6	10.5	10.0	9.6
PER(지배순이익 기준)	12.1	13.6	10.5	10.0	9.6
PBR(자본총계 기준)	1.6	1.2	1.1	1.0	1.0
PBR(지배지분 기준)	1.6	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(Reported)	4.2	3.4	2.2	1.9	1.6
배당수익률	3.5	3.1	3.5	4.1	4.1
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-7.9	-32.7	31.9	4.5	4.3
EPS(지배순이익 기준)	-7.9	-32.7	31.9	4.5	4.3
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	14.2	8.8	11.0	10.7	10.4
ROE(지배순이익 기준)	14.2	8.8	11.0	10.7	10.4
ROA	9.7	6.4	8.1	7.9	7.8
안정성 (%)					
부채비율	44.9	32.9	37.7	35.3	33.1
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

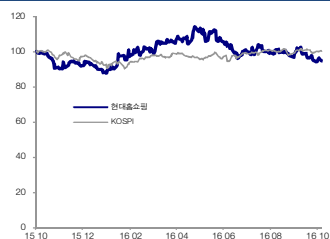
실질가치를 감안한 매수전략 권고

현재주가 (10/26)	116,000원
상승여력	37.9%
시가총액	1,392십억원
발행주식수	12,000천주
자본금/액면가	60십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	141,500원/108,500원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	23.15%
주요주주	현대백화점 5위 40.87%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-7.5 -3.7 -11.7
상대주가(%p)	-6.7 -4.9 -12.7

※ K-IFRS 개별 기준

(단위 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	10,134	11,425	160,000
After	10,134	11,425	160,000
Consensus	10,636	12,034	170,571
Cons. 차이	-4.7%	-5.1%	-6.2%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 글로벌 peer 평균 대비 ROE는 다소 낮지만, P/E, P/B, EV/EBITDA 등 제반 valuation 지표는 현저히 저평가 상태
- 향후 3년간 연평균 외형성장률과 EBITDA 성장률은 각각 8.0%, 14.5%로 동종 업종에서 가장 큰 성장성 가능할 것
- 보유 순현금과 자회사 가치 등을 감안할 때, 현재 주가수준은 절대 저평가 상태. 기존 BUY의 견과 목표주가 160,000원 유지

2) 주요이슈 및 실적전망

- 자회사들과의 협업 시너지 창출되고 있음. 패션(한섬)과 생활용품의 MD강화와 렌탈부문(현대렌탈케어) 등을 통해 성장전략에 집중하고 있어 경쟁사 대비 높은 성장성 기대. 반면 모바일 관련 프로모션 확대와 TV채널에 대한 적극적인 S급 채널 확보 전략에 따른 송출수수료 부담 증가 등 판관비 부담 증대는 부담으로 작용할 것
- 4분기에는 영업이익 증가세 정상화될 전망. 매출액과 영업이익은 전년동기비 각각 9.0%, 18.5% 증가해 실적 개선 폭이 확대될 것. MSO와의 2년간의 협상을 마무리할 것으로 보이고 협상이 타결될 경우 보수적으로 처리했던 송출수수료 환입 효과를 기대할 수 있음
- 올해 연간 취급고와 영업이익은 전년대비 각각 9.5%, 24.5% 증가한 3조 4,867억원과 1,378억원으로 전망. 올해 외형성장률에 비해 영업이익의 증가 폭이 클 것으로 보는 이유는 1) 지난해 백수오와 메르스 발생에 따른 지체효과, 2) SO송출 수수료의 정상화를 통한 비용 구조 개선 때문. 이에 따라 올해 연간 영업이익률은 4.0%로 전년대비 0.5%p 개선될 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 동사의 투자 포인트는 1) 업종 평균 대비 가장 높은 성장성, 2) 보유 순현금과 자회사 가치를 감안할 때 절대 저평가 가치주 등임
- 동사의 주가는 12M Forward 기준 P/E 10.5배, P/B 1.0배 수준에서 거래되고 있어, 여전히 저평가된 상태. 보유 순현금(16F 8,379억원)과 자회사 가치 4,342억원(한섬(지분율 34.6%), 현대HCN(지분율 19.7%))는 시가총액 대비 89.8% 수준이고, 이를 감안한 실질P/E 1.2배 수준에 불과한 상태

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	868	145	126	153	10,462	-35.8	13.2	1.4	6.0	10.8	0.9
2015	891	111	97	120	8,113	-22.5	14.2	1.1	5.4	8.1	1.3
2016F	975	138	122	148	10,134	24.9	11.4	1.0	3.8	9.4	1.5
2017F	1,050	154	137	166	11,425	12.7	10.2	1.0	2.9	9.8	1.5
2018F	1,123	165	148	178	12,306	7.7	9.4	0.9	2.1	9.7	1.5

* K-IFRS 개별 기준

〈표1〉 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	2016F	2017F	12M Forward	비고
1. 사업가치	495	555	540	
EBITDA	148	166		
EV/EBITDA	3.3	3.3		최근 3년간 low평균(4.9배)대비 32% 할인율 적용
2. 투자자산가치	471	490	485	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	433	452		
2) 장기매도가금융자산	36	36		
3) 기타 금융자산	2	2		
3. 기업가치 (=1+2)	965	1,044	1,024	
4. 순현금	838	926	904	
5. 적정주주가치 (=3+4)	1,803	1,970	1,928	
발행주식수 (천주)	12,000	12,000	12,000	
적정주가 (원)	150,267	164,182	160,703	
현재주가 (원)	116,000	116,000	116,000	
상승여력 (%)	29.5	41.5	38.5	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 현대홈쇼핑 분기별 실적 전망 (개별기준)

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016F				2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
총매출액(취급고)	787	775	768	853	879	839	839	930	3,184	3,487	3,756
TV	470	454	436	470	496	488	460	486	1,829	1,929	1,997
인터넷	156	149	142	178	188	174	164	201	625	727	785
모바일	130	143	162	176	173	153	194	221	611	741	889
카탈로그	20	18	18	19	12	12	13	13	74	50	45
기타	12	12	10	11	10	12	9	10	45	40	40
순매출액	210	216	217	248	233	235	236	270	891	975	1,050
매출총이익	201	205	192	222	216	219	208	243	820	887	962
영업이익	29	26	24	32	41	34	25	38	111	138	154
세전이익	36	30	30	33	50	36	30	42	129	159	178
순이익	28	23	23	24	39	27	23	32	97	122	137
수익성 (%)											
GPM	25.6	26.4	25.0	26.0	24.6	26.1	24.8	26.2	25.8	25.4	25.6
OPM	3.6	3.4	3.1	3.7	4.7	4.0	3.0	4.1	3.5	4.0	4.1
RPM	4.6	3.9	3.8	3.9	5.7	4.3	3.6	4.5	4.1	4.5	4.7
NPM	3.5	3.0	2.9	2.8	4.4	3.3	2.8	3.4	3.1	3.5	3.7
성장성 (% YoY)											
총매출액(취급고)	8.2	12.1	10.2	10.8	11.6	8.3	9.2	9.0	10.3	9.5	7.7
영업이익	-21.7	-34.6	-23.7	-14.0	44.4	29.8	2.9	18.5	-23.7	24.5	12.1
세전이익	-28.2	-40.3	-29.0	52.2	38.9	20.3	2.6	24.3	-21.4	22.5	12.3
순이익	-28.8	-41.3	-29.6	55.4	41.3	18.8	3.4	32.2	-22.5	24.9	12.7
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.7	2.9	2.6	2.8	2.8	3.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9
민간소비 (YoY)	2.3	2.6	2.2	1.5	2.2	3.3	2.3	1.9	1.7	2.3	2.2
소비자물가상승률	1.2	1.3	1.4	1.8	1.0	0.9	1.2	1.5	0.6	1.3	2.0

