

2017. 10. 12

Sector Update



남복진
Analyst
oj.nam@samsung.com
02 2020 7766

이다은
Research Associate
daeunee.lee@samsung.com
02 2020 7803

AT A GLANCE

신세계 (004170 KS, 187,000 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 245,000원 (31%)

이마트 (139480 KS, 216,500 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 265,000원 (22.4%)

롯데하이마트 (071840 KS, 70,400 원)

SELL HOLD BUY

목표주가: 90,000원 (27.8%)

유통 (OVERWEIGHT)

3Q17 Preview: 추가하락보다는 반등을 기다리며...

- 3Q Preview: 유통업체 실적은 이미 낮게 형성된 컨센서스 수준 달성 예상. 8월 부동산 대책 발표 후 소비경기 조정국면이나 소비심리(9월 107.7)는 여전히 우려보다 견고한 수준. 3Q 업체별 실적 모멘텀은 가전양판>홈쇼핑 업종이 양호하고, 할인점>편의점>백화점이 상대적으로 약할 전망. 상품군 중 가전판매가 호조라는 점이 가장 큰 특징. 3Q 실적이 양호한 대표적 업체는 롯데하이마트, 컨센을 하회해 부진할 업체는 GS리테일임.
- 유통업종 투자전략: 대부분의 유통업체 주가는 8월 이후 20% 이상 조정받았는데, 실제 실적둔화는 우려보다 크지 않고 Valuation 저평가 매력이 부각되어 저점매수 가능 구간으로 판단됨. 향후 업종 전반의 주가 상승 catalyst는 규제우려 완화와 순환매 유입이 될 수 있음. 대형 유통주 추천주는 신세계(면세점 실적 양호, SOTP저평가), 이마트(4Q 성장률 회복, 중장기 방향성). 중소형주 롯데하이마트의 실적 및 주가 Outperform 지속 예상. 홈쇼핑주는 실적 base가 높아지는 4분기 이후 실적 성장률 둔화, 편의점은 구조적인 SSSg 하락, 최저임금제 우려 상존.

WHAT'S THE STORY

2017년 3분기 실적전망 요약:

- 소비심리는 8월 부동산 대책 발표를 기점으로 조정 국면인데, 현재 부동산 시장이 여전히 호황이고 실물경기가 중장기 회복기조를 유지하고 있어 소비자 심리지수 조정 폭은 우려에 비해 크지 않은 상황임(7월 고점 111.2, 8월 109.9, 9월 107.7). 소비심리에 후행하는 유통업체 실적은 3분기에도 여전히 바닥권.
- 2017년 3분기 유통업체 실적은 대체로 시장 컨센서스 수준을 달성할 전망. 3분기에 소비경기가 조정 양상을 보이면서 투자자들의 3분기 실적 기대감은 이미 낮게 형성된 상태임. 품목별로 가전시장의 호황이 이어지고 있는 점이 가장 특징적임. 3분기 유통업체 실적 모멘텀은 가전양판>홈쇼핑 업종이 상대적으로 양호하고 할인점>편의점>백화점이 약할 전망. 이번 3분기는 전년동기대비 추석시차가 할인점에 불리하게 작용했으나 이는 4분기에 이연될 전망.
- 3분기 실적 모멘텀이 양호한 대표적 업체는 롯데하이마트이며, 실적이 컨센서스를 하회해 부진할 것으로 예상되는 업체는 GS리테일임.

업종 투자전략

- 유통주 대부분의 주가는 8월 이후 고점대비 약 20% 조정 받아 연초 주가 수준임. 주가조정 배경은 3분기 실적둔화 우려, 각종 규제 강화에 대한 우려, IT업종에 대한 관심 집중으로 인한 소외라고 봄. 3분기 실적 Preview에 나타난 바와 같이 실제 유통업체 실적 둔화 폭은 우려보다 크지 않아, 추가하락은 규제에 대한 우려와 업종 소외에 따른 valuation multiple 하락에 기인한 바가 크다고 봄.
- 4분기 유통업체 실적 역시 컨센서스 수준으로 무난할 전망. 업체별로는 가전양판의 상대적 실적호조 지속, 추석시차에 의한 대형주 이마트의 실적성장률 상승, 전년 high base와 10월초 긴 연휴로 인한 홈쇼핑주의 실적 성장률 둔화가 특징적일 전망.
- 유통주는 악재를 선반영한 주가 조정으로 저평가 매력이 부각되고 추가적인 실적둔화 우려가 제한적이어서 저점매수가 가능한 구간이라고 봄. 업종 전반의 주가 상승 catalyst는 규제 우려 완화와 순환매 유입에 의한 valuation re-rating이 될 전망.

- 대형 유통주 투자우선 순위는 신세계(면세점 실적, SOTP 저평가 매력)>이마트(실적 방향성, 국내외 구조조정 효과, 삼성생명 지분가치)> 롯데쇼핑(지배구조도변화 수혜)> 현대백화점.
- 중소형주 중 Top Pick은 롯데하이마트(온라인 고성장, 핸드폰 판매시장 정상화, 백색가전 호조)
- 홈쇼핑주는 실적 base가 높아지는 4분기 이후 실적 성장률 둔화 우려, 편의점은 기존점 매출성장률 구조적 하락과 최저임금제 영향 2018년부터 본격화.

유통기업 Valuation

회사	회사코드	상대수익률 (%)				PER (배)		PBR (배)		EV/EBITDA (배)		목표주가
		1개월	3개월	6개월	12개월	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	
대형주												
신세계	004170	(3.6)	(21.3)	(10.4)	(14.9)	11.6	11.0	0.5	0.5	7.7	7.0	245,000
이마트	139480	(5.5)	(8.5)	(9.7)	19.2	15.2	12.2	0.8	0.7	8.8	7.9	265,000
롯데쇼핑	023530	(7.6)	(19.6)	(1.0)	(1.1)	30.9	26.5	0.4	0.4	12.7	11.8	300,000
현대백화점	069960	(13.0)	(25.2)	(27.8)	(46.7)	6.7	7.4	0.5	0.5	4.4	4.8	105,000
홈쇼핑												
CJ오쇼핑	035760	(10.2)	1.5	(16.4)	1.8	10.8	9.9	0.8	0.7	3.3	2.7	260,000
현대홈쇼핑	057050	(14.3)	(11.4)	(13.3)	(20.1)	9.8	8.9	0.9	0.8	3.3	2.3	160,000
GS홈쇼핑	028150	(4.8)	(11.4)	(22.3)	4.8	12.4	11.3	1.3	1.2	2.8	1.9	235,000
엔에스쇼핑	138250	(9.3)	(11.2)	(20.7)	(24.6)	9.0	8.4	1.2	1.0	(1.0)	(1.3)	20,000
기타 중소형주												
롯데하이마트	071840	(4.6)	(3.9)	16.5	35.3	10.5	9.1	0.8	0.7	6.8	5.6	90,000
BGF리테일	027410	(7.7)	(15.7)	(31.3)	(30.5)	19.6	18.5	4.1	3.5	10.7	9.8	105,000
GS리테일	007070	(14.4)	(31.9)	(43.2)	(45.3)	18.7	15.7	1.3	1.3	6.7	5.9	46,000

자료: 퀀티와이즈, 삼성증권 추정

유통업체 3분기 실적 preview 요약

기업 (십억원)	3Q17E		컨센서스		차이 (%)	
	매출액	영업이익	매출액	영업이익	매출액	영업이익
신세계	1,012.8	56.8	965.4	55.8	4.9	1.7
이마트	4,180.9	206.6	4,272.2	216.2	(2.1)	(4.4)
롯데쇼핑	7,553.6	153.7	7,625.2	132.7	(0.9)	15.9
현대백화점	424.9	77.4	437.1	80.4	(2.8)	(3.8)
롯데하이마트	1,191.5	74.5	1,195.2	75.8	(0.3)	(1.7)
CJ오쇼핑	564.8	48.7	575.0	47.0	(1.8)	3.5
현대홈쇼핑	241.6	20.2	245.8	22.7	(1.7)	(11.2)
GS홈쇼핑	251.3	26.1	259.2	26.2	(3.1)	(0.5)
엔에스쇼핑	114.5	24.7	111.0	19.7	3.1	25.3
BGF리테일	1,525.8	82.4	1,529.9	83.4	(0.3)	(1.2)
GS리테일	2,218.4	75.9	2,239.0	80.0	(0.9)	(5.1)
합계	19,280.2	846.8	19,455.0	839.9	(0.9)	0.8

참고: 회계상 연결 매출액 및 영업이익 기준

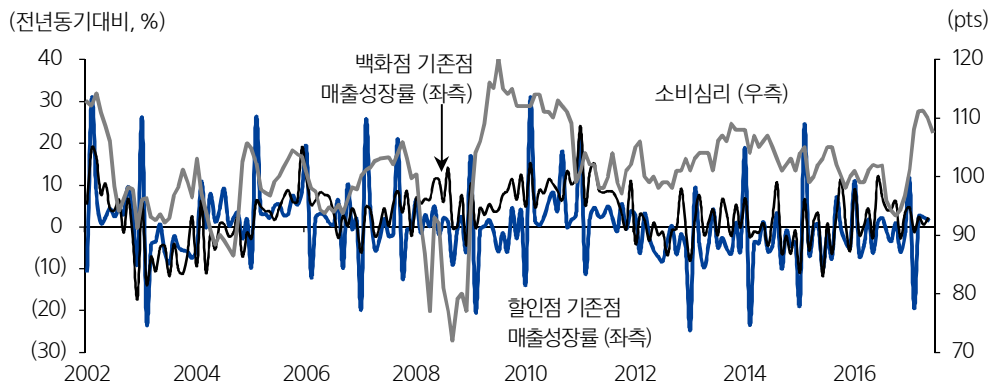
자료: 퀀티와이즈, 삼성증권 추정

1. 3분기 소비동향 점검

2분기에 형성된 반등 분위기를 이어가지 못한 3분기

- 소비심리지수는 2017년 1분기를 바닥으로 7월 111.2까지 상승했고 특히 2분기 들어 크게 개선. 그러나 8월 부동산 관련 대책 발표, 북핵문제 등 지정학적 리스크, 규제강화 등이 부각되며 9월 소비심리지수가 107.7까지 하락해 조정 양상임.
- 그러나 소비심리지수는 우려보다 견고한 것으로 평가됨: 각종 규제정책에도 부동산 시장 강제 지속, 실물경기 회복기조가 유지되고 있는 점이 배경.
- 소비심리에 후행하는 유통업체 실적은 3분기에다 여전히 회복 조짐을 보이고 있지 못함.

소비심리지수와 할인점, 백화점 매출성장률 (월간)



자료: 한국은행, 산업통상자원부, 삼성증권

주요 유통업체별 매출성장률, 소비자심리지수

원수치	매출성장률 (전년동월비, %)						소비자 심리지수 (pt)
	백화점	할인점	편의점	SSM	오프라인	온라인	
2016년							
8월	4.1	(1.3)	16.1	(0.6)	4.6	20.2	102.0
9월	4.1	(3.5)	15.9	(2.7)	3.3	16.2	101.7
10월	6.0	0.9	15.5	4.5	6.3	13.6	101.9
11월	(2.8)	(6.1)	15.3	2.3	0.3	20.2	95.8
12월	3.3	(1.9)	14.5	4.6	3.9	11.0	94.2
2017년							
1월	4.6	11.3	15.5	5.1	9.3	6.0	93.3
2월	(1.3)	(19.5)	9.3	(6.1)	(6.6)	16.3	94.4
3월	2.3	2.5	11.5	2.3	4.4	12.3	96.7
4월	0.5	2.3	11.1	0.9	3.6	15.4	101.2
5월	1.9	1.6	10.5	3.4	2.5	15.2	108.0
6월	1.3	2.3	10.9	3.0	4.2	13.6	111.1
7월	(1.3)	1.7	11.1	2.2	3.2	4.4	111.2
8월	(0.8)	(4.7)	9.1	0.4	0.4	13.1	109.9
9월							107.7

