

2018년 산업별 전망

유통



비중확대 (유지)

[Analyst]

박희진 ☎ 02) 3772-1562
연구위원 ✉ hpark@shinhan.com

김규리 ☎ 02) 3772-1549
연구위원 ✉ kimkyuri@shinhan.com

불확실 시대에서의 생존 전략

차별화와 점진적 개선을 반영해 '비중확대' 유지, Top pick: 이마트

- 2017년 YTD 유통업 지수 +3.7%, KOSPI 대비 19.2%p Underperform
- 상반기 vs. 하반기: +14.1% vs. -9.2%, 6월 이후 주가 흐름 급 반전
- 소비 심리 개선 기대감 vs. 계속되는 규제 & 실적 부진
- 기저 효과 감안해 '비중확대' 유지, 규제 이슈 안정화 전제로 최선호주 이마트 제시

18년 전망: 업황은 상저하고(上低下高), 실적 기저 효과는 연중 지속

- 지수 흐름 및 업황은 상저하고(上低下高) 전망
- 상반기 기준점 성장률: 대형마트 +2.0%, 백화점 -0.1%, SSM -0.8% 전망
- 하반기 기준점 성장률: 대형마트 +0.9%, 백화점 +1.2%, SSM +0.3% 전망
- 기저 효과와 THAAD 영향 기저 효과는 각각 1분기, 2분기 이후 계속해서 반영

증장기 및 이슈: 전략 변화에 대한 방향성 점검 및 규제 불확실성

- 계속되는 규제에 업황 단기 모멘텀은 부진
- 2011년 대형마트 강제 휴무 영향은 최소 2년 반영, 직후 2개년 기준점은 -4.0%
- 이슈: 유통업 관련 규제와 해외 부문 철수
- 증장기 전망: 전략 변화에 대한 방향성 점검

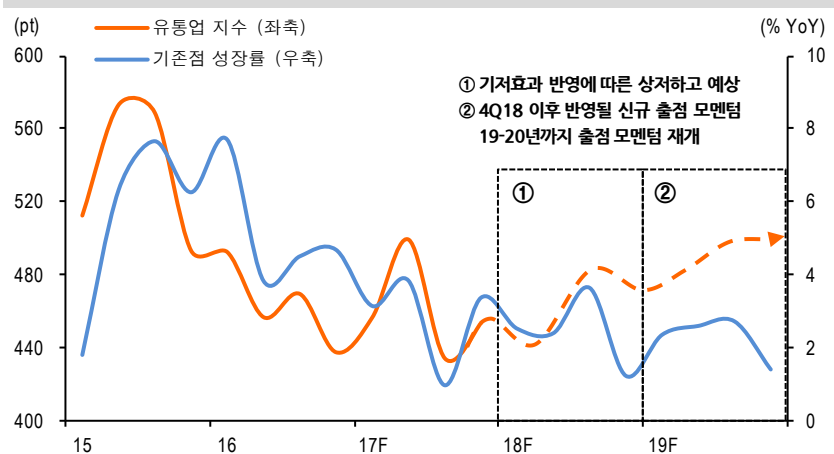
Top Pick 및 선호종목

종목명	투자 의견	현재 주가 (원)	목표 주가 (원)	상승 여력 (%)
이마트 (139480)	매수	222,500	280,000	25.8
현대홈쇼핑 (057050)	매수	121,000	174,000	43.8

자료: 신한금융투자

주: 현재 주가는 10월 24일 종가 기준

유통업 지수, 기준점 성장률 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

Contents

3 I. Investment summary

차별화와 점진적 개선을 반영해 '비중확대' 유지, Top pick: 이마트
2018년 전망: 업황은 상저하고(上低下高), 실적 기저 효과는 연중 지속
중장기 및 이슈: 전략 변화에 대한 방향성 점검 및 규제 불확실성

4 II. Valuation: 차별화와 점진적 개선을 반영해 '비중확대' 유지

8 III. 2018년 전망: 상저하고, 실적 기저 효과는 연중 지속

백화점: 상저하고(上低下高), 신규 출점 모멘텀은 4Q18부터 2020년까지 재개
홈쇼핑: 현금성 자산 비중, 시가 총액 대비 평균 41.0%, 안정성에 대한 매력도
대형마트: 규제 불확실성 해소는 필요, 연결 대상 법인 실적 개선 가능성 ↑

15 IV. 중장기 전망: 전략 변화에 대한 방향성 점검

17 V. 이슈: 유통업 관련 규제와 해외 부문 철수

19 Company analysis

이마트 (139480) - 매수 (유지), 목표주가: 280,000원 (유지)
현대홈쇼핑 (057050) - 매수 (유지), 목표주가: 174,000원 (유지)

I. Investment summary

차별화와 점진적 개선을 반영해 '비중확대' 유지, Top pick: 이마트

영업 일수 규제 확대
우려 해소를 전제로
이마트 Top Pick 제시

지난 5월까지 유통업 지수는 연초 대비 14.1% 상승해 동 기간 KOSPI 수익률을 1.2%p 상회했다. 그러나 6월 이후 지수는 9.2% 하락 반전해 연초 이후 수익률은 3.7% 상승에 그치고 있다. 연초 이후 KOSPI 수익률을 19.2%p 하회했다. 2016년과 비교 시 절대 수익률은 15%p 높으나 상대 수익률은 1%p 낮다. 6월 이후 반락은 실적 부진과 각종 규제 관련 이슈 확대 때문이다. 연초 정국 안정 이후 소비자 심리지수 반등 등으로 유통업 지수는 상승세를 이어갔다. 그러나 5월 발표된 1분기 실적과 2분기, 3분기 실적 흐름 부진이 계속되며 주가는 반락했다.

최근 영업 실적과 업황 감안 시 단기 주가 모멘텀도 부진하다. 3분기 오프라인 업태인 백화점과 대형마트의 영업이익은 전년동기대비 각각 6.0%, 6.5% 감소할 전망이다. 그러나 2018년 기저 효과에 따른 점진적 실적 개선과 업체별 차별화를 근거로 투자 의견은 '비중확대'로 유지한다. 최선호 종목으로는 영업 일수 규제 확대 우려 해소를 전제로 '이마트'를 제시한다. 창고형 매장 및 온라인 고성장세, 연결 법인 손익 개선이 추천 사유이다.

2018년 전망: 업황은 상저하고(上低下高), 실적 기저 효과는 연중 지속

2018년 상/하반기 기준점
성장을 전망치
- 대형마트: +2.0% / +0.9%
- 백화점: -0.1% / +1.2%
- SSM: -0.8% / +0.3%

분기별 예상 민간 소비 증감률은 1분기 +2.8%, 2분기 +2.3%, 3분기 +2.4%, 4분기 +2.3%로 1분기 기저 효과에 대한 기대감을 제시한다. 정치적 이슈에 따른 소비 부진이 1Q17에 집중되었기 때문이다. 다만 업황과 지수 추이는 상저하고(上低下高) 흐름을 전망한다. THAAD 영향에 따른 외국인향 매출 부진이 2분기 이후 기저 효과로 반영될 전망이다.

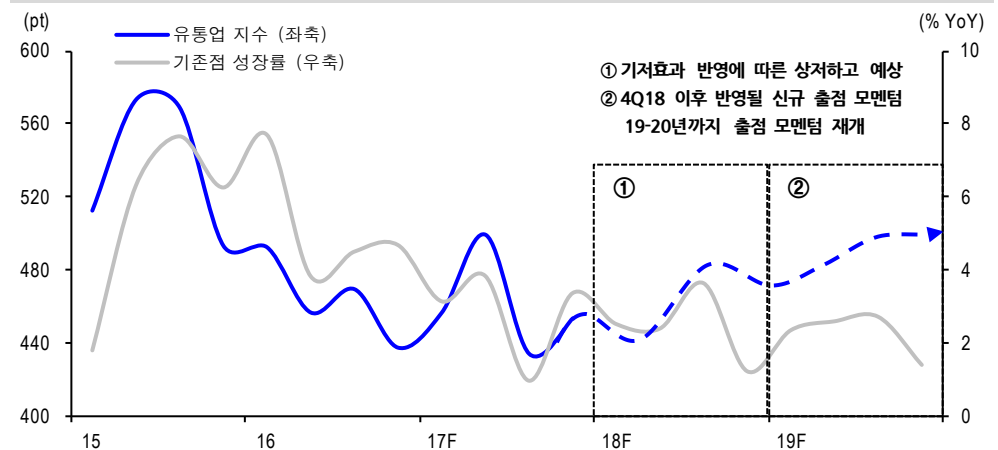
업체별 상/하반기 기준점 성장률은 대형마트 +2.0%, +0.9%, 백화점 -0.1%, +1.2%, SSM -0.8%, +0.3%로 추산된다. 대형마트의 경우 하반기 대비 상반기 흐름이 양호해졌다. 2017년 하반기 일수 차이 효과 및 상반기 정치적 불안에 따른 소비 위축에 따른 기저 효과 때문이다. 백화점 업태의 경우 THAAD 영향으로 1분기까지 외국인 매출 부진은 계속되겠다. 하지만 2분기 이후 기저 효과 반영에 따른 반등은 가능해 하반기 1%대 이상의 성장을 전망한다.

중장기 및 이슈: 전략 변화에 대한 방향성 점검 및 규제 불확실성

고객을 찾아가는 집객 형태의
전략 변화 예상

계속되는 규제 이슈로 단기 업황 모멘텀은 부진하다. 2012년 유통상생법 시행 이후 마트 기준점 성장률은 12년 -3.4%, 13년 -4.5%, 14년 -3.2%, 15년 -1.8%로 부진했다. 1,400조원을 상회하는 가계 부채와 금리 인상 압박 등 단기 소비 개선 여력이 부족한 가운데 규제 불확실성은 진행 중이다. 중장기적으로 고객을 찾아가는 집객 형태의 전략 변화가 예상된다. 소규모 점포 확대 등이 사례이다. 임차료 증가에 대한 이슈는 존재하나 효율성 개선과 집객 극대화를 통한 성장성 확보라는 차원에서 꾸준한 관심이 필요해 보인다.

유통업 지수, 기준점 성장률 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

II. Valuation: 차별화와 점진적 개선을 반영해 '비중확대' 유지

- 2017년 YTD 주가 수익률: 대형마트 > 홈쇼핑 > 백화점 > 편의점, 성장성과 안정성 간 방향성 고민
- 최선호주: 이마트, 대형마트 규제 확대만 없다면 연결 손익 개선에 대한 가치 재평가 전망
- 관심 업태: 홈쇼핑, 1) 현금성 자산에 대한 가치 평가와 2) 양호한 실적 흐름

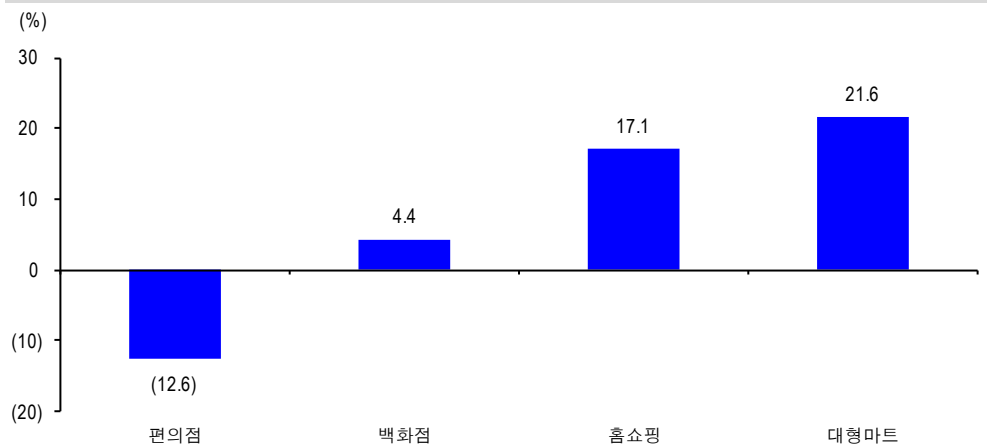
연초 대비 주가 수익률은
'대형마트 > 홈쇼핑 > 백화점 > 편의점'

연초 대비 업종 지수는 3.7% 상승해 동 기간 시장 수익률을 9.2%p 하회했다. 업태별 주가는 대형마트 +21.6%, 홈쇼핑 +17.1%, 백화점 4.4%, 편의점 -12.6%를 기록했다. 시장 대비 대형마트와 홈쇼핑은 양호, 백화점과 편의점은 부진한 흐름을 나타냈다.

전체적으로 다소 부진한 흐름이었으나 상/하반기의 온도 차는 극명했다. 상반기 KOSPI가 18% 상승하는 동안 백화점과 대형마트, 홈쇼핑은 각각 22.9%, 28.1%, 23.2% 상승했다. 편의점 역시 15.9% 상승해 양호한 흐름을 나타냈다. 하지만 6월 이후 KOSPI가 3.7% 상승하는 동안 백화점, 대형마트, 홈쇼핑은 각각 15.4%, 5.1%, 4.8%, 편의점은 25.2% 하락했다.

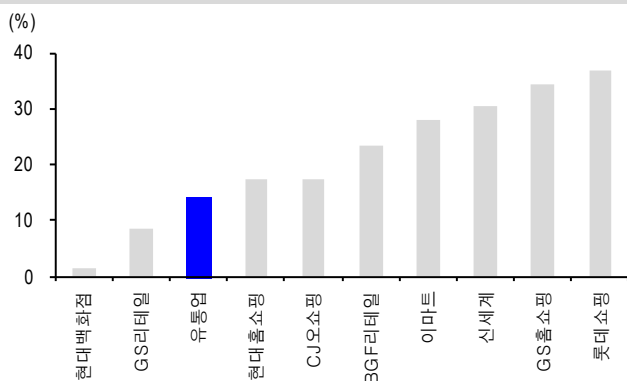
상반기 정국 안정으로 소비 심리는 개선되었고 주가 흐름 역시 양호했다. 그러나 지난해 4분기 이후 부진했던 영업 실적 흐름은 3분기까지도 이어지고 있다. 유통 업종 관련 규제 이슈들이 확산되며 5월 이후 주가 하락을 야기했다. 기대감이 실망감으로 전화되며 주가 방향성 역시 변곡점을 나타낸 것이다.

업태별 주가 수익률 (2017년 YTD 기준)



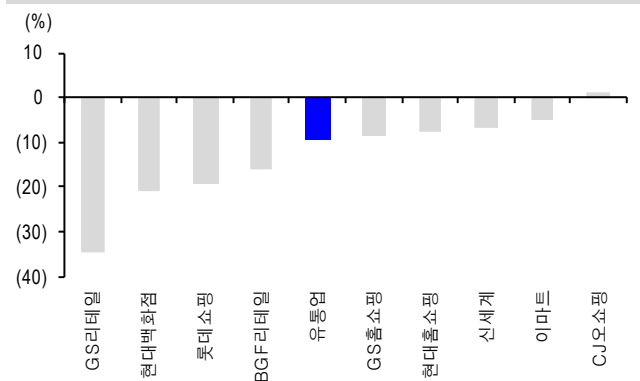
자료: QuantiWise, 신한금융투자

2017년 상반기 유통업 지수 및 주요 업체들 주가 수익률



자료: QuantiWise, 신한금융투자

2017년 하반기 유통업 지수 및 주요 업체들 주가 수익률



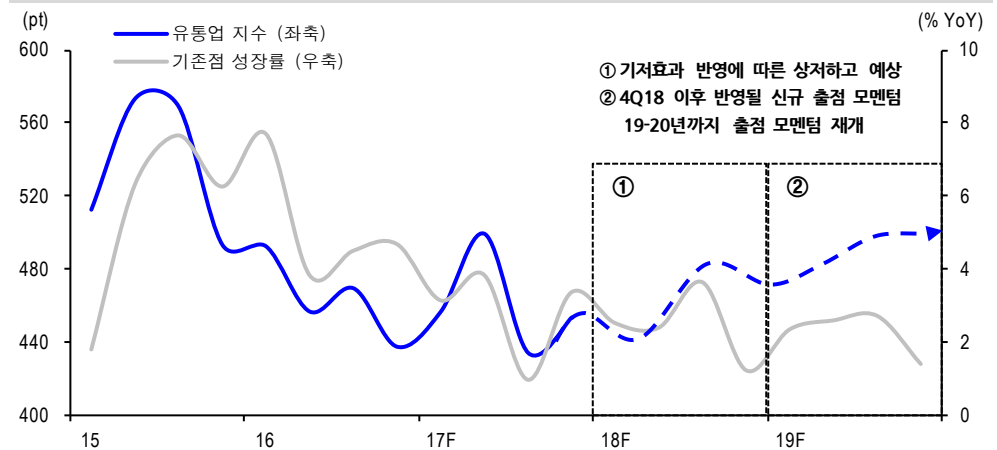
자료: QuantiWise, 신한금융투자

점진적 실적 개선과
업체별 차별화를 근거로
'비중확대' 제시

진행 중인 유통업 관련 규제와 2017년 하반기 영업 실적을 고려할 때 2018년에 대한 업종 전망은 긍정적이지 않다. 하지만 지난해 11월 이후 확대된 기존점 부진과 2분기부터 본격화된 THAAD 영향 등 기저 효과에 따른 반등은 가능해 보인다. 점진적 실적 개선과 업체별 차별화를 근거로 업종 의견은 '비중확대'를 제시한다.