주: 수익성 지표는 총매출액대비

자료: 현대홈쇼핑, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	868	891	975	1,050	1,123
증가율 (%)	8.5	2.6	9.4	7.7	6.9
매출원가	49	70	88	88	90
매출원가율 (%)	5.6	7.9	9.0	8.3	8.0
매출총이익	819	820	887	962	1,033
매출이익률 (%)	94.4	92.1	91.0	91.7	92.0
증가율 (%)	4.3	0.2	8.1	8.5	7.3
판매관리비	674	710	749	808	867
판매비율 (%)	77.6	79.7	76.9	76.9	77.3
EBITDA	153	120	148	166	178
EBITDA 이익률 (%)	17.7	13.4	15.2	15.8	15.9
증가율 (%)	1.5	-22.0	24.1	12.1	7.2
영업이익	145	111	138	154	165
영업이익률 (%)	16.7	12.4	14.1	14.7	14.7
증가율 (%)	0.3	-23.7	24.5	12.1	7.1
영업외손익	20	19	21	24	26
금융수익	24	26	29	32	35
금융비용	1	2	1	2	2
기타영업외손익	-4	-5	-7	-7	-7
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	165	129	159	178	192
세전계속사업이익률	19.0	14.5	16.3	17.0	17.1
증가율 (%)	-32.4	-21.4	22.5	12.3	7.7
법인세비용	39	32	37	41	44
계속사업이익	126	97	122	137	148
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	126	97	122	137	148
당기순이익률 (%)	14.5	10.9	12.5	13.1	13.2
증가율 (%)	-35.8	-22.5	24.9	12.7	7.7
지배주주지분 순이익	126	97	122	137	148
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	-4	-4	0	0
총포괄이익	123	93	118	137	148

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	100	95	138	129	141
당기순이익	126	97	122	137	148
유형자산 상각비	8	9	11	12	13
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-10	12	23	5	7
기타	-24	-23	-18	-24	-27
투자활동으로인한현금흐름	-69	-47	-153	-19	-17
투자자산의 감소(증가)	92	-73	-37	-25	-25
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-6	-12	-14	-20	-20
기타	-155	39	-102	26	28
재무활동으로인한현금흐름	-35	-17	51	-22	-22
장기차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	70	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-13	-15	-18	-20	-20
기타	-22	-2	-1	-2	-2
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가(감소)	-5	31	36	88	102
기초현금	8	4	35	71	159
기말현금	4	35	71	159	261

K-IFRS 개별 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	792	811	961	1,056	1,161
현금성자산	4	35	71	159	261
단기투자자산	726	710	837	837	837
매출채권	25	28	31	34	36
재고자산	19	22	22	26	27
기타유동자산	18	16	0	0	0
비유동자산	641	717	759	793	825
유형자산	92	95	98	107	114
무형자산	5	4	4	4	4
투자자산	544	617	654	679	704
기타비유동자산	0	0	3	3	3
기타금융유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,433	1,528	1,721	1,849	1,986
유동부채	260	282	374	384	394
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	107	110	117	127	136
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	153	172	257	257	258
비유동부채	8	4	6	6	6
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	4	6	6	6
기타금융유동부채	0	0	0	0	0
부채총계	269	286	379	390	400
지배주주지분	1,164	1,241	1,342	1,458	1,586
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	253	253	253	253	253
자본조정 등	-21	-21	-21	-21	-21
기타포괄이익누계액	27	24	20	20	20
이익잉여금	845	925	1,029	1,146	1,274
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,164	1,241	1,342	1,458	1,586

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	10,462	8,113	10,134	11,425	12,306
EPS(지배순이익 기준)	10,462	8,113	10,134	11,425	12,306
BPS(자본총계 기준)	96,985	103,457	111,793	121,540	132,168
BPS(지배지분 기준)	96,985	103,457	111,793	121,540	132,168
DPS	1,300	1,500	1,700	1,700	1,700
PER(당기순이익 기준)	13.2	14.2	11.4	10.2	9.4
PER(지배순이익 기준)	13.2	14.2	11.4	10.2	9.4
PBR(자본총계 기준)	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
PBR(지배지분 기준)	1.4	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	6.0	5.4	3.8	2.9	2.1
배당수익률	0.9	1.3	1.5	1.5	1.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-35.8	-22.5	24.9	12.7	7.7
EPS(지배순이익 기준)	-35.8	-22.5	24.9	12.7	7.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.8	8.1	9.4	9.8	9.7
ROE(지배순이익 기준)	10.8	8.1	9.4	9.8	9.7
ROA	8.8	6.6	7.5	7.7	7.7
안정성 (%)					
부채비율	23.1	23.1	28.3	26.8	25.2
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	180.7	69.1	128.7	90.5	96.9

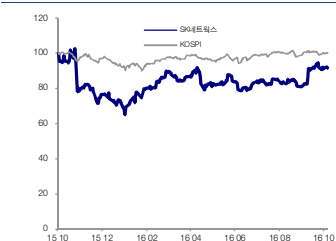
긍정적인 변신, 주가 재평가로 연결

현재주가 (10/26)	6,690원		
상승여력	34.5%		
시가총액	1,660십억원		
발행주식수	248,188천주		
자본금/액면가	649십억원/2,500원		
52주 최고가/최저가	7,620원/4,820원		
일평균 거래대금 (60일)	5십억원		
외국인지분율	18.25%		
주요주주	SK 외 5인 40.11%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	10.9	7.9	1.2
상대주가(%p)	11.9	6.6	0.1

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	296	461	8,500
After	323	542	9,000
Consensus	286	499	8,943
Cons. 차이	12.9%	8.6%	0.6%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 글로벌 peer 평균 대비 ROE는 다소 낮지만, P/B, EV/EBITDA 등 valuation 지표는 현저히 저평가 상태
- 목표주가를 9,000원으로 상향하며, 기존 BUY의견을 유지. 목표주가는 낮은 ROE를 감안해, 영업 가치산정 시 글로벌 peer 평균 대비 목표 EV/EBITDA 50% 할인율 적용한 것
- 동양매직 인수를 통해 기존 렌터카 사업과 함께 종합렌탈 기업으로의 변신을 시도 중. IM(통신 마케팅)과 EM(에너지마케팅)을 캐시카우의 중심으로 두고, 종합렌탈 사업을 성장 축으로 활용해 기업가치 제고에 박차를 가할 전망

2) 주요이슈 및 실적전망

- 당사는 최근 발빠른 사업구조 변신을 시도하고 있음. 동양매직 지분 100%를 6,100억원에 인수하고, 패션사업부문을 현대백화점에게 매각(3,000억원 수준)할 예정인 것으로 파악되고 있음. 또한, 지난 5월 특허권 상실로 폐점했던 워커힐면세점 특허 재취득을 위해 진력을 다하고 있음
- 동양매직 인수 후 SK네트웍스와의 다양한 시너지를 감안할 때 동양매직의 성장성과 수익성은 크게 향상될 여지가 있음. 이는 1) SK브랜즈 파워를 바탕으로 렌터카를 비롯해 종합렌탈기업으로의 변신, 2) 기존 주방가전 제조업 중심에서 향후 렌탈 및 사물인터넷(IoT) 등으로 사업구조 개편, 3) SK텔레콤 사물인터넷과 가전 렌탈의 접목을 통한 시너지 효과, 4) 다양한 신상품 출시를 통한 외형 및 수익 증대, 5) 중국 및 해외로 사업영역 확대 때문. 동양매직 인수를 통해 당장 기대되는 영업이익의 증가는 적어도 22.9%(동양매직 400억원/SK네트웍스 1,748억원)임. 물론, 향후 동양매직의 실적 향상으로 기여율은 더욱 더 확대될 것임. 연결손익에 반영되는 시점은 내년부터일 것으로 예상함
- 당사 유가전망 상향으로 에너지마케팅 부문 외형과 이익 증대를 감안해 수익예상 상향 조정

3) 주가전망 및 Valuation

- 신성장동력 확충과 수익구조 강화를 통한 사업구조 개편은 주가재평가의 촉매제로 작용할 것
- 동양매직 인수 후 연결손익에 반영될 때 추가적인 목표주가 상향 가능성 충분. 구체적인 사업 전략 수립 시 목표주가에 반영할 계획