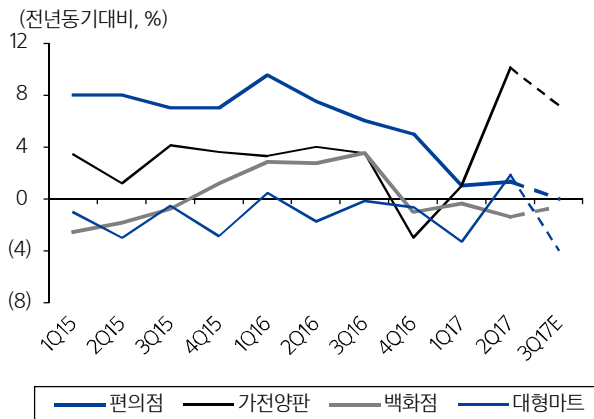
자료: 한국은행, 산업통상자원부, 삼성증권

2. 3분기 유통업태별 실적 전망 요약

3분기 실적 기대감은 이미 낮은 상태, 컨센서스 수준 실적 달성 예상. 가전양판 실적 호조 돋보일 전망

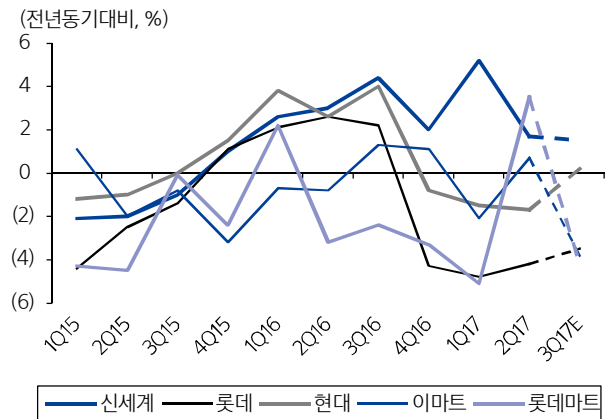
- 3Q17 유통업체 실적은 대부분 컨센서스에 부합할 것으로 예상됨. 소비경기가 3분기 들어 다시 조정국면을 보이면서 투자자들의 실적 기대감은 이미 낮게 형성되어 있음.
- 유통업태 중에는 가전양판>홈쇼핑의 실적이 상대적으로 돋보이고 할인점>편의점>백화점의 실적 개선이 더딜 전망. 품목 중 가전상품이 대표적으로 판매호조를 이어가고 있으며, 추석시차로 백화점은 3분기 yoy 성장률이 유리하고 할인점은 불리하게 작용.
- **가전양판:** 유통업체 판매 상품군 중 대표적으로 가전제품이 강세. 전년의 높은 실적 base에도 불구하고 에어컨 매출이 작년을 갱신하고 TV판매도 수년만에 플러스 성장 전환. 빨래건조기 등 신제품 판매도 급팽창 중이며 전년대비 핸드폰 판매도 정상화 진행 중. 롯데하이마트가 대표적 수혜주.
- **홈쇼핑:** T커머스 매출 가세로 TV부문 매출 플러스 성장 지속하고 모바일 부문이 고성장 지속. SO송출수수료 인상 부담 발생하고 있으나 대부분 전년동기대비 영업이익 플러스 성장기조 유지할 전망. 홈쇼핑업계 내에서는 CJ오쇼핑과 현대홈쇼핑의 영업이익이 상대적으로 양호할 전망이며 엔에스쇼핑도 회복세.
- **할인점:** 할인점 산업의 중장기 업황은 바닥 탈출 중이라고 봄. 3분기는 추석시차로 일시적으로 실적 둔화되겠지만 4분기에 실적 이연효과로 성장성 다시 높아질 전망.
- **편의점:** 담배매출이 역신장하는 등 기존점 매출성장률이 2분기(yoy flat) 대비 더 하락할 전망. 공격적 신규출점 지속하며 10% 초반의 매출성장률 시현 중이나 성장성 둔화 진행 중. 상품믹스 개선을 통한 수익성 확대 노력은 지속 중.
- **백화점:** 소비자들의 백화점 업태에 대한 수요가 구조적으로 감소하고 있는 상황에서 소비경기 부진이 이어지며 업계 기존점 매출성장률은 3분기에도 2분기 수준인 -4%로 회복 시그널은 약함. 주요 점포 시설, 입지가 양호한 신세계의 실적이 상대적으로 선방.

유통업태별 기존점 매출성장률



자료: 각 사, 삼성증권 추정

주요 유통업체별 기존점 매출성장률



자료: 각 사, 삼성증권 추정

3. 개별기업 3분기 Preview와 투자 의견 업데이트

신세계 (BUY/ TP: 245,000원)

3Q17 Preview: 컨센서스 수준 실적 달성, 백화점은 부진하나 면세점 실적은 기대 이상

- 3분기 연결 총액매출은 yoy 19.3% 증가한 1.73조원으로 고성장 예상. 백화점 부문(연결대상 대구점 포함) 매출이 yoy 5.7% 증가한 1.15조원 예상, 3분기 백화점 기존점 매출성장률이 +1%로 2분기 +1.7%에 비해 하락하겠지만 -4% 전후의 타 백화점 대비 여전히 양호한 수준 예상. 대구점을 포함한 오프라인 백화점 전체 총액매출 성장률은 10% 이상, 온라인부문 매출은 3분기에 도 여전히 10%대 고성장 중.
- 중국인 입국자 수 감소에도 불구하고 연결대상인 신세계DF 매출이 3000억원을 상회하고 분기 기준 bep 돌파가 가능할 전망(일 평균 매출 7월 34억원, 8월 45억원, 9월 40억원 중반 추정).
- 3분기 연결 영업이익은 yoy 37.9% 증가한 567억원으로 컨센서스(558억원) 달성 가능할 전망. 기존점 매출성장률 하락으로 백화점 부문의 영업이익은 yoy 역신장이 예상되나 면세점 부문에서 전년동기대비 200억원 이상의 영업이익 개선이 가능할 전망.

현재 저평가 상태를 벗어날 catalyst는 면세점이 될 전망

- 현재 시가총액 1.8조원은 보수적으로 평가한 백화점 가치를 반영한 수준으로 봄. SOTP관점에서 신세계인터내셔널, 삼성생명 지분가치, 면세점 가치 감안할 때 bottom fishing 추천.
- 현재 실적 추이 감안할 때 동사 면세점은 2018년에 매출 1.67조원, 영업이익 283억원 달성 전망. 강남점 개점 시기와 이마트 면세점 영업양수 시기는 실적 변수.
- 2017년 삼성생명의 주가상승에 따른 보유지분가치(약 5천억원) 상승도 긍정적 요인이며 향후 매각 가능성 있다고 봄.
- 투자 의견 BUY를 유지. 동사에 대한 목표주가는 260,000원에서 245,000원으로 하향 조정하는데, 최근 각종 규제 리스크가 부각되어 백화점에 대한 적정 PER을 10.3배로 하향 조정한 점과 신세계인터내셔널 보유지분가치가 하락한 점을 반영했음.
- Risk 요인: 연말 인천점 임대차계약 종료

신세계 재무지표 요약

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
재무지표					
총액매출	5,054	5,837	7,054	7,561	8,012
회계상매출	2,564	3,051	4,039	4,608	4,917
영업이익	262	252	294	311	357
세전이익	583	415	255	265	309
당기순이익	433	323	192	202	237
EBITDA	438	461	517	561	622
EPS(지배주주) (원)	40,843	23,128	16,611	17,380	20,384
Valuation (배)					
P/E	5.6	7.6	11.4	10.9	9.3
P/B	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.5	8.6	7.7	6.9	6.1
EV/EBIT	17.5	15.7	13.5	12.5	10.6
배당수익률 (보통,%)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

자료: 신세계, 삼성증권 추정

신세계에 대한 valuation

1. 백화점 가치	
EPS (원)	13,904
적정 PER (배)	10.4
적정주당가치(원)	143,907
적정시가총액 (십억원)	1,417
2. 면세점 가치	
Normalized sales (십억원)	1,500
Normalized OP (십억원)	50
Normalized NI (십억원)	25
적정가치 (십억원)	500
적정주당가치 (원)	50,786
3. 신세계인테리어	
시가총액 (십억원)	400
지분율 (%)	45.76%
보유지분 시가총액	183
할인율 (%)	30%
보유지분 주당가치 (원)	13,014
4. 삼성생명	
주식수 (천주)	4,381
시가 (십억원)	525.76
할인율 (%)	30%
적정주당가치 (원)	37,382
5. 적정주가 (=1+2+3+4)	245,089

신세계 분기별 실적 (연결 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
총매출액	1,275.0	1,317.0	1,451.9	1,794.0	5,836.9	1,770.6	1,700.0	1,731.9	2,044.0	7,053.7
신세계 백화점	1,010.0	1,046.0	1,088.0	1,287.0	4,430.0	1,133.0	1,110.9	1,150.5	1,369.1	4,763.6
오프라인백화점	819.0	834.0	879.0	1,042.0	3,573.6	890.0	859.0	914.2	1,088.2	3,751.4
신세계몰	191.0	212.0	209.0	244.0	856.4	243.0	252.0	236.4	280.9	1,012.3
신세계인터넷내셔널	248.2	236.0	245.0	292.0	1,021.2	272.0	239.0	255.3	307.0	1,073.3
신세계DF	0.0	20.0	99.0	189.0	308.0	249.2	241.5	306.0	340.0	1,136.7
기타	16.8	15.0	19.9	26.0	77.7	116.4	108.6	20.1	27.9	80.0
회계상매출액	643.0	656.7	771.5	979.0	3,050.7	916.6	876.5	1,012.8	1,177.4	4,038.8
영업이익	62.1	43.0	41.2	105.7	252.0	77.6	41.3	56.8	117.8	294.3
신세계 백화점	47.0	36.8	37.0	77.2	198.0	52.0	36.2	36.5	78.8	204.3
오프라인백화점	50.0	39.3	40.0	76.7	206.0	51.0	37.0	37.5	80.8	206.3
신세계몰	(3.0)	(2.5)	(3.0)	0.5	(8.0)	1.0	0.0	(1.0)	(2.0)	(2.0)
신세계인터넷내셔널	3.5	4.3	1.0	15.0	23.8	4.4	4.0	1.3	21.1	30.8
신세계DF		(15.0)	(20.0)	(15.0)	(50.0)	(1.6)	(4.0)	1.0	1.5	(3.1)
기타	11.6	16.9	23.2	28.6	80.2	22.8	5.1	18.0	16.4	62.3
세전이익	54.5	318.0	17.1	25.5	415.1	47.6	68.1	47.1	91.2	254.8
당기순이익	41.2	240.1	12.9	19.3	313.4	33.8	47.0	35.5	76.0	192.4
이익률 (%)										
영업이익	4.9	3.3	2.8	5.9	4.3	4.4	2.4	3.3	5.8	4.2
세전이익	4.3	24.1	1.2	1.4	7.1	2.7	4.0	2.7	4.5	3.6
순이익	3.2	18.2	0.9	1.1	5.4	1.9	2.8	2.1	3.7	2.7
성장률 (%)										
총매출액	2.6	9.9	23.7	24.7	15.5	38.9	29.1	19.3	13.9	20.8
신세계 백화점	2.6	9.7	17.5	15.8	11.5	12.3	6.2	5.7	6.4	7.5
오프라인백화점	(1.9)	4.4	12.7	11.0	6.6	8.8	3.0	4.0	4.4	5.0
신세계몰	28.2	37.7	43.2	41.9	37.9	27.2	18.9	13.1	15.1	18.2
영업이익	(12.9)	(13.2)	8.1	2.6	(3.9)	25.0	(3.9)	37.9	11.4	16.8
신세계 백화점	2.2	(3.1)	48.0	2.9	7.3	18.2	(1.7)	(1.4)	(1.6)	3.2
오프라인백화점	2.0	(8.6)	53.8	(11.5)	4.9	8.5	(5.9)	(6.3)	1.4	0.2
신세계몰	적지	적지	적지	흑전	(31.6)	흑전	적지	적지	적전	적지
세전이익	(31.6)	(12.9)	(61.6)	(72.9)	(28.8)	(12.6)	(78.6)	175.4	257.6	(38.6)
당기순이익	(31.6)	(12.9)	(61.6)	(72.9)	(28.8)	(17.6)	(83.3)	482.6	흑전	(40.5)

자료: 신세계, 삼성증권 추정

이마트 (BUY/ TP: 265,000원)

3Q17 Preview: 추석시차에 의한 일시적 실적 둔화 예상

- 3분기 개별기준 총액매출은 yoy 3.5% 증가한 3.83조원으로 직전분기 성장률(8.7%) 대비 성장률 하락 예상, 대형마트 SSSg가 2분기 0.7%에서 3분기 -4%로 하락할 전망(7월 +1.5%, 8월 -5.5%, 9월 -8%). 이는 주로 추석시차(전년동기 9월 중순, 올해 10월 초)에 의한 매출이연 효과 때문.
- 트레이더스와 이마트몰의 상대적 매출 고성장(yoy 26.9%, 25.7%), 수익성 개선 추세 지속 예상.
- 연결대상 자회사: 해외마트, 조선포텔(중국인 입국자 수 감소 영향), 편의점(점포확장 지속)의 영업적자 지속 예상. 신세계푸드 실적은 상대적으로 선방 추정.
- 3분기 매출성장률 둔화로 연결 영업이익은 yoy 3.7% 감소한 2,066억원으로 컨센서스(2,162억원)을 소폭 하회 예상.

증장기 방향성 good, 규제강화 가능성이 변수이나..