대형마트의 경우 1분기부터 기존점 반등을 시험하겠다. 외국인 관광객 매출 비중이 상대적으로 백화점 업체보다 낮아 THAAD 영향이 덜했기 때문이다. 외국인 매출 비중이 평균 3% 수준에 달했던 백화점 업체의 경우 2분기 이후 기존점 성장률 반등을 전망한다. 연간 대형마트와 백화점 업체의 기존점 성장률은 1.4%, 0.6%로 전년대비 1.3%p, 0.7%p 개선되겠다.

유통업 지수, 기존점 성장률 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

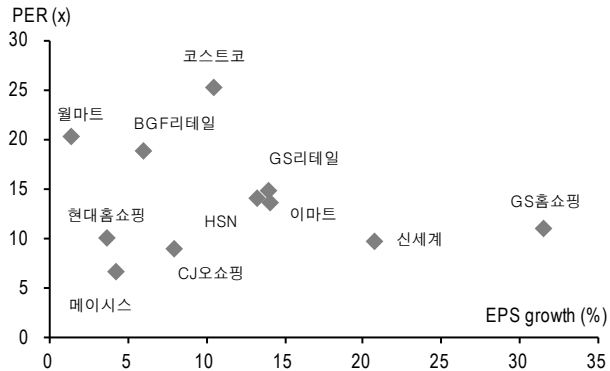
커버리지 유통 업체 영업 실적 및 밸류에이션 요약 테이블

(원, 십억원, %, 배)			년도	실적			증감률 (YoY)			밸류에이션			
				매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	PER	PBR	ROE	EV/EBITDA
롯데쇼핑 (023530)	목표주가	300,000	2016	30,794.6	940.4	245.6	2.1	9.6	흑전	50.9	0.5	2.4	9.5
	시가총액	7,762.5	2017F	30,773.8	710.0	323.4	(0.1)	(24.5)	31.7	38.4	0.5	1.2	5.8
	상승여력	21.7	2018F	31,537.4	1,021.9	556.1	2.5	43.9	71.9	20.3	0.5	2.3	5.1
현대백화점 (069960)	목표주가	126,000	2016	5,372.1	383.2	321.0	10.6	5.6	14.5	9.1	0.7	7.9	6.5
	시가총액	2,047.7	2017F	5,606.3	409.1	344.3	4.4	6.8	7.3	6.9	0.5	7.7	5.8
	상승여력	44.0	2018F	5,913.3	397.8	340.6	5.5	(2.8)	(1.1)	6.5	0.5	7.7	5.7
신세계 (004170)	목표주가	260,000	2016	5,841.0	251.5	322.8	15.6	(4.0)	(25.5)	10.3	0.7	2.7	11.1
	시가총액	2,106.9	2017F	7,164.4	275.6	194.4	22.7	9.6	(39.8)	12.3	0.6	5.2	10.7
	상승여력	21.5	2018F	7,069.4	330.2	234.6	(1.3)	19.8	20.7	9.6	0.6	6.3	9.6
한화GT (027390)	목표주가	-	2016	741.5	(12.3)	(20.0)	53.8	적전	적전	-	0.9	(7.1)	40.5
	시가총액	155.7	2017F	823.3	(13.6)	(12.4)	11.0	적지	적지	-	0.6	(5.0)	54.3
	상승여력	-	2018F	973.9	15.3	10.4	18.3	흑전	흑전	14.9	0.5	3.8	5.8
현대홈쇼핑 (057050)	목표주가	174,000	2016	3,498.0	132.3	106.3	9.8	19.5	9.2	12.1	1.1	9.3	3.8
	시가총액	1,452.0	2017F	3,680.0	145.8	140.2	5.2	10.2	31.9	10.4	1.0	10.3	4.1
	상승여력	43.8	2018F	3,901.4	152.9	145.3	6.0	4.9	3.6	10.0	0.9	9.9	3.5
GS홈쇼핑 (028150)	목표주가	280,000	2016	3,669.5	128.6	103.5	4.5	14.4	28.1	12.3	1.3	11.2	1.3
	시가총액	1,397.2	2017F	3,961.0	140.4	97.0	7.9	9.1	(6.3)	14.4	1.4	9.8	3.9
	상승여력	31.5	2018F	4,092.9	147.4	127.6	3.3	5.0	31.5	10.9	1.3	12.4	3.7
CJ오쇼핑 (035760)	목표주가	262,000	2016	3,161.0	145.0	16.1	3.4	27.0	(73.3)	50.7	1.3	2.6	4.0
	시가총액	1,205.8	2017F	3,667.6	170.5	125.6	16.0	17.6	681.2	9.6	1.5	17.1	5.7
	상승여력	35.1	2018F	3,875.2	184.0	135.6	5.7	7.9	7.9	8.9	1.3	16.1	4.9
이마트 (139480)	목표주가	280,000	2016	14,791.3	546.9	381.6	8.4	8.6	(16.3)	16.5	0.8	5.4	7.7
	시가총액	6,202.4	2017F	15,940.6	558.6	393.5	7.8	2.1	3.1	16.0	0.8	4.9	9.9
	상승여력	25.8	2018F	17,068.8	641.7	445.6	7.1	14.9	13.2	14.0	0.7	5.4	9.2

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

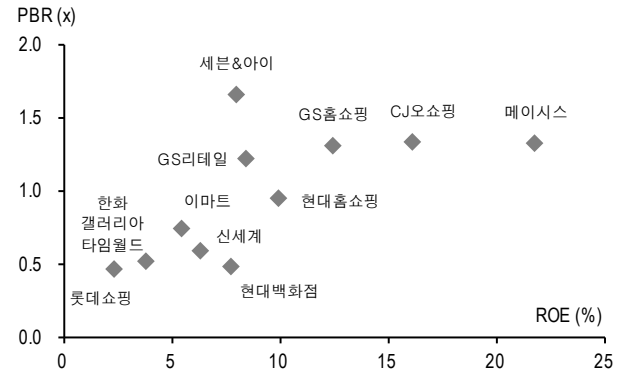
주: 1) 매출액은 백화점 업체의 경우 총매출액, 홈쇼핑 업체의 경우 취급고객 기재, 2) 업태 내 정렬은 시가총액 기준

국내외 유통업체 EPS growth-PER 차트 (2018F)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내외 유통업체 ROE-PBR 차트 (2018F)



자료: Bloomberg, 신한금융투자

국내외 주요 유통업체 밸류에이션 요약 테이블

(% , 배)	회사명	시가총액 (십억원)	2017F						2018F					
			매출 g.	EPS g.	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE	매출 g.	EPS g.	PER	PBR	EV/EBITDA	ROE
백화점	롯데쇼핑	7,762.5	(0.1)	49.0	38.4	0.5	5.8	1.2	2.5	58.7	20.3	0.5	5.1	2.3
	신세계	2,106.9	22.7	(39.8)	12.3	0.6	10.7	5.2	(1.3)	20.7	9.6	0.6	9.6	6.3
	현대백화점	2,047.7	4.4	7.3	6.9	0.5	5.8	7.7	5.5	(1.1)	6.5	0.5	5.7	7.7
	한화갤러리아타임월드	155.7	11.0	적지	(12.6)	0.6	54.3	(5.0)	18.3	흑전	14.9	0.5	5.8	3.8
	노드스트롬	7,834.2	2.2	(8.4)	14.3	7.4	5.6	58.3	3.5	(1.9)	14.0	7.9	5.5	57.2
	메이시스	7,329.2	(4.8)	(17.5)	7.0	1.6	4.1	22.3	(4.1)	4.2	6.6	1.3	4.2	21.7
	콜스	8,399.0	(2.7)	(6.2)	12.1	1.5	5.0	12.1	(0.6)	(0.0)	11.7	1.4	5.0	12.2
	이세탄 미쓰코시	5,031.8	(2.6)	(43.2)	37.3	0.9	13.7	2.4	0.3	(20.1)	41.9	0.9	14.0	2.1
	J.C. 페니	1,314.7	(0.6)	107.8	110.3	0.8	4.9	0.3	(1.4)	432.5	8.8	0.9	5.0	5.9
홈쇼핑	현대홈쇼핑	1,452.0	5.2	31.9	10.4	1.0	4.1	10.3	6.0	3.6	10.0	0.9	3.5	9.9
	GS홈쇼핑	1,397.2	7.9	(6.3)	14.4	1.4	3.9	9.8	3.3	31.5	10.9	1.3	3.7	12.4
	CJ오쇼핑	1,205.8	16.0	681.2	9.6	1.5	5.7	17.1	5.7	7.9	8.9	1.3	4.9	16.1
	HSN	2,266.7	(2.4)	(5.3)	15.5	-	8.8	54.5	1.9	14.0	13.6	22.8	8.3	-
	HAPPIGO	1,381.5	28.2	47.1	81.0	4.9	52.5	6.2	11.9	12.0	72.3	4.6	46.7	6.5
	momo.com	1,138.3	13.0	13.3	22.5	5.1	17.8	23.1	13.2	12.7	19.9	4.8	14.9	24.7
편의점	BGF리테일	4,206.6	11.1	15.1	19.9	3.9	9.1	20.9	9.4	5.9	18.8	3.3	8.7	19.3
	GS리테일	2,602.6	12.4	(43.6)	16.8	1.3	8.3	7.7	8.8	13.9	14.8	1.2	7.8	8.4
	세븐 & 아이 홀딩스	40,749.8	(3.5)	(39.9)	48.4	1.7	6.9	3.6	4.6	94.5	21.8	1.7	6.5	8.0
	프레지던트 체인 스토어	10,597.1	3.2	162.5	11.0	7.2	15.6	36.4	5.9	(54.1)	24.0	7.7	14.0	28.4
	헤미리마트 UNY 홀딩스	8,044.8	-	-	34.9	1.7	9.3	5.8	-	-	32.4	1.5	10.5	5.0
	로손	7,502.2	8.2	16.0	21.4	2.7	7.0	13.0	5.6	(5.9)	22.0	2.6	6.9	12.3
대형마트	이마트	6,202.4	7.8	3.1	16.0	0.8	9.9	4.9	7.1	13.2	14.0	0.7	9.2	5.4
	월마트	298,770.1	0.8	(5.9)	20.6	3.4	9.4	16.9	2.0	1.3	20.3	3.6	9.2	17.0
	코스트코 홀세일	79,889.0	8.7	9.2	27.9	6.3	13.5	21.6	6.2	10.4	25.2	5.8	12.4	23.7
	타겟	38,566.2	(5.8)	6.8	12.4	3.3	6.0	24.1	1.8	(10.1)	13.9	3.2	6.7	22.4
	용후이 슈퍼스토어스	14,605.6	17.7	30.7	49.0	4.3	28.9	9.0	17.4	27.3	38.5	4.1	23.7	10.9

자료: 회사 자료, Bloomberg, 신한금융투자 추정

영업 일수 규제 확대 우려 해소를 전제로 최선호주 이마트 제시

업종 내 최선호주로는 이마트를 제시한다. 이마트의 경우 대형마트 관련 규제 확대에 대한 우려가 여전하다. 월 2회 강제 휴무에서 월 4회 강제 휴무 변경 시 1년 이상의 기존점 부진이 불가피하다. 다만 월 4회 규제 관련 실효성에 대한 논의가 계속되고 있어 실제 월 4회 대형마트 휴무에 대한 가능성은 낮다는 판단이다. 최선호주 제시에 대한 전제조건이기도 하다.

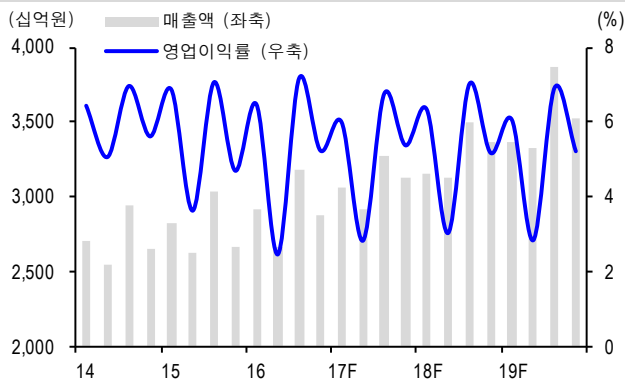
이마트의 경우 지난 2분기 실적 발표와 함께 중국 마트 및 면세 사업 부문에 대한 완전 철수를 언급했다. 중국 마트의 경우 잔여 6개 매장 가운데 자가 1개 매장을 제외한 5개 매장의 매각, 자가 1개 매장 역시 매각 또는 영업 종료 등으로 완전 철수를 진행할 예정이다.

영업 중단이 반영될 경우 2018년 실적 추정치 상향 조정이 가능해진다. 현재 실적 추정치에 반영된 중국 마트 부문 영업적자는 2018년 기준 148억원으로 이익 개선 효과는 약 2.3%이다. 예상 매출액은 690억원에 불과해 영업 중단에 따른 매출액 감소 영향은 0.4%에 불과하다. 면세 부문 역시 100억원 이상의 영업 적자가 진행 중으로 해당 부문 이관/양도 시 손익 개선에 긍정적이다. 창고형 할인 매장인 트레이더스, 온라인 물의 20% 이상 고성장세도 유효하다. 2018년 연간 매출액은 트레이더스, 온라인을 포함한 별도 기준 5.0% YoY, 연결 기준 7.1% YoY 증가를 전망한다.

홈쇼핑 업체 내에서는 현대홈쇼핑을 우선순위로 제시

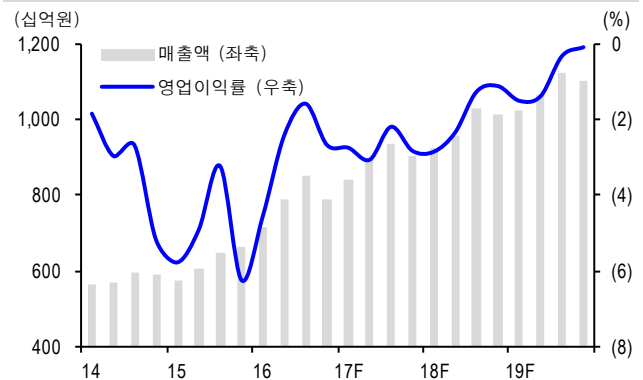
관심 업체로는 홈쇼핑을 제시한다. 주요 3사 합산 평균 5% 이상의 이익 증가와 시가 총액 대비 평균 40% 수준의 순현금 자산 때문이다. 주요 3사에 대한 차별화 포인트는 크지 않다. 다만 보유 현금성 자산과 실적 흐름을 감안해 현대홈쇼핑을 우선순위로 제시한다. 현대홈쇼핑 2018년 취급고액과 영업이익은 각각 전년 대비 6.0%, 4.9% 증가를 전망한다.

이마트 별도 기준 영업 실적 추이 및 전망



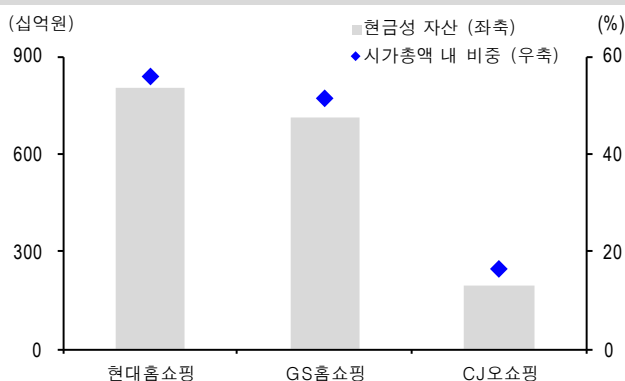
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

이마트 연결 대상 법인 영업 실적 추이 및 전망



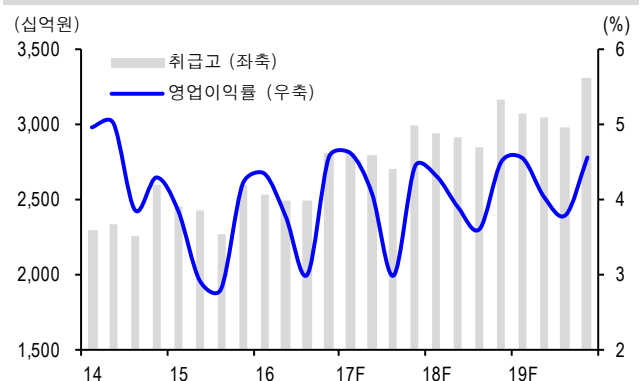
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

홈쇼핑 3사 시가총액 대비 현금성 자산 비중



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

홈쇼핑 3사 합산 영업 실적 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

III. 2018년 전망: 상저하고, 실적 기저 효과는 연중 지속

- 2018년 업황 흐름, 상저하고(上低下高) 전망
- 정국 안정과 사드(THAAD) 이슈에 대한 기저 효과는 연중 지속
- 주요 오프라인 업체 기존점 성장률 전망: 대형마트 1.4%, 백화점 0.6%

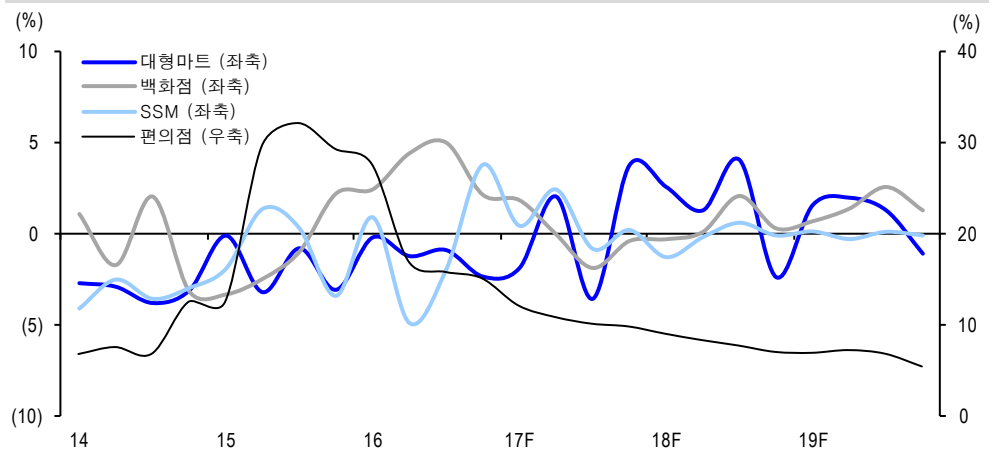
2018년 기존점 성장률은
대형마트 +1.4%,
백화점 +0.6% 전망

2018년 업황은 상저하고(上低下高)를 전망한다. 기저 효과에 따른 실적 개선과 주요 업체의 신규 출점 모멘텀 등을 감안했다. 오프라인 업체의 연간 기존점 성장률은 대형마트 +1.4%, 백화점 +0.6%로 전망한다. 전년 대비로는 각각 1.3%p, 0.7%p 개선이 예상된다.