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	22,408	201	32	324	129	-105.6	69.2	0.9	12.2	1.3	1.1
2015	20,356	192	74	342	296	129.3	18.5	0.5	8.9	2.9	1.8
2016F	20,345	184	80	354	323	9.1	20.7	0.6	9.2	3.1	1.5
2017F	25,284	248	134	418	542	67.6	12.4	0.6	7.1	5.1	1.9
2018F	27,489	287	169	453	681	25.8	9.8	0.6	6.2	6.1	1.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	16F	17F	12M Forward	평가및 비교
1. 사업가치	2,228	2,636	2,568	
EBITDA	354	418		
EV/EBITDA	6.3	6.3		글로벌 피어 평균(12.6배) 대비 50% 할인율 적용
2. 투자자산가치	145	145	145	장부가액 대비 30% 할인율 적용
1) 관계기업지분투자	94	94		
2) 장기매도가능금융자산	36	36		
3) 기타금융자산	16	16		
3. 기업가치 (=1+2)	2,373	2,781	2,713	
4. 조정순차입금	729	452	498	
5. 비지배주주지분	-18	-17	-17	
6. 주주가치 (=3-4-5)	1,663	2,345	2,231	
발행주식수	248,188	248,188	248,188	
적정주가	6,699	9,449	8,991	
현재주가	6,690	6,690	6,690	
상승여력	0.1	41.2	34.4	

자료 : SK네트웍스, HMC투자증권

〈표2〉 SK네트웍스 분기별 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016F				2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	4,859	5,160	5,101	5,236	4,548	4,658	5,150	5,989	20,356	20,345	25,284
통신마케팅 (IM)	1,259	1,170	1,197	1,424	1,116	1,103	1,240	1,473	5,051	4,931	5,304
Energy & Car(E&C)	2,000	2,205	2,310	2,191	1,975	2,095	2,476	2,516	8,706	9,061	11,682
상사 (T&I)	1,328	1,513	1,360	1,295	1,222	1,374	1,220	1,705	5,496	5,521	7,283
패션	139	134	121	173	137	130	118	169	566	554	569
워커힐	118	123	97	136	73	97	79	109	474	358	368
매출총이익	367	374	379	427	322	329	378	489	1,546	1,518	1,913
영업이익	32	36	59	64	21	35	51	77	192	184	248
세전이익	8	8	76	8	3	16	33	60	100	112	179
지배주주순이익	2	4	57	11	1	10	25	45	74	80	134
수익성 (%)											
GPM	7.6	7.2	7.4	8.2	7.1	7.1	7.3	8.2	7.6	7.5	7.6
OPM	0.7	0.7	1.2	1.2	0.5	0.8	1.0	1.3	0.9	0.9	1.0
RPM	0.2	0.2	1.5	0.2	0.1	0.3	0.6	1.0	0.5	0.5	0.7
NPM	0.0	0.1	1.1	0.2	0.0	0.2	0.5	0.8	0.4	0.4	0.5
성장성 (% YoY)											
매출액	-20.2	-6.3	-6.3	-2.5	-6.4	-9.7	1.0	14.4	-9.2	-0.1	24.3
영업이익	-22.6	-20.1	12.6	3.3	-35.8	-2.8	-14.9	20.7	-4.9	-4.2	34.9
세전이익	-65.9	-57.4	682.4	흑전	-66.8	98.0	-56.7	643.4	168.8	11.4	60.0
지배주주순이익	-90.3	-75.5	1,259.2	흑전	-74.7	126.3	-56.5	327.5	129.2	9.1	67.6
기본가정											
세계GDP	3.1	3.5	3.7	3.9	2.9	3.0	3.2	3.5	3.1	3.2	3.4
WTI (\$/bbl)	48.5	58.0	46.5	50.0	33.7	45.0	42.5	48.0	51.0	42.8	53.8
원/달러환율 (평균)	1,100.3	1,097.0	1,170.0	1,158.0	1,201.0	1,163.0	1,120.0	1,150.0	1,132.0	1,159.0	1,165.0
원/달러환율 (기말)	1,109.5	1,115.0	1,185.0	1,172.5	1,143.0	1,152.0	1,101.0	1,170.0	1,172.5	1,170.0	1,150.0

자료 : SK네트웍스, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	22,408	20,355.8	20,345	25,284	27,489
증가율 (%)	-13.7	-9.2	-0.1	24.3	8.7
매출원가	20,667	18,809	18,826	23,371	25,400
매출원가율 (%)	92.2	92.4	92.5	92.4	92.4
매출총이익	1,741	1,546	1,518	1,913	2,089
매출이익률 (%)	7.8	7.6	7.5	7.6	7.6
증가율 (%)	-8.8	-11.2	-1.8	26.0	9.2
판매관리비	1,540	1,355	1,335	1,665	1,802
판매비율 (%)	6.9	6.7	6.6	6.6	6.6
EBITDA	324	342	354	418	453
EBITDA 이익률 (%)	1.4	1.7	1.7	1.7	1.6
증가율 (%)	-6.5	5.4	3.5	18.3	8.3
영업이익	201	191.6	184	248	287
영업이익률 (%)	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
증가율 (%)	-16.4	-4.9	-4.2	34.9	16.1
영업외손익	-161	-83	-73	-69	-63
금융수익	268	252	180	98	98
금융비용	366	343	258	164	159
기타영업외손익	-63	8	5	-3	-3
종속/관계기업관련손익	-3	-9	1	0	0
세전계속사업이익	37	100	112	179	224
세전계속사업이익률	0.2	0.5	0.5	0.7	0.8
증가율 (%)	흑전	168.8	11.4	60.0	25.8
법인세비용	6	27	31	43	54
계속사업이익	32	73	81	136	171
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	32	73	81	136	171
당기순이익률 (%)	0.1	0.4	0.4	0.5	0.6
증가율 (%)	흑전	131.0	10.8	67.6	25.8
지배주주지분 순이익	32	74	80	134	169
비지배주주지분 순이익	0	0	1	1	2
기타포괄이익	-15	-46	-11	0	0
총포괄이익	16	27	70	136	171

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	-234	119	183	433	324
당기순이익	32	73	81	136	171
유형자산 상각비	108	135	163	166	161
무형자산 상각비	15	15	7	4	5
외환손익	19	17	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-549	-93	-53	127	-12
기타	142	-29	-15	0	0
투자활동으로인한현금흐름	338	26	-134	-132	-132
투자자산의 감소(증가)	315	77	5	0	0
유형자산의 감소	20	66	10	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-155	-124	-106	-120	-120
기타	158	8	-44	-12	-12
재무활동으로인한현금흐름	-117	-307	-182	-225	-231
장기차입금의 증가(감소)	-47	-369	-186	-200	0
사채의증가(감소)	139	149	127	0	-100
자본의 증가	-60	0	0	0	0
배당금	0	-25	-25	-25	-31
기타	-149	-62	-99	0	-100
기타현금흐름	-2	-1	0	0	0
현금의증가(감소)	-15	-163	-134	76	-39
기초현금	1,307	1,292	1,129	995	1,072
기말현금	1,292	1,129	995	1,072	1,033

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	4,293	3,923	4,076	4,720	4,720
현금성자산	1,292	1,129	995	1,072	1,033
단기투자자산	77	60	153	153	153
매출채권	1,460	1,236	1,482	1,758	1,802
재고자산	948	1,142	1,144	1,435	1,430
기타유동자산	515	356	302	302	302
비유동자산	4,212	4,280	4,325	4,286	4,252
유형자산	3,515	3,519	3,593	3,546	3,506
무형자산	99	95	83	91	98
투자자산	297	212	209	209	209
기타비유동자산	300	454	440	440	440
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	8,505	8,203	8,401	9,006	8,973
유동부채	4,550	4,262	4,218	4,796	4,722
단기차입금	1,070	856	615	515	515
매입채무	2,628	2,636	2,957	3,634	3,660
유동성장기부채	403	362	273	273	173
기타유동부채	449	407	373	374	374
비유동부채	1,437	1,422	1,628	1,545	1,446
사채	837	986	1,114	1,114	1,014
장기차입금	429	268	285	185	185
장기금융부채 (리스포함)	110	126	154	154	154
기타비유동부채	60	42	76	92	93
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,986	5,684	5,847	6,341	6,168
지배주주지분	2,526	2,528	2,572	2,682	2,820
자본금	649	649	649	649	649
자본잉여금	815	815	815	815	815
자본조정 등	1	1	1	1	1
기타포괄이익누계액	2	-45	-51	-51	-51
이익잉여금	1,059	1,108	1,159	1,269	1,407
비지배주주지분	-7	-8	-18	-17	-15
자본총계	2,518	2,519	2,554	2,665	2,805