- 3분기 실적둔화는 일시적으로 4분기는 추석시차가 실적 성장률에 오히려 긍정적으로 작용할 전망. 10월 대형마트 기존점 매출성장률 10% 이상, 4분기 연결 매출성장률, 영업이익 성장률 각각 12.2%, 23.1%로 크게 상승할 전망.
- 증장기 방향성 긍정적: 대형마트 실적 바닥탈출, 트레이더스 고성장 및 수익성 개선, 온라인 고성장 및 적자 폭 축소
- 중국 구조조정 연내 일단락: 4분기에 일시적으로 일회성 처분손실 반영 불가피하나 2018년부터 중국 영업손실 300억~500억원 축소 효과 발생.
- 불확실성 요인 규제: 최근 여당이 발의한 유통산업발전법 개정안에 대형마트는 기존대로 월 2회 휴무 유지, 신규출점 허가제 추진이 빠진 점은 긍정적. 복합쇼핑몰 월 2회 휴무 추진은 포함되었으나 복합쇼핑몰 범위는 여전히 불명확.
- 실적이 개선되는 2018년 기준 PER이 13.8배로 업종평균대비 약 25% 할증이나 동사의 증장기 실적개선 가시성과 업종대표주 프리미엄을 감안하면 현 주가 수준은 매력적 판단.

이마트 재무지표 요약

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
재무지표					
총매출액	15,382	16,852	18,305	19,727	20,877
회계상매출액	13,503	14,791	15,925	17,163	18,163
영업이익	504	547	581	676	728
세전이익	694	482	526	656	707
당기순이익	456	382	402	502	541
EBITDA	938	1,003	1,073	1,189	1,261
지배주주 EPS (원)	16,312	13,552	14,282	17,834	19,201
Valuation (배)					
P/E	11.6	13.5	17.3	13.8	12.8
P/B	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	9.2	8.5	9.6	8.6	5.4
EV/EBIT	17.1	15.6	17.7	15.1	9.4
배당수익률 (보통, %)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6

자료: 이마트, 삼성증권 추정

이마트에 대한 valuation

1. 본업가치		
이마트 본업	추정 EPS	14,676.6
	적정 PER	12.5
	적정 주당가치	183,164.4
트레이더스	추정 EPS	1,256.4
	적정 PER	20.8
	적정 주당가치	26,132.9
이마트몰	향후 3년 연평균 매출	1,020.0
	적정 PSR	0.5
	적정가치	510.0
	적정 주당가치	18,295.0
기타사업	추정 EPS	382.0
	적정 PER	13.5
	적정 주당가치	5,169.0
본업 주당가치 합계 (원)		232,762.0
2. 삼성생명		
	주식수(천주)	11,763.0
	시가(십억원)	1,293.9
	할인률 (%)	0.3
적정주당가치(원)		32,491.0
3. 적정주가 (=1+2)		265,253.0

자료: 이마트, 삼성증권 추정

이마트 분기별 실적 (연결 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
총매출액	4,089.2	3,941.4	4,566.5	4,254.6	16,851.7	4,404.8	4,321.9	4,805.7	4,772.2	18,304.6
국내	3,361.0	3,139.7	3,698.7	3,364.8	13,564.2	3,546.3	3,412.5	3,828.9	3,798.3	14,586.0
대형마트	2,852.4	2,626.9	3,107.1	2,747.2	11,333.6	2,897.5	2,755.6	3,091.6	3,000.6	11,745.2
트레이더스	270.0	267.7	327.4	330.5	1,195.6	351.9	356.0	415.5	438.1	1,561.5
이마트몰	194.8	200.2	212.1	231.5	838.6	243.8	251.0	266.6	297.7	1,059.2
기타	43.8	44.8	52.1	55.6	196.4	53.1	49.9	55.3	61.9	220.2
중국 할인점	67.7	55.0	55.8	31.4	209.9	58.0	39.7	39.7	23.9	161.3
조선호텔, 푸드, 위드미 및 기타	656.6	741.9	807.2	854.2	3,059.9	796.4	864.7	932.1	945.6	3,538.7
회계상매출액	3,630.0	3,453.5	4,034.0	3,673.9	14,791.3	3,898.8	3,806.8	4,180.9	4,151.8	15,925.0
영업이익	156.0	47.0	214.6	129.3	546.9	160.1	55.4	206.6	159.2	581.3
국내	188.6	66.0	228.0	150.5	633.1	184.1	82.8	219.3	208.8	695.0
대형마트	193.2	67.9	223.5	146.7	631.3	175.2	72.6	207.1	196.9	651.9
트레이더스	7.3	6.9	12.1	9.0	35.3	12.0	13.7	14.5	14.4	54.7
이마트몰	(12.5)	(9.4)	(8.6)	(6.0)	(36.5)	(3.8)	(4.1)	(3.2)	(3.7)	(14.8)
기타	0.6	0.6	1.0	0.8	3.0	0.7	0.6	0.8	1.2	3.3
중국 할인점	(6.1)	(7.1)	(6.4)	(7.2)	(26.8)	(5.6)	(6.3)	(5.7)	(29.4)	(47.0)
조선호텔, 푸드, 위드미 및 기타	(26.5)	(11.9)	(7.0)	(14.0)	(59.4)	(18.4)	(21.1)	(7.0)	(20.2)	(66.7)
세전이익	162.8	24.8	199.2	95.1	481.9	173.3	42.2	192.2	117.9	525.7
당기순이익	120.2	12.2	149.7	99.5	381.6	131.5	25.6	144.2	100.9	402.1
성장률 (%)										
총매출액	7.8	8.0	10.0	12.3	9.6	7.7	9.7	5.2	12.2	8.6
국내	4.7	3.7	6.1	8.2	5.7	5.5	8.7	3.5	12.9	7.5
대형마트	1.8	1.4	4.1	4.0	2.9	1.6	4.9	(0.5)	9.2	3.6
트레이더스	27.3	19.5	17.0	34.2	24.2	30.3	33.0	26.9	32.6	30.6
이마트몰	30.6	19.9	23.6	32.4	26.6	25.2	25.4	25.7	28.6	26.3
기타	(4.8)	(1.1)	4.5	15.3	3.7	21.2	11.3	6.1	11.3	12.1
중국 할인점	(3.0)	(28.5)	11.0	54.3	8.6	2.6	17.9	(3.7)	23.1	6.3
조선호텔, 푸드, 위드미 및 기타	(2.8)	(31.0)	6.3	20.1	0.6	(2.4)	25.5	(3.8)	38.7	9.8
대형마트	(1.2)	(29.9)	5.4	14.8	(0.2)	(9.3)	6.9	(7.3)	34.2	3.3
트레이더스	97.3	68.3	57.1	157.1	85.8	64.4	98.6	20.2	60.1	54.8
이마트몰	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
기타	59.2	37.9	12.5	(19.9)	11.1	16.7	0.0	(17.1)	46.7	10.1

자료: 이마트, 삼성증권 추정

롯데쇼핑 (BUY/ TP: 300,000원)

3Q17 Preview: 영업이익 yoy 역신장 지속해 부진하나 역신장 폭은 축소 예상

- 2017년 3분기 연결 총액매출은 yoy 0.8% 감소한 7.8조원으로 컨센서스(7.65조원)수준 예상. 연결 영업이익은 yoy 13% 감소한 1,537억원으로 부진하겠지만 낮게 형성된 컨센서스(1,414억원) 달성이 가능할 전망. 2분기 영업이익 감소 폭(-49%) 대비 역신장 폭 축소하는 점은 긍정적.
- 부문별로는 주력인 국내 백화점 기존점 매출성장률이 상반기(-4%대) 수준으로 부진하나 비용 절감 노력과 2분기 부동산 관련 보유세 반영 부담이 없어져 영업이익 역신장 폭 축소 예상(-45%→-18%). 국내마트 역시 매출은 부진하나(2Q 매출성장률 6.8%→3Q 0.9%) 실적 base가 낮은 전년동기(OP 20억원) 대비 영업이익 증가 예상(3Q 71억원). 사드문제로 중국에서 영업 어려움은 지속되고 있으나 인건비 등 비용축소로 중국마트 영업적자는 2분기 550억원에서 3분기는 500억원 이하로 감소할 전망.
- 기타 사업부 중에서는 전년 2분기 일회성 이익으로 yoy 감소 폭이 컸던 롯데카드 영업이익이 3분기에는 yoy flat 수준으로 회복될 전망이며, 롯데하이마트의 상대적 실적호조가 3분기에도 이어질 전망(매출, 영업이익 6.1%, 12.2% 증가 예상).

실적 모멘텀은 약하겠지만 지배구조재편 효과 기대감은 여전히 유효

- 실적은 2017년 2분기를 바닥으로 점진적 회복세이나 개선 속도는 느릴 전망. 2017년 연결 영업이익은 yoy 21% 감소, 2018년 영업이익은 yoy 11% 증가 추정.
- 분할 재상장 기대감은 유효: 9월28일 매매거래 정지 후 10월30일 거래 재개 예정. 롯데쇼핑 구주의 사업회사 롯데쇼핑과 투자회사 분할비율은 89.3:10.7. 투자회사 지분은 지주회사 주식으로 전환. 분할 재상장 후 사업회사 롯데쇼핑 적정 시가총액은 6조원~7조원, 지주회사 지분가치는 2조원~2.5조원으로 추정. 분할직전 롯데쇼핑 시가총액은 7.76조원으로 분할 후 사업회사+지주회사 시가총액 합은 분할 전 회사대비 5%~20% 추가상승여력 보유 판단
- 중국마트 매각 진행은 긍정적: 매각으로 일회성 처분손실이 발생하더라도 시장의 반응은 긍정적일 것(2016년 롯데마트 중국 매출 1.1조원, 영업적자 1,389억원). 중국마트 철수로 연결 영업이익 약 15% 개선.

롯데쇼핑 재무지표 요약

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
재무지표					
총액매출	30,156	30,794	30,722	31,467	32,262
회계상매출	29,128	29,567	29,505	30,345	31,111
영업이익	854	940	743	828	932
세전이익	(80)	488	497	577	674
당기순이익	(346)	246	282	329	391
EBITDA	1,840	1,930	1,751	1,854	1,975
EPS(지배주주) (원)	(9,765)	6,939	7,979	9,290	11,050
Valuation (배)					
P/E	-	31.9	29.3	25.1	21.1
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	12.1	11.3	12.5	11.6	13.0
EV/EBIT	26.1	23.2	29.5	26.0	27.4
배당수익률 (보통,%)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9

자료: 롯데쇼핑, 삼성증권 추정

롯데쇼핑에 대한 SOTP Valuation

(십억원)	2017E			적정 EBITDA multiple (x)	적정 P/B (x)	적정 지분율 (%)	롯데쇼핑 보유가치
	매출	영업 이익	자본 총계				
롯데백화점	8,313	524	6,817	6.1		3,526	3,526
롯데마트	6,202	25	5,145	6.9	0.2	1,029	1,029
롯데시네마	740	34	-	20.0	0.5	700	700
기타 (슈퍼 등)	2,319	3	2,512	-	0.3	754	754
본업 가치합						6,009	6,009
2. 연결대상							
롯데하이마트	4,236	208	2,014	6.7	0.8	1,600	65.3 1,045
롯데홈쇼핑	956	74	-	7.6		612	53.0 325
연결 자회사가치 합							1,369
할인율 (%)							30
적정가치							958
3. 분할 투자회사 귀속 지분가치							
롯데카드							1,597
코리아세븐							326
롯데역사							166
대흥기획							249
롯데캐피탈							240
롯데리아							216
롯데자산개발							88
기타							693
분할 투자회사 지분가치 합							3,575
할인율 (%)							30
적정가치 (원)							2,503
4. 적정시가총액 (1+2+3)							
주당가치 (원)							300,723