2016년 연말부터 불거진 정국 불안정에 따른 기저 효과는 1분기부터 기저 효과로 반영되겠다. 집회 등이 지난 2월(공식적 마지막 20차 촛불 집회, 3월 11일)까지 계속되었기 때문이다. 백화점 기존점 성장률은 정국 불안 직전인 2016년 10월 +6.0%에서 11월 -2.8%, 2월까지 평균 +1.0%에 그쳤다. 신세계 리뉴얼 효과가 반영된 수치로 실제로는 2%가량 역성장했다.

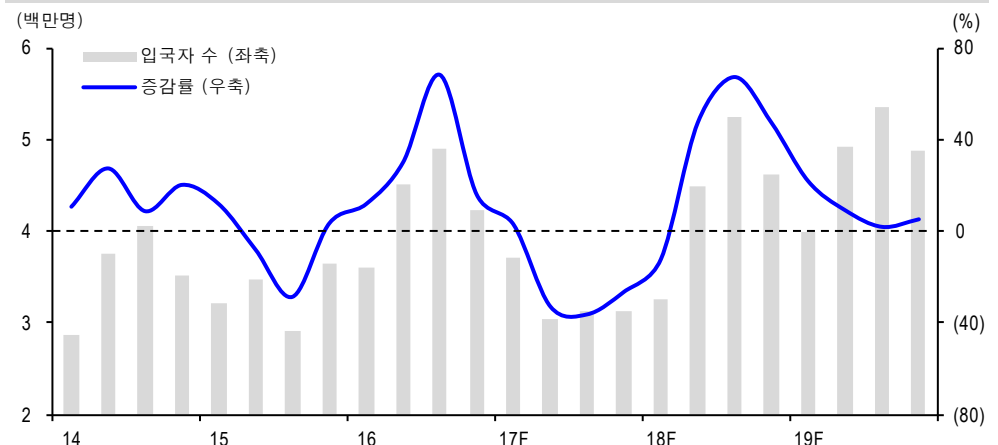
다만 백화점 업체의 경우 지난 4월 이후 THAAD 이슈로 불거진 외국인 입국자 급감 등으로 2분기 이후 기존점 반등을 전망한다. 기저 효과 및 최근 계속되는 현상 감안 시 외국인 입국자 반등을 2분기 이후로 전망하기 때문이다. 백화점 업체의 2018년 1분기, 2분기 기존점 성장률은 각각 -0.3%, +0.1%로 추정한다.

업체별 기존점 성장률 추이 및 전망



자료: 산업통상자원부, 신한금융투자 추정

외국인 입국자 수 추이 및 전망



자료: 한국관광공사, 신한금융투자 추정

백화점: 상저하고(上低下高), 신규 출점 모멘텀은 4Q18부터 2020년까지 재개

백화점 기존점 성장을 전망

1Q -0.3%, 2Q +0.1%,
3Q +2.1%, 4Q +0.3%

백화점 업체의 흐름은 전체 유통업과 동일한 상저하고(上低下高) 흐름을 전망한다. 기존점의 경우 1Q -0.3%, 2Q +0.1%, 3Q +2.1%, 4Q +0.3%로 기저 효과에 따른 점진적 개선이 연중 계속되겠다. THAAD 영향에 대한 기저 효과까지 반영될 2분기부터 기존점 반등이 예상됨에도 불구하고 하반기 이후 업황 반등을 전망하는 이유는 출점 때문이다.

백화점 업체의 주가 흐름 결정 요인은 1) 기존점 성장률, 2) 신규 출점과 3) 신규 사업 부문으로의 확대에 따른 성장성 확보, 4) 부진 부문 철수에 따른 수익성 개선 등이 있다. 이 가운데 2010년 이후 핵심 요인으로 작용된 요소는 신규 출점이다. 영업 면적 증가를 통해 총매출액 증대가 가능하고 이는 성장성 확보라는 관점에서 밸류에이션 상승으로 이어졌기 때문이다.

2H18 이후 리뉴얼 및 신규 출점이 2020년까지 이어질 예정

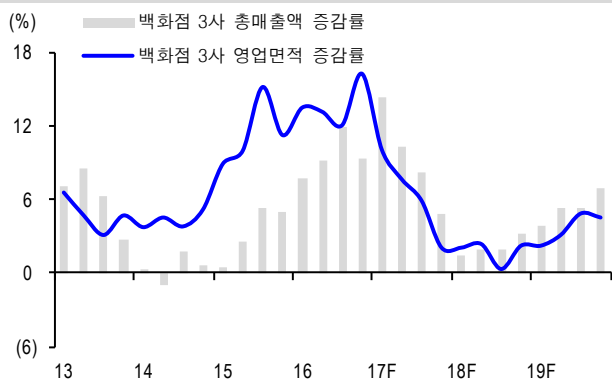
2013년 이후 유통 업종 시가 총액 비중과 총매출액 간 상관 계수(선 반영을 감안해 1개 분기 시점 차이 고려)는 0.72에 달한다. 2015년~2016년 현대백화점과 신세계의 신규 출점으로 시가 총액은 구간 제한적이거나 30% 이상 상승했고 KOSPI 내 비중 역시 7% 수준 (2017년 현재 5.3% 수준)까지 상승했었다. 2018년까지 뚜렷한 출점이 없는 가운데 2018년 하반기 이후 리뉴얼 및 일부 업체의 신규 출점이 2020년까지 이어질 예정으로 백화점 업체는 상저하고, 2019년 이후 본격적인 성장세를 나타내겠다.

백화점 3사 출점 현황 및 계획

업체명	점포명	형태	1H16	2H16	1H17	2H17F	1H18F	2H18F	1H19F	2H19F
롯데쇼핑	의정부	아울렛								
	진주	쇼핑몰								
	남악	아울렛								
	고양	아울렛								
	인천	아울렛								
	군산	아울렛								
	시흥	아울렛								
현대백화점	기흥(용인)	쇼핑몰								
	시티아울렛	아울렛(도심형)								
	송도점	아울렛								
	가든파인	아울렛(도심형)								
	대전	아울렛								
	남양주	아울렛								
	동탄	아울렛								
신세계	강남점	리뉴얼/증축								
	센텀점	리뉴얼/증축								
	김해점	백화점								
	하남점	쇼핑몰								
	동대구점	쇼핑몰								
	고양	쇼핑몰								
	송도	쇼핑몰								

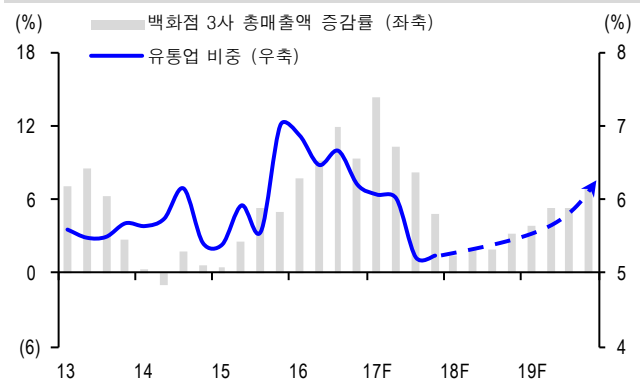
자료: 각 사, 신한금융투자 추정

백화점 3사 총매출액, 영업 면적 증가 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

KOSPI 내 유통업 비중, 백화점 총매출액 증감률 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

2018년 백화점 3사
총매출액과 영업이익 각각
+2.2%, +20.3% YoY 전망

2018년 주요 백화점 3사의 총매출액과 영업이익은 각각 평균 2.2%, 20.3% YoY 증가를 전망한다. 이익 개선은 신세계의 면세점 부문 손익 개선이 주된 요인이다. 2018년 신세계 명동 면세점의 영업이익은 293억원으로 전년대비 400억원 가량의 개선을 전망한다. 물론 이마트에서 언급한 부산 시내 면세점 이관과 신규 오픈될 인천공항 T1 터미널, 강남 면세점 관련 영업 손실이 반영되지 않은 결과이다. 그러나 현지점에서 해당 점포 오픈 시점(강남 면세점은 2018년 6월 말경으로 예정)과 이관 시점이 명확하지 않은 상황으로 양호한 실적 개선세를 전망한다.

현대백화점의 경우에도 6월 말 경으로 예정된 코엑스 면세점 관련 손익은 현 추정치에 미반영되어 있다. 신세계와 동일하게 관세청의 구체적 오픈 일자 확정이 없기 때문이다. 2018년 현대백화점의 총매출액과 영업이익은 전년대비 5.5% 증가, 2.8% 감소를 전망한다. 이익 감소의 주된 요인은 2017년 1분기에 반영된 부가세 환입 관련 일회성 이익에의 기저 효과 때문이다.

주요 백화점 업체 분기 영업 실적 테이블

(십억원, % YoY, %)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
롯데 쇼핑	총매출액	7,461.0	7,504.1	7,871.0	7,958.4	7,491.6	7,401.4	7,806.5	8,074.2	7,639.6	7,604.1	7,984.6	8,309.0	30,155	30,794	30,773	31,537
	매출액	7,178.9	7,230.4	7,575.1	7,582.8	7,059.4	6,922.8	7,331.3	7,649.7	7,242.4	7,201.1	7,617.4	7,901.9	29,127	29,567	28,963	44,306
	영업이익	208.1	171.0	175.6	385.6	207.4	87.3	100.4	314.9	250.1	225.6	207.2	338.9	857.8	940.4	710.0	1,021.9
	순이익	66.0	82.3	78.2	19.0	111.5	4.2	37.5	170.3	134.5	123.5	110.7	187.4	(346.1)	245.6	323.4	556.1
	총매출증감률	3.9	0.7	2.0	1.9	0.4	(1.4)	(0.8)	1.5	2.0	2.7	2.3	2.9	3.8	2.1	(0.1)	2.5
	영업이익증감률	(22.1)	(15.4)	(10.1)	99.7	(0.4)	(49.0)	(42.8)	(18.3)	20.6	158.5	106.3	7.6	(27.8)	9.6	(24.5)	43.9
	순이익증감률	(42.8)	(14.0)	203.9	흑전	68.9	(95.0)	(52.0)	794.2	20.6	2,871.8	195.1	10.1	(156.2)	(171.0)	31.7	71.9
	영업이익률	2.8	2.3	2.2	4.8	2.8	1.2	1.3	3.9	3.3	3.0	2.6	4.1	2.8	3.1	2.3	3.2
	순이익률	0.9	1.1	1.0	0.2	1.5	0.1	0.5	2.1	1.8	1.6	1.4	2.3	(1.1)	0.8	1.1	1.8
현대 백화점	총매출액	1,323.9	1,314.5	1,262.1	1,471.6	1,375.9	1,360.5	1,312.2	1,557.7	1,491.2	1,399.9	1,362.9	1,659.3	4,856.1	5,372.1	5,606.3	5,913.3
	매출액	458.6	449.6	433.9	489.8	495.2	435.9	443.1	509.0	526.4	428.1	456.5	544.6	1,657.0	1,831.8	1,883.1	1,955.6
	영업이익	102.4	77.9	81.9	121.0	138.5	69.1	80.1	121.5	111.0	75.2	87.4	124.1	362.8	383.2	409.1	397.8
	순이익	86.2	67.2	63.7	103.9	119.1	60.9	69.9	94.4	96.9	68.2	77.3	98.2	280.4	321.0	344.3	340.6
	총매출증감률	16.6	17.2	10.3	1.2	3.9	3.5	4.0	5.9	8.4	2.9	3.9	6.5	6.4	10.6	4.4	5.5
	영업이익증감률	11.2	10.7	17.0	(7.2)	35.3	(11.3)	(2.2)	0.4	(19.8)	8.9	9.0	2.2	(0.2)	5.6	6.8	(2.8)
	순이익증감률	7.7	10.6	26.3	16.6	38.2	(9.4)	9.7	(9.1)	(18.7)	12.0	10.6	4.0	(3.7)	14.5	7.3	(1.1)
	영업이익률	7.7	5.9	6.5	8.2	10.1	5.1	6.1	7.8	7.4	5.4	6.4	7.5	7.5	7.1	7.3	6.7
	순이익률	6.5	5.1	5.0	7.1	8.7	4.5	5.3	6.1	6.5	4.9	5.7	5.9	5.8	6.0	6.1	5.8
신세계	총매출액	1,274.7	1,316.6	1,451.9	1,797.8	1,770.6	1,700.0	1,763.0	1,930.8	1,666.7	1,705.9	1,758.1	1,938.7	5,052.3	5,841.0	7,164.4	7,069.4
	매출액	643.3	656.7	771.5	979.1	916.6	876.6	1,002.0	1,072.3	979.5	1,004.8	1,043.4	1,109.7	2,564.0	3,050.5	3,867.5	4,137.5
	- 신세계DF	0.0	20.0	92.4	189.0	249.2	167.8	244.5	264.6	302.0	302.8	301.2	308.3		301.5	926.1	1,214.3
	영업이익	62.1	42.6	41.2	105.7	77.6	41.3	53.8	102.9	78.5	61.3	74.1	116.3	262.1	251.5	275.6	330.2
	- 신세계DF	(6.7)	(14.3)	(19.7)	(15.1)	(1.9)	(4.4)	(3.7)	(1.0)	7.7	8.9	8.9	3.8		(55.8)	(11.0)	29.3
	순이익	40.8	282.4	6.1	(6.5)	33.8	47.0	36.6	77.1	55.0	40.3	51.1	88.1	433.2	322.8	194.4	234.6
	총매출증감률	2.6	9.8	23.7	25.1	38.9	29.1	21.4	7.4	(5.9)	0.3	(0.3)	0.4	(0.0)	15.6	22.7	(1.3)
	영업이익증감률	(12.9)	(14.1)	8.1	2.4	25.0	(2.9)	30.7	(2.7)	1.2	48.5	37.7	13.0	(4.1)	(4.0)	9.6	19.8
	순이익증감률	(27.9)	2.7	(81.5)	적전	(17.2)	(83.4)	496.9	흑전	62.6	(14.2)	39.9	14.3	132.8	(25.5)	(39.8)	20.7
	영업이익률	4.9	3.2	2.8	5.9	4.4	2.4	3.1	5.3	4.7	3.6	4.2	6.0	5.2	4.3	3.8	4.7
	순이익률	3.2	21.4	0.4	(0.4)	1.9	2.8	2.1	4.0	3.3	2.4	2.9	4.5	8.6	5.5	2.7	3.3
한화 갤러 리아 타임 월드	총매출액	151.1	180.6	184.8	225.0	199.8	189.8	189.5	244.2	217.8	231.2	253.4	271.5	482.2	741.5	823.3	973.9
	매출액	57.5	72.0	73.8	81.5	78.9	69.3	73.2	87.9	83.9	85.1	99.3	97.7	168.9	284.8	309.2	366.0
	영업이익	(1.5)	(2.8)	(7.0)	(1.0)	(4.8)	(9.2)	(6.1)	6.5	2.0	1.0	2.9	9.3	15.6	(12.3)	(13.6)	15.3
	순이익	(2.1)	(6.0)	(8.4)	(3.4)	(3.3)	(7.9)	(5.5)	4.3	1.9	0.1	1.7	6.7	8.5	(20.0)	(12.4)	10.4
	총매출증감률	28.2	56.0	76.8	56.1	32.2	5.1	2.5	8.5	9.0	21.8	33.8	11.2	3.1	53.8	11.0	18.3
	영업이익증감률	적전	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	43.0	(53.3)	적전	적지	흑전
	순이익증감률	적전	적전	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	56.2	(65.2)	적전	적지	흑전
	영업이익률	(1.0)	(1.6)	(3.8)	(0.4)	(2.4)	(4.8)	(3.2)	2.7	0.9	0.4	1.2	3.4	3.2	(1.7)	(1.7)	1.6
	순이익률	(1.4)	(3.3)	(4.6)	(1.5)	(1.7)	(4.1)	(2.9)	1.8	0.9	0.1	0.7	2.5	1.8	(2.7)	(1.5)	1.1

자료: 각 사, 신한금융투자 추정

주: 백화점 업체의 이익률은 총매출액 대비

1H17 주요 3사 영업이익은 평균 19.8% YoY 성장

홈쇼핑: 현금성 자산 비중, 시가 총액 대비 평균 41.3%, 안정성에 대한 매력도

홈쇼핑 업체 주가는 2017년 업종 내 대형마트 다음으로 양호했다. 주요 3사 기준 2017년 영업이익은 상반기 누계 평균 19.8% YoY 증가했다. 1분기 반영된 부가세 환입 관련 일회성 이익을 제거해도 두 자릿수 이익 증가를 시현했다. 신세계의 면세점 실적 개선과 주요 3사 부가세 환입 분 제거 시 백화점 업체 이익이 전년동기대비 감소했다는 점을 고려할 때 양호한 실적 흐름이었다.

