

유통 | 비중확대(유지)

## 업태간 Valuation Gap 메우기!

백화점, 홈쇼핑의 Valuation 회복과 편의점의 약세를 예상한다. 백화점, 홈쇼핑은 낮은 성장성 부담으로 주당순 자산가치 및 영업가치 할인이 큰 폭으로 유지되었으나 영업실적 회복 가능성이 높아지고 있으며, 편의점은 담배 값 인상이후 10%대의 성장세 복귀로 높은 할증에 대한 부담이 커졌기 때문이다. 백화점은 프리미엄아울렛사업 효율이 높아지고 있으며, 홈쇼핑은 업체별 5,000~7,000 억원 순현금 보유에 대한 가치가 부각되고 있다.

### 유통업태간 Valuation : 편의점 하향, 백화점 등의 저 PBR 주 회복세

백화점, 할인점 및 홈쇼핑 등 오프라인 유통업종의 Valuation 수준 회복과 함께 그동안 높은 성장성으로 P/E 기준 30 배 이상의 고평가 상태가 유지되었던 편의점의 약세가 이어지고 있다. 이는, ① 백화점, 홈쇼핑의 실적부진폭이 더 이상 확대되지 않고, ② 순자산가치 훼손 가능성이 다른 산업에 비해 제한적이며, ③ 대부분의 유통업태가 자금 조달능력이 우수해 모바일과의 격전에서도 경쟁력을 유지할 수 있기 때문이다. 또한 편의점의 '16년 이후 성장성이 10%대로 급락해 높은 벨류에이션에 대한 정당성이 회복되었고, BGF 리테일의 관계사 사업 인수로 인해 계열사 지원에 대한 우려가 촉발되었기 때문이다.

### 결국 실적이지만 백화점과 홈쇼핑의 안정성 높아

오프라인 유통업태 Valuation 하향 원인은 모바일과의 경쟁 피로도 증가 및 성장성 훼손에서 찾을 수 있지만 자금 조달능력이 좋고 신규사업 진입에 대한 빠른 능력을 보유하고 있어 벨류에이션 하향 가능성은 제한적일 것으로 판단한다. 또한 홈쇼핑의 경우 대부분의 업체가 5,000~7,000 억원 수준의 순현금을 보유하고 있어 실질적인 Valuation 부담은 낮을 것으로 판단한다. 정체되었던 패션수요가 회복할 경우 빠른 영업 레버리지를 보여줄 수 있어 10~11 배 수준 P/E는 이전의 13~15 배 수준으로 상승할 수 있을 전망이다.

### 업태간 Valuation Gap 지속 축소

유통 11개사의 시가총액을 고려한 '16년 예상 영업실적 기준 P/E는 16.3 배이지만 롯데쇼핑이 최근 수익성 훼손에도 불구하고 호텔롯데 상장과 높아진 자산건전성 평가를 바탕으로 주가 상승세가 이어졌다라는 점을 감안할 때 추가 상승 가능성은 제한적인 것으로 판단한다. PBR의 경우 BGF 리테일이 5.4 배를 기록하고 있어 전체 수준의 상승을 견인한 것으로 보이며, 향후 큰 폭의 변화 가능성은 낮을 전망이다. 백화점은 프리미엄아울렛 성장에 힘입어 벨류에이션의 점진적인 상향이 가능하며, 홈쇼핑 또한 우상향 트렌드가 예상된다. 반면, 편의점은 출점지속 및 영업효율 개선에도 불구하고 Valuation 부담이 예상된다. 이를 고려할 때 현대백화점, GS 홈쇼핑, 현대홈쇼핑 등의 주가 우상향과 BGF 리테일, GS 리테일의 주가 정체를 예상한다.

### Compliance Notice

- 작성자(김기영)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계(6개월 기준) 25%이상→ 적극매수 / 10%~25%→ 매수 / -10%~+10%→ 중립 / -10%미만→ 매도

### Spot Comment

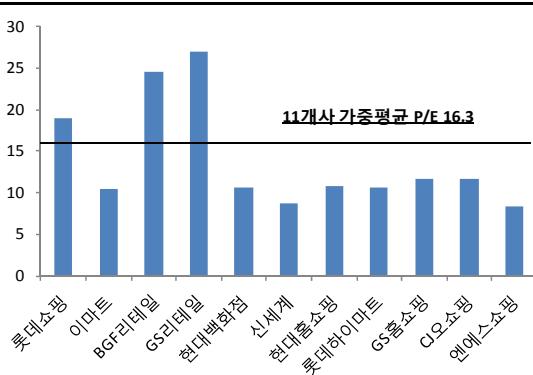
| 업체별 영업실적(2016년) 추정 및 Valuation |         |         |       |       |      |     |      | (단위: 억원, 배, %) |
|--------------------------------|---------|---------|-------|-------|------|-----|------|----------------|
| 종목                             | 시기총액    | 매출액     | 영업이익  | 순이익   | P/E  | PBR | ROE  | EV/EBITDA      |
| 롯데쇼핑                           | 87,387  | 309,900 | 9,041 | 4,624 | 18.9 | 0.5 | 2.8  | 6.5            |
| 이마트                            | 50,176  | 40,250  | 1,718 | 1,191 | 10.4 | 0.7 | 6.6  | 8.1            |
| BGF리테일                         | 41,992  | 49,164  | 2,059 | 1,717 | 24.5 | 5.4 | 20.5 | 12.4           |
| GS리테일                          | 38,077  | 69,950  | 2,590 | 1,409 | 27.0 | 2.0 | 7.7  | 8.3            |
| 현대백화점                          | 32,997  | 19,220  | 4,177 | 3,107 | 10.6 | 0.9 | 8.7  | 7.8            |
| 신세계                            | 21,856  | 15,690  | 1,887 | 1,361 | 8.7  | 0.7 | 8.4  | 10.8           |
| 현대홈쇼핑                          | 15,060  | 9,304   | 1,233 | 1,391 | 10.8 | 1.1 | 10.3 | 4.4            |
| 롯데하이마트                         | 12,748  | 40,250  | 1,718 | 1,191 | 10.7 | 0.7 | 6.5  | 8.2            |
| GS홈쇼핑                          | 12,068  | 11,390  | 1,252 | 1,044 | 11.6 | 1.2 | 10.6 | 2.1            |
| CJ오쇼핑                          | 11,660  | 18,172  | 1,770 | 1,000 | 11.6 | 1.5 | 13.2 | 7.1            |
| 엔에스쇼핑                          | 6,436   | 4,286   | 968   | 762   | 8.4  | 1.6 | 21.5 | 3.2            |
|                                | 330,457 |         |       |       | 16.3 | 1.5 | 8.7  | 7.9            |

자료 : SK 증권 추정 FnGuide

주 : BGF 리테일 CJ 오쇼핑 엔에스쇼핑은 FnGuide Consensus 기준 CJ 오쇼핑은 일회성이익 제거 P/E, PBR, ROE, EV/EBITDA는 시기총액 기중평균임

#### 유통업종 추정 P/E

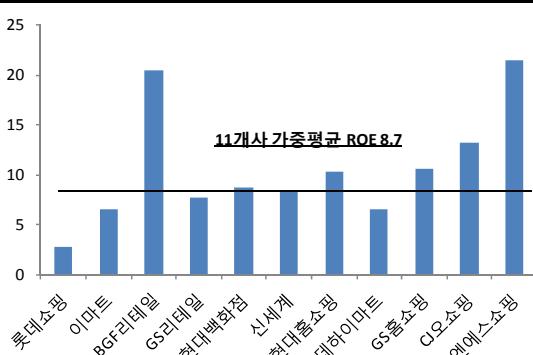
(단위 : 배)



자료 : SK 증권 추정

#### 유통업종 추정 ROE

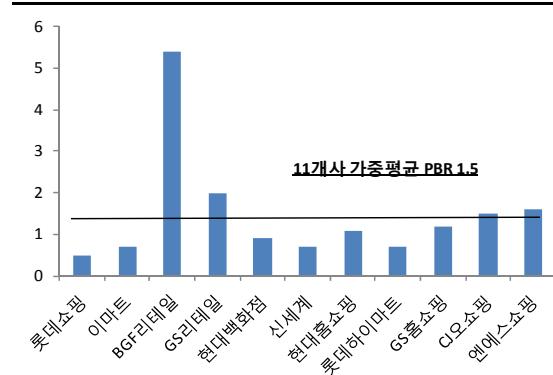
(단위 : %)



자료 : SK 증권 추정

#### 유통업종 추정 PBR

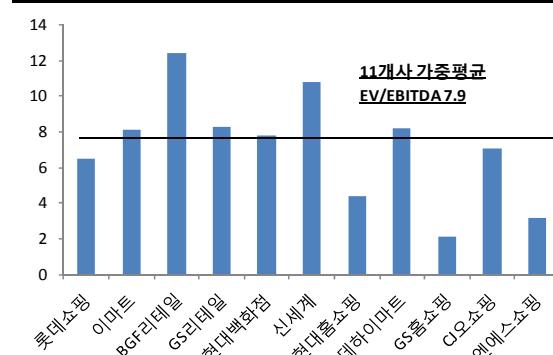
(단위 : 배)



자료 : SK 증권 추정

#### 유통업종 추정 EV/EBITDA

(단위 : 배)



자료 : SK 증권 추정