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	127	294	326	547	687
EPS(지배순이익 기준)	129	296	323	542	681
BPS(자본총계 기준)	10,142	10,146	10,287	10,733	11,296
BPS(지배지분 기준)	10,172	10,180	10,360	10,802	11,357
DPS	100	100	100	125	125
PER(당기순이익 기준)	70.2	18.7	20.5	12.2	9.7
PER(지배순이익 기준)	69.2	18.5	20.7	12.4	9.8
PBR(자본총계 기준)	0.9	0.5	0.7	0.6	0.6
PBR(지배지분 기준)	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(Reported)	12.2	8.9	9.2	7.1	6.2
배당수익률	1.1	1.8	1.5	1.9	1.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-105.3	131.1	10.8	67.6	25.8
EPS(지배순이익 기준)	-105.6	129.3	9.1	67.6	25.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	1.2	2.9	3.2	5.2	6.2
ROE(지배순이익 기준)	1.3	2.9	3.1	5.1	6.1
ROA	0.4	0.9	1.0	1.6	1.9
안정성 (%)					
부채비율	237.7	225.6	228.9	237.9	219.9
순차입금비율	69.8	66.5	61.4	48.5	40.3
이자보상배율	2.2	2.1	2.2	3.2	4.1

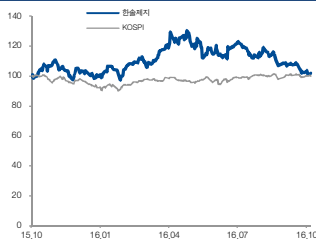
좋은 주식, 주가재평가는 시간 문제일 뿐

현재주가 (10/26)	19,900원		
상승여력	85.9%		
시가총액	401십억원		
발행주식수	20,137천주		
자본금/액면가	101십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	25,000원/18,700원		
일평균 거래대금 (60일)	1십억원		
외국인지분율	13.73%		
주요주주	한솔홀딩스 외 2인 27.17%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-4.4	-15.9	-18.3
상대주가(%p)	-3.6	-16.9	-19.2

※ K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	4,066	5,117	37,000
After	4,055	5,116	37,000
Consensus	3,892	4,301	32,333
Cons. 차이	4.2%	19.0%	14.4%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 한솔제지는 성장성과 수익성은 글로벌 peer 평균 대비 크게 높은 반면 P/E, P/B, EV/EBITDA 등 제반 valuation 지표는 지극히 저평가된 상태
- 최근 3개월 및 6개월간 절대주가 및 상대주가 수익률 대단히 부진. 이는 지난 6월 3일 유상증자 발표 때문. 유상증자는 이미 성공적으로 마무리된 상태며, 이제는 실적과 valuation으로 주가 재평가가 이뤄질 단계
- 최근 주가 하락을 비중확대의 기회로 활용할 것을 권고하며, 기존 BUY의견과 목표주가 37,000원 유지. 투자 포인트는 1) 성공적인 유상증자 완료와 재무안정성 획기적인 개선, 2) 유상증자에 따른 Dilution을 감안해도 충분히 매력적인 valuation, 3) 내년까지 실적 호전 지속 가능, 4) 배당주(배당수익률 최소 3.1%) 매력 등임

2) 주요이슈 및 실적전망

- 최근 국제유가 반등으로 실적에 대한 우려가 있을 수 있지만, 펄프가격 하락이 상당부분을 상쇄해 전체 영업실적에 미치는 영향은 크지 않을 것. 총원가(제조원가+판매비) 중 에너지 부문이 12.0%, 펄프가 28.0%를 차지하고 있기 때문
- 강화된 수익성이 올해는 물론 내년까지 이어질 것으로 판단. 연간 영업이익률은 지난 2014년 4.1%를 저점으로 2015년 5.6%로 개선됐고, 올해와 내년에는 각각 9.8%, 9.9%로 제고될 전망. 참고로 지난 상반기 영업이익률은 10.4%를 기록했음. 이처럼 수익성이 구조적으로 강화되는 이유는 수익성 key factor의 흐름이 견고하기 때문임. 특히, 올해 4분기 중에는 국제펄프가격의 추가 하락 가능성도 상존하고 있음. 이는 APP(아시아 펄프 & 페이퍼) 자회사인 인도네시아 OKI(펄프 생산능력 연산 280만톤, 전세계 생산물량 대비 10% 수준)의 신규 물량 출회에 따른 수급 불균형으로 당분간 국제펄프가격의 약세 불가피하기 때문. 올해와 내년 연간 영업이익은 1,359억원과 1,470억원으로 각각 전년대비 80.7%, 8.2% 증가할 것

3) 주가전망 및 Valuation

- 성공적인 유상증자를 통해 한솔제지의 부채비율은 올해 연말 184.5%로 개선될 것. 향후 실적 호조로 내년 말 부채비율은 141.6%까지 개선돼 재무건전성 문제 해결
- 실적에 따른 주가재평가는 시간문제일 뿐 언젠가는 반드시 이뤄질 것으로 판단

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2015	1,350	75	26	132	1,498	N/A	13.3	1.0	8.6	7.5	2.5
2016F	1,385	136	74	196	4,055	170.7	4.9	0.8	5.3	18.2	3.0
2017F	1,482	147	103	206	5,116	26.2	3.9	0.7	4.5	19.8	4.0
2018F	1,575	158	114	216	5,639	10.2	3.5	0.6	3.9	18.5	4.5

* K-IFRS 개별기준

〈표1〉 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	2016F	2017F	12M Forward	비고
1. 사업가치	1,198	1,261	1,251	
EBITDA	196	206		
EV/EBITDA	6.1	6.1		글로벌 Peer 그룹 평균(8.5배) 대비 28% 할인율
2. 투자자산가치	47	47	47	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	46	46		
2) 장기매도가능금융자산	1	1		
3. 기업가치 (=1+2)	1,245	1,308	1,298	
4. 순차입금	634	542	557	
5. 적정주가가치 (=3-4)	610	767	741	
발행주식수 (천주)	20,137	20,137	20,137	
적정주가 (원)	30,314	38,068	36,776	
현재주가 (원)	19,900	19,900	19,900	
상승여력 (%)	52.3%	91.3%	84.8%	

자료: HMC투자증권

〈표2〉 한솔제지 분기별 및 연간 실적 전망 (개별기준)

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016F				2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	341	324	337	347	354	332	339	359	1,350	1,385	1,482
인쇄용지	131	138	132	131	130	116	129	130	531	505	562
산업용지	102	102	102	103	104	102	99	107	408	412	433
특수지	90	70	87	99	103	98	94	108	345	403	421
기타	19	14	17	15	18	15	17	15	64	65	67
매출총이익	65	61	63	62	77	78	79	84	250	318	348
영업이익	22	16	21	16	34	38	31	33	75	136	147
인쇄용지	9	8	8	7	11	11	10	11	32	43	49
산업용지	7	7	9	7	10	14	10	11	30	46	52
특수지	6	1	4	7	12	13	10	11	17	47	46
기타	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	1
세전이익	15	6	2	13	27	19	32	21	36	99	134
순이익	11	5	1	8	21	13	25	16	26	74	103
수익성 (%)											
GPM	19.0	18.9	18.7	17.7	21.7	23.6	23.3	23.2	18.5	22.9	23.5
OPM	6.5	5.0	6.2	4.6	9.6	11.3	9.2	9.3	5.6	9.8	9.9
인쇄용지	7.2	5.5	6.2	5.0	8.5	9.3	8.1	8.1	6.0	8.5	8.7
산업용지	7.0	7.3	8.4	7.0	9.9	13.4	10.5	10.5	7.4	11.1	12.0
특수지	6.1	1.4	4.5	7.1	11.9	13.1	10.7	10.7	5.0	11.6	10.8
기타	0.5	1.4	1.8	0.7	1.1	1.3	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1
RPM	4.3	2.0	0.7	3.7	7.6	5.8	9.4	5.7	2.7	7.1	9.0
NPM	3.3	1.6	0.3	2.3	5.9	4.0	7.2	4.4	1.9	5.4	7.0
성장성 (% YoY)											
매출액	2.6	-0.6	6.6	2.2	3.8	2.4	0.7	3.5	2.7	2.6	7.0
영업이익	57.9	11.0	214.0	-14.4	53.1	131.6	47.9	110.8	39.7	80.7	8.2
세전이익					84.6	199.0	1,201.9	60.3	613.7	171.4	35.4
순이익	181.3	-54.9	흑전	흑전	84.3	155.2	2,152.0	95.0	흑전	189.8	38.6
주요가정											
GDP성장률 (실질, YoY)	2.7	2.9	2.6	2.8	2.8	3.3	2.4	2.5	2.6	2.7	2.9
민간소비 (YoY)	2.3	2.6	2.2	1.5	2.2	1.2	1.3	1.9	1.7	1.6	2.6
원/달러 (평균환율)	1,100.3	1,097.0	1,170.0	1,158.0	1,201.0	1,163.0	1,120.0	1,150.0	1,132.0	1,159.0	1,165.0
원/달러 (기말환율)	1,109.5	1,115.0	1,185.0	1,172.5	1,143.0	1,152.0	1,101.0	1,170.0	1,172.5	1,170.0	1,150.0