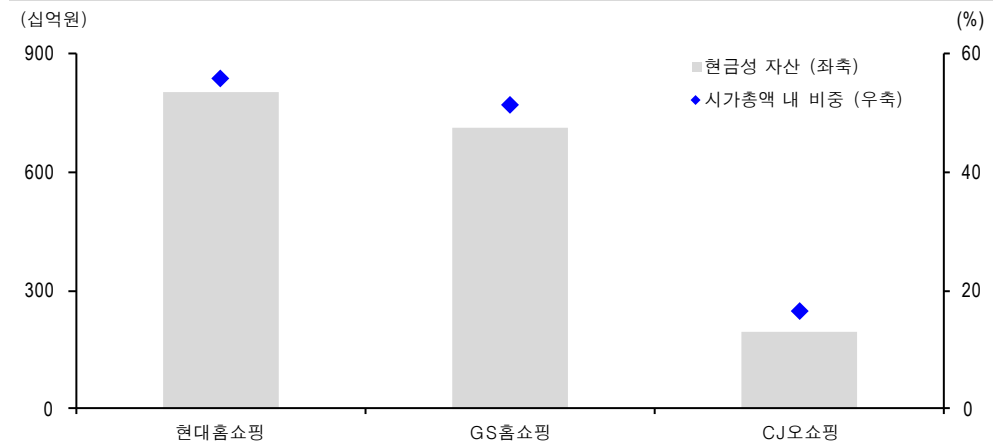
2018년에도 상대적으로 양호한 실적 흐름은 계속될 전망이다. 2018년 주요 3사의 합산 취급액은 전년동기대비 4.6%, 영업이익은 6.0% 증가가 예상된다. 송출 수수료 인상률 하락에 따른 점진적 이익률 개선 역시 밸류에이션에 대한 상향 조정 가능성을 높인다. 2018년 송출 수수료 인상률과 TV채널 취급액 증감률은 각각 +5.6%(주요 3사 기준, 롯데홈쇼핑 포함 상장 홈쇼핑 5개사 합산 기준 +5.9% YoY 추산), +2.7%를 전망한다. 증감을 측면에서의 전년대비 모멘텀은 약화되었으나 여전히 업종 내 상대적 매력도는 충분하다.

시총 대비 현금성 자산 비중

- 현대홈쇼핑 55.9%,
- GS홈쇼핑 51.4%,
- CJ오쇼핑 16.5%

양호한 실적 이외에도 보유 현금성 자산 가치에 대한 재평가도 필요해 보인다. 주요 3사 보유 현금성 자산은 2017년 말 기준 5,712억원으로 추정된다. 현재 시가 총액 대비 현금성 자산의 비중은 평균 41.0%에 달한다. 업체별로는 현대홈쇼핑 55.9%, GS홈쇼핑 51.4%, CJ오쇼핑 16.5%이다. GS홈쇼핑의 경우 풍부한 현금성 자산을 토대로 높은 주주 환원 정책도 진행 중이다. 지난 3개년 평균 배당 성향과 시가 배당률은 40%, 3.2%이다. 8,046억원의 현금성 자산을 보유한 현대홈쇼핑의 경우 점진적 주주 환원 정책을 계획 중이다. 경쟁 업체의 높은 배당 정책 감안 시 다소 낮은 수준이다. 2017년과 2018년 예상 배당 수익률은 1.4%, 1.6%로 추정된다.

홈쇼핑 3사 시가총액 대비 현금성 자산 비중



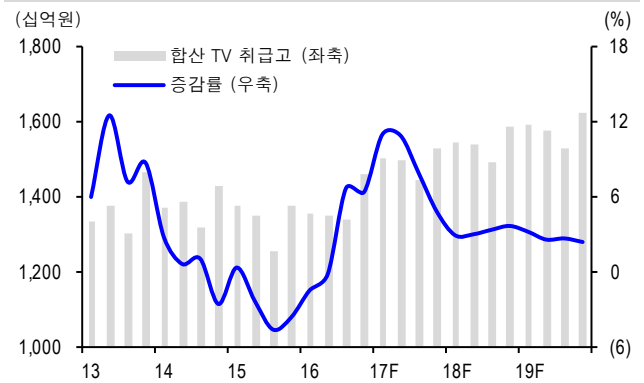
자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

홈쇼핑 3사 12개월 선행 PER, 영업이익률 추이 및 전망



자료: QuantiWise, 신한금융투자 추정

홈쇼핑 3사 합산 TV채널 취급액 추이 및 전망



자료: 각 사, 신한금융투자 추정

2018년 주요 홈쇼핑 3사의
취급고액과 영업이익 각각
+5.0%, +6.3% YoY 전망

2018년 홈쇼핑 3사의 취급고액과 영업이익은 각각 5.0%, 6.3% YoY 증가하겠다. 전년도 성장률인 9.5%, 6.9% YoY 대비로는 둔화된 모습이나 양호한 실적 개선세는 이어가겠다. 전체 취급고의 53%(2016년 기준 63.2%, 2017년 예상 기준 52.8%) 비중을 차지하는 TV채널 취급고액은 2018년 3.2% YoY 증가를 전망한다. 전년도 성장률 8.6% 대비로는 절반 수준에 불과한 수준이다. 2016년 하반기 이후 진행된 티커머스 채널 확대와 고 단가 상품(렌터카, 여행, 인테리어 등) 판매 비중 확대에 대한 기저 효과 때문이다. 전년대비 실적 개선세 감안 시 홈쇼핑 업체에 대한 모멘텀은 크지 않다. 다만 앞서 언급한 현금성 자산에 대한 재평가와 성장률 둔화에도 한자리 중반 수준의 양호한 실적 흐름을 감안해 업종 내 관심 종목으로 제시한다.

주요 홈쇼핑 업체 분기 영업 실적 테이블 (채널 별 취급고액은 주요 채널 만 기재: 카탈로그, 기타 채널 미 표기)

(십억원, % YoY, %)		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
현대 홈쇼핑	취급고	878.9	839.0	851.1	929.0	908.2	889.6	893.1	989.1	964.8	942.4	948.2	1,045.9	3,184.4	3,498.0	3,680.0	3,901.4
	TV	495.9	488.0	479.5	514.4	502.2	496.7	490.2	520.9	520.2	511.2	504.7	539.5	1,814.7	1,977.8	2,010.0	2,075.6
	모바일	172.7	153.3	194.5	224.1	209.7	213.5	235.5	284.5	254.1	253.1	277.2	324.8	655.2	744.6	943.2	1,109.2
	인터넷	188.2	174.0	153.4	168.3	174.8	156.7	145.1	161.5	170.1	155.7	143.9	159.4	593.0	683.9	638.1	629.1
	영업이익	41.3	33.8	23.4	33.8	47.2	35.9	25.1	37.7	43.5	38.9	30.8	39.6	110.7	132.3	145.8	152.9
	당기순이익	38.9	27.4	21.2	18.8	43.6	30.6	25.7	40.4	40.1	33.7	29.9	41.7	97.4	106.3	140.2	145.3
	취급고증감률	11.6	8.2	10.8	8.8	3.3	6.0	4.9	6.5	6.2	5.9	6.2	5.7	10.3	9.8	5.2	6.0
	TV	5.5	7.5	10.1	13.0	1.3	1.8	2.2	1.3	3.6	2.9	3.0	3.6	2.7	9.0	1.6	3.3
	모바일	33.4	6.9	20.1	1.8	21.4	39.3	21.1	27.0	21.2	18.5	17.7	14.2	124.3	13.6	26.7	17.6
	인터넷	20.5	17.2	7.7	15.3	(7.1)	(9.9)	(5.4)	(4.0)	(2.7)	(0.7)	(0.8)	(1.3)	(13.2)	15.3	(6.7)	(1.4)
	영업이익증감률	44.4	29.8	(3.3)	5.9	14.2	6.2	7.2	11.5	(7.7)	8.4	23.1	5.2	(23.7)	19.5	10.2	4.9
	순이익증감률	22.0	46.5	(6.1)	(22.2)	12.0	11.8	21.1	114.3	(8.1)	10.1	16.4	3.3	(34.2)	9.2	31.9	3.6
	영업이익률	4.7	4.0	2.7	3.6	5.2	4.0	2.8	3.8	4.5	4.1	3.3	3.8	3.5	3.8	4.0	3.9
	당기순이익률	4.4	3.3	2.5	2.0	4.8	3.4	2.9	4.1	4.2	3.6	3.2	4.0	3.1	3.0	3.8	3.7
GS 홈쇼핑	취급고	910.4	892.0	875.1	992.0	1,001.9	986.6	925.6	1,046.9	1,026.3	995.8	970.1	1,100.7	3,511.9	3,669.5	3,961.0	4,092.9
	TV	464.5	446.3	438.6	478.7	499.6	478.7	454.4	493.4	504.7	483.4	462.4	504.2	1,826.0	1,828.1	1,926.1	1,954.7
	모바일	104.2	99.7	88.9	98.8	96.0	92.1	84.7	96.0	98.1	93.8	85.2	97.5	473.5	391.6	368.9	374.6
	인터넷	305.4	312.3	317.7	379.7	358.0	377.9	356.7	422.4	391.7	388.4	392.4	463.6	1,055.3	1,315.1	1,515.0	1,636.1
	영업이익	32.1	27.3	24.1	45.1	44.0	31.2	26.0	39.2	36.3	31.9	33.6	45.6	112.5	128.6	140.4	147.4
	당기순이익	27.7	22.5	20.7	32.6	26.4	14.0	23.9	32.7	31.0	28.6	29.8	38.1	80.8	103.5	97.0	127.6
	취급고증감률	2.1	2.4	10.9	3.4	10.0	10.6	5.8	5.5	2.4	0.9	4.8	5.1	2.7	4.5	7.9	3.3
	TV	1.7	(4.1)	5.0	(1.6)	7.5	7.3	3.6	3.1	1.0	1.0	1.8	2.2	(3.8)	0.1	5.4	1.5
	모바일	(24.1)	(13.6)	(11.8)	(17.8)	(7.8)	(7.6)	(4.7)	(2.8)	2.2	1.8	0.6	1.6	(25.9)	(17.3)	(5.8)	1.6
	인터넷	20.0	22.5	35.1	22.2	17.2	21.0	12.3	11.2	9.4	2.8	10.0	9.8	784.6	24.6	15.2	8.0
	영업이익증감률	8.7	7.7	32.1	14.7	37.1	14.4	7.7	(13.2)	(17.5)	2.0	29.3	16.4	(20.4)	14.4	9.1	5.0
	순이익증감률	6.2	(9.6)	28.7	137.7	(4.5)	(38.0)	15.4	0.3	17.2	105.1	24.9	16.5	(32.7)	28.1	(6.3)	31.5
	영업이익률	3.5	3.1	2.8	4.5	4.4	3.2	2.8	3.7	3.5	3.2	3.5	4.1	3.2	3.5	3.5	3.6
	당기순이익률	3.0	2.5	2.4	3.3	2.6	1.4	2.6	3.1	3.0	2.9	3.1	3.5	2.3	2.8	2.4	3.1
CJ 오쇼핑	취급고	737.5	759.6	772.8	891.1	904.1	918.2	881.6	963.8	950.0	979.4	928.3	1,017.5	3,055.6	3,161.0	3,667.6	3,875.2
	TV	391.8	413.1	419.2	467.6	499.2	519.0	498.1	516.1	519.5	544.2	523.8	542.5	1,695.8	1,691.7	2,032.5	2,129.9
	모바일	198.7	204.0	203.5	249.8	233.1	227.8	224.7	276.3	255.0	264.7	241.7	302.6	745.0	856.0	961.9	1,064.0
	인터넷	115.0	111.4	118.7	140.1	141.4	137.3	128.5	141.9	145.7	138.2	132.5	143.0	482.6	485.2	549.1	559.4
	영업이익	36.2	32.5	27.0	49.2	38.6	46.6	29.1	56.1	46.6	42.5	37.9	56.9	114.1	145.0	170.5	184.0
	당기순이익	30.0	20.4	6.9	(41.1)	30.9	32.5	20.1	42.1	34.4	31.7	27.4	42.1	60.3	16.1	125.6	135.6
	취급고증감률	(4.5)	(3.2)	7.8	14.1	22.6	20.9	14.1	8.2	5.1	6.7	5.3	5.6	(3.8)	3.4	16.0	5.7
	TV	(12.3)	(4.2)	4.7	12.1	27.4	25.6	18.8	10.4	4.1	4.9	5.1	5.1	(7.3)	(0.2)	20.1	4.8
	모바일	21.0	5.9	16.4	17.0	17.3	11.7	10.4	10.6	9.4	16.2	7.6	9.5	16.4	14.9	12.4	10.6
	인터넷	(10.5)	(12.6)	10.5	17.4	23.0	23.2	8.2	1.3	3.0	0.7	3.1	0.8	(15.4)	0.5	13.2	1.9
	영업이익증감률	0.3	68.7	28.2	30.7	6.6	43.5	7.8	14.0	20.9	(8.8)	30.1	1.5	(19.7)	27.0	17.6	7.9
	순이익증감률	25.1	54.7	(51.8)	적전	3.0	59.7	193.8	흑전	11.3	(2.4)	36.1	(0.1)	(40.6)	(73.3)	681.2	7.9
	영업이익률	4.9	4.3	3.5	5.5	4.3	5.1	3.3	5.8	4.9	4.3	4.1	5.6	3.7	4.6	4.6	4.7
	당기순이익률	4.1	2.7	0.9	(4.6)	3.4	3.5	2.3	4.4	3.6	3.2	3.0	4.1	2.0	0.5	3.4	3.5

자료: 각 사, 신한금융투자 추정 / 주: 상기 이익률은 취급고 대비

대형마트: 규제 불확실성 해소는 필요, 연결 대상 법인 실적 개선 가능성 ↑

최선호주 이마트 제시

- 1) 양호한 마트 실적 흐름
- 2) 연결 법인의 손실 축소

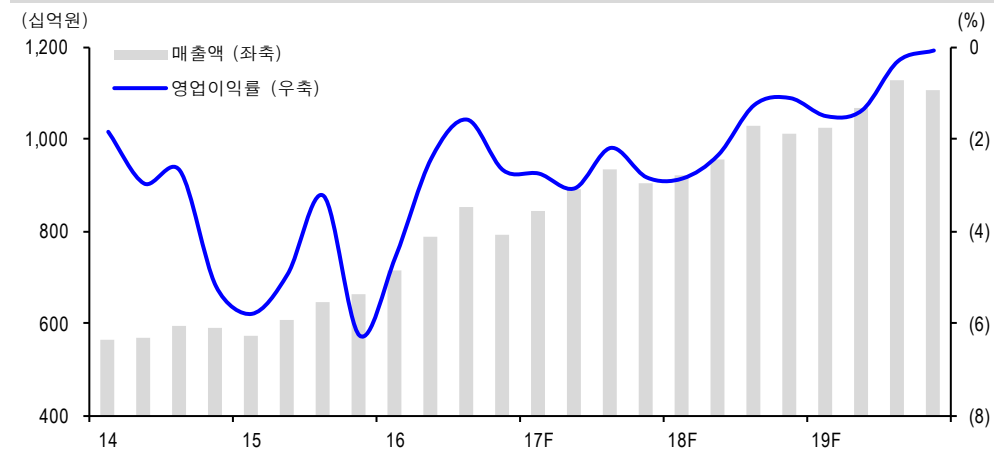
상장 대형마트 업체인 이마트를 2018년 업종 최선호주로 제시한다. 마트 부문의 양호한 실적 흐름과 연결 법인의 영업 손실 축소가 추천 사유이다. 연결 대상 법인 가운데 중국 부문과 면세 사업 부문은 철수 및 영업 종료(사업 양도)가 계획/진행 중이다. 예정대로 철수 및 영업 종료가 진행될 경우 연간 300억원 이상의 영업 적자 축소가 가능해진다. 2017년 예상 영업이익이 5,586억원 기준 6%가량의 이익 개선이 가능해 손익 개선에 대한 긍정적 전망을 제시한다.

2018년 별도 매출액은 6.3% YoY 성장을 전망한다. 대형마트 부문 매출액은 2.4% YoY 성장을 예상한다. 예상 물가 상승률 2.0% YoY 감안 시 실질 성장률은 미미하겠다. 다만 창고형 할인 매장이 트레이더스와 온라인 부문의 고성장세는 지속되겠다. 2018년 트레이더스와 온라인 부문 매출액은 각각 20.4%, 21.6% YoY 증가를 전망한다. 매출액은 1조 8,359억원 1조 2,869억원으로 별도 매출액 대비 14.0%, 9.8% 비중을 차지하겠다.