자료: 삼성증권 추정

롯데쇼핑의 분기별 연결 실적

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
총매출액	7,461	7,504	7,871	7,958	30,794	7,492	7,401	7,808	8,021	30,722
백화점	2,166	2,126	1,973	2,557	8,822	2,073	2,008	1,889	2,461	8,431
국내	2,131	2,092	1,941	2,523	8,687	2,041	1,981	1,861	2,430	8,313
해외	35	34	32	34	135	32	27	28	31	117
할인점	2,191	2,070	2,184	2,063	8,508	2,075	1,906	1,925	1,904	7,811
국내	1,537	1,398	1,568	1,489	5,992	1,514	1,493	1,582	1,613	6,202
해외	654	672	616	574	2,516	561	413	343	292	1,609
하이마트	888	954	1,122	977	3,939	897	1,064	1,204	1,072	4,236
슈퍼	577	577	603	574	2,331	566	581	607	579	2,333
금융	435	450	500	403	1,787	561	419	526	435	1,941
기타	1,204	1,328	1,490	1,384	5,407	1,320	1,423	1,657	1,571	5,971
영업이익	208	171	176	386	940	207	87	154	306	743
백화점	145	90	62	318	615	114	40	45	240	440
국내	170	111	80	337	698	135	61	65	262	524
해외	(25)	(21)	(18)	(19)	(83)	(21)	(21)	(20)	(22)	(84)
할인점	2	(63)	(27)	(9)	(97)	(20)	(77)	(43)	(17)	(157)
국내	30	(30)	2	26	28	8	(22)	7	32	25
해외	(28)	(33)	(29)	(35)	(125)	(28)	(55)	(50)	(49)	(182)
하이마트	28	41	66	39	175	36	61	71	39	208
슈퍼	1	(1)	(2)	3	1	2	1	2	1	6
금융	33	62	21	23	138	55	28	22	23	128
기타	(1)	42	56	12	109	20	34	57	19	118
세전이익	130	149	138	71	488	190	56	125	126	497
당기순이익	66	82	78	19	245	111	4	73	94	282
이익률(%)										
영업이익률	2.8	2.3	2.2	4.9	3.1	2.8	1.2	2.0	3.8	2.4
백화점	6.7	4.2	3.1	12.4	7.0	5.5	2.0	2.4	9.8	5.2
할인점	0.1	(3.0)	(1.2)	(0.4)	(1.1)	(1.0)	(4.0)	(2.2)	(0.9)	(2.0)
세전이익률	1.7	2.0	1.8	0.9	1.6	2.5	0.8	1.6	1.6	1.6
순이익률	0.9	1.1	1.0	0.2	0.8	1.5	0.1	0.9	1.2	0.9
성장률(%)										
총매출액	3.9	0.7	2.0	1.9	2.1	0.4	(1.4)	(0.8)	0.8	(0.2)
백화점	3.4	3.5	2.3	(1.1)	1.8	(4.3)	(5.6)	(4.3)	(3.8)	(4.4)
할인점	1.7	(0.5)	(2.4)	0.9	(0.1)	(5.3)	(7.9)	(11.8)	(7.7)	(8.2)
영업이익	(22.1)	(15.3)	(9.9)	104.2	10.2	(0.5)	(49.0)	(12.6)	(20.8)	(21.0)
세전이익	(32.3)	(14.1)	62.2	흑전	흑전	46.2	(62.6)	(9.5)	77.8	1.8
당기순이익	(42.8)	(14.3)	203.1	흑전	흑전	68.2	(95.1)	(5.8)	394.0	15.1

자료: 롯데쇼핑, 삼성증권 추정

현대백화점 (BUY/ TP: 105,000원)

3Q17 Preview: 실적 컨센서스 하회, 영업이익 yoy역신장 지속 예상

- 3분기 연결 총액매출은 yoy 0.5% 증가한 1.27조원(회계상 매출 yoy 0.3% 증가 4,249억원, 기존점 매출성장률 yoy flat 추정)을 기록해 부진할 전망. 월별 기존점 매출성장률은 7월 -1%대, 8월 -2%로 악화, 9월은 추석시차로 플러스 전환 예상되나 10월에 다시 하락 예상.
- 매출부진 이유: 백화점 산업에 대한 수요감소에 8월 부동산 대책, 대내외 불확실성 증가로 소비심리 8월 이후 다시 하락세. 아울러 대구점(신세계 대구점 개점 영향), 천호점(리모델링 공사), 미아점(재개발, 재건축 이주) 등 동사 다수 점포의 개별 영업환경도 경쟁 백화점들 대비 우호적이지 못함.
- 매출부진으로 3분기 연결 영업이익도 yoy 5.6% 감소한 773억원으로 컨센서스(806억원)을 하회해 부진할 전망.

아직은 턱어라운드가 쉽지 않은 상황

- 4분기에도 영업이익 yoy 역신장 지속되겠지만 2017년 연간 연결 영업이익은 1분기 일회성 세금환입(407억원)으로 yoy 3.7% 증가한 3,974억원 예상.
- 2018년 영업이익도 yoy 9.2% 감소한 3,607억원으로 실적 반등이 쉽지 않을 전망. 내년에도 전체 매출성장률이 3.0%(SSSg -1.2% 가정)에 머물 전망인데, 2017년 상반기 가든파이버 개점효과 있으나 2018년은 신규출점이 없음. 전년 일회성 이익, 면세점 적자는 2018년 손익에 부담으로 작용.
- 신규출점계획: 대전 아울렛(2019년), 남양주 아울렛(2019년), 동탄 도심아울렛(2019년), 여의도 쇼핑몰(2020년)
- 면세점 기대감은 아직: 2017년말~2018년 초 영업 개시 예정이었으나 면세점 업계 어려움으로 개점시기 연기 추진 중, 연간 영업손실 규모 50억원~100억원 추정.
- 주가 약세로 12mon. PER, PBR이 7배, 0.5배로 역사적 저점 수준이나 실적 및 주가 반등 Catalyst가 약함. 신규성장동력 발굴, M&A, 주주환원정책 강화 등 돌파구가 필요한 상황

현대백화점 재무지표 요약

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
총매출	4,856	5,372	5,532	5,650	6,157
회계상매출	1,656	1,822	1,837	1,921	2,098
영업이익	363	383	397	361	376
세전이익	389	436	454	414	436
당기순이익	277	321	331	301	317
EBITDA	489	513	519	476	485
EPS(지배주주)(원)	10,695	12,526	12,842	11,728	12,305
Valuation (배)					
P/E	11.8	8.7	6.9	7.5	7.2
P/B	0.8	0.7	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	6.8	5.6	4.5	4.8	4.7
EV/EBIT	9.2	7.5	5.9	6.4	6.0
배당수익률(보통, %)	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8

자료: 현대백화점, 삼성증권 추정

현대백화점 연간 실적

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
총매출액	4,856	5,372	5,532	5,650	6,157
영업이익	363	383	397	361	376
세전이익	389	436	454	414	436
당기순이익	277	321	331	301	317
이익률 (%)					
영업이익	7.5	7.1	7.2	6.4	6.1
세전이익	8.0	8.1	8.2	7.3	7.1
당기순이익	5.7	6.0	6.0	5.3	5.1
성장률 (%)					
총매출액	6.4	10.6	3.0	2.1	9.0
영업이익	(0.2)	5.6	3.7	(9.2)	4.3
세전이익	(1.9)	12.1	4.2	(8.8)	5.3
당기순이익	(4.8)	15.9	3.0	(8.9)	5.1

자료: 현대백화점, 삼성증권 추정

현대백화점 분기별 실적 (연결 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
총매출액	1,323.9	1,314.5	1,262.1	1,471.6	5,372.1	1,453.6	1,360.5	1,268.4	1,449.9	5,532.4
회계상매출액	458.6	449.6	423.6	489.8	1,821.5	495.2	435.9	424.9	481.4	1,837.3
영업이익	102.4	77.8	81.9	121.0	383.2	138.5	69.1	77.4	112.5	397.4
세전이익	118.2	91.2	90.9	135.5	435.8	163.2	82.9	86.3	121.7	454.1
당기순이익	86.2	67.1	63.7	103.9	320.9	119.1	60.9	63.0	87.8	330.8
이익률 (%)										
영업이익	7.7	5.9	6.5	8.2	7.1	9.5	5.1	6.1	7.8	7.2
세전이익	8.9	6.9	7.2	9.2	8.1	11.2	6.1	6.8	8.4	8.2
당기순이익	6.5	5.1	5.0	7.1	6.0	8.2	4.5	5.0	6.1	6.0
성장률 (%)										
총매출액	16.6	17.2	10.3	1.2	10.6	5.4	(1.4)	0.5	(1.5)	3.0
영업이익	11.2	10.5	17.0	(7.2)	5.6	35.3	(11.2)	(5.6)	(7.0)	3.7
세전이익	8.2	9.2	28.6	8.1	12.1	38.1	(9.0)	(5.1)	(10.1)	4.2
당기순이익	7.7	10.5	26.3	16.6	14.5	38.1	(9.2)	(1.2)	(15.5)	3.1

자료: 현대백화점, 삼성증권 추정

롯데하이마트 (BUY/ TP: 90,000원)

3Q17 Preview: 높게 형성된 컨센서스를 충족, 유통주 중 대표적으로 양호한 실적 기록할 전망

- 3분기 매출은 yoy 6.2% 증가한 1조 1,915억원으로 2분기(11.9%) 수준으로 양호할 전망. 특히 에어컨이 사상 최고치 판매를 기록한 전년동기의 high base를 감안하면 호실적. 계절가전 에어컨의 2년 연속 판매호조에 백색가전 빨래건조기의 고성장, TV도 플러스 성장전환한 것으로 추정됨. 온라인 역시 고성장 지속해 전체 매출기여도 20% 수준 달성 전망.
- 온라인 역시 고성장을 지속해 전체 매출기여도가 2분기 수준인 20% 유지 예상. 3분기가 계절적으로 오프라인 판매가 많은 대형 백색가전 판매가 늘어나는 점 감안하면 온라인은 추세적 고성장 지속.
- 3분기 영업이익은 yoy 12.2% 증가한 745억원으로 높게 형성된 컨센서스(755억원)을 충족할 전망. 영업이익률이 전년동기 대비 0.4%p 개선된 6.3%로 추세적 개선 추세 지속: 고마진 소형 생활가전 비중 증가, 핸드폰 요금수수료 수입 체증, 고마진 백색가전 호조, 제조사에 대한 구매력 증대 등

실적호조 4분기, 내년까지 지속될 전망

- 4분기는 전년 동기 세금환급(100억원) 감안하면 yoy 25%의 높은 영업이익 성장률 달성 예상: 3분기까지 역신장이 지속되었던 핸드폰 판매 회복, 빨래건조기 등 백색가전 판매 호조 지속.
- 현재 소비상황에서 품목 중 가전에 대한 소비자의 양호한 수요 지속 예상: 미세먼지 효과, 빨래건조기 등 신제품 등장, 핸드폰 시장 회복 등
- 온라인 고성장: 온라인 매출이 2015년 900억원에서 2016년 3천억원, 2017년 7천억원 달성 예상, 전체 매출 중 비중이 2016년 7.6%, 2017년 16.7%로 크게 확대될 전망. 2018년 온라인 매출 1조, 매출비중 23% 예상. 중소형 생활가전, 옴니전략 효과 발휘하며 흑자달성 기조 정착. → 주가 Re-rating 요인.
- 핸드폰 모멘텀 아직 실적 주가에 미반영: 하반기 노트8, 아이폰 신제품 출시효과에 전년 기저효과, 10월말 보조금 상한제 폐지로 인한 긍정적 효과 기대. 동사의 핸드폰 요금 수수료 수입 체증 지속.
- 연초 이후 주가 상승에도 불구하고 2018년 PER 10배 이하로 업종평균 대비도 여전히 저평가. 양호한 실적과 구조적 성장스토리(온라인, 핸드폰) 감안하면 주가상승추세 지속 예상. 배당확대 등(전년 주당 배당금 500원) 롯데그룹 차원의 주주환원정책 강화도 관전 포인트.