주: 2015년 1월 1일 한솔홀딩스에서 인적 분할

자료: 한솔제지, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	N/A	1,350	1,385	1,482	1,575
증가율 (%)	N/A	N/A	2.6	7.0	6.3
매출원가	N/A	1,099	1,067	1,134	1,198
매출원가율 (%)	N/A	81.5	77.1	76.5	76.1
매출총이익	N/A	250	318	348	377
매출이익률 (%)	N/A	18.5	22.9	23.5	23.9
증가율 (%)	N/A	N/A	27.0	9.4	8.4
판매관리비	N/A	175	182	201	219
판매비율 (%)	N/A	13.0	13.1	13.5	13.9
EBITDA	N/A	132	196	206	216
EBITDA 이익률 (%)	N/A	9.8	14.1	13.9	13.7
증가율 (%)	N/A	N/A	48.6	5.3	4.8
영업이익	N/A	75	136	147	158
영업이익률 (%)	N/A	5.6	9.8	9.9	10.0
증가율 (%)	N/A	N/A	80.7	8.2	7.5
영업외손익	N/A	-39	-37	-13	-11
금융수익	N/A	6	13	9	10
금융비용	N/A	42	37	22	21
기타영업외손익	N/A	-3	-13	0	0
종속/관계기업관련손익	N/A	0	0	0	0
세전계속사업이익	N/A	36	99	134	147
세전계속사업이익률	N/A	2.7	7.1	9.0	9.4
증가율 (%)	N/A	N/A	171.4	35.4	10.2
법인세비용	N/A	11	24	31	34
계속사업이익	N/A	26	74	103	114
중단사업이익	N/A	0	0	0	0
당기순이익	N/A	26	74	103	114
당기순이익률 (%)	N/A	1.9	5.4	7.0	7.2
증가율 (%)	N/A	N/A	189.8	38.6	10.2
지배주주지분 순이익	N/A	26	74	103	114
비지배주주지분 순이익	N/A	0	0	0	0
기타포괄이익	N/A	21	0	0	0
총포괄이익	N/A	47	74	103	114

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	103	133	141	148
당기순이익	N/A	26	74	103	114
유형자산 상각비	N/A	56	60	59	58
무형자산 상각비	N/A	0	0	0	0
외환손익	N/A	2	1	-8	-8
운전자본의 감소(증가)	N/A	-5	-19	-12	-15
기타	N/A	24	16	0	0
투자활동으로인한현금흐름	N/A	-67	-39	-37	-37
투자자산의 감소(증가)	N/A	-64	-1	0	0
유형자산의 감소	N/A	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	-59	-39	-45	-45
기타	N/A	55	1	8	8
재무활동으로인한현금흐름	N/A	-47	-71	-94	-96
장기차입금의 증가(감소)	N/A	233	19	0	-30
사채의증가(감소)	N/A	358	20	-50	-50
자본의 증가	N/A	294	68	0	0
배당금	N/A	0	-8	-12	-16
기타	N/A	-932	-169	-32	0
기타현금흐름	N/A	0	0	0	0
현금의증가(감소)	N/A	-11	23	10	15
기초현금	N/A	12	1	24	35
기말현금	N/A	1	24	35	50

K-IFRS 개별 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	N/A	334	363	393	431
현금성자산	N/A	1	24	35	50
단기투자자산	N/A	3	2	2	2
매출채권	N/A	181	192	203	217
재고자산	N/A	138	131	139	148
기타유동자산	N/A	11	14	14	14
비유동자산	N/A	1,014	990	976	963
유형자산	N/A	944	918	904	891
무형자산	N/A	5	5	5	4
투자자산	N/A	64	64	64	64
기타비유동자산	N/A	3	3	3	3
기타금융업자산	N/A	0	0	0	0
자산총계	N/A	1,349	1,353	1,368	1,394
유동부채	N/A	580	458	431	407
단기차입금	N/A	196	247	247	217
매입채무	N/A	77	75	79	85
유동성장기부채	N/A	202	32	0	0
기타유동부채	N/A	105	104	105	105
비유동부채	N/A	428	419	371	324
사채	N/A	358	377	327	277
장기차입금	N/A	36	4	4	4
장기금융부채 (리스포함)	N/A	0	0	0	0
기타비유동부채	N/A	34	37	39	42
기타금융업부채	N/A	0	0	0	0
부채총계	N/A	1,008	877	802	731
지배주주지분	N/A	341	475	566	664
자본금	N/A	83	101	101	101
자본잉여금	N/A	212	262	262	262
자본조정 등	N/A	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	N/A	22	22	22	22
이익잉여금	N/A	25	91	182	279
비지배주주지분	N/A	0	0	0	0
자본총계	N/A	341	475	566	664

(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	N/A	1,498	4,055	5,116	5,639
EPS(지배순이익 기준)	N/A	1,498	4,055	5,116	5,639
BPS(자본총계 기준)	N/A	19,845	23,603	28,119	32,959
BPS(지배지분 기준)	N/A	19,845	23,603	28,119	32,959
DPS	0	500	600	800	900
PER(당기순이익 기준)	N/A	13.8	4.9	3.9	3.5
PER(지배순이익 기준)	N/A	13.3	4.9	3.9	3.5
PBR(자본총계 기준)	N/A	1.0	0.8	0.7	0.6
PBR(지배지분 기준)	N/A	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(Reported)	N/A	8.6	5.3	4.5	3.9
배당수익률	N/A	2.5	3.0	4.0	4.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	170.7	26.2	10.2
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	170.7	26.2	10.2
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	7.5	18.2	19.8	18.5
ROE(지배순이익 기준)	N/A	7.5	18.2	19.8	18.5
ROA	N/A	1.9	5.5	7.6	8.2
안정성 (%)					
부채비율	N/A	295.7	184.6	141.7	110.1
순차입금비율	N/A	231.2	133.4	95.7	67.2
이자보상배율	N/A	2.8	5.5	7.3	9.0

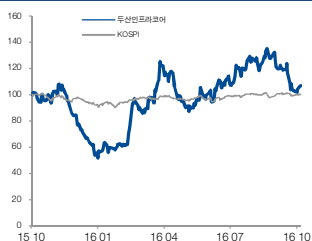
시련은 있지만 턴어라운드는 시작됐다

현재주가 (10/26)	6,870원		
상승여력	49.9%		
시가총액	1,425십억원		
발행주식수	207,455천주		
자본금/액면가	1,037십억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	9,000원/3,410원		
일평균 거래대금 (60일)	28십억원		
외국인지분율	11.47%		
주요주주	두산중공업 외 7인 36.41%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-10.7	-2.5	-7.4
상대주가(%)	-10.0	-3.7	-8.5

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(16F)	EPS(17F)	T/P
Before	1,450	785	10,300
After	1,450	785	10,300
Consensus	1,510	820	9,200
Cons. 차이	-3.9%	-4.2%	12.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

1) 투자포인트 및 결론

- 글로벌 peer 평균 대비 ROE는 다소 낮지만, P/E, P/B, EV/EBITDA 등 제반 valuation 지표는 저평가 상태
- 두산밥캣 상장으로 자금 유입과 함께 차입금 축소뿐만 아니라 향후 안정적인 배당수익 발생 가능
- 중국 굴삭기 시장 본격적인 회복세 진입으로 향후 추가적인 실적 호전 기대