영업 일수 규제 확대는 리스크 요인

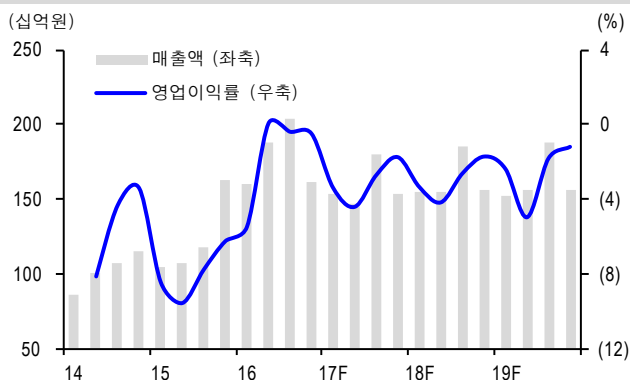
다만 계속되는 유통업 관련 규제 불확실성은 최선호주 제시에 대한 불안 요소이다. 현재 논의 중인 규제는 대형 쇼핑몰 영업 일수 규제(신설, 주 2회 규제)와 대형마트 영업 규제 일수 확대(주 2회 → 주 4회)이다. 각종 규제 우려 가운데 대형 쇼핑몰 영업 일수 규제의 경우 영향은 다소 제한적으로 판단된다. 쇼핑몰 사업을 영위 중인 신세계 프라퍼티의 연간 매출액(2017년 기준)은 700억원 수준으로 추산된다. 연결 매출액 대비 비중은 0.4%에 불과하다. 대형마트 영업 일수 규제 확대 시 동사에 대한 전망은 불투명해진다. 과거 영업 일수 2회 규제 시 기존점은 시행 후 2년간 평균 4% 수준의 역성장을 나타냈다. 다만 실효성에 대한 가능성을 감안해 최선호주 제시 사유에서 대형마트 일수 규제 확대 가능성은 배제했다.

이마트 연결 대상 법인 영업 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

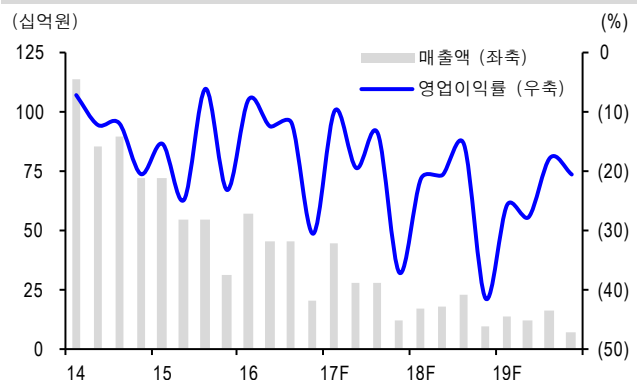
이마트 조선포털(면세점) 영업 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 매각 예정인 면세 부문의 경우 시점 미정으로 영업 지속 가정

이마트 중국 영업 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 중국 마트 부문의 경우 청산 예정이나 시점 미정으로 영업 지속 가정

2018년 매출액과 영업이익은
각각 +7.1%, +14.9% YoY 전망

2018년 연간 매출액과 영업이익은 각각 전년대비 7.1%, 14.9% 증가한 17조 688억원, 6,417억원으로 전망한다. 이익 개선의 핵심인 트레이더스, 온라인 부문 이익은 각각 701억원 -166억원으로 합간 기준 전년대비 180억원 개선을 전망한다. 트레이더스 부문의 영업이익률은 3.8%로 전년대비 0.2%p 개선을 예상한다. 영업 종료가 예정된 중국 마트 부문에 대해서는 148억원 영업 적자를 반영했다. 종료 시점 확정 시 적자 수준만큼의 손익 개선이 가능하다.

이마트 분기 영업 실적 테이블

(십억원, %)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17F	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2015	2016	2017F	2018F
총매출액 (별도)	3,361.0	3,139.7	3,698.7	3,364.8	3,546.3	3,412.5	3,783.2	3,621.9	3,608.3	3,598.0	4,012.9	3,867.5	12,833.7	13,564.2	14,363.9	15,086.7
매출액	3,630.0	3,453.5	4,034.0	3,660.5	3,898.8	3,806.8	4,205.7	4,029.3	4,084.3	4,081.4	4,524.5	4,378.5	13,640.0	14,777.9	15,940.5	17,068.8
별도	2,914.5	2,666.1	3,181.3	2,869.4	3,056.2	2,913.9	3,271.1	3,123.5	3,160.1	3,125.0	3,494.3	3,363.8	11,148.9	11,631.2	12,364.8	13,143.1
할인점	2,405.9	2,153.3	2,589.7	2,251.8	2,407.4	2,257.1	2,536.2	2,366.0	2,406.9	2,342.8	2,605.4	2,441.8	9,343.5	9,400.6	9,566.6	9,797.0
트레이더스	270.0	267.7	327.4	330.5	351.9	356.2	409.2	408.1	399.2	434.4	499.3	503.1	953.4	1,195.7	1,525.3	1,835.9
온라인	194.8	200.2	212.1	231.5	243.8	251.2	271.6	292.0	299.2	296.1	332.9	358.8	662.5	838.6	1,058.6	1,286.9
기타	43.8	44.9	52.1	55.6	53.1	49.4	54.1	57.6	54.9	51.7	56.7	60.1	189.5	196.4	214.2	223.3
연결자회사	715.5	787.4	852.6	791.1	842.6	892.9	934.6	905.7	924.3	956.4	1,030.2	1,014.7	2,491.1	3,146.6	3,575.8	3,925.7
* 중국	57.4	45.1	45.5	19.9	44.2	27.7	27.9	11.8	16.9	17.9	22.6	9.6	212.2	167.9	111.6	67.0
* 베트남	10.3	9.9	10.3	11.4	13.8	12.0	12.3	12.5	13.8	12.6	14.5	14.8	1.1	41.9	50.6	55.7
영업이익	156.0	47.0	214.6	129.3	160.1	55.4	200.6	142.5	173.8	72.8	232.2	163.0	503.8	546.9	558.6	641.7
별도	188.6	66.1	228.0	150.5	183.3	82.8	221.1	168.1	200.2	95.2	245.2	174.3	629.4	633.2	655.3	714.8
할인점	193.2	67.9	223.5	146.7	175.2	72.6	210.9	158.4	190.4	81.9	226.8	158.8	631.8	631.3	617.1	657.9
트레이더스	7.3	6.9	12.1	9.0	12.0	13.7	16.5	12.7	14.1	16.7	21.5	17.8	18.5	35.3	54.9	70.1
온라인	(12.5)	(9.4)	(8.6)	(6.0)	(3.8)	(4.1)	(7.3)	(3.8)	(5.1)	(4.1)	(4.3)	(3.1)	(23.5)	(36.5)	(19.1)	(16.6)
기타	0.6	0.7	1.0	0.8	(0.1)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8	1.2	0.8	2.6	3.1	2.5	3.6
연결자회사	(32.6)	(19.1)	(13.5)	(21.2)	(23.2)	(27.4)	(20.5)	(25.7)	(26.4)	(22.4)	(13.0)	(11.3)	(125.6)	(86.4)	(96.7)	(73.1)
* 중국	(4.5)	(5.6)	(5.4)	(6.1)	(4.3)	(5.4)	(3.8)	(4.4)	(3.6)	(3.7)	(3.5)	(4.0)	(35.1)	(21.6)	(17.9)	(14.8)
* 베트남	(1.6)	(1.5)	(1.0)	(1.1)	(1.3)	(0.9)	(1.1)	(0.9)	(1.4)	(1.3)	(1.1)	(0.8)	(4.4)	(5.2)	(4.2)	(4.6)
당기순이익	120.0	12.2	149.7	99.7	131.5	25.6	141.7	94.7	137.9	40.1	153.2	114.5	455.9	381.6	393.5	445.7
[증감률]																
총매출액 (별도)	4.7	3.7	6.1	8.2	5.5	8.7	2.3	7.6	1.7	5.4	6.1	6.8	3.5	5.7	5.9	5.0
매출액	6.8	6.8	9.5	10.1	7.4	10.2	4.3	10.1	4.8	7.2	7.6	8.7	3.7	8.3	7.9	7.1
별도	3.1	1.5	4.8	7.8	4.9	9.3	2.8	8.9	3.4	7.2	6.8	7.7	2.9	4.3	6.3	6.3
할인점	(0.5)	(1.7)	2.2	2.4	0.1	4.8	(2.1)	5.1	(0.0)	3.8	2.7	3.2	(0.0)	0.6	1.8	2.4
트레이더스	27.3	20.7	17.0	38.0	30.3	33.0	25.0	23.5	13.4	22.0	22.0	23.3	27.1	25.4	27.6	20.4
온라인	30.6	20.0	23.6	32.4	25.2	25.5	28.1	26.1	22.7	17.9	22.6	22.9	27.3	26.6	26.2	21.6
기타	(4.8)	(1.2)	4.4	15.3	21.3	10.2	3.8	3.5	3.2	4.5	4.8	4.4	(15.2)	3.6	9.1	4.2
연결자회사	24.8	29.8	31.5	19.3	17.8	13.4	9.6	14.5	9.7	7.1	10.2	12.0	7.6	26.3	13.6	9.8
* 중국	(20.5)	(16.8)	(17.0)	(35.8)	(23.0)	(38.6)	(38.7)	(40.7)	(61.8)	(35.4)	(19.0)	(18.6)	(41.3)	(20.9)	(33.5)	(40.0)
* 베트남	-	-	-	936.4	34.0	21.2	19.4	9.6	0.0	5.0	17.9	18.4	-	3,709.1	20.8	10.1
영업이익	(3.0)	(28.5)	10.9	54.3	2.7	18.0	(6.5)	10.2	8.5	31.3	15.8	14.4	(13.6)	8.6	2.1	14.9
별도	(2.8)	(30.9)	6.4	20.1	(2.8)	25.4	(3.1)	11.7	9.2	14.9	10.9	3.7	(4.2)	0.6	3.5	9.1
할인점	(1.0)	(30.3)	5.4	15.4	(9.3)	6.9	(5.6)	8.0	8.7	12.8	7.5	0.2	(8.0)	(0.1)	(2.2)	6.6
트레이더스	92.1	86.5	57.1	172.7	64.4	97.8	36.3	41.5	17.1	22.2	30.5	39.9	62.3	90.8	55.4	27.7
온라인	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
기타	30.4	24.9	17.8	8.1	적전	12.5	(7.0)	6.7	흑전	2.4	21.7	0.1	(7.7)	18.9	(21.2)	44.7
연결자회사	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
* 중국	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
* 베트남	-	-	-	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-	적지	적지	적지
당기순이익	(1.3)	(95.6)	41.0	(315.0)	9.6	109.9	(5.4)	(5.0)	4.8	56.9	8.2	20.9	56.2	(16.3)	3.1	13.3
[수익률]																
영업이익률	4.3	1.4	5.3	3.5	4.1	1.5	4.8	3.5	4.3	1.8	5.1	3.7	3.7	3.7	3.5	3.8
순이익률	3.3	0.4	3.7	2.7	3.4	0.7	3.4	2.4	3.4	1.0	3.4	2.6	3.3	2.6	2.5	2.6

자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

주: 중국 및 면세 부문 실적은 미 제거, 향후 영업 중단 및 매각 확정 시 반영 예정

IV. 중장기 전망: 전략 변화에 대한 방향성 점검

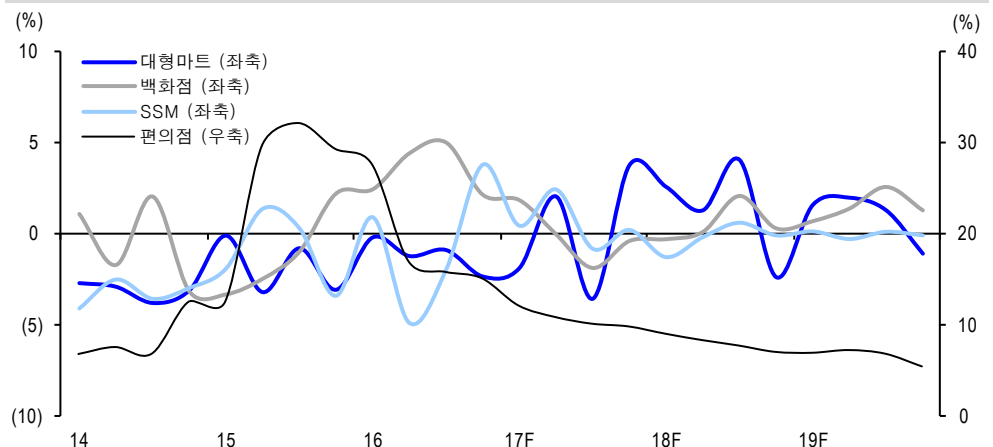
- ▶ 저성장 시대 진입, 향후 2년간 주요 오프라인 업태 예상 기준점 성장률은 1.1%
- ▶ 오프라인 업체들의 전략 변화, '고객이 찾아오는 집객에서 찾아가는 집객으로'

민간소비지출 성장률 전망치:
18년 +2.5%, 19년 +2.2%

향후 2년간 오프라인 업태(백화점, 대형마트)의 기준점 성장률은 1.1% 수준에 그치겠다. 예상 물가 상승률 2% 수준에도 미치지 못하는 성장이다. 2010년~2011년 평균 성장률 6.7% 대비 20% 수준에 불과한 성장이다. 2012년 이후 현재까지 약 5개년간의 평균 성장률 -1.0% 감안 시 저성장 시대 진입을 가정한 전망이 필요해 보인다.

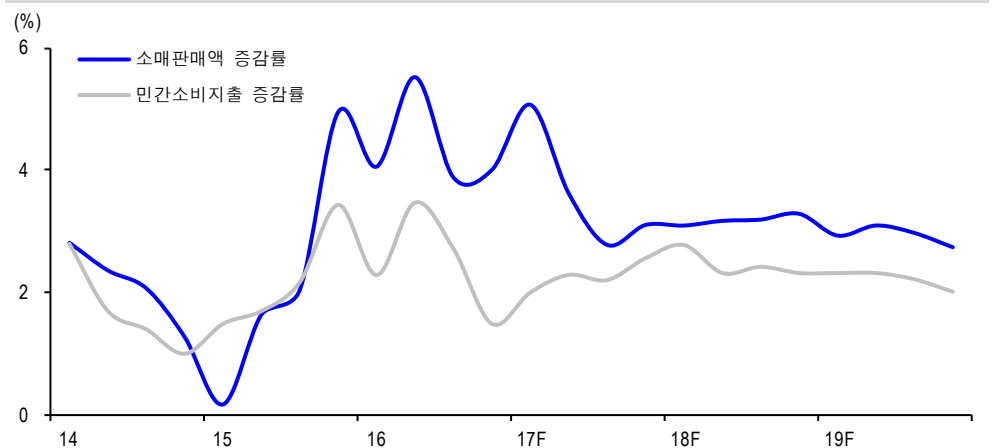
2019년까지 민간소비지출 증감률은 2.3%에 그치겠다. 2016년 증감률 2.5% 대비 낮은 수준이다. 2017년 정권 교체 이후 발표된 추경 예산 집행 등으로 2018년 민간소비지출 증감률은 전년 대비 0.2%p 개선된 2.5%로 전망되나 2019년 증감률은 2.2% 수준에 그치겠다. 민간소비지출 성장이 정체됨에 따라 소매판매액 증가율 역시 하향 안정화 흐름을 나타내겠다. 2019년까지 소매판매액은 평균 3.0% 증가를 예상한다.

주요 유통 업체 기준점 성장률 추이 및 전망



자료: 산업통상자원부, 신한금융투자 추정

소매 판매액, 민간소비지출 증감률 추이 및 전망



자료: 한국은행, 통계청, 신한금융투자 추정

Phase 1. 2010년~2013년 고객이 찾아오는 집객

2010년 글로벌 금융 위기와 2012년 시행된 유통업 관련 규제 이후 유통 업체들은 성장을 위한 자구책을 꾸준히 마련해왔다. 2008년 신세계가 여주 프리미엄 아울렛을 시작한 이래 교외형 프리미엄 아울렛은 2010년대 초까지 백화점 업태의 구매 건수 상승을 주도했다. 2011년 이후 백화점 업태의 구매 단가는 2015년까지 연평균 0.3% 증가에 그쳤으나 구매 건수는 1.3% 증가했다. 프리미엄 아울렛 초기 단계인 2008년부터 활성화되었던 2013년까지로만 시계열을 좁힐 경우 백화점 업태의 구매 건수는 연평균 3.1% 증가했었다.