롯데하이마트 재무지표 요약

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
재무지표					
매출액	3,896	3,939	4,199	4,471	4,746
영업이익	160	175	209	237	268
세전이익	143	163	201	232	266
당기순이익	107	121	153	177	201
EBITDA	213	242	283	316	349
수정 EPS (원)	4,515	5,142	6,470	7,444	8,480
Valuation (배)					
P/E	13.1	8.2	10.9	9.5	8.3
P/B	0.8	0.5	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.5	6.0	7.0	5.8	4.8
EV/EBIT	12.6	8.4	9.5	7.7	6.2
배당수익률 (보통, %)	0.7	1.2	0.9	1.0	1.1

자료: 롯데하이마트, 삼성증권 추정

롯데하이마트 부문별 연간 실적

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	3,896	3,939	4,199	4,471	4,746
AV	585	526	529	518	510
백색가전	1,570	1,658	1,811	1,934	2,056
정보통신	974	961	965	1,029	1,095
생활가전	677	794	894	990	1,085
영업이익	160	175	209	237	268
세전이익	143	163	201	232	266
당기순이익	107	121	153	177	201
이익률 (%)					
영업이익	4.1	4.4	5.0	5.3	5.7
세전이익	3.7	4.1	4.8	5.2	5.6
당기순이익	2.7	3.1	3.6	4.0	4.2
성장률 (%)					
매출액	3.8	1.1	6.6	6.5	6.1
AV	(8.4)	(10.0)	0.6	(2.1)	(1.5)
백색가전	4.3	5.6	9.2	6.8	6.3
정보통신	8.0	(1.3)	0.4	6.6	6.4
생활가전	3.9	17.2	12.6	10.8	9.5
영업이익	10.9	8.9	19.6	13.6	13.1
세전이익	15.1	13.5	23.7	15.6	14.6
당기순이익	10.5	13.9	25.8	15.7	13.8

자료: 롯데하이마트, 삼성증권 추정

롯데하이마트 분기별 실적

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	887.7	953.6	1,121.5	976.6	3,939.4	897.0	1,063.8	1,191.5	1,046.9	4,199.1
매출총이익	214.9	252.3	296.3	249.9	1,013.4	232.3	297.6	312.4	274.7	1,117.0
영업이익	28.0	40.8	66.4	39.3	174.5	36.4	61.4	74.5	36.4	208.7
세전이익	25.0	37.8	63.5	36.2	162.5	33.7	59.5	69.3	38.4	201.0
당기순이익	19.0	28.8	45.7	27.9	121.4	25.5	45.2	51.9	30.1	152.7
이익률 (%)										
매출총이익	24.2	26.5	26.4	25.6	25.7	25.9	28.0	26.2	26.2	26.6
영업이익	3.2	4.3	5.9	4.0	4.4	4.1	5.8	6.3	3.5	5.0
세전이익	2.8	4.0	5.7	3.7	4.1	3.8	5.6	5.8	3.7	4.8
당기순이익	2.1	3.0	4.1	2.9	3.1	2.8	4.2	4.4	2.9	3.6
성장률 (%)										
매출액	3.4	(1.5)	5.5	(2.9)	1.1	1.0	11.9	6.2	7.2	6.6
매출총이익	0.7	2.2	10.8	6.1	5.2	8.1	18.0	5.4	9.9	10.2
영업이익	(20.9)	(3.2)	18.2	48.3	8.9	30.1	50.3	12.2	(7.3)	19.6
세전이익	(21.6)	0.5	22.1	66.8	13.5	34.8	57.4	9.2	6.2	23.7
당기순이익	(22.0)	0.4	15.6	99.3	13.9	34.2	56.9	17.5	1.3	25.5

자료: 롯데하이마트, 삼성증권 추정

CJ오쇼핑 (BUY/ TP: 260,000원)

3Q17 Preview: 컨센서스 수준 무난한 실적 예상

- 3분기 개별기준 취급고 매출은 yoy 18.4% 증가한 9,151억원으로 1분기(22.6%), 2분기(20.9%)에 이어 고성장 지속 전망. TV채널 취급고가 yoy 20.9% 증가해 타 홈쇼핑사 대비 높고 매출성장 주도 예상. 2017년 구조조정 일단락 후 타사대비 비중 낮았던 렌탈을 확대하는 등 취급고 성장 전략. 모바일(yoy 15.0%)과 인터넷(21.3%)도 고성장 지속 예상.
- 3분기 개별기준 영업이익은 yoy 13.4% 증가한 307억원으로 높게 형성된 컨센서스(309억원) 수준 달성 예상. 렌탈 등 저마진 매출비중 확대로 수익성은 yoy 하락 불가피하나 영업이익 성장 기조 유지 중.
- SO수수료는 회계상 yoy 8% 전후 증가 반영, 해외 홈쇼핑의 저성장, 인도 및 터키의 영업부진 지속되나 인도 사업 3분기말에 정리(긍정적 평가 가능).
- 연결대상인 CJ헬로비전 영업이익은 yoy 감익 불가피 예상, 연결기준 동사 영업이익은 전년동기 수준인 487억원 예상.

국내 경쟁력 회복, 연내 해외구조조정 완료, 그리고...

- 전년 4분기 실적 base가 높고 올해 10월 초 연휴 부담, 반면 4분기에 SO수수료 환입 가능성 있음→4분기 개별 영업이익 전년동기 수준 추정.
- 3분기말 인도에 이어 연내 해외(터키,일본) 구조조정 완료는 주가에 긍정적 재료 될 전망. 2017년 하반기 대규모 영업권 상각으로 최종 영업철수과정에서 추가손실 반영은 제한적일 전망. 적자 해외홈쇼핑(인도 지분법 손실 2016년 137억원) 철수 후 지분법 손익 개선 예상.
- 전년 4분기가 해외 및 연결대상 CJ헬로비전의 영업권 상각으로 실적 Base가 낮아 4분기 세전 이익 성장률 부담이 낮음.
- 현재 동사 시가총액(1.2조원)은 타 홈쇼핑사 대비, SOTP 관점에서(영업가치, CJ헬로비전 가치, 순현금 2천억원 등) 저평가 판단. 국내 홈쇼핑업계에서 경쟁력 회복, 해외 구조조정 효과만 감안해도 현재 주가는 저평가 판단. 향후 성장성 위한 신성장동력 확보, 국내외 자산매각(해외홈쇼핑 등) 및 주주환원정책 강화 필요.

CJ오쇼핑 재무지표 요약 (연결 기준)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
재무지표					
취급고매출액	4,245	4,275	4,921	5,177	5,413
회계상매출액	2,309	2,210	2,316	2,388	2,464
영업이익	210	180	235	245	256
세전이익	162	64	193	212	229
당기순이익	112	34	149	162	175
EBITDA	500	450	483	493	495
EPS(지배주주) (원)	13,634	4,002	18,220	19,787	21,343
Valuation (배)					
P/E	14.0	40.7	10.8	10.0	9.2
P/B	0.9	0.7	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.7	3.6	3.3	2.8	2.3
EV/EBIT	8.9	8.9	6.8	5.5	4.4
배당수익률 (보통, %)	1.3	1.4	1.7	2.0	2.3

자료: CJ오쇼핑, 삼성증권 추정

CJ오쇼핑 연간 부문별 실적 (연결 기준)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
취급고매출액	4,053	4,275	4,921	5,177	5,413
유통 부문	3,056	3,161	3,790	4,070	4,320
케이블 및 기타	997	1,114	1,131	1,107	1,093
회계상 매출	2,309	2,210	2,316	2,388	2,464
영업이익	210	180	235	245	256
유통 부문	114	145	165	175	45
케이블 및 기타	96	35	69	70	211
세전이익	162	64	193	212	229
당기순이익	112	34	149	162	175
성장률 (%)					
총매출액	(6.4)	5.5	15.1	5.2	4.6
영업이익	(10.5)	(14.0)	30.1	4.5	4.4
세전이익	3.5	(60.8)	203.1	10.2	8.0
당기순이익	5.9	(69.6)	337.7	8.6	7.9

자료: CJ오쇼핑, 삼성증권 추정

CJ오쇼핑 분기별 실적 (별도 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
취급고매출액	737.5	759.6	772.8	891.1	3,161.0	904.0	918.2	915.1	1,052.9	3,790.2
케이블 TV	391.8	413.1	419.2	467.6	1,691.7	499.1	519.1	506.8	560.9	2,085.9
인터넷	313.7	315.4	322.2	389.8	1,341.1	374.5	365.1	378.0	464.2	1,581.8
온라인몰	115.0	111.4	118.7	140.0	485.1	141.4	137.3	144.0	169.6	592.3
모바일	198.7	204.0	203.5	249.8	856.0	233.1	227.8	234.0	294.6	989.5
카탈로그	12.9	14.5	12.5	15.3	55.2	11.0	12.9	11.0	13.3	48.1
기타	19.1	16.6	18.9	18.4	73.0	19.4	21.1	19.3	14.6	74.3
영업이익	36.2	32.5	27.0	49.2	144.9	38.6	46.6	30.7	49.6	165.5
세전이익	39.7	29.6	5.7	(30.1)	44.9	41.2	45.2	31.9	50.8	169.1
당기순이익	30.0	20.3	6.9	(41.1)	16.1	30.9	32.5	28.4	57.3	149.0
이익률 (%)										
영업이익	4.9	4.3	3.5	5.5	4.6	4.3	5.1	3.4	4.7	4.4
세전이익	5.4	3.9	0.7	(3.4)	1.4	4.6	4.9	3.5	4.8	4.5
당기순이익	4.1	2.7	0.9	(4.6)	0.5	3.4	3.5	3.1	5.4	3.9
성장률 (전년대비, %)										
취급고매출액	(4.5)	(3.2)	7.8	14.1	3.4	22.6	20.9	18.4	18.2	19.9
영업이익	0.3	68.5	28.2	30.6	27.0	6.6	43.6	13.4	3.8	14.2
세전이익	20.3	78.3	(72.1)	적전	(48.1)	3.9	52.9	459.2	흑전	277.1
당기순이익	25.0	53.8	(51.7)	적전	(73.4)	3.0	60.1	313.8	흑전	827.6

자료: CJ오쇼핑, 삼성증권 추정

현대홈쇼핑 (BUY/ TP: 160,000원)

3Q17 Preview: 영업이익 컨센서스 상회할 전망

- 2017년 3분기 개별기준 전체 취급고 매출은 yoy 3.3% 증가한 8,760억원으로 2분기(6.0%) 대비 성장률 하락 예상. 외형성장보다는 수익성 중심 전략 추구.
- 수익성 중심 전략으로 3분기 개별기준 영업이익은 yoy 20.9% 증가한 283억원으로 컨센서스(272억원)를 상회할 전망. 케이블TV업체와 SO수수료 인하협상이 3분기 내에 완료되어 송출수수료 환입이 반영될 경우 3분기 개별 영업이익은 300억원 초반 달성 가능.
- 연결기준 대상인 현대렌탈케어 영업손실은 초기 가입자 수 증가와 광고비 집행으로 2분기(86억원) 수준인 81억원 추정: 가입자 수가 연초 13만에서 현재 24만 수준으로 크게 증가한 점은 긍정적.

실적 모멘텀 지속, 여전히 부담 없는 valuation

- 전년도 실적 base가 높고 올해 10월 첫 주 긴 연휴로 대부분의 홈쇼핑사 4분기 개별 영업이익은 yoy 역신장 예상됨. 반면 동사는 전년 4분기 영업이익(338억원) base가 높지 않아 yoy 플러스 성장 가능할 전망.
- 수익성 중심 경영 정착되어 2017년 일회성 세금환입 요인에도 불구하고 2018년 영업이익은 yoy 플러스 성장 가능할 전망.
- 연결대상인 현대렌탈케어 적자확대(16년 영업적자 210억원, 17년 281억원 추정)로 2017년 연결 영업이익은 yoy 10.6% 증가한 1,230억원으로 개별 영업이익보다 적을 전망. 연결 세전이익은 yoy 12% 증가한 1,950억원으로 견고할 전망인데, 지분법 대상인 한섬과 현대HCN의 이익 증가가 이를 상쇄하기 때문. 가입자수 증가로 인한 규모의 경제로 2018년 현대렌탈케어 영업손실은 190억원으로 감소 예상, 2018년 연결 영업이익 yoy 10% 증가 추정.
- 양호한 실적에도 불구하고 12개월 Forward PER이 9.3배로 저평가 상태로 BUY 투자 의견 유지함. 목표주가는 기존의 175,000원에서 160,000원으로 소폭 하향 조정하는데, 한섬과 현대HCN의 지분가치 하락을 반영했기 때문.