2) 주요이슈 및 실적전망

- 공모가 밴드(29,000원~33,000원) 하향으로 당초 예상했던 것보다는 작겠지만, 두산밥캣 IPO를 통해 두산인프라코어에게는 현금 유입이 가능할 뿐만 아니라 안정적인 배당수익도 가능할 전망이다. 유입되는 유동성은 전액 재무구조 개선에 투입되어 향후 신용등급 상향과 이에 따른 조달금리 하락도 기대해 볼 수 있음
- 두산밥캣 상장으로 향후 안정적인 배당수익이 가능할 전망이다. 두산밥캣의 지난 상반기 순이익은 1.06억불을 기록했고, 연간으로는 2억불을 초과할 것임. 경쟁사의 배당성향은 20~30%으로 두산밥캣이 500억원 배당 가정할 때 상장 후 지분율(43.3%) 감안하면 200억원의 현금 유입 가능할 것. 특히, 두산밥캣의 향후 배당여력은 더욱 확대(순이익 기준 매년 50백만불 이상 증가)될 전망이다
- 중국 굴삭기 시장은 본격적인 회복세로 진입한 것으로 판단. 지난 2011년 이후 지속적인 하락세를 보여왔던 중국 굴삭기 판매는 올해 6월 이후 회복세로 전환함. 전년동월비 지난 6월 2.7% 증가에 이어 7월 19.0%, 8월 52.6%로 확대됐고, 9월에도 전체 시장은 50.0% 이상 성장한 것으로 추정됨. 이는 최근 국제유가를 비롯한 석탄 등 commodity가격 반등에 따른 긍정적 영향 때문

3) 추가전망 및 Valuation

- 두산밥캣의 실적 호전과 두산인프라코어(중국법인) 실적 개선으로 2017~2018년 영업이익과 EBITDA평균 증가는 각각 5.1%, 4.4%로 안정적인 실적 호전 지속될 전망이다
- 두산밥캣 상장 이후 두산인프라코어는 본사와 중국법인 가치에 두산밥캣 시장가치를 합산하는 방식으로 주가 재평가될 전망이다

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2014	7,689	453	42	741	202	-134.0	48.1	0.7	10.4	1.5	0.0
2015	7,213	27	-819	324	-3,948	적전	-	0.5	22.1	-34.0	0.0
2016F	6,009	538	301	807	1,450	-136.7	4.7	0.6	8.3	13.8	0.0
2017F	6,340	552	163	829	785	-45.8	8.7	0.6	8.2	6.7	2.2
2018F	6,739	594	186	880	895	14.0	7.7	0.5	7.6	7.3	2.2

* K-IFRS 연결 기준

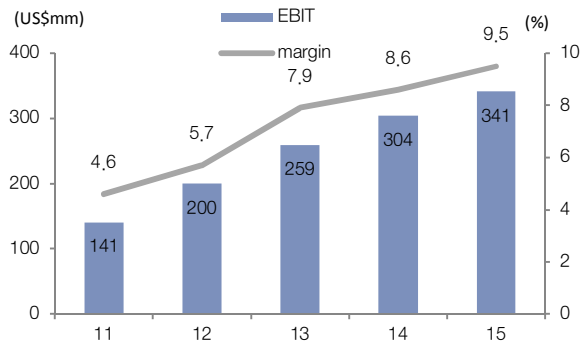
〈표1〉 적정주가가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

구분	16F	17F	12M Forward	비고
1. 사업가치	7,261	7,458	7,425	
EBITDA	807	829		
EV/EBITDA	9.0	9.0		글로벌 피어 평균(10배) 대비 10% 할인율 적용
2. 투자자산가치	96	96	96	순자산가액의 25%할인율 적용
1) 관계기업지분투자	22	22		
2) 장기매도가능금융자산	74	74		
3. 기업가치 (=1+2)	7,356	7,554	7,521	
4. 순차입금	4,214	4,219	4,218	
5. 비지배주주지분	1,050	1,138	1,124	
6. 적정주가가치 (=3-4-5)	2,092	2,197	2,179	
발행주식수 (천주)	207,455	207,455	207,455	
적정주가 (원)	10,082	10,588	10,377	
현재주가 (원)	6,870	6,870	6,870	
상승여력 (%)	46.8	54.1	51.1	

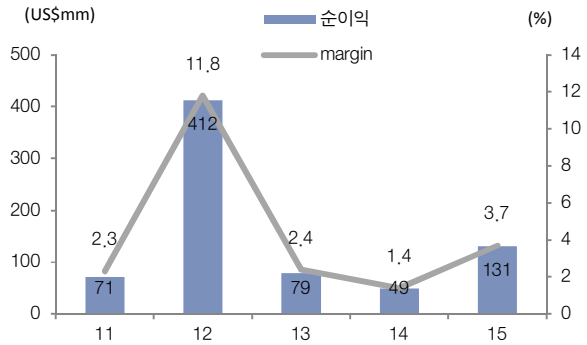
자료: HMC투자증권

〈그림1〉 지속적인 수익 확대 (EBIT)



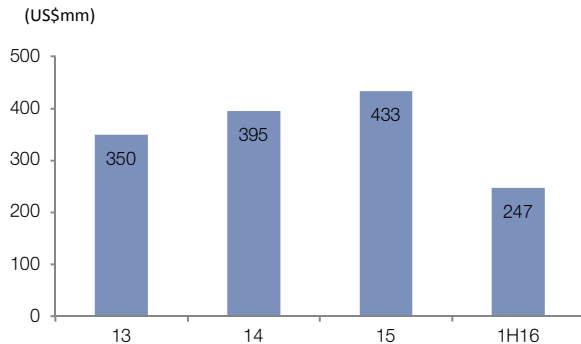
자료: 두산법캣, HMC투자증권

〈그림2〉 지속적인 수익 확대 (순이익)



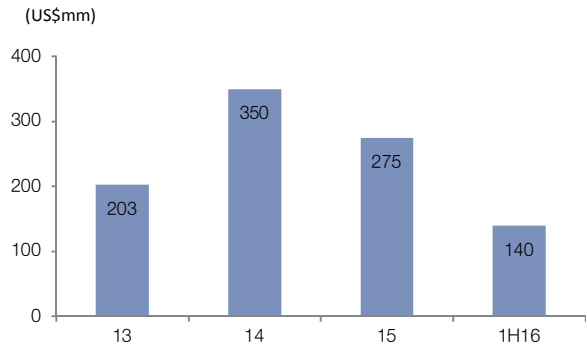
자료: 두산법캣, HMC투자증권

〈그림3〉 현금창출 역량 (EBITDA)



자료: 두산법캣, HMC투자증권

〈그림4〉 현금창출 역량 (FCF)



자료: 두산법캣, HMC투자증권

〈표2〉 두산인프라코어 분기별 및 연간 실적 전망 (연결기준)

(단위: 십억원, %)