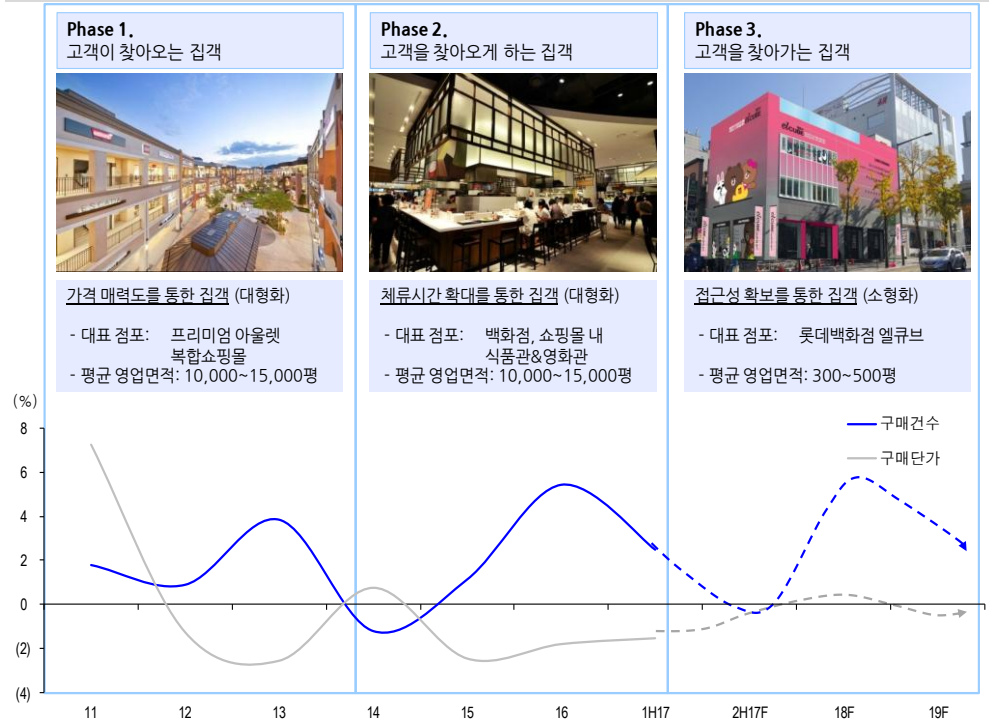
Phase 2. 2014년~2016년 고객을 찾아오게 하는 집객

하지만 프리미엄 아울렛 업태 역시 2015년경 이후 기존점 성장률이 0% 수준에 수렴하고 있다. 이에 유통 업체들은 기존 고객의 집객을 극대화할 수 있는 각종 엔터테인먼트 시설을 확충 중이다. 현대백화점 판교점의 식품관과 이마트가 오픈한 스타필드 하남점과 고양점의 고객 유희 시설 등이 대표적인 예이다. 기존 프리미엄 아울렛 형태의 유통 변화가 가격 인하에 중심을 둔 집객 성장이었다면 2010년 중반 이후 진행된 고객 유희 시설의 확충은 체류 시간 확대를 중심으로 한 집객 성장이다.

Phase 3. 2017년~ 고객을 찾아가는 집객

그러나 계속되는 쇼핑물 형태의 유통 플랫폼 확대 등으로 향후 단순 체류 시간 확대를 통한 집객에도 성장 한계는 나타날 전망이다. 물론 온라인, 모바일 등 이미 향후 먹거리 확보를 위한 다양한 변화로의 시도는 진행 중이다. 특히 특정 제품군에 대한 전문점화(이마트 노브랜드 전문점, 일렉트로마트 등과 롯데쇼핑의 소형 백화점 타입인 엘큐브 등)는 향후 방향성 있어 중요한 축으로 작용할 전망이다. 기존 유통 플랫폼 변화가 고객이 찾아오는 부분에 방점을 찍었다면 온라인/모바일, 매장의 소형화 등은 고객을 찾아가는 부분에 방점을 찍고 있기 때문이다. 편의성, 접근성 등을 중심으로 한 업종 내 변화에 대한 관심이 필요한 시점이다.

유통 업종 단계별 성장 전망



자료: 산업통상자원부, 신한금융투자 추정

V. 이슈: 유통업 관련 규제와 해외 부문 철수

- 계속되는 규제 불확실성, 실효성에 대한 의구심은 여전
- 최악의 경우 향후 1~2년간 대형마트 기존점 역성장 불가피
- 해외 부문 철수, 단기 실적 부진은 불가피하나 중장기적 영업 손익 개선에 대한 긍정적 전망

2012년 강제/자율 휴무 시행 이후 대형마트 기존점 성장률 2년간 평균 4.2% 역성장

지난해 하반기 이후 유통업 관련 규제는 지속적으로 확대 언급됐다. 백화점 및 면세점의 휴무일 신설, 대형마트의 기존 월 2회 휴업 일수에 대한 확대 조정(월 4회), 복합 쇼핑몰 영업 일수 규제 등이다.

논의 중인 여러 규제 가운데 가장 영향력이 클 것으로 추산되는 규제는 대형마트 휴업 일수 확대이다. 지난 2012년 월 2회 강제/자율 휴무 시행 이후 대형마트 업태의 기존점 성장률은 시행 이후 2년간 평균 4.2% 역성장했다. 강제 휴무가 안정화 단계로 접어들 2014년 이후로도 역성장은 계속되어 2014년~2015년 대형마트 업태의 기존점 성장률은 평균 2.5% 역성장했다.

대형마트 규제에 대한 실효성 논의와 실질적 소비 개선에의 영향 등 논쟁 여지는 존재한다. 전통 시장 살리기라는 맥락에서 시행된 대형마트 규제 이후로도 재래시장의 성장세는 부진했기 때문이다. 대형마트 규제가 시행된 이후 2년간(2012년~2013년) 재래시장의 매출액은 연평균 1.6% 감소했다.

2012년 당시 이마트 주가는 28.0% 하락

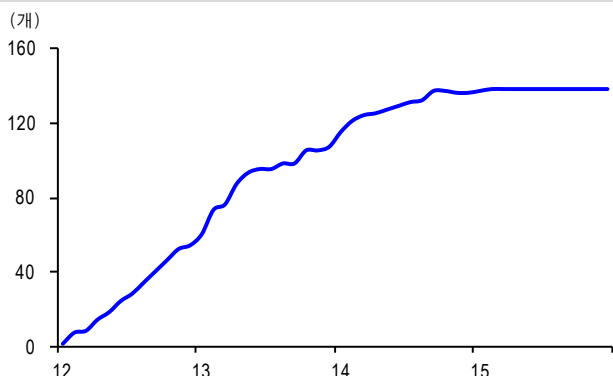
정치적 이슈에 따른 규제 관련 사항에 대한 판단은 쉽지 않다. 단순 수치상 접근이 아니기 때문이다. 다만 대형마트 추가 영업일수 규제가 시행된다면 향후 1~2년간 대형마트 업황 부진은 심화될 전망이다. 과거 2012년 대형마트 규제 이후 상장 마트 업체인 이마트의 주가는 약 1년 반 가량 동안 28.0% 하락했다.

2016년 이후 유통업 관련 규제 발의 정리

발의 시기	주요 내용
2016년 5월	대규모점포 개점 시 등록제를 허가제로 전환
2016년 7월	개설 등록 전 관할 및 인접 지자체와 협의
2016년 10월	대형마트 의무휴업일을 월 2회에서 월 4회로 확대
2016년 10월	설날과 추석 당일을 의무 휴업일로 지정
2016년 11월	백화점과 면세점 농협하나로마트 등으로 의무휴업 확대
2017년 2월	복합쇼핑몰도 대형마트처럼 강제휴무, 편의점 심야영업 금지

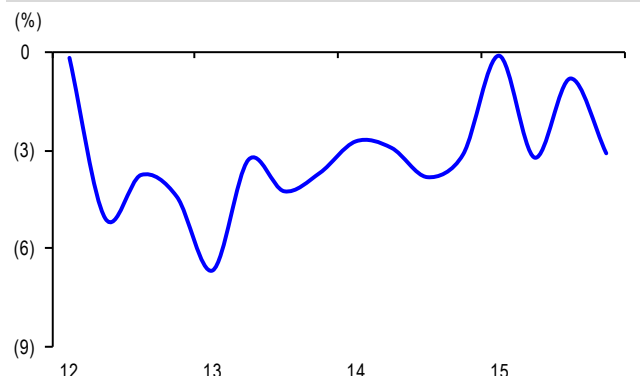
자료: 언론 자료, 신한금융투자

유통 상생법 시행 이후 이마트 강제 휴무 점포 추이



자료: 회사 자료, 신한금융투자

유통 상생법 시행 이후 대형마트 기존점 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 신한금융투자

이마트와 롯데쇼핑의 중국 마트 철수 및 영업 종료 계획 중. 손익에는 긍정적

업종 내 또 다른 이슈는 부진 해외 사업 부문에 대한 철수 논의이다. 이마트와 롯데쇼핑의 중국 마트 부문의 경우 각각 지난 2분기 실적 컨퍼런스콜과 지난 9월 언론에 의해 철수, 영업 종료 가 언급되었다. 이마트의 경우 잔여 6개 매장 가운데 자가 1개 매장을 제외한 5개 매장에 대한 연내 매각, 롯데쇼핑의 경우 전체 99개 매장에 대한 일괄 또는 부분 매각을 계획 중이다. 매각 주체 간 협의 등 매각/영업 종료에 대한 시점은 불확실하다. 그러나 매각/영업 종료 시 부진 사업 정리라는 측면에서 손익 개선에 대한 긍정적 전망을 제시한다.

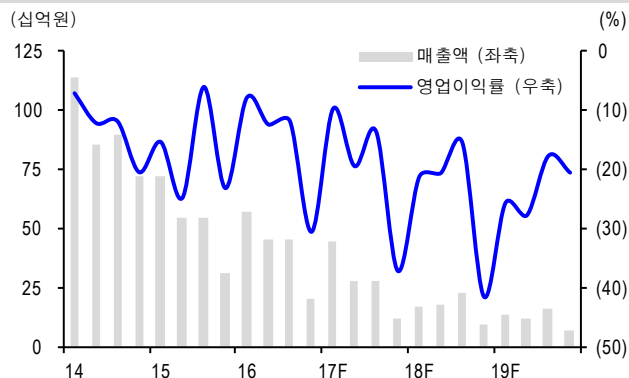
현재 추정 영업 실적에 반영된 이마트의 중국 마트 부문 매출액과 영업이익은 2018년 예상 실적 기준 670억원, 148억원이다. 완전 철수 시 매출액 기준으로는 0.4% 감소가 불가피하나 영업 손익에서는 2.3% 개선이 예상된다.

롯데쇼핑 중국 마트 매각 시 연간 영업이익 약 10% 개선 전망

롯데쇼핑의 경우 2017년과 2018년 영업 실적에 반영된 해외 마트 부문의 매출액은 각각 1조 7,651억원, 1조 6,373억원이다. 2016년의 해외 마트 부문 매출액은 2조 5,064억원이었다. 2017년 4월경 이후 순차적 영업 정지가 반영되었다는 점을 감안할 때 중국 마트 부문 관련 매출액은 1조원 이상 감소한 것으로 추정된다.

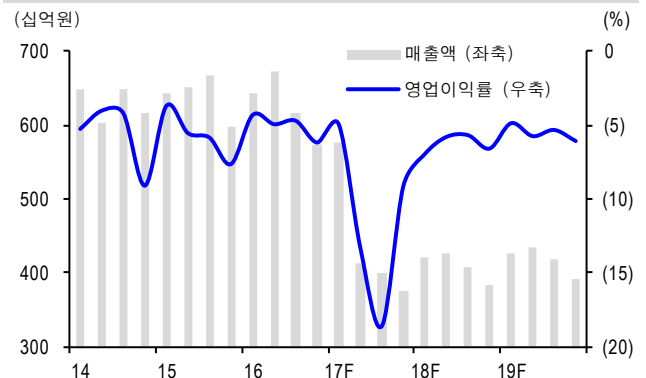
2018년 중국 마트 부문 매각 시 매출액 감소 영향은 크지 않다. 전체 99개 매장 가운데 지난 2분기 기말 기준 영업 중단 매장은 총 87개(영업 정지 74개, 임시 휴업 13개)이다. 전체 점포 가운데 88%가营业을 하지 못하고 있는 상황에서 매각에 따른 매출액 감소 효과는 미미해 보인다. 그러나 영업 손익 단에서의 개선 효과는 충분하다. 2017년 중국 마트 부문의 영업 손실은 1,900억원 수준에 달할 전망이다. 전년대비 600억원 이상 적자 확대가 예상된다. 현 상황 유지 시 2018년에도 1,000억원 이상의 영업 손실이 불가피해 매각 시 영업 이익 개선 효과는 충분하다. 완전 철수 시 연간 영업 이익은 10%가량 개선이 예상된다.

이마트 중국 법인 영업 실적 추이 및 전망



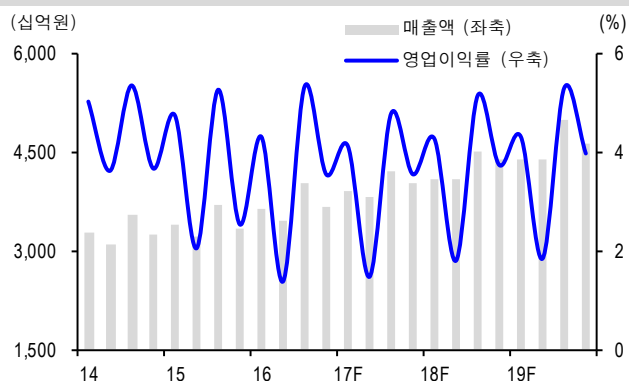
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

롯데쇼핑 해외 마트 부문 영업 실적 추이 및 전망



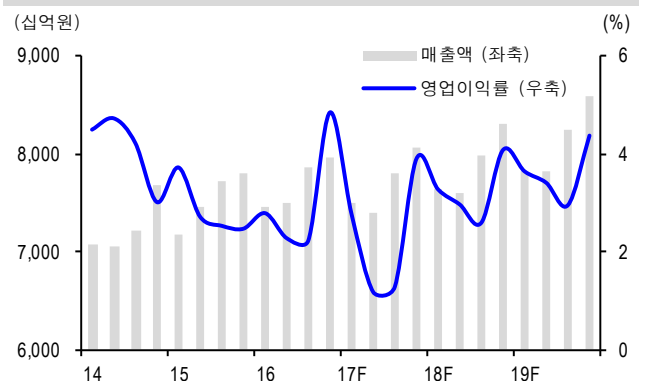
자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

이마트 연결 영업 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

롯데쇼핑 연결 영업 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한금융투자 추정

Company analysis

이마트

현대홈쇼핑

이마트 (139480)

매수 (유지)

현재주가 (10월 24일) **222,500 원**

목표주가 **280,000 원 (유지)**

상승여력 **25.8%**

박희진 (02) 3772-1562 hpark@shinhan.com
김규리 (02) 3772-1549 kimkyuri@shinhan.com

KOSPI	2,490.49p
KOSDAQ	687.21p
시가총액	6,202.4 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	27.9 백만주
유동주식수	20.0 백만주 (71.9%)
52 주 최고가/최저가	254,000 원/159,000 원
일평균 거래량 (60 일)	92,033 주
일평균 거래액 (60 일)	20,668 백만원
외국인 지분율	50.35%
주요주주	이명희 외 3 인 28.06%
	국민연금 9.38%
절대수익률	3 개월 -8.4%
	6 개월 -5.3%
	12 개월 32.8%
KOSPI 대비	3 개월 -9.9%
상대수익률	6 개월 -17.4%
	12 개월 9.2%

주가차트



외부 불확실성 vs. 안정적 실적 흐름

2018년 매출액과 영업이익은 전년대비 7.1%, 14.9% 증가 전망

2018년 연결 매출액은 전년대비 7.1% 증가한 17조 688억원으로 추산된다. 대형마트 부문 매출액과 영업이익은 각각 2.4%, 6.6% 증가하겠다. 최근 계속된 규제 관련 불확실성에의 우려만 없다면 실적 안정성에 대한 긍정적 전망이 가능하다. 지난 10월 면세 사업 부문 분할이 결정되었다. 지난 2분기 이후 언급된 면세 부문에의 분할, 매각 작업이 진행 중인 것으로 판단된다. 매각이 진행 중인 중국 부문과 더불어 2개 사업 부문 완전 영업 종료 및 청산 시 연간 영업이익에서 약 6% 개선이 가능하다. 2017년 연간 면세 부문과 중국 부문 영업적자는 326억원으로 연간 영업이익 5,589억원 대비 비중은 5.8%이다.

규제 우려 vs. 실적 개선 가능성에의 기대감

지난 6월 고점 이후 주가는 11.9% 하락했다. 반등한 소비심리지수와는 별개로 소비 부진이 계속되었고 명절 시점 차이로 인한 3분기 실적 우려, 그리고 최저임금 인상과 대형마트 규제 등 규제 관련 불확실성이 반영되었기 때문이다. 규제 관련 이슈의 경우 정치적 해석 필요로 영향에 대한 평가는 불가하다. 다만 회자되는 월 4회 규제 시행 시 투자 모멘텀은 향후 1~2년간 부재하겠다. 기존점 역성장도 불가피하기 때문이다. 과거 월 2회 규제 시행 시 이마트 기준점은 3년간 평균 3.2%가량 역성장했다.