현대홈쇼핑 재무지표 요약 (연결 기준)

재무지표 (십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
총액매출	3,189	3,506	3,663	3,893	4,105
회계상매출	896	969	1,043	1,114	1,180
영업이익	105	111	123	135	150
세전이익	146	174	195	212	230
당기순이익	111	129	147	162	175
EBITDA	114	125	138	151	167
수정 EPS	9,258	10,788	12,273	13,534	14,571
Valuations (배)					
P/E	12.5	10.3	9.9	8.9	8.3
P/B	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	5.0	3.5	3.4	2.3	1.5
EV/EBIT	5.5	3.9	3.8	2.6	1.6
배당수익률 (보통, %)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2

자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

현대홈쇼핑 SOTP valuation

1. 영업부문 가치	
해당 사업 EBITDA (12개월 Forward)	155
적정 Ebitda Multiple (배)	7.2
적정가치 (십억원)	1,108.30
2. 보유 순현금	
할인율 (%)	30
적정가치 (십억원)	552
3-1. 한심 지분 가치	
전체 시가총액 (십억원)	750
지분율 (%)	34.6
할인율 (%)	30
적정가치 (십억원)	182
3-2. HCN 지분가치	
전체 시가총액 (십억원)	400
지분율 (%)	37
할인율 (%)	30
적정가치 (십억원)	104
4. 현대홈쇼핑의 적정가치	
적정 시가총액 (=1+2+3) (십억원)	1,925
적정주가 (원)	160,435

자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

현대홈쇼핑 분기별 실적 (별도 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
취급고매출액	878.9	839.0	851.1	929.0	3,498.0	908.2	889.6	876.1	970.0	3,643.8
케이블 TV	495.9	488.0	479.5	514.4	1,977.9	502.2	496.7	484.3	522.4	2,005.6
인터넷몰	188.2	174.0	153.4	168.3	683.9	174.8	156.6	139.7	154.6	625.8
모바일	172.7	153.3	194.5	224.1	744.6	209.7	213.6	229.5	271.2	924.0
카탈로그	11.9	12.2	12.7	9.6	46.4	9.4	8.9	10.0	7.9	36.1
기타	10.2	11.5	11.0	12.6	45.2	12.1	13.8	12.5	13.8	52.3
회계상매출액	232.7	235.3	227.1	266.3	961.3	257.5	251.7	236.5	278.2	1,023.9
영업이익	41.3	33.8	23.4	33.8	132.3	47.2	35.9	28.3	39.8	151.1
세전이익	50.2	36.5	27.9	25.6	140.1	56.8	40.3	33.3	44.5	174.9
당기순이익	38.9	27.3	21.2	15.9	103.3	43.6	30.3	25.0	32.6	131.5
이익률 (%)										
영업이익	4.7	4.0	2.7	3.6	3.8	5.2	4.0	3.2	4.1	4.1
세전이익	5.7	4.3	3.3	2.8	4.0	6.3	4.5	3.8	4.6	4.8
당기순이익	4.4	3.3	2.5	1.7	3.0	4.8	3.4	2.9	3.4	3.6
성장률 (전년대비, %)										
취급고매출액	11.6	8.2	10.7	8.9	9.9	3.3	6.0	2.9	4.4	4.2
영업이익	44.4	30.0	(3.3)	5.8	19.5	14.2	6.2	20.9	17.8	14.2
세전이익	38.9	20.3	(5.7)	(23.4)	8.3	13.1	10.5	19.5	73.9	24.8
당기순이익	41.2	18.9	(6.1)	(34.3)	6.2	12.1	10.8	18.1	105.0	27.3

자료: 현대홈쇼핑, 삼성증권 추정

GS홈쇼핑 (BUY/ TP: 235,000원)

3Q17 Preview: 컨센서스 수준의 무난한 실적이나 경쟁사들 대비 영업이익 격차 지속

- 2017년 3분기 별도기준 취급고 매출은 yoy 8.4% 증가한 9,482억원으로 상반기(1분기 8.6%, 2분기 10.6%) 수준의 성장세 지속 예상. 렌탈판매 호조, t커머스 매출 가세로 주력인 TV부문 매출이 yoy 6.4% 성장, 모바일 부문이 17% 성장해 성장 주도 예상.
- 3분기 별도기준 영업이익은 yoy 8.2% 증가한 261억원으로 컨센서스(262억원) 수준이나 경쟁사들 예상 영업이익(300억원 초반) 대비는 낮은 수준. 매출 성장률은 견고하나 렌탈 판매확대에 따른 매출총이익률 하락세, SO수수료 인상 부담, 타 홈쇼핑사들 대비 높은 고정비 부담이 수익성에 부정적 요인으로 작용 중.

연말로 갈수록 배당, 스튜어드쉽 강화로 관심 높아질 듯

- 타 홈쇼핑사 대비 실적을 통한 차별화 가능성은 낮아 보임.
- 연말로 갈수록 동사 고배당에 대한 관심이 높아질 것. 2016년 주당 7,000원 배당. 현재 주가 기준 시가배당률 3%. 2017년 주당 배당금 상승 기대됨.
- 스튜어드쉽 강화로 주주들의 배당확대 요구 더 높아질 전망: 과거 2년 연속 외국계 펀드의 주주제안.
- 현재 현금보유고(7천억원) 재원으로 국내외 브랜드회사에 대한 M&A, 지분투자 이어질 전망.

GS홈쇼핑 재무지표 요약

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
재무지표					
총액매출	3,543	3,702	3,984	4,268	4,550
회계상매출	1,122	1,098	1,084	1,173	1,250
영업이익	106	126	124	139	156
세전이익	112	139	139	153	171
당기순이익	78	106	105	116	130
EBITDA	129	151	151	166	185
EPS(지배주주) (원)	12,559	16,958	16,862	18,582	20,756
Valuation (배)					
P/E	13.3	10.1	12.5	11.3	10.1
P/B	1.2	1.1	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	2.5	1.7	2.9	2.0	1.1
EV/EBIT	3.0	2.0	3.5	2.3	1.3
배당수익률 (보통,%)	3.1	3.2	2.9	3.1	3.3

자료: GS홈쇼핑, 삼성증권 추정

GS홈쇼핑 연간 부문별 실적 (연결 기준)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
총매출액					
취급고매출액	3,543	3,702	3,984	4,268	4,550
국내	3,512	3,670	3,950	4,233	4,514
연결 기타	31	33	34	35	36
회계상 매출					
회계상 매출	1,122	1,098	1,084	1,173	1,250
영업이익	106	126	124	139	156
세전이익	112	139	139	153	171
당기순이익	78	106	105	116	130
성장률 (%)					
총매출액	2.0	4.5	7.6	7.1	6.6
영업이익	(23.0)	19.6	(1.5)	11.9	12.4
세전이익	(26.8)	23.7	0.3	10.2	11.7
당기순이익	(31.5)	35.0	(0.6)	10.2	11.7

자료: GS홈쇼핑, 삼성증권 추정

GS홈쇼핑 분기별 실적 (별도 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
취급고매출액										
취급고매출액	910.4	892.0	875.1	992.0	3,669.5	988.9	986.6	948.2	1,026.0	3,949.7
케이블TV	464.5	446.3	438.6	478.7	1,828.1	499.6	478.7	466.7	472.7	1,917.7
인터넷	104.2	99.7	88.9	98.8	391.6	96.0	92.1	83.2	92.5	363.8
카탈로그	21.6	20.2	17.2	19.5	78.5	16.3	16.4	14.0	15.6	62.3
모바일	305.4	312.3	317.7	379.7	1,315.1	358.0	377.9	371.1	429.1	1,536.0
기타	14.7	13.5	12.7	15.3	56.2	19.0	21.5	13.3	16.1	69.8
영업이익										
영업이익	32.1	27.3	24.1	45.1	128.6	44.0	31.2	26.1	38.2	128.4
세전이익										
세전이익	35.4	30.2	27.5	43.4	136.4	37.6	25.8	23.0	37.2	123.6
순이익										
순이익	26.8	22.8	20.8	32.8	103.2	28.4	19.5	17.4	28.1	93.4
이익률 (%)										
영업이익	3.5	3.1	2.8	4.5	3.5	4.5	3.2	2.7	3.7	3.3
세전이익	3.9	3.4	3.1	4.4	3.7	3.8	2.6	2.4	3.6	3.1
순이익	2.9	2.6	2.4	3.3	2.8	2.9	2.0	1.8	2.7	2.4
성장률 (%)										
총액매출	(0.2)	2.4	10.9	3.4	4.5	8.6	10.6	8.4	3.4	7.6
영업이익	(13.8)	7.9	31.7	14.8	14.3	37.1	14.4	8.2	(15.3)	(0.1)
세전이익	7.5	(7.8)	27.9	66.2	19.2	6.2	(14.6)	(16.3)	(14.2)	(9.4)
순이익	(0.7)	(8.4)	29.1	139.4	27.8	6.2	(14.6)	(16.3)	(14.2)	(9.4)

자료: GS홈쇼핑, 삼성증권 추정

엔에스쇼핑 (BUY/ TP: 20,000원)

3Q17 Preview: 실적 개선 추세, 컨센서스 달성 무난할 전망

- 2017년 3분기 개별기준 취급고 매출은 yoy 6.2% 증가한 3,414억원으로 2분기(3.1%)보다 성장성 강화될 전망. 주력인 TV부문 매출이 1분기(-3.0%), 2분기(-0.5%) 역신장에서 벗어나 1.3% 플러스 성장전환 예상. 건강기능식품 신제품 출시 등 백수오 사태 후 시장 위축에서 회복되는 모습. 이미용, 패션도 강화. 2분기(28.7%) 이어 3분기(32.5%)에도 모바일 부문 고성장 지속 예상.
- 매출회복과 고마진 건강기능식품, 이미용 호조로 3분기 개별기준 영업이익은 yoy 7.8% 증가한 248억원으로 컨센서스(243억원) 달성 무난할 전망. 전년도에는 추석 상여금(약 20억원)이 3분기에 반영되었으나 2017년은 4분기에 반영.
- 연결 기준 3분기 영업이익은 yoy 26.7% 증가한 247억원으로 낮게 형성된 컨센서스(197억원)를 상회할 전망. 전년동기는 3분기(40억원)와 4분기(80억원)에 부동산 보유세가 반영되었으나 2017년에는 2분기에 전액 반영.

실적은 바닥 탈출 중, 관건은 부동산 개발과 그룹 문제

- 동사의 건강기능식품은 백수오 사태 영향에서 벗어나는 중, 이미용 및 패션확대전략도 성공적. 영업이익 증가세 유지할 전망.
- 최근 주가하락은 규제 리스크 우려에 따른 유통주 전반의 주가 조정, 하림그룹 리스크 반영.
- 양재동 부동산이 개발되기 전까지 연결 대상인 부동산 개발회사의 보유관련 세금(연간 120억 원대) 부담, 차입금 증가에 따른 이자비용 상승(2015년 4억원, 2016년 55억원, 2017년 70억원 추정) 지속될 전망. 동 부동산 개발 가시화가 실적과 주가 관건.
- 하림그룹 리스크도 주가에 부정적으로 작용. 반면 배당금 증가 가능성은 긍정적 요인(2016년 주당 배당금 200원).

엔에스쇼핑 재무지표 요약 (연결 기준)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
총액매출	1,252	1,321	1,382	1,462	1,532
회계상매출	406	441	474	501	525
영업이익	90	79	88	91	96
세전이익	93	73	79	83	88
순이익	68	50	57	62	65
EBITDA	100	92	94	98	103
EPS (원)	2,008	1,493	1,695	1,801	1,903
Valuation (배)					
P/E	9.2	10.3	8.9	8.4	8.0
P/B	1.9	1.4	1.2	1.0	0.9
EV/EBITDA	4.0	4.5	3.8	3.4	3.0
배당수익률 (보통, %)	4.4	5.2	4.1	3.7	3.2

자료: 엔에스쇼핑, 삼성증권 추정

엔에스쇼핑 연간 부문별 실적 (연결 기준)

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
취급고매출액	1,252	1,321	1,382	1,462	1,532
홈쇼핑 부문	1,252	1,320	1,380	1,460	1,529
연결대상 기타	1	2	2	2	2
회계상매출액	406	441	474	501	525
영업이익	90	79	88	91	96
홈쇼핑 부문	91	93	99	104	109
연결대상 기타	(1)	(14)	(12)	(13)	(13)
세전이익	93	73	79	83	88
당기순이익	68	50	57	62	65
이익률 (%)					
영업이익	7.2	6.0	6.3	6.2	6.2
세전이익	7.4	5.6	5.7	5.7	5.7
당기순이익	5.4	3.8	4.1	4.2	4.3
성장률 (전년대비, %)					
취급고매출액	1.0	5.5	4.6	5.8	4.7
영업이익	(1.9)	(12.1)	11.0	4.2	4.6
세전이익	1.3	(21.0)	7.2	5.3	6.1
당기순이익	(4.6)	(25.7)	13.5	8.0	5.6

자료: 엔에스쇼핑, 삼성증권 추정

엔에스쇼핑 분기별 실적 (연결 기준)

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
취급고매출	327.9	326.9	325.1	341.3	1,321.1	341.2	336.9	341.8	361.6	1,381.5
홈쇼핑 부문	327.7	326.5	324.7	340.6	1,319.5	341.0	336.5	341.4	360.9	1,379.7
연결대상 기타	0.2	0.4	0.4	0.7	1.6	0.2	0.4	0.4	0.8	1.8
회계상매출	107.9	106.3	107.6	119.3	441.1	116.8	117.6	114.5	125.2	473.7
영업이익	23.1	21.6	19.5	14.9	79.0	25.5	10.9	24.7	25.8	87.6
홈쇼핑 부문	23.9	21.5	23.1	24.0	92.5	25.3	22.4	24.9	26.0	99.4
연결대상 기타	(0.8)	0.1	(3.6)	(9.1)	(13.5)	0.2	(11.5)	(0.2)	(0.3)	(11.8)
세전이익	23.9	21.3	16.6	11.5	73.3	22.7	9.0	22.7	24.2	78.6
이익률 (%)										
영업이익	7.0	6.6	6.0	4.4	6.0	7.5	3.2	7.2	7.1	6.3
세전이익	7.3	6.5	5.1	3.4	5.6	6.7	2.7	6.6	6.7	5.7
당기순이익	5.6	4.6	4.5	4.8	3.8	3.8	4.6	5.1	3.1	4.1
성장률 (%)										
취급고매출	3.0	5.9	6.5	6.6	5.5	4.1	3.1	5.1	6.0	4.6
영업이익	(0.0)	2.8	(14.3)	(35.5)	(12.1)	10.5	(49.4)	26.7	73.2	11.0
세전이익	1.4	0.8	(29.6)	(52.8)	(21.0)	(4.8)	(57.8)	36.5	109.9	7.2
당기순이익	1.0	(8.2)	(19.8)	7.4	(26.0)	(29.7)	4.1	20.4	(32.4)	13.5

자료: 엔에스쇼핑, 삼성증권 추정

BGF리테일 (BUY/ TP: 105,000원)

3Q17 Preview: 컨센서스 수준 실적 달성 예상

- 2017년 3분기 매출은 yoy 11.2% 증가한 1조 5,258원으로 컨센서스(1.52조원)를 충족할 전망, 다만 기존점 매출성장률은 2분기 yoy flat수준에 소폭 하락할 전망. 담배매출성장률이 구조적으로 -5% 수준으로 하락하고 있고 8월 날씨 영향 등 업황이 부진했음. 그러나 3분기에도 점포 순증이 493개로 1분기(416개), 2분기(526개) 수준을 유지해 전체 매출성장성 유지할 전망.
- 2분기 영업이익은 yoy 15.7% 증가한 824억원으로 컨센서스(828억원) 달성이 가능할 전망. 고마진 PB상품, 상품믹스 개선을 통한 수익성 향상에 신가맹점 계약(프랜차이즈 수수료율 낮은 반면, 지원도 축소) 정착 효과 발휘할 전망.
- 연결대상인 퍼블릭골프장은 2분기에 15억원의 영업이익에 이어 3분기에도 흑자(12억원) 지속 예상됨.