구분	2015				2016F				2015	2016F	2017F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QF	4QF			
매출액	1,834	1,980	1,730	1,670	1,434	1,618	1,491	1,466	7,213	6,009	6,340
간기	1,380	1,468	1,299	1,238	1,337	1,486	1,366	1,329	5,385	5,517	5,831
China	99	114	64	62	136	116	57	55	339	363	375
APEM	340	276	222	184	231	257	196	163	1,021	846	873
NAO	683	731	710	684	663	756	809	804	2,807	3,032	3,259
EMEA	224	293	253	260	255	307	241	247	1,029	1,049	1,074
기타	35	55	51	49	52	51	63	61	190	227	250
공기	304	358	300	288	0	0	0	0	1,249	0	0
엔진	150	154	131	144	97	132	125	138	579	492	509
매출총이익	422	455	355	314	327	384	356	353	1,545	1,421	1,552
영업이익	76	128	20	-197	111	173	111	143	27	538	552
간기	49	82	-7	-4	103	155	100	128	120	485	502
공기	22	43	20	3	0	0	0	0	88	0	0
엔진	4	4	7	20	9	19	11	15	35	53	50
세전이익	-23	58	-187	-512	111	270	34	76	-664	491	330
지배주주순이익	-45	7	-211	-570	47	200	17	38	-819	301	163
수익성 (%)											
GPM	23.0	23.0	20.5	18.8	22.8	23.8	23.9	24.1	21.4	23.7	24.5
OPM	4.1	6.5	1.2	-11.8	7.8	10.7	7.4	9.7	0.4	9.0	8.7
RPM	-1.3	2.9	-10.8	-30.6	7.7	16.7	2.3	5.2	-9.2	8.2	5.2
NPM	-2.5	0.3	-12.2	-34.1	3.3	12.3	1.1	2.6	-11.4	5.0	2.6
성장성 (% YoY)											
매출액	1.4	-6.3	-3.4	-15.5	-21.8	-18.2	-13.8	-12.2	-6.2	-16.7	5.5
영업이익	-23.6	-11.7	-80.0	적전	47.2	35.0	452.1	흑전	-93.9	1,860.4	2.6
세전이익	적지	34.4	적지	적지	흑전	365.5	흑전	흑전	적지	흑전	-32.8
지배주주순이익	적지	-92.2	적지	적지	흑전	2,954.1	흑전	흑전	적전	흑전	-45.8
주요가정											
세계(GDP성장률 (YoY))	3.1	3.5	3.7	3.9	2.9	3.0	3.2	3.5	3.1	3.2	3.4
미국 GDP	0.6	3.9	2.0	2.1	0.8	1.4	2.0	2.5	2.5	2.2	2.4
Euro GDP	1.0	1.3	1.6	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7	1.5	1.6	1.6
중국 GDP	7.0	6.9	6.9	7.0	6.7	6.7	6.5	6.5	6.9	6.6	6.5
유가(WTI, 평균)	48.5	58.0	46.5	50.0	33.7	45.0	42.5	48.0	51.0	42.8	53.8
원/달러 (평균환율)	1,100.3	1,097.0	1,170.0	1,158.0	1,201.0	1,163.0	1,120.0	1,150.0	1,132.0	1,159.0	1,165.0
원/달러 (기말환율)	1,109.5	1,115.0	1,185.0	1,172.5	1,143.0	1,152.0	1,101.0	1,170.0	1,172.5	1,170.0	1,150.0

주 : 2016년 2분기 공작기계 사업부 매출차익 1,857억원 발생

자료 : 두산인프라코어, HMC투자증권

(단위: 십억원)

포괄손익계산서	2014	2015	2016F	2017F	2018F
매출액	7,689	7,213	6,009	6,340	6,739
증가율 (%)	-0.6	-6.2	-16.7	5.5	6.3
매출원가	5,976	5,668	4,588	4,788	5,076
매출원가율 (%)	77.7	78.6	76.3	75.5	75.3
매출총이익	1,713	1,545	1,421	1,552	1,663
매출이익률 (%)	22.3	21.4	23.7	24.5	24.7
증가율 (%)	4.0	-9.8	-8.0	9.2	7.1
판매관리비	1,260	1,518	883	1,000	1,069
판매비율 (%)	16.4	21.0	14.7	15.8	15.9
EBITDA	741	324	807	829	880
EBITDA 이익률 (%)	9.6	4.5	13.4	13.1	13.1
증가율 (%)	15.1	-56.3	149.2	2.7	6.2
영업이익	453	27	538	552	594
영업이익률 (%)	5.9	0.4	9.0	8.7	8.8
증가율 (%)	22.6	-93.9	1,860.4	2.6	7.6
영업외손익	-493	-654	-243	-222	-218
금융수익	151	245	111	11	13
금융비용	580	603	347	225	223
기타영업외손익	-64	-296	-7	-8	-8
종속/관계기업관련손익	-35	-38	0	0	0
세전계속사업이익	-75	-664	295	330	376
세전계속사업이익률	-1.0	-9.2	4.9	5.2	5.6
증가율 (%)	적지	적지	흑전	11.8	14.0
법인세비용	-99	195	94	79	90
계속사업이익	24	-860	201	251	286
중단사업이익	0	0	190	0	0
당기순이익	24	-860	391	251	286
당기순이익률 (%)	0.3	-11.9	6.5	4.0	4.2
증가율 (%)	흑전	적전	흑전	-35.9	14.0
지배주주지분 순이익	42	-819	301	163	186
비지배주주지분 순이익	-18	-40	90	88	100
기타포괄이익	-254	17	43	0	0
총포괄이익	-230	-843	434	251	286

(단위: 십억원)

현금흐름표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
영업활동으로인한현금흐름	231	237	187	367	612
당기순이익	24	-860	391	251	286
유형자산 상각비	176	172	158	165	174
무형자산 상각비	111	124	111	111	112
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-100	200	-354	-161	41
기타	20	600	-118	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-429	-97	848	-340	-340
투자자산의 감소(증가)	-45	56	26	0	0
유형자산의 감소	8	9	30	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-215	-215	-187	-220	-220
기타	-176	53	979	-120	-120
재무활동으로인한현금흐름	281	82	-1,266	-81	-81
장기차입금의 증가(감소)	374	60	-853	0	0
사채의증가(감소)	135	-784	-527	0	0
자본의 증가	3	5	2	0	0
배당금	-28	-35	-9	-31	-31
기타	-202	836	121	-50	-50
기타현금흐름	-9	-25	2	0	0
현금의증가(감소)	75	197	-229	-54	191
기초현금	288	363	560	331	277
기말현금	363	560	331	277	468

K-IFRS 연결 기준

(단위: 십억원)

재무상태표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
유동자산	4,020	3,876	3,224	3,446	3,741
현금성자산	363	560	331	277	468
단기투자자산	559	391	220	220	220
매출채권	1,150	1,130	999	1,131	1,167
재고자산	1,705	1,556	1,373	1,518	1,586
기타유동자산	242	240	300	300	300
비유동자산	7,938	7,507	6,955	7,019	7,073
유형자산	2,283	2,254	1,847	1,902	1,948
무형자산	4,633	4,424	4,448	4,456	4,464
투자자산	213	157	131	131	131
기타비유동자산	810	673	530	530	530
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	11,957	11,383	10,179	10,464	10,814
유동부채	3,295	3,961	3,465	3,493	3,547
단기차입금	1,154	1,257	823	823	823
매입채무	763	556	539	562	605
유동성장기부채	463	1,129	1,227	1,177	1,127
기타유동부채	915	1,020	876	931	992
비유동부채	5,375	4,319	3,312	3,350	3,392
사채	1,900	1,115	589	589	589
장기차입금	2,569	2,521	2,124	2,124	2,124
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	906	683	600	637	679
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	8,669	8,280	6,778	6,843	6,939
지배주주지분	2,799	2,021	2,351	2,483	2,637
자본금	1,037	1,037	1,037	1,037	1,037
자본잉여금	240	245	247	247	247
자본조정 등	477	471	487	487	487
기타포괄이익누계액	-251	-208	-233	-233	-233
이익잉여금	1,296	476	812	944	1,099
비지배주주지분	489	1,082	1,050	1,138	1,238
자본총계	3,288	3,103	3,401	3,621	3,876

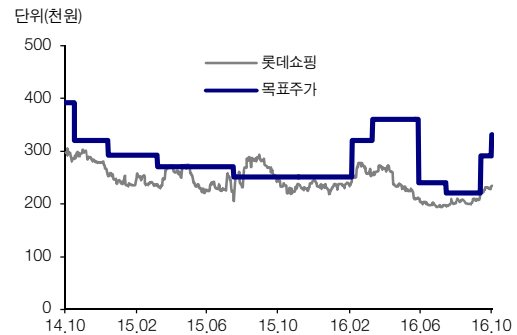
(단위: 원배,%)

주요투자지표	2014	2015	2016F	2017F	2018F
EPS(당기순이익 기준)	116	-4,143	1,885	1,208	1,377
EPS(지배순이익 기준)	202	-3,948	1,450	785	895
BPS(자본총계 기준)	15,851	14,957	16,396	17,455	18,681
BPS(지배지분 기준)	13,493	9,744	11,333	11,968	12,713
DPS	0	0	0	150	150
P/E(당기순이익 기준)	84.1	-1.1	3.6	5.7	5.0
P/E(지배순이익 기준)	48.1	-1.2	4.7	8.7	7.7
P/B(자본총계 기준)	0.6	0.3	0.4	0.4	0.4
P/B(지배지분 기준)	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA(Reported)	10.4	22.1	8.3	8.2	7.6
배당수익률	0.0	0.0	0.0	2.2	2.2
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	적전	흑전	-35.9	14.0
EPS(지배순이익 기준)	흑전	적전	흑전	-45.8	14.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	0.7	-26.9	12.0	7.1	7.6
ROE(지배순이익 기준)	1.5	-34.0	13.8	6.7	7.3
ROA	0.2	-7.4	3.6	2.4	2.7
안정성 (%)					
부채비율	263.6	266.8	199.3	189.0	179.0
순차입금비율	157.7	164.2	123.9	116.5	102.6
이자보상배율	1.6	0.1	2.2	2.5	2.7