그러나 앞서 언급한 실적 흐름을 근거로 동사에 대한 긍정적 전망은 유지한다. 대형마트 규제에 대한 실효성은 불확실하다. 월 4회 규제 시행 가능성은 낮게 본다. 규제 우려 해소 시 부각될 1) 마트 부문 실적 안정성, 2) 부진 부문 정리에 따른 손익 개선, 3) 2018년에도 유효한 신사업 군 성장성 때문이다. 트레어더스와 온라인 매출액은 2018년 평균 21% 증가를 전망한다. 합산 영업이익은 전년대비 49.3% 증가한 534억원으로 전망한다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 280,000원 유지

투자의견 '매수'와 목표주가 28만원을 유지하고 업종 최선호주로 제시한다. 규제 불확실성 해소가 전제조건이나 1) 마트 부문의 실적 안정성과 2) 부진 부문 손익 개선, 3) 고성장 사업군의 계속되는 성장성이 투자 포인트이다. 12개월 선행 실적을 반영한 목표주가 적용 밸류에이션은 과거 4개년 평균 대비 10% 할증했다. 신사업 성장성 등을 감안했다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	13,640.0	503.8	693.8	454.7	16,312	56.8	250,613	11.6	10.1	0.8	6.5	54.0
2016	14,777.9	546.9	481.9	376.2	13,497	(17.3)	276,088	13.6	9.1	0.7	5.1	43.8
2017F	15,940.6	558.6	532.8	387.2	13,890	2.9	285,464	15.3	9.9	0.7	4.9	43.7
2018F	17,068.8	641.7	606.3	442.7	15,883	14.3	299,847	13.4	9.2	0.7	5.4	42.2
2019F	18,410.7	716.0	684.8	504.9	18,114	14.0	316,461	11.8	8.4	0.7	5.9	38.5

자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	14,493.8	15,428.2	16,232.2	17,012.9	17,719.7
유동자산	1,464.4	1,740.9	1,833.9	1,978.0	2,228.7
현금및현금성자산	63.4	65.8	(10.0)	(25.7)	109.7
매출채권	216.5	300.2	330.4	359.1	379.7
재고자산	886.1	979.5	1,078.2	1,171.7	1,239.1
비유동자산	13,029.4	13,687.3	14,398.4	15,035.0	15,491.0
유형자산	9,805.4	9,709.2	10,040.5	10,479.4	10,807.3
무형자산	383.2	398.6	370.0	327.6	282.6
투자자산	2,391.7	2,516.3	2,769.8	3,009.9	3,183.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	7,254.4	7,304.0	7,749.5	8,126.4	8,362.2
유동부채	3,934.5	4,001.4	4,300.8	4,950.0	5,479.7
단기차입금	451.9	451.4	429.9	679.9	929.9
매입채무	820.8	892.6	982.5	1,067.6	1,129.1
유동성장기부채	1,006.8	938.2	995.9	1,145.9	1,245.9
비유동부채	3,319.9	3,302.6	3,448.7	3,176.4	2,882.5
사채	2,361.4	2,163.2	2,121.6	1,771.6	1,421.6
장기차입금(장기금융부채 포함)	284.1	324.6	430.1	430.1	430.1
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	7,239.4	8,124.2	8,482.8	8,886.6	9,357.5
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
기타자본	(39.7)	338.9	338.9	338.9	338.9
기타포괄이익누계액	996.2	1,022.9	1,040.3	1,040.3	1,040.3
이익잉여금	1,653.2	1,957.9	2,201.9	2,602.9	3,066.0
지배주주지분	6,986.1	7,696.2	7,957.6	8,358.5	8,821.6
비지배주주지분	253.3	428.0	525.2	528.1	535.9
*총차입금	4,114.5	3,877.4	3,977.6	4,027.6	4,027.6
*순차입금(순현금)	3,909.2	3,558.9	3,709.5	3,751.1	3,598.3

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	733.9	743.6	1,599.1	1,120.5	1,137.8
당기순이익	455.9	381.6	393.5	445.6	512.7
유형자산상각비	409.2	431.9	441.3	450.0	459.1
무형자산상각비	24.6	24.6	24.9	22.5	19.6
외화환산손실(이익)	34.4	34.5	(37.3)	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.0	0.0	16.3	11.2	8.5
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	(9.2)	(18.5)	(24.3)	0.0	0.0
운전자본변동	(129.2)	(205.2)	689.5	191.2	137.9
(법인세납부)	(125.3)	(164.8)	(165.2)	(160.7)	(172.1)
기타	73.5	259.5	260.4	160.7	172.1
투자활동으로인한현금흐름	(1,003.9)	(924.1)	(1,285.4)	(1,133.2)	(952.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(1,006.4)	(600.2)	(808.7)	(917.0)	(810.0)
유형자산의감소	22.0	39.4	5.1	28.0	23.0
무형자산의증가(감소)	(11.9)	(16.9)	3.6	20.0	25.4
투자자산의감소(증가)	9.2	(7.2)	(206.4)	(240.1)	(173.1)
기타	(16.8)	(339.2)	(279.0)	(24.1)	(17.4)
FCF	102.5	272.7	189.6	140.5	286.5
재무활동으로인한현금흐름	279.1	184.6	(371.9)	8.2	(41.8)
차입금의증가(감소)	215.7	(307.9)	(396.1)	50.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(44.4)	(52.0)	(50.9)	(41.8)	(41.8)
기타	107.8	544.5	75.1	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(16.3)	(11.2)	(8.6)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	(6.3)	(1.7)	(1.3)	0.0	0.0
현금의증가(감소)	2.9	2.4	(75.8)	(15.7)	135.3
기초현금	60.5	63.4	65.8	(10.0)	(25.7)
기말현금	63.4	65.8	(10.0)	(25.7)	109.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	13,640.0	14,777.9	15,940.6	17,068.8	18,410.7
증가율 (%)	3.7	8.3	7.9	7.1	7.9
매출원가	9,843.8	10,623.9	11,448.1	12,265.8	13,256.9
매출총이익	3,796.2	4,154.0	4,492.4	4,803.0	5,153.8
매출총이익률 (%)	27.8	28.1	28.2	28.1	28.0
판매관리비	3,292.4	3,607.1	3,933.8	4,161.3	4,437.8
영업이익	503.8	546.9	558.6	641.7	716.0
증가율 (%)	(13.6)	8.6	2.1	14.9	11.6
영업이익률 (%)	3.7	3.7	3.5	3.8	3.9
영업외손익	190.0	(65.0)	(25.8)	(35.5)	(31.1)
금융손익	244.6	(68.0)	(57.7)	(55.0)	(83.1)
기타영업외손익	(61.6)	(15.5)	(16.9)	(32.3)	(0.6)
중속 및 관계기업관련손익	6.9	18.5	48.8	51.7	52.6
세전계속사업이익	693.8	481.9	532.8	606.3	684.8
법인세비용	237.9	100.2	139.3	160.7	172.1
계속사업이익	455.9	381.6	393.5	445.6	512.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	455.9	381.6	393.5	445.6	512.7
증가율 (%)	56.2	(16.3)	3.1	13.2	15.1
순이익률 (%)	3.3	2.6	2.5	2.6	2.8
(지배주주)당기순이익	454.7	376.2	387.2	442.7	504.9
(비지배주주)당기순이익	1.2	5.4	6.3	2.8	7.8
총포괄이익	124.2	386.8	378.1	445.6	512.7
(지배주주)총포괄이익	124.0	382.5	371.8	439.7	506.0
(비지배주주)총포괄이익	0.2	4.3	6.3	5.9	6.8
EBITDA	937.6	1,003.3	1,024.8	1,114.2	1,194.6
증가율 (%)	(5.9)	7.0	2.1	8.7	7.2
EBITDA 이익률 (%)	6.9	6.8	6.4	6.5	6.5

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	16,354	13,691	14,115	15,985	18,394
EPS (지배순이익, 원)	16,312	13,497	13,890	15,883	18,114
BPS (자본총계, 원)	259,700	291,441	304,306	318,791	335,685
BPS (지배지분, 원)	250,613	276,088	285,464	299,847	316,461
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
PER (당기순이익, 배)	11.6	13.4	15.1	13.3	11.6
PER (지배순이익, 배)	11.6	13.6	15.3	13.4	11.8
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
PBR (지배지분, 배)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (배)	10.1	9.1	9.9	9.2	8.4
배당성향 (%)	9.2	11.1	10.8	9.4	8.3
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	6.9	6.8	6.4	6.5	6.5
영업이익률 (%)	3.7	3.7	3.5	3.8	3.9
순이익률 (%)	3.3	2.6	2.5	2.6	2.8
ROA (%)	3.2	2.6	2.5	2.7	3.0
ROE (지배순이익, %)	6.5	5.1	4.9	5.4	5.9
ROIC (%)	1.7	4.9	5.0	5.5	5.9
안정성					
부채비율 (%)	100.2	89.9	91.4	91.4	89.4
순차입금비율 (%)	54.0	43.8	43.7	42.2	38.5
현금비율 (%)	1.6	1.6	(0.2)	(0.5)	2.0
이자보상배율 (배)	4.0	4.8	5.1	5.9	6.5
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(13.2)	(12.4)	(12.8)	(12.5)	(12.6)
재고자산회수기간 (일)	22.6	23.0	23.6	24.1	23.9
매출채권회수기간 (일)	5.5	6.4	7.2	7.4	7.3

자료: 회사 자료, 신한금융투자

현대홈쇼핑 (057050)

매수 (유지)

현재주가 (10월 24일) **121,000 원**
 목표주가 **174,000 원 (유지)**
 상승여력 **43.8%**

박희진 김규리
 (02) 3772-1562 (02) 3772-1549
 hpark@shinhan.com kimkyuri@shinhan.com

KOSPI	2,490.49p
KOSDAQ	687.21p
시가총액	1,452.0 십억원
액면가	5,000 원
발행주식수	12.0 백만주
유동주식수	6.8 백만주(56.5%)
52 주 최고가/최저가	147,500 원/105,500 원
일평균 거래량 (60 일)	24,803 주
일평균 거래액 (60 일)	3,279 백만원
외국인 지분율	23.66%
주요주주	현대백화점 외 4 인 40.85%
	국민연금 12.40%
절대수익률	3개월 -9.0%
	6개월 -0.4%
	12개월 2.5%
KOSPI 대비	3개월 -10.4%
상대수익률	6개월 -13.1%
	12개월 -15.7%

주가차트



자산 가치와 안정적 실적 모멘텀은 유효

2018년 취급고액과 영업이익은 각각 전년대비 6.0%, 4.9% 증가 예상

2018년 취급고액과 영업이익은 각각 전년대비 6.0%, 10.2% 증가한 3조 9,014억원과 1,458억원으로 전망한다. 주요 채널별 취급고액은 TV 채널 2조 756억원으로, 모바일 채널 1조 1,092억원으로 각각 전년대비 3.3%, 17.6% 증가를 예상한다. 인터넷과 카탈로그 채널 취급고액은 6,291억원과 392억원으로 전년대비 1.4% 감소, 0.2% 증가하겠다.

2017년 이익 증감률은 10.2%로 추산된다. 4.9% 증가가 예상되는 2018년 이익 개선 모멘텀은 소폭 둔화되겠다. 그러나 한자리 중반 수준의 취급고, 이익 증가 모멘텀은 유효해 안정적 실적 흐름을 전망한다. 최근 계속해서 협상 중인 송출 수수료 인상을 하락까지 실현될 경우 이익 개선에 대한 전망은 긍정적이다.

보유 현금성 자산, 시가총액의 55.9%

안정적 실적 흐름과 더불어 동사의 핵심 매력은 8천억원을 상회하는 현금성 자산이다. 2017년 예상 실적 기준 기말 동사의 보유 현금성 자산은 8,046억원으로 추정된다. 현재 시점 기준 시가 총액의 55.9% 수준이 현금성 자산 가치이다. 물론 급격한 주주환원 정책에 의한 변화는 없겠다. 공식 발표는 아니지만 동사는 2020년경까지 시가 배당률 2% 수준을 계획 중이다. 2016년 시가 배당률(1.3%) 고려 시 향후 배당 수익률은 연평균 0.2~0.3%p 가량 개선을 전망한다. 보유 자산 대비 낮은 주주 환원 정책은 아쉬우나 자산 가치에 대한 평가 절하 우려는 없다.

투자의견 '매수', 목표주가 174,000원 유지

2018년 유통 업종 내 핵심 화두이자 이슈는 규제이다. 가능성은 낮으나 대형마트 월 4회 규제 등 규제 확대 시 업종 전반에 대한 투자 모멘텀은 약화될 전망이다. 실적 가시성 하락까지 고려한다면 보유 자산 가치에 대한 투자 모멘텀이 대안이다. 시가 총액 대비 평균 41.3% 비중의 현금성 자산을 보유 중인 홈쇼핑 업체 내 가장 높은 현금 비중과 안정적 실적 흐름이 예상되는 동사를 업종 내 관심 종목으로 제시한다. 투자의견과 목표주가는 '매수', 174,000원을 유지한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증가율 (%)	BPS (원)	PER (배)	EVEBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순부채비율 (%)
2015	890.8	110.7	129.4	97.4	8,113	(22.5)	103,457	14.2	5.4	1.1	8.1	(60.0)
2016	961.3	132.3	140.1	103.4	8,615	6.2	109,541	12.9	3.9	1.0	8.1	(59.8)
2017F	1,037.8	145.8	183.6	140.2	11,685	35.6	117,145	10.3	4.1	1.0	10.3	(57.2)
2018F	1,090.6	152.9	193.0	145.3	12,110	3.6	127,404	10.0	3.5	0.9	9.9	(57.7)
2019F	1,134.9	158.4	206.6	154.9	12,907	6.6	138,363	9.3	2.8	0.9	9.7	(59.3)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

부록 : 요약 재무제표

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
자산총계	1,527.7	1,729.8	1,744.5	1,885.0	2,033.9
유동자산	811.0	954.4	883.9	967.6	1,074.0
현금및현금성자산	34.7	4.8	(126.5)	(95.9)	(42.6)
매출채권	27.6	31.9	33.8	35.5	37.3
재고자산	22.5	23.8	28.2	31.1	33.3
비유동자산	716.7	775.4	860.6	917.3	959.9
유형자산	94.8	91.5	89.4	83.6	85.5
무형자산	4.5	4.2	4.2	4.1	4.0
투자자산	617.1	679.2	764.3	826.9	867.6
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	286.2	415.3	338.7	356.1	373.6
유동부채	282.2	413.6	337.0	354.2	371.7
단기차입금	0.0	96.0	0.0	0.0	0.0
매입채무	110.1	110.1	116.8	122.7	128.8
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.9	1.6	1.7	1.8	1.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,241.5	1,314.5	1,405.7	1,528.9	1,660.4
자본금	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
자본잉여금	253.5	253.5	253.5	253.5	253.5
기타자본	(21.1)	(26.7)	(38.6)	(38.6)	(38.6)
기타포괄이익누계액	23.8	17.3	17.8	17.8	17.8
이익잉여금	925.4	1,010.4	1,113.0	1,236.1	1,367.7
지배주주지분	1,241.5	1,314.5	1,405.7	1,528.9	1,660.4
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	0.0	96.0	0.0	0.0	0.0
*순차입금(순현금)	(744.8)	(786.5)	(804.6)	(882.9)	(984.4)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
영업활동으로인한현금흐름	94.8	129.0	114.9	147.6	156.5
당기순이익	97.4	103.4	140.2	145.3	154.9
유형자산상각비	8.8	9.9	9.9	9.4	9.1
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	10.1	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	12.1	15.4	(15.9)	12.1	14.1
(법인세납부)	(35.6)	(29.0)	(41.6)	(47.7)	(51.7)
기타	12.0	19.1	22.2	28.4	30.0
투자활동으로인한현금흐름	(47.1)	(230.7)	(119.2)	(94.5)	(78.3)
유형자산의증가(CAPEX)	(12.4)	(6.8)	(7.5)	(3.6)	(11.0)
유형자산의감소	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	(77.3)	(134.3)	(58.1)	(62.6)	(40.8)
기타	42.6	(89.9)	(53.6)	(28.3)	(26.5)
FCF	97.8	129.8	125.5	132.5	129.3
재무활동으로인한현금흐름	(17.0)	71.8	(125.7)	(19.9)	(22.2)
차입금의증가(감소)	0.0	96.0	(96.0)	0.0	0.0
자기주식의처분(취득)	0.0	5.5	(11.9)	0.0	0.0
배당금	(15.4)	(17.8)	(17.7)	(19.9)	(22.2)
기타	(1.6)	(11.9)	(0.1)	0.0	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	(1.3)	(2.6)	(2.7)
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	30.8	(29.9)	(131.3)	30.6	53.3
기초현금	3.9	34.7	4.8	(126.5)	(95.9)
기말현금	34.7	4.8	(126.5)	(95.9)	(42.6)

자료: 회사 자료, 신한금융투자

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
매출액	890.8	961.3	1,037.8	1,090.6	1,134.9
증가율 (%)	2.6	7.9	8.0	5.1	4.1
매출원가	70.3	87.1	118.5	111.7	114.9
매출총이익	820.5	874.3	919.3	978.9	1,020.0
매출총이익률 (%)	92.1	90.9	88.6	89.8	89.9
판매관리비	709.7	742.0	773.6	826.0	861.6
영업이익	110.7	132.3	145.8	152.9	158.4
증가율 (%)	(23.7)	19.5	10.2	4.9	3.6
영업이익률 (%)	12.4	13.8	14.0	14.0	14.0
영업외손익	18.7	7.8	37.8	40.2	48.2
금융손익	24.2	21.7	23.1	6.2	11.0
기타영업외손익	(5.4)	(13.9)	(0.6)	(0.2)	0.8
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	15.3	34.2	36.4
세전계속사업이익	129.4	140.1	183.6	193.0	206.6
법인세비용	32.1	36.7	43.4	47.7	51.7
계속사업이익	97.4	103.4	140.2	145.3	154.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	97.4	103.4	140.2	145.3	154.9
증가율 (%)	(22.5)	6.2	35.6	3.6	6.6
순이익률 (%)	10.9	10.8	13.5	13.3	13.6
(지배주주)당기순이익	97.4	103.4	140.2	145.3	154.9
(비지배주주)당기순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	93.1	96.3	140.7	145.3	154.9
(지배주주)총포괄이익	93.1	96.3	140.7	145.3	154.9
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	119.6	142.3	155.7	162.3	167.6
증가율 (%)	(22.0)	19.0	9.5	4.2	3.2
EBITDA 이익률 (%)	13.4	14.8	15.0	14.9	14.8

주: 영업이익은 2012년 개정 K-IFRS 기준(매출총이익-판매관리비)