주가는 각종 악재 선반영, 아직은 불확실성 남은 상태

- 2017년 매출과 영업이익이 yoy 11.0%, 19.3% 증가해 상대적으로 양호할 전망: 기존점 매출성장률 둔화되었지만 신규출점 지속, 최저임금제 강화 영향 미반영.
- 2018년 매출과 영업이익은 yoy 9.0%, 6.2% 증가해 전년대비 성장 모멘텀 둔화 예상: 기존점 매출성장률 0% 수준 유지 가정, 최저임금제 상생비용(10월 중에 정책 발표 예정) 발생 반영, 경쟁사 대비 2018년도 신규출점(1,200개 추정) 전략은 유지 가정.
- 지주가 출범 주총 통과, 거래정지 10월 30일, 거래재개 12월8일.
- 현재 주가는 올해 발생한 각종 악재를 반영한 수준 판단. 2018년 기준 PER이 18.5배로 역사적 저점 수준으로 주가 추가 조정 가능성은 제한적이라고 봄. 다만 내년도 최저임금제 시행에 따른 실적 성장률 둔화 등 주가 반등을 위한 catalyst는 약한 상황.

BGF리테일 재무지표 요약

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,334	5,053	5,610	6,115	6,614
영업이익	184	217	259	275	311
세전이익	196	240	279	295	333
당기순이익	153	185	215	227	256
EBITDA	291	331	399	423	465
수정 EPS (원)	3,061	3,726	4,341	4,590	5,168
Valuation (배)					
P/E	28.0	22.0	19.5	18.5	16.4
P/B	5.5	4.4	4.1	3.5	3.0
EV/EBITDA	7.8	12.9	10.7	9.8	8.6
EV/EBIT	12.4	19.6	16.5	15.0	12.8
배당수익률 (보통, %)	1.4	1.0	1.2	1.4	1.7

자료: BGF리테일, 삼성증권 추정

BGF리테일 연간 실적

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,334	5,053	5,610	6,115	6,614
영업이익	184	217	259	275	311
세전이익	196	240	279	295	333
당기순이익	153	185	215	228	257
이익률 (%)					
영업이익	4.2	4.3	4.6	4.5	4.7
세전이익	4.5	4.8	5.0	4.8	5.0
당기순이익	3.5	3.7	3.8	3.7	3.9
성장률 (%)					
매출액	28.7	16.6	11.0	9.0	8.2
영업이익	47.9	18.3	19.3	6.2	13.0
세전이익	44.2	22.4	16.2	5.7	12.7
당기순이익	50.5	20.7	16.5	5.7	12.6

자료: BGF리테일, 삼성증권 추정

BGF리테일 분기별 실적

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,092.3	1,272.5	1,372.1	1,315.7	5,052.6	1,204.9	1,413.0	1,525.8	1,479.9	5,609.6
영업이익	27.7	62.7	71.2	55.5	217.2	38.6	74.1	82.4	64.0	259.2
세전이익	38.8	66.9	75.1	59.6	240.4	42.6	78.2	87.0	71.5	279.4
당기순이익	30.0	52.4	56.9	45.3	184.6	32.1	61.2	67.0	54.8	215.1
이익률 (%)										
영업이익	2.5	4.9	5.2	4.2	4.3	3.2	5.2	5.4	4.3	4.6
세전이익	3.6	5.3	5.5	4.5	4.8	3.5	5.5	5.7	4.8	5.0
당기순이익	2.7	4.1	4.1	3.4	3.7	2.7	4.3	4.4	3.7	3.8
성장률 (%)										
매출액	23.5	14.6	13.8	16.0	16.6	11.4	12.1	11.2	10.5	11.0
영업이익	-34.5	22.1	30.9	56.3	18.3	46.7	22.5	15.7	15.4	19.3
세전이익	-10.0	19.7	30.1	49.9	22.4	13.8	20.8	15.8	13.4	16.2
당기순이익	-6.4	23.9	29.7	30.9	20.8	7.0	16.9	17.7	21.1	16.6

자료: BGF리테일, 삼성증권 추정

GS리테일 (BUY/ TP: 46,000원)

3Q17 Preview: 실적부진 지속, 컨센서스 하회 예상

- 2017년 3분기 연결 매출액은 yoy 11.6% 증가한 2조 2,184억원으로 컨센서스(2조 2,459억원) 수준이겠지만, 연결 영업이익은 yoy 11.1% 감소한 759억원으로 컨센서스(823억원)를 하회해 부진할 전망이다.
- 부문별로는 주력인 편의점 매출이 yoy 12.8% 증가한 1.7조원으로 고성장 지속되나 직전 분기 성장률(14.3%) 대비는 하락할 전망이다. 이는 편의점의 기존점 매출성장률이 2분기 yoy flat 수준에서 3분기에는 -1.5% 수준으로 더 낮아질 것으로 예상되기 때문이다. 상반기(1분기 495개, 2분기 553)에 이어 3분기에도 300여개의 신규출점이 지속되어 동 비용부담이 지속. 성수기임에도 불구하고 3분기 편의점 부문 영업이익은 전년동기 수준인 810억원에 그칠 전망이다.
- 파르나스호텔은 중국인 입국자수 감소로 3분기도 매출, 영업이익 yoy 감소 예상되고 슈퍼마켓의 전반적인 영업부진 지속. 파르나스타워는 현재 계약률이 90%를 상회하고 입주율이 50%를 넘어섰으나 초기 렌트프리로 3분기까지 영업적자 지속될 전망이다.

주력인 편의점의 실적성장을 둔화 우려, 기타 사업부 실적 등락

- 주력인 편의점의 기존점 매출성장률 하락, 내년 최저임금제 도입에 대한 우려 상존. SSSg 하락에 내년부터 신규출점을 자체적으로 줄이기로 하면서 편의점 매출성장률은 2017년 13.4%에서 2018년 9.1%로 하락할 전망이다. 가맹점주와 상생비용 지출(연간 500억원 전후)로 2018년 편의점 영업이익은 전년대비 1.4% 감소 추정.
- 슈퍼마켓 매출성장 정체, 적자 지속(2017년 -143억원, 2018년 -146억원) 예상.
- 파르나스타워 임대정상화(연말 계약률 90% 이상), 4분기부터 BEP(입주율 50% 이상) 돌파, 영업이익 2017년 bep수준에서 2018년 400억원으로 증가 예상. 파르나스타워가 동사 2018년 연결 영업이익 증가 요인 대부분 차지.
- 왓슨스는 2월부터 동사에 연결 편입된 후 신규출점 강화하며(연간 50개 이상, 연말 누계 점포 수 170개 전후 추정) 연간 100억원 초반으로 적자 가중 예상(16년 매출 1,460억원, OP -69억원). 업계 1위 올리브영(점포 수 800개) 사례 감안 시 BEP는 누적 점포 수 300개 전후 도달하는 2~3년 후가 될 전망이다.

GS리테일 재무지표 요약

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,273	7,402	8,288	8,970	9,541
영업이익	226	218	196	233	261
세전이익	221	365	197	235	263
당기순이익	166	274	148	176	197
EBITDA	265	423	413	466	510
수정 EPS (원)	2,158	3,552	1,921	2,288	2,563
Valuation (배)					
P/E	24.9	13.4	19.4	15.7	14.0
P/B	1.9	1.6	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	16.1	8.6	6.9	5.9	5.4
EV/EBIT	19.0	16.8	14.6	11.9	10.6
배당수익률 (보통, %)	1.6	2.3	3.2	3.6	3.9

자료: GS리테일, 삼성증권 추정

GS리테일 부문별 연간 실적

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,273	7,402	8,288	8,970	9,541
편의점	4,653	5,603	6,352	6,927	7,422
슈퍼마켓	1,389	1,424	1,430	1,460	1,489
기타	154	166	275	317	351
호텔	78	209	197	207	217
영업이익	226	218	196	233	261
편의점	189	213	218	215	238
슈퍼마켓	1	(16)	(14)	(15)	(15)
기타	26	11	(27)	(30)	(28)
호텔	10	14	15	23	25
세전이익	221	365	197	235	263
당기순이익	166	274	148	176	197
이익률 (%)					
영업이익	3.6	2.9	2.4	2.6	2.7
세전이익	3.5	4.9	2.4	2.6	2.8
당기순이익	2.6	3.7	1.8	2.0	2.1
성장률 (%)					
매출액	26.4	18.0	12.0	8.2	6.4
영업이익	57.6	(3.4)	(10.3)	19.2	12.0
세전이익	49.0	64.7	(45.9)	19.1	12.0
당기순이익	49.3	64.6	(45.9)	19.1	12.0