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/10/08	BUY	391,000	16/06/21	M,PERFORM	240,000
14/11/10	M,PERFORM	320,000	16/08/08	M,PERFORM	220,000
14/12/02	M,PERFORM	320,000	16/10/06	BUY	290,000
15/01/07	M,PERFORM	292,000	16/10/27	BUY	330,000
15/02/06	M,PERFORM	292,000			
15/04/01	M,PERFORM	270,000			
15/05/11	M,PERFORM	270,000			
15/08/10	M,PERFORM	250,000			
16/02/15	M,PERFORM	250,000			
16/02/29	BUY	320,000			
16/04/04	BUY	360,000			
16/05/09	BUY	360,000			

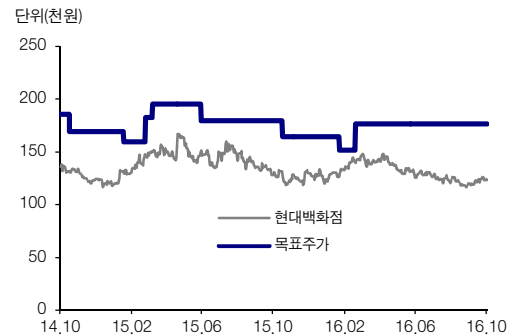
▶ 최근 2년간 롯데쇼핑 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/10/08	BUY	185,000	16/03/14	BUY	176,000
14/11/10	BUY	169,000	16/05/09	BUY	176,000
14/12/02	BUY	169,000	16/06/30	BUY	176,000
14/12/17	BUY	169,000	16/08/16	BUY	176,000
15/02/11	BUY	159,000	16/10/11	BUY	176,000
15/03/20	BUY	182,000	16/10/27	BUY	176,000
15/04/01	BUY	195,000			
15/05/13	BUY	195,000			
15/06/23	BUY	179,000			
15/08/10	BUY	179,000			
15/11/10	BUY	164,000			
16/02/15	BUY	151,000			

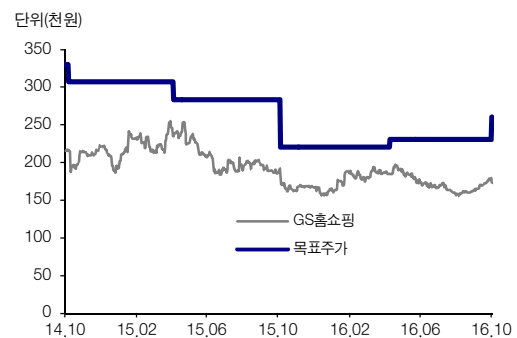
▶ 최근 2년간 현대백화점 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/10/08	BUY	330,000	16/06/22	BUY	230,000
14/10/31	BUY	307,000	16/08/03	BUY	230,000
14/12/02	BUY	307,000	16/09/27	BUY	230,000
15/01/09	BUY	307,000	16/10/27	BUY	260,000
15/01/29	BUY	307,000			
15/04/01	BUY	307,000			
15/04/29	BUY	283,000			
15/07/29	BUY	283,000			
15/10/29	BUY	220,000			
16/01/07	BUY	220,000			
16/02/03	BUY	220,000			
16/05/03	BUY	230,000			

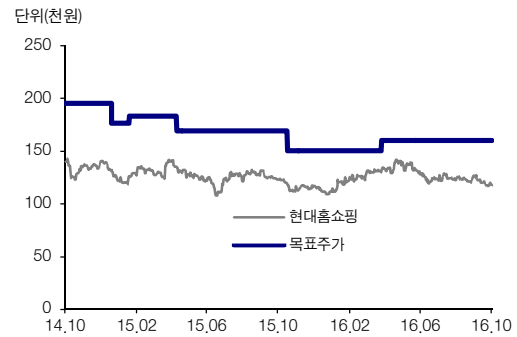
▶ 최근 2년간 GS홈쇼핑 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/10/08	BUY	195,000	16/07/05	BUY	160,000
14/11/03	BUY	195,000	16/08/09	BUY	160,000
14/12/02	BUY	195,000	16/10/19	BUY	160,000
15/01/13	BUY	176,000	16/10/27	BUY	160,000
15/02/12	BUY	183,000			
15/03/06	BUY	183,000			
15/04/15	BUY	183,000			
15/05/04	BUY	169,000			
15/06/04	BUY	169,000			
15/08/07	BUY	169,000			
15/11/10	BUY	150,000			
16/04/19	BUY	160,000			

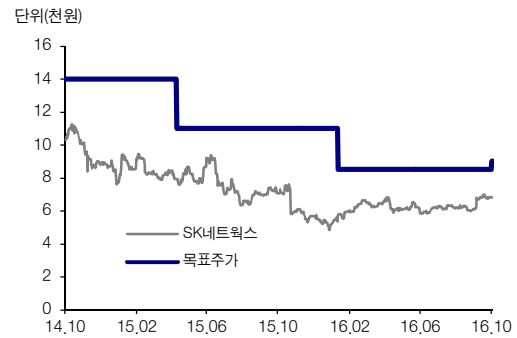
▶ 최근 2년간 현대홈쇼핑 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/10/08	BUY	14,000	16/02/05	BUY	8,500
14/10/31	BUY	14,000	16/04/07	BUY	8,500
14/12/02	BUY	14,000	16/05/03	BUY	8,500
15/02/06	BUY	14,000	16/08/01	BUY	8,500
15/05/04	BUY	11,000	16/09/29	BUY	8,500
15/06/24	BUY	11,000	16/10/27	BUY	9,000
15/07/07	BUY	11,000			
15/07/30	BUY	11,000			
15/10/29	BUY	11,000			
15/11/18	BUY	11,000			
15/12/08	BUY	11,000			
16/01/12	BUY	11,000			

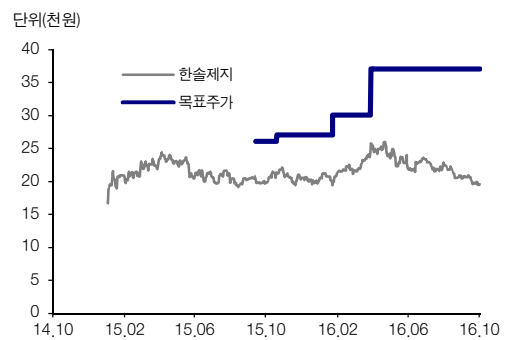
▶ 최근 2년간 SK네트웍스 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
15/10/07	BUY	26,000	16/10/27	BUY	37,000
15/11/12	BUY	27,000			
16/01/13	BUY	27,000			
16/02/16	BUY	30,000			
16/04/21	BUY	37,000			
16/04/29	BUY	37,000			
16/05/24	BUY	37,000			
16/06/07	BUY	37,000			
16/07/21	BUY	37,000			
16/07/28	BUY	37,000			
16/08/23	BUY	37,000			
16/09/30	BUY	37,000			

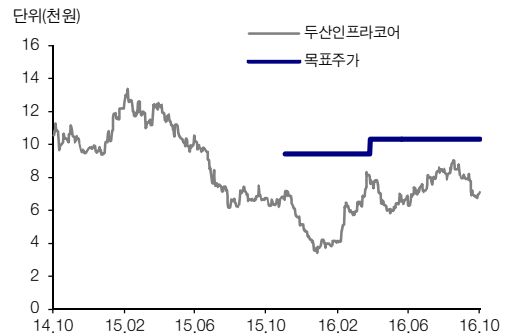
▶ 최근 2년간 한솔제지 주가 및 목표주가



▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
15/11/26	BUY	9,400			
16/04/20	BUY	10,300			
16/07/20	BUY	10,300			
16/10/05	BUY	10,300			
16/10/27	BUY	10,300			

▶ 최근 2년간 두산인프라코어 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 내용의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류: HMC투자증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY: 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM): 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL: 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2015.10.01~2016.9.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	132건	83.6%
보유	25건	15.8%
매도	1건	0.6%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.