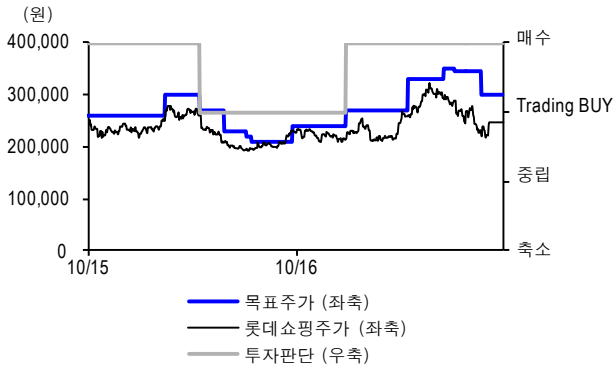
주요 투자지표

12월 결산	2015	2016	2017F	2018F	2019F
EPS (당기순이익, 원)	8,113	8,615	11,685	12,110	12,907
EPS (지배순이익, 원)	8,113	8,615	11,685	12,110	12,907
BPS (자본총계, 원)	103,457	109,541	117,145	127,404	138,363
BPS (지배지분, 원)	103,457	109,541	117,145	127,404	138,363
DPS (원)	1,500	1,500	1,700	1,900	2,000
PER (당기순이익, 배)	14.2	12.9	10.3	10.0	9.3
PER (지배순이익, 배)	14.2	12.9	10.3	10.0	9.3
PBR (자본총계, 배)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
PBR (지배지분, 배)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (배)	5.4	3.9	4.1	3.5	2.8
배당성향 (%)	18.2	17.1	14.2	15.3	15.1
배당수익률 (%)	1.3	1.3	1.4	1.6	1.7
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	13.4	14.8	15.0	14.9	14.8
영업이익률 (%)	12.4	13.8	14.0	14.0	14.0
순이익률 (%)	10.9	10.8	13.5	13.3	13.6
ROA (%)	6.6	6.3	8.1	8.0	7.9
ROE (지배순이익, %)	8.1	8.1	10.3	9.9	9.7
ROIC (%)	(76.5)	(74.8)	(71.6)	(68.4)	(65.2)
안정성					
부채비율 (%)	23.1	31.6	24.1	23.3	22.5
순차입금비율 (%)	(60.0)	(59.8)	(57.2)	(57.7)	(59.3)
현금비율 (%)	12.3	1.2	(37.5)	(27.1)	(11.5)
이자보상배율 (배)	69.1	159.4	818.4	N/A	N/A
활동성					
순운전자본회전율 (회)	(4.4)	(4.2)	(4.2)	(4.2)	(4.2)
재고자산회수기간 (일)	8.4	8.8	9.2	9.9	10.4
매출채권회수기간 (일)	10.8	11.3	11.6	11.6	11.7

자료: 회사 자료, 신한금융투자

투자의견 및 목표주가 추이

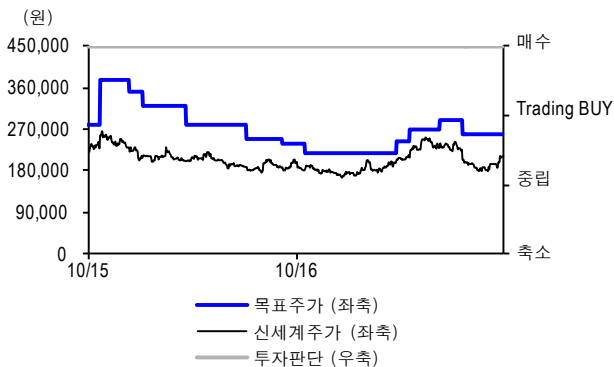
롯데쇼핑 (023530)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 03월 08일	매수	300,000	(11.7)	(7.5)
2016년 05월 08일	Trading BUY	270,000	(16.0)	(11.9)
2016년 06월 20일	Trading BUY	230,000	(13.3)	(8.9)
2016년 07월 29일	Trading BUY	220,000	(10.8)	(10.2)
2016년 08월 07일	Trading BUY	210,000	(1.3)	10.0
2016년 10월 18일	Trading BUY	240,000	(7.4)	(2.7)
2017년 01월 20일	매수	270,000	(15.4)	(0.7)
2017년 05월 09일	매수	330,000	(11.7)	(2.7)
2017년 07월 11일	매수	350,000	(18.2)	(15.9)
2017년 07월 30일	매수	345,000	(26.3)	(19.6)
2017년 09월 15일	매수	300,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

신세계 (0041700)

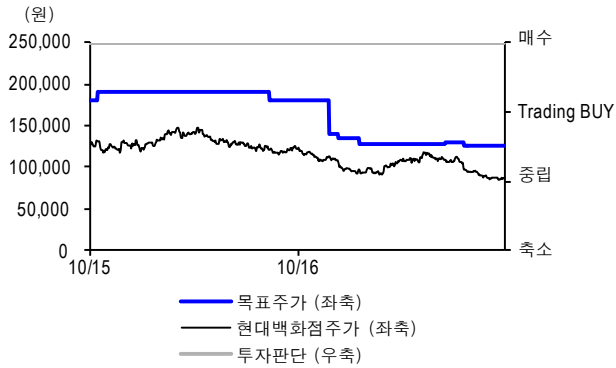


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2015년 11월 15일	매수	375,000	(34.7)	(29.5)
2016년 01월 05일	매수	350,000	(37.8)	(34.1)
2016년 01월 29일	매수	320,000	(34.6)	(28.0)
2016년 04월 14일	매수	280,000	(28.2)	(21.4)
2016년 07월 29일	매수	250,000	(24.3)	(18.0)
2016년 09월 30일	매수	240,000	(20.8)	(14.8)
2016년 11월 09일	매수	220,000	(17.0)	(6.8)
2017년 04월 19일	매수	245,000	(15.0)	(10.0)
2017년 05월 12일	매수	270,000	(12.4)	(6.9)
2017년 07월 04일	매수	290,000	(20.7)	(16.7)
2017년 08월 13일	매수	260,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

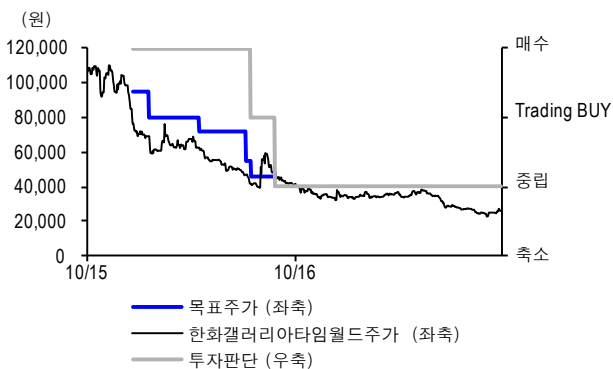
현대백화점 (069960)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2015년 11월 08일	매수	190,000	(30.5)	(22.4)
2016년 05월 09일	6개월경과		(32.0)	(26.3)
2016년 09월 05일	매수	180,000	(34.9)	(30.0)
2016년 12월 19일	매수	140,000	(21.9)	(20.7)
2017년 01월 04일	매수	135,000	(27.6)	(24.1)
2017년 02월 10일	매수	128,000	(17.6)	(7.4)
2017년 07월 11일	매수	130,000	(17.2)	(13.1)
2017년 08월 13일	매수	126,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

한화갤러리아타임월드 (027390)

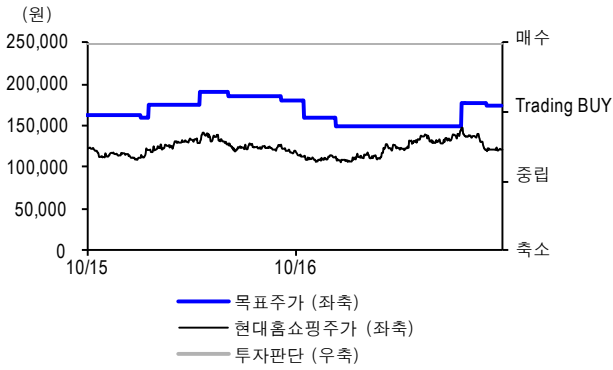


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 01월 13일	매수	95,000	(25.6)	(21.5)
2016년 02월 10일	매수	80,000	(19.5)	(4.8)
2016년 05월 08일	매수	72,000	(25.8)	(13.9)
2016년 07월 29일	매수	55,000	(19.6)	(16.5)
2016년 08월 07일	Trading BUY	46,000	5.1	29.3
2016년 09월 19일	중립	-	-	-
2017년 03월 20일	6개월경과		-	-
2017년 09월 21일	6개월경과		-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

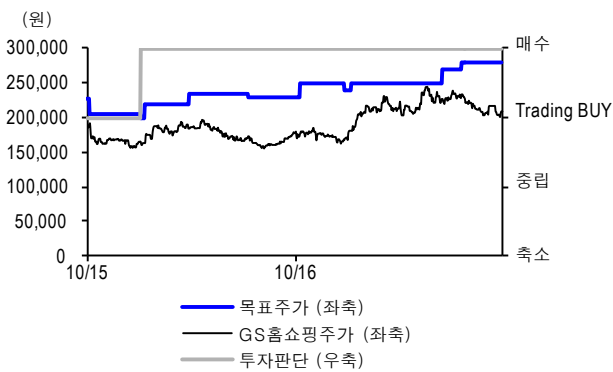
현대홈쇼핑 (057050)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2016년 01월 27일	매수	160,000	(27.6)	(23.4)
2016년 02월 10일	매수	175,000	(27.2)	(23.1)
2016년 05월 10일	매수	190,000	(29.0)	(25.5)
2016년 06월 29일	매수	185,000	(33.1)	(30.5)
2016년 09월 30일	매수	180,000	(35.0)	(31.9)
2016년 11월 09일	매수	160,000	(31.2)	(28.8)
2017년 01월 04일	매수	150,000	(19.5)	(7.0)
2017년 07월 05일	6개월경과		(9.7)	(1.7)
2017년 08월 13일	매수	177,000	(24.6)	(20.9)
2017년 09월 26일	매수	174,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

GS홈쇼핑 (0281500)

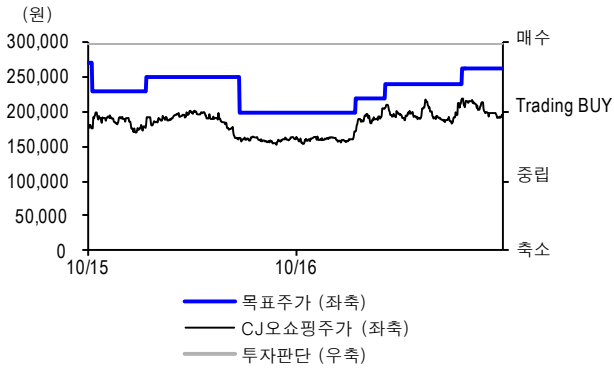


일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2015년 10월 29일	Trading BUY	206,000	(20.0)	(16.0)
2016년 01월 27일	매수	200,000	(18.7)	(18.5)
2016년 02월 03일	매수	220,000	(16.8)	(11.8)
2016년 04월 21일	매수	235,000	(23.9)	(16.2)
2016년 08월 03일	매수	230,000	(28.0)	(21.8)
2016년 11월 02일	매수	250,000	(30.5)	(26.0)
2017년 01월 19일	매수	240,000	(27.0)	(24.6)
2017년 01월 31일	매수	250,000	(13.4)	(1.9)
2017년 07월 10일	매수	270,000	(14.8)	(11.3)
2017년 08월 13일	매수	280,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

투자의견 및 목표주가 추이

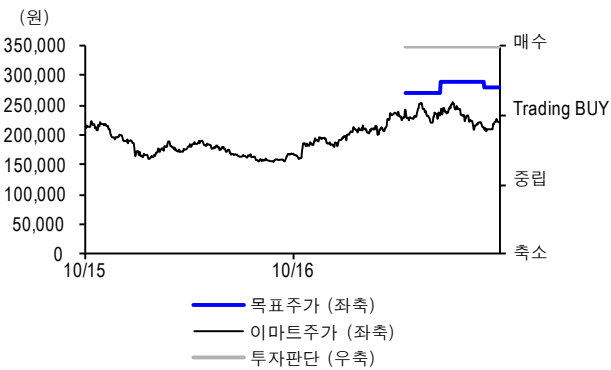
CJ오쇼핑 (035760)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2015년 11월 02일	매수	230,000	(19.4)	(13.7)
2016년 02월 05일	매수	250,000	(24.6)	(19.5)
2016년 07월 18일	매수	200,000	(19.7)	(17.6)
2017년 01월 19일	6개월경과		(18.6)	(13.0)
2017년 02월 07일	매수	220,000	(12.8)	(6.3)
2017년 03월 31일	매수	240,000	(18.3)	(9.1)
2017년 08월 13일	매수	262,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

이마트 (139480)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2017년 05월 10일	매수	270,000	(13.8)	(6.5)
2017년 07월 11일	매수	290,000	(20.6)	(12.4)
2017년 09월 26일	매수	280,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자 : 박희진, 김규리)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 당사는 상기회사(롯데쇼핑, 신세계, 현대백화점, 이마트)를 기초자산으로 한 주식의 유동성 공급회사(LP)임을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다.
- ◆ 따라서 종목의 선택이나 투자에 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	섹터	◆ 매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상	◆ 비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우
		◆ Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%	◆ 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우
		◆ 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%	◆ 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
		◆ 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	

신한금융투자 유니버스 투자등급 비율 (2017년 10월 24일 기준)

매수 (매수)	90.45%	Trading BUY (중립)	6.53%	중립 (중립)	3.02%	축소 (매도)	0%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	----

메모

메모

고객지원센터 : 1588-0365

서울특별시 영등포구 여의대로 70



www.shinhaninvest.com



신한금융투자 영업망

서울지역									
강남	02) 538-0707	구로	02) 857-8600	대치센트레빌	02) 554-2878	보라매	02) 820-2000	여의도	02) 3775-4270
강남중앙	02) 6354-5300	남대문	02) 757-0707	도곡	02) 2057-0707	삼성역	02) 563-3770	연희동	02) 3142-6363
관악	02) 887-0809	노원역	02) 937-0707	마포	02) 718-0900	삼풍	02) 3477-4567	영업부	02) 3772-1200
광교	02) 739-7155	논현	02) 518-2222	명동	02) 752-6655	송파	02) 449-0808	잠실신천역	02) 423-6868
광화문	02) 732-0770	답십리	02) 2217-2114	목동	02) 2653-0844	신당	02) 2254-4090	중부	02) 2270-6500
종로영업소	02) 722-4388	성수동영업소	02) 466-4228	반포	02) 533-1851	압구정	02) 511-0005		
인천·경기지역									
계양	032) 553-2772	수원	031) 246-0606	의정부	031) 848-9100	판교	031) 8016-0266		
분당	031) 712-0109	안산	031) 485-4481	일산	031) 907-3100	평택	031) 657-9010		
산본	031) 392-1141	인천	032) 819-0110	정자동	031) 715-8600	평촌	031) 381-8686		
부산·경남지역									
금정	051) 516-8222	마산	055) 297-2277	서면	051) 818-0100	울산남	052) 257-0777		
동래	051) 505-6400	밀양	055) 355-7707	울산	052) 273-8700	창원	055) 285-5500		
대구·경북지역									
구미	054) 451-0707	대구수성	053) 642-0606	안동	054) 855-0606			제주지역	
대구	053) 423-7700	시지	053) 793-8282	포항	054) 252-0370			서귀포	064) 732-3377
								제주	064) 743-9011
대전·충북지역									
대전	042) 484-9090	유성	042) 823-8577	청주	043) 296-5600			강원지역	
								강릉	033) 642-1777
광주·전라남북지역									
광주	062) 232-0707	광양	061) 791-8020	전주	063) 286-9911				
군산	063) 442-9171	여수	061) 682-5262	수원	062) 956-0707				
PWM Lounge									
경희궁	02) 2196-4655	명동	02) 718-0149	성수동	02) 466-4227	울산	052) 261-6127	종로중앙	02) 712-7106
과천	02) 3679-1410	부산서면	051) 243-3070	신제주	064) 743-0752	의정부	031) 848-0125	평촌	031) 386-0583
광교영업부	02) 777-1559	산본중앙	031) 396-5094	영업부	02) 3783-1025	종로	02) 722-4388	평택	031) 657-0136
마포중앙	02) 718-5029	서여의도	02) 3775-1458	포항남	054) 274-3768	순천연향동	061) 727-6702		
PWM센터									
강남	02) 508-2210	목동	02) 2649-0101	서울FC	02) 778-9600	이촌동	02) 3785-2536	부산	051) 819-9011
강남대로	02) 523-7471	반포	02) 3478-2400	서초	02) 532-6181	인천	032) 464-0707	PVG강남	02) 559-3399
광주	062) 524-8452	방배	02) 537-0885	스타	02) 2052-5511	일산	031) 906-3891	PVG서울	02) 6050-8100
대구	053) 252-3560	분당	031) 717-0280	압구정	02) 541-5566	잠실	02) 2143-0800		
대전	042) 489-7904	분당중앙	031) 718-5015	압구정중앙	02) 547-0202	태평로	02) 317-9100		
도곡	02) 554-6556	서교	02) 335-6600	여의도	02) 782-8331	해운대	051) 701-2200		
해외현지법인/사무소									
뉴욕	(1-212) 397-4000	홍콩	852) 3713-5333	상해	(86-21) 6888-91356	호치민	(84-8) 6299-8000	호치민 사무소	(84-8) 3824-6445
인도네시아	(62-21) 5140-1133								