자료: GS리테일, 삼성증권 추정

GS리테일 분기별 실적

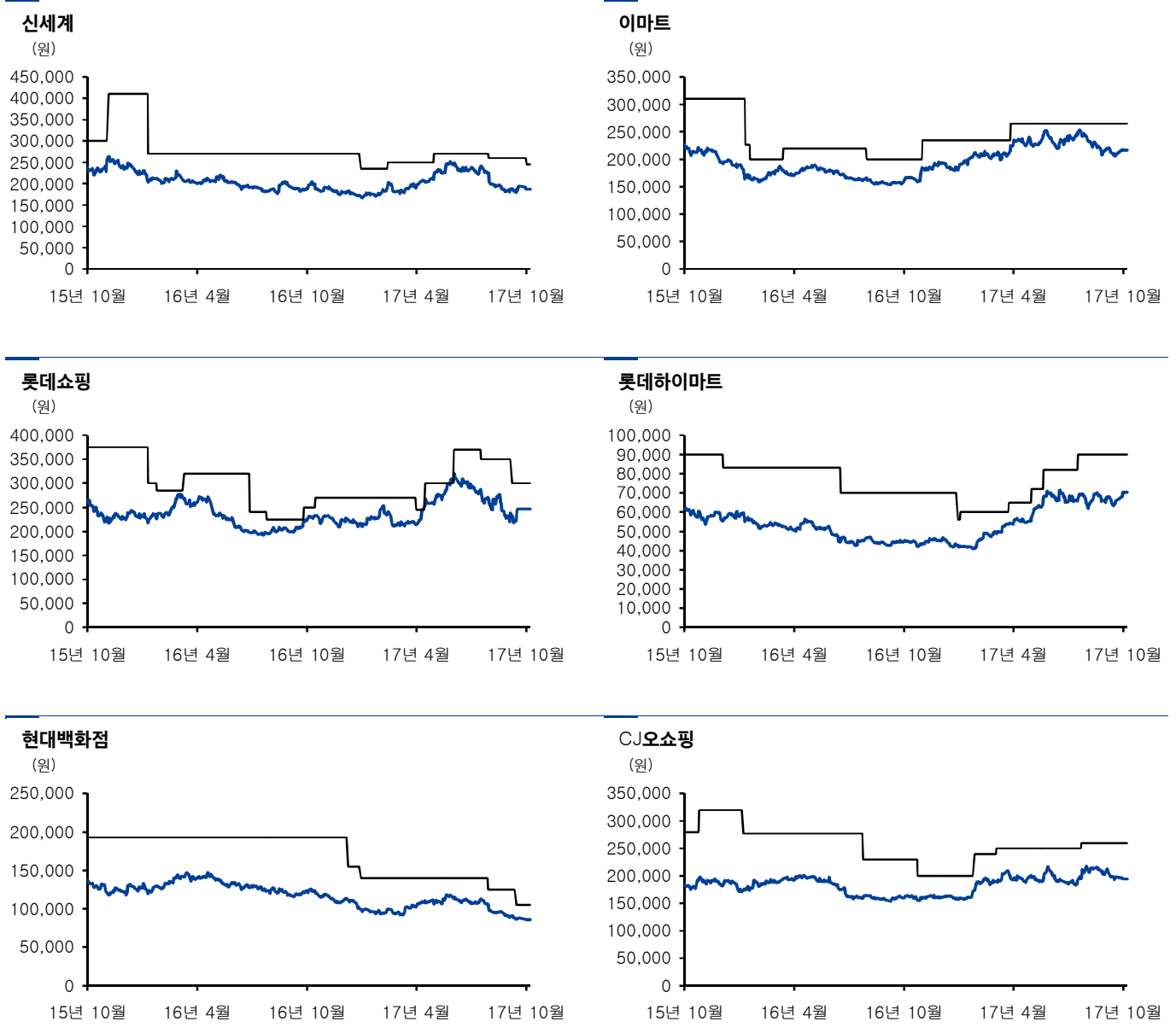
(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	1,640.3	1,850.9	1,987.3	1,923.5	7,402.0	1,845.8	2,088.4	2,218.4	2,134.2	8,288.3
편의점	1,203.2	1,401.1	1,519.5	1,479.0	5,602.7	1,382.0	1,601.3	1,714.0	1,654.7	6,352.0
슈퍼마켓	353.6	357.8	377.9	335.1	1,424.4	354.5	365.8	379.0	330.8	1,430.1
호텔	42.0	54.7	46.9	65.5	209.1	52.8	56.5	51.0	73.0	230.8
기타	41.5	37.3	43.0	43.9	165.8	56.5	64.8	74.3	75.8	275.5
영업이익	26.5	67.9	85.3	38.4	218.1	26.1	53.1	75.9	38.1	195.6
편의점	26.2	68.1	79.5	39.4	213.2	31.7	64.2	81.1	40.9	217.9
슈퍼마켓	(0.7)	(3.0)	1.1	(13.5)	(16.1)	(1.5)	(4.3)	1.2	(12.1)	(14.3)
호텔	(0.1)	4.7	0.2	7.1	11.9	4.4	(0.8)	(0.4)	15.8	19.0
기타	1.1	(1.9)	4.5	5.4	9.1	(8.5)	(6.0)	(6.0)	(6.5)	(27.0)
세전이익	25.3	66.0	84.7	188.6	364.6	30.2	52.6	75.4	39.0	197.2
당기순이익	18.9	50.1	63.7	140.7	273.4	23.5	41.2	56.6	26.6	147.9
이익률 (%)										
영업이익	1.6	3.7	4.3	2.0	2.9	1.4	2.5	3.4	1.8	2.4
세전이익	1.5	3.6	4.3	9.8	4.9	1.6	2.5	3.4	1.8	2.4
당기순이익	1.2	2.7	3.2	7.3	3.7	1.3	2.0	2.5	1.2	1.8
성장률 (%)										
매출액	23.8	18.0	15.3	16.1	18.0	12.5	12.8	11.6	11.0	12.0
편의점	26.6	20.0	17.6	19.0	20.4	14.9	14.3	12.8	11.9	13.4
슈퍼마켓	5.1	(1.5)	0.9	6.4	2.5	0.3	2.2	0.3	(1.3)	0.4
기타	9.2	0.5	4.9	18.3	8.2	36.1	73.7	72.9	72.6	66.2
영업이익	(33.3)	(2.4)	9.8	(0.9)	(3.4)	(1.5)	(21.8)	(11.1)	(0.8)	(10.3)
세전이익	(39.4)	(4.2)	9.3	467.1	64.7	19.4	(20.2)	(10.9)	(79.3)	(45.9)
당기순이익	(39.1)	(4.6)	8.3	489.4	64.5	24.3	(17.8)	(11.2)	(81.1)	(45.9)

자료: GS리테일, 삼성증권 추정

Compliance Notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 11일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

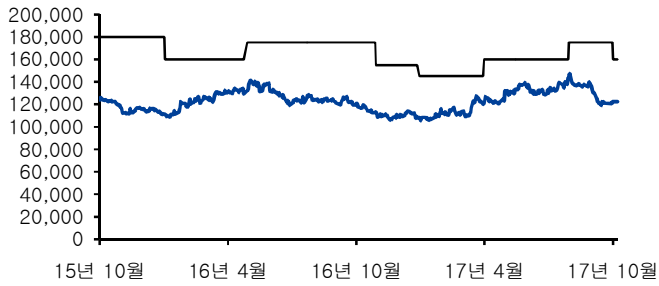
2년간 목표주가 변경 추이



2년간 목표주가 변경 추이

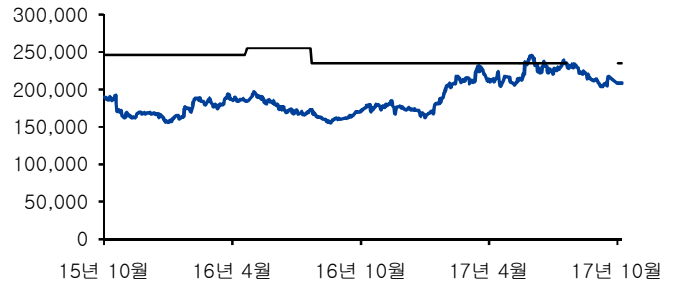
현대홈쇼핑

(원)



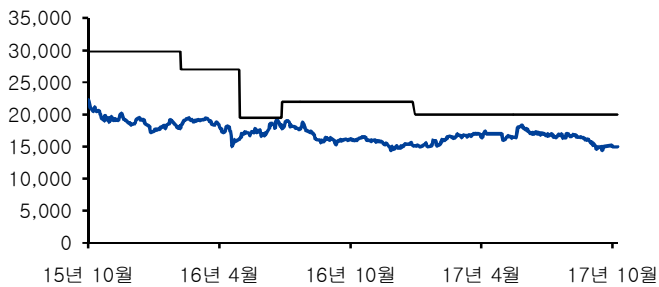
GS홈쇼핑

(원)



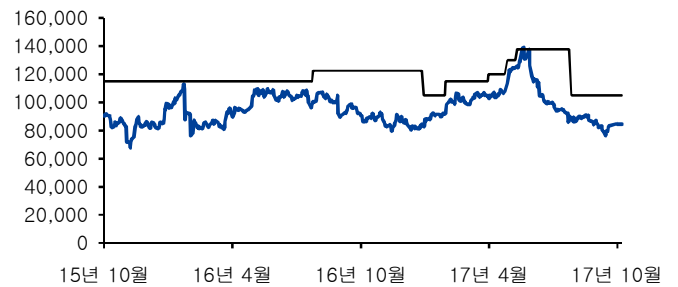
엔에스쇼핑

(원)



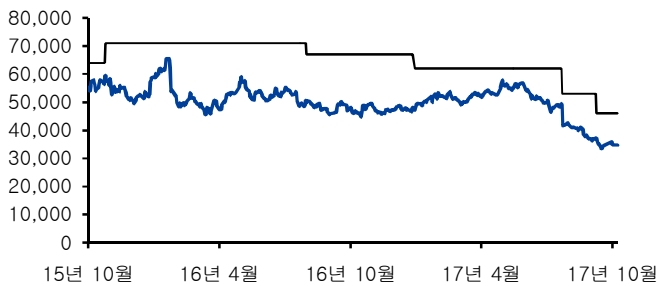
BGF리테일

(원)



GS리테일

(원)



최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

신세계

일 자	2015/7/29	11/15	2016/1/21	2017/1/9	2/23	5/11	8/10	10/12
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	300,000	410,000	270,000	235,000	250,000	270,000	260,000	245,000
과리율 (평균)	(21.67)	(41.72)	(27.39)	(24.93)	(22.54)	(13.32)	(27.03)	
과리율 (최대or최소)	(14.83)	(35.49)	(14.63)	(19.36)	(14.60)	(6.85)	(21.54)	

이마트

일 자	2015/6/8	2016/1/21	1/29	3/24	8/10	11/11	2017/4/7
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	310,000	227,000	200,000	220,000	200,000	235,000	265,000
과리율 (평균)	(28.95)	(25.46)	(14.50)	(20.61)	(19.75)	(16.06)	
과리율 (최대or최소)	(19.84)	(24.23)	(6.00)	(13.86)	(7.75)	(8.51)	

롯데하이마트

일 자	2015/5/8	12/15	2016/6/28	2017/1/9	1/13	4/4	5/12	6/1	7/28
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	90,000	83,000	70,000	56,000	60,000	65,000	72,000	82,000	90,000
과리율 (평균)	(26.65)	(35.59)	(36.34)	(24.97)	(22.11)	(14.92)	(13.03)	(17.28)	
과리율 (최대or최소)	(6.67)	(27.23)	(32.57)	(24.29)	(10.17)	(12.46)	(9.72)	(12.68)	

롯데쇼핑

일 자	2016/1/21	2/4	3/21	7/8	8/5	10/6	10/25	2017/4/11	4/26	6/13	7/28	9/18
투자 의견	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	300,000	285,000	320,000	240,000	225,000	250,000	270,000	245,000	300,000	370,000	350,000	300,000
과리율 (평균)	(22.91)	(11.77)	(25.83)	(18.23)	(9.58)	(9.08)	(17.37)	(6.18)	(7.61)	(19.83)	(27.46)	
과리율 (최대or최소)	(21.00)	(2.63)	(15.00)	(16.04)	(3.33)	(7.00)	(5.93)	2.45	2.83	(13.24)	(20.71)	

현대백화점

일 자	2015/3/25	2016/3/25	12/18	2017/1/9	8/9	9/25
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	193,000	193,000	155,000	140,000	125,000	105,000
과리율 (평균)	(28.14)	(34.56)	(30.46)	(25.28)	(25.16)	
과리율 (최대or최소)	(13.73)	(23.58)	(28.06)	(15.36)	(19.20)	

CJ 오쇼핑

일 자	2015/8/4	11/5	2016/1/18	8/4	11/3	2017/2/6	3/14	8/3
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	280,000	320,000	277,000	230,000	200,000	240,000	250,000	260,000
과리율 (평균)	(32.58)	(41.51)	(33.24)	(30.31)	(19.51)	(21.25)	(21.84)	
과리율 (최대or최소)	(27.25)	(37.94)	(27.33)	(28.39)	(14.00)	(18.17)	(13.20)	

현대홈쇼핑

일 자	2015/2/11	2016/1/13	5/9	11/8	2017/1/9	4/11	8/10	10/12
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	180,000	160,000	175,000	155,000	145,000	160,000	175,000	160,000
과리율 (평균)	(30.89)	(22.46)	(28.27)	(29.02)	(21.96)	(17.85)	(24.59)	
과리율 (최대or최소)	(21.39)	(15.94)	(19.14)	(26.45)	(12.07)	(10.00)	(15.71)	

GS 홈쇼핑

일 자	2015/7/15	2016/5/2	8/2
투자 의견	BUY	BUY	BUY
TP (원)	246,000	255,000	235,000
과리율 (평균)	(26.47)	(30.09)	
과리율 (최대or최소)	(16.18)	(22.75)	

엔에스쇼핑

일 자	2015/4/17	2016/2/18	5/10	7/8	2017/1/9	7/6
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	29,800	27,000	19,500	22,000	20,000	20,000
과리율 (평균)	(29.34)	(31.92)	(9.85)	(25.97)	(17.34)	
과리율 (최대or최소)	(11.07)	(27.78)	(1.28)	(13.41)	(8.25)	

BGF 리테일

일 자	2015/8/13	2016/8/4	2017/1/9	2/9	4/11	5/8	5/20	8/7
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	115,068	122,573	105,000	115,000	120,000	130,000	138,000	105,000
과리율 (평균)	(18.64)	(25.29)	(14.45)	(10.80)	(12.03)	(5.10)	(20.90)	
과리율 (최대or최소)	(1.52)	(12.25)	(11.90)	(6.96)	(8.75)	(3.85)	1.09	

GS 리테일

일 자	2015/8/6	11/5	2016/8/11	2017/1/9	8/2	9/19
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	64,000	71,000	67,000	62,000	53,000	46,000
과리율 (평균)	(6.40)	(25.33)	(28.85)	(16.06)	(25.04)	
과리율 (최대or최소)	4.38	(7.61)	(24.78)	(6.61)	(19.43)	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업		산업	
BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준	OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외	NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하	UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2017년 9월 30일 기준

매수 (82.2%) | 중립 (17.8%) | 매도 (0%)



삼성증권주식회사
06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호
1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수
080 911 0900

samsung **POP**.com

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM