

유통 | 비중확대(유지)

업태간 Valuation Gap 메우기!

백화점, 홈쇼핑의 Valuation 회복과 편의점의 약세를 예상한다. 백화점, 홈쇼핑은 낮은 성장성 부담으로 주당순자산가치 및 영업이익치 할인이 큰 폭으로 유지되었으나 영업실적 회복 가능성이 높아지고 있으며, 편의점은 담배값 인상이슈 이후 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 자금조달능력이 우수해 모바일과의 격전에서도 경쟁력을 유지할 수 있기 때문이다. 또한 편의점의 '16 년 이후 성장성이 10%대로 급락해 높은 밸류에이션에 대한 정당성이 희석되었고, 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 자금조달능력이 좋고 신규사업 진입에 대한 빠른 능력을 보유하고 있어 밸류에이션 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/E 는 이전의 13~15 배 수준으로 상승할 수 있을 전망이다.

업태간 Valuation Gap 지속 축소

유통 11 개사의 시가총액을 고려한 '16 년 예상 영업실적 기준 P/E 는 16.3 배이지만 롯데쇼핑이 최근 수익성 훼손에도 불구하고 호텔롯데 상장과 높아진 자산건전성 평가를 바탕으로 주가 상승세가 이어졌다는 점을 감안할 때 주가 상승 가능성은 제한적인 것으로 판단한다. PBR 의 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 밸류에이션의 점진적인 향상이 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

- 작성재(김기영)는 본 조사분석자료에 기재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 본 보고서의 발간시점에 해당종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계(6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

Spot Comment

업체별 영업실적(2016년) 추정 및 Valuation

(단위: 억원, 배, %)

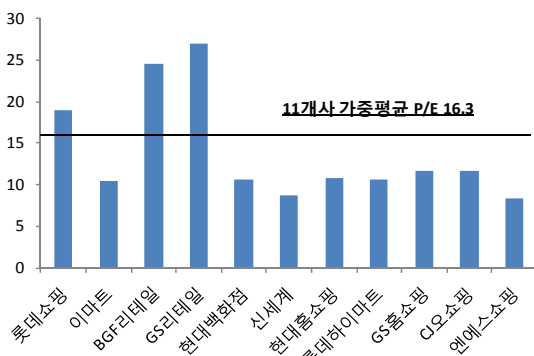
종목	시가총액	매출액	영업이익	순이익	P/E	PBR	ROE	EV/EBITDA
롯데쇼핑	87,387	309,900	9,041	4,624	18.9	0.5	2.8	6.5
이마트	50,176	40,250	1,718	1,191	10.4	0.7	6.6	8.1
BGF리테일	41,992	49,164	2,059	1,717	24.5	5.4	20.5	12.4
GS리테일	38,077	69,950	2,590	1,409	27.0	2.0	7.7	8.3
현대백화점	32,997	19,220	4,177	3,107	10.6	0.9	8.7	7.8
신세계	21,856	15,690	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/EBITDA 는 시가총액 가중평균임

유통업종 추정 P/E

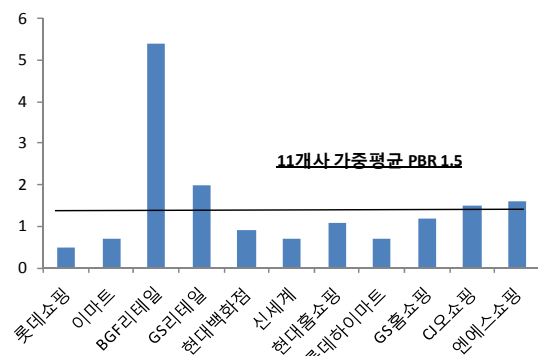
(단위: 배)



자료: SK 증권 추정

유통업종 추정 PBR

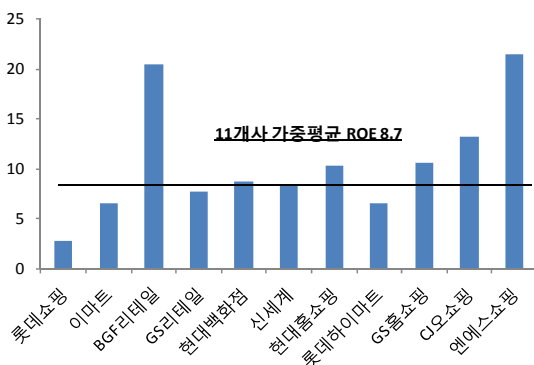
(단위: 배)



자료: SK 증권 추정

유통업종 추정 ROE

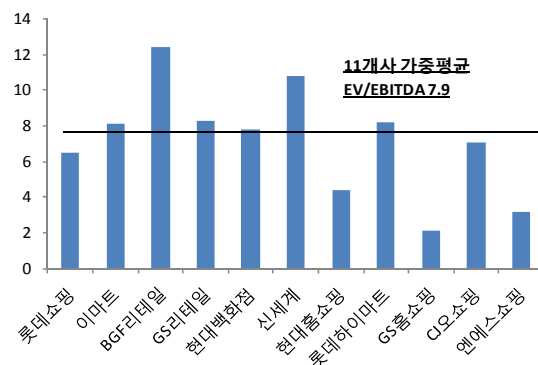
(단위: %)



자료: SK 증권 추정

유통업종 추정 EV/EBITDA

(단위: 배)



자료: SK 증권 추정