

20181011

# SK INDUSTRY ANALYSIS

**유통/레저**

## 한 번은 짚고 가야 할 valuation

유통-미디어-레저. 손윤경, CFA / 3773-8477



# SK INDUSTRY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

## 유통/레저

### 한 번은 짚고 가야 할 valuation

대부분 유통업체들의 주가가 충분히 하락한 만큼, 유통업종 주가는 추가 하락보다는 반등 가능성이 큼. 그러나 대부분의 투자자들이 유통업종에 대해 가파른 실적 개선을 기대하고 있지 않아 주가의 반등 폭은 제한될 전망이다. 오히려 중국의 소비 위축 우려가 부각되고 있어 단기 주가 회복이 쉽지 않을 것으로 보이는 면세점이 장기 관점에서는 더 매력적. 면세점의 핵심 수요인 중국의 소비는 중/단기 부침이 있더라도 여전히 절대적으로 높은 수준의 성장이 이어지고 있기 때문.

### 오랜 기간의 주가 조정으로 가격 매력 발생: 그러나 반등 폭은 제한적일 것

2018 년 유통업종은 면세점을 제외하고 대부분 부진했다. 2018 년 상반기 인상적인 주가 상승을 기록했던 면세점마저 6 월 급락 이후 이렇다 할 반등이 없다. 유통업체 대부분의 주가가 충분히 하락한 만큼, 유통업종 주가는 추가 하락보다는 반등 가능성이 높다. 그러나 대부분의 투자자들이 유통업종에 대해 가파른 실적 개선을 기대하고 있지 않아 주가의 반등 폭은 제한될 전망이다. 즉, 실적 개선과 함께 valuation premium 도 확대되며 주가가 큰 폭으로 상승하기 보다는 저평가를 해소할 만한 수준에서 반등이 멈출 가능성이 커 보인다.

### 대형마트/백화점/홈쇼핑은 낮은 valuation 이 지속될 것

출점 및 영업시간 규제가 시작되며 오랜 기간의 실적 부진을 경험한 대형마트와 일본과 미국에서 시장 규모가 축소되는 것을 본 백화점, 그리고 TV 시청률의 하락이 가시화되며 사업의 지속 가능성에 대한 우려가 제기되고 있는 홈쇼핑의 valuation 은 단기적으로 실적 개선이 감지되거나 타 업종 대비 안정성이 부각되더라도 premium 이 확장되기 어려워 보인다. 이들 업체에 대한 투자자들의 부정적인 인식을 바꿀 수 있는 요소가 감지되고 있지 않기 때문이다.

### 단기 악재에 노출되어 있지만,

### 면세점의 valuation premium 은 다시 확대될 수 있을 것

전통적인 유통업체의 valuation 은 premium 을 확대하기 어렵지만, 면세점은 valuation premium 확대가 가능할 전망이다. 상반기 가파르게 상승했던 면세점 주가 역시 하반기에는 크게 하락했다. 중국 소비 위축에 대한 우려가 확산되며 Valuation premium 이 축소된 것이다. 당사는 면세점 업체의 구조적인 성장 스토리는 여전히 valuation premium 이 다시 확대될 가능성이 높다고 판단한다. 면세점 업체의 주요 고객인 중국인의 출국수요는 단기 부침이 있더라도 구조적인 성장이 가능할 것이기 때문이다. 따라서 단기 악재가 부각되고 있어 단기 반등은 상대적으로 쉽지 않을 수 있으나, 장기 관점에서 현 시점은 면세점의 고성장을 저렴하게 매수할 수 있는 기회라는 판단이다.

### 온라인 쇼핑 역시 아직은 기대감이 남아 있는 단계

온라인 쇼핑 역시 투자자들에게 성장에 대한 기대감을 제공할 수 있는 분야다. 모바일 환경이 개선되며 쇼핑은 더 빠르게 오프라인에서 온라인으로 이동하고 있다. 따라서 온라인 쇼핑에서 의미있는 성과를 낼 수 있는 업체에는 높은 valuation premium 적용이 가능하다. 그러나 대부분의 유통업체들은 온라인 사업을 신규 성장 동력으로 보기 보다는 기존 오프라인 사업의 성장 둔화를 보완하는 채널 정도로 보고 있다. 따라서 유통업체들의 온라인 사업에 대해 적극적으로 가치를 부여하기 어렵다. 그러나 이마트는 다른 유통업체들과 달리, 온라인 사업을 독립적인 사업으로 인지하고 이를 확대하기 위해 적극적인 모습이다. 아직까지 구체적인 전략이 공개되지 않았으나, 이마트는 온라인 사업을 통해 valuation premium 이 확대되며 주가가 추세적인 상승을 보여줄 기회가 남아 있다.

# Contents

1. 충분한 조정, 그렇다면 반등은 어디까지?	3
2. 투자자들이 동의하는 유통: 오프라인 유통업 성장 둔화	8
3. 투자자의 동의가 아직 이루어지지 않은 유통	14
4. 개별 기업 분석	22

호텔신라

신세계

이마트

현대백화점

코웨이

하나투어

GS 리테일

BGF 리테일

GS 홈쇼핑

현대홈쇼핑

엔에스쇼핑

롯데쇼핑

롯데하이마트

## Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	93.08%	중립	6.92%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 충분한 조정, 그렇다면 반등은 어디까지?

2018 년 유통업종은 면세점을 제외하고 대부분 부진했다. 2018 년 상반기 인상적인 주가 상승을 기록했던 면세점 마저 6 월 급락 이후 이렇다 할 반등이 없었다. 대부분의 주가가 충분히 하락한 만큼, 연말까지 유통업종은 추가 주가 하락보다는 상승 가능성이 높아 보인다. 그러나 대부분의 투자자들이 유통업종에 대해 가파른 실적 개선을 기대하고 있지 않고 있어 주가의 반등 폭은 제한된 수준에 그칠 전망이다. 즉, 실적 개선과 함께 valuation premium 이 확대되며 주가가 크게 상승하기 보다는 저평가를 해소할 만한 수준에서 반등이 멈출 가능성이 커 보인다.

대부분의 투자자들이 공통적으로 유통 업황을 부정적으로 보고 있으나, 면세점과 온라인 사업에 대해서는 시각이 엇갈린다. 투자자들간의 성장성 및 수익성에 대한 이견은 주가의 추가 상승 혹은 추가 하락의 가능성이 있음을 의미한다. 당사는 면세점 및 온라인 사업에 대해 평균적인 투자자들보다 긍정적인 시각을 보유하고 있다. 즉 당사는 면세점과 온라인 사업의 가치가 해당 업체들의 주가에 과소 평가되어 있다는 판단이다.

따라서 당사는 대부분의 유통업체들 주가가 박스권의 변동할 것으로 전망하지만, 면세점과 온라인 사업을 적극적으로 확장하고 있는 업체들의 주가는 장기 추세적인 상승이 가능할 것으로 전망한다. 면세점 업체인 호텔신라와 신세계, 그리고 온라인 사업을 적극적으로 추진하고 있는 이마트를 업종 내 Top-picks 로 추천한다. 덧붙여 신규 면세점 오픈을 앞두고 있는 현대백화점에 대해서도 긍정적인 관점의 접근이 필요하다는 판단이다. 신세계가 백화점에서 면세점으로 사업 영역 확장에 성공한 사례에 비추어 볼 때, 현대백화점 역시 일정 수준의 성과를 보여줄 가능성이 높기 때문이다. 면세점 사업의 경쟁력을 결정하는 요인이 초기 소싱 역량과 규모의 경제에 도달할 때까지의 자금력, 그리고 재고관리 역량인데, 백화점 업체들은 앞의 두 요소를 보유하고 있어 소기에 성과를 달성할 수 있는 것으로 판단된다.

한편, 본 보고서에서는 유통업에 대해 투자자들이 대부분 동의하고 있는 내용을 정리해 보았고 이를 기초로 각 업체별로 적용가능 한 valuation 수준을 정리해 보았다. 또한 투자자들 사이에 이견이 있는 면세점 사업과 온라인 사업에 대해서도 당사가 일부 투자자들의 우려와 달리 긍정적으로 보는 이유를 정리했고, 이를 기초로 적용할 수 있는 valuation 수준에 대해 정리해 보았다. 각 업체 및 업체에 적용한 valuation 은 p.5 부터 정리해 높은 표를 통해 확인할 수 있다.

#### 목표주가/투자의견 현황

	현재주가	목표주가		투자의견		목표주가/현재주가	핵심 사업영역
	10월 8일 종가	현재	이전	현재	이전	과리율	
호텔신라	92,200	155,000	155,000	매수	매수	68.1%	국내 면세점 국내 호텔 해외 면세점
신세계	301,000	440,000	440,000	매수	매수	46.2%	국내 백화점 국내 면세점
이마트	215,000	290,000	410,000	매수	매수	34.9%	국내 할인점/슈퍼마켓 국내 온라인 쇼핑
현대백화점	93,800	135,000	135,000	매수	매수	43.9%	국내 백화점 국내 면세점 준비 중
코웨이	85,200	110,000	130,000	매수	매수	29.1%	국내 생활용품 렌탈 해외 생활용품 렌탈
하나투어	65,300	100,000	160,000	매수	매수	53.1%	내국인 대상 해외 여행업 국내 호텔
GS리테일	37,950	50,000	50,000	매수	매수	31.8%	국내 편의점/슈퍼마켓 국내 호텔 및 오피스 빌딩 운영
BGF리테일	201,000	200,000	200,000	중립	중립	-0.5%	국내 편의점
GS홈쇼핑	211,900	250,000	250,000	매수	매수	18.0%	국내 홈쇼핑 국내 모바일 쇼핑
현대홈쇼핑	107,000	145,000	145,000	매수	매수	35.5%	국내 홈쇼핑
엔에스쇼핑	12,350	16,000	20,500	매수	매수	29.6%	국내 홈쇼핑
롯데쇼핑	205,000	260,000	340,000	매수	매수	26.8%	국내 백화점/할인점/슈퍼마켓
롯데하이마트	65,500	83,000	86,000	매수	매수	26.7%	국내 전자제품 전문 판매

자료: SK 증권

## 업체별 주요 사업부 적용 Valuation 수준 및 향후 상향 가능성 점검

	적용 multiple 등	추가 Multiple 상향 가능성 유무 등
호텔신라	국내/외 면세점: PSR = 0.6x 국내 호텔: EV/nopat = 9.0x 순차입 3,500억원	- 면세점은 상대적으로 낮은 수준의 PSR을 적용 - 중국 소비가 급격히 부진해지지만 않는다면 면세점 사업의 valuation premium 상승 여력은 충분
신세계	국내 백화점: EV/nopat=12.0x 국내 면세점: PSR = 1.0x 온라인 사업: PSR = 0.5x(수수료 기반의 영업형태) 순차입 2조 8,000억원	- 백화점 및 온라인 사업에 의한 가치 확대 가능성은 상대적으로 낮음 (온라인 사업에 대한 집중도가 낮기 때문) - 면세점의 valuation은 충분히 부여. 가치를 추가로 반영하기 위해서는 예상을 초과하는 면세점 매출 성장이 필요
이마트	국내 할인점: EV/nopat = 12.0x 국내 창고형 할인점: EV/nopat = 20.0x 국내 슈퍼마켓: PSR = 0.15x 국내 온라인 쇼핑: PSR = 2.5x 국내 쇼핑몰: EV/nopat = 20.0x 순차입 3조원	- 온라인 사업의 확장 여부에 따라 추가 valuation premium 부여가 가능할 것
현대백화점	국내 백화점: EV/nopat = 12.0x 국내 면세점 준비 중. 가치 반영 = 0	- 면세점 사업의 성공 가능성이 높아질 경우, valuation premium 확대가 가능할 것
코웨이	국내/외 생활용품 렌탈 및 판매: EV/nopat = 22.5x (오버행 이슈가 지속되는 점을 반영) 순차입 8,500억원	- 오버행 이슈가 해소되기 전까지는 valuation premium이 확대되기 쉽지 않음
하나투어	국내외 여행업 관련 사업 PER = 25x	- 국내외 여행업 모두가 부정적인 업황에 놓여 있음 - 원화가치의 안정과 일본 및 주요 여행지의 자연재해가 추가적으로 발생하지 않을 때 valuation premium이 확대될 것
GS리테일	국내 편의점: EV/nopat = 22.5x 국내 슈퍼마켓: PSR = 0.15x 국내 호텔 및 오피스 빌딩: EV/nopat = 15.0x 순차입금 8,500억원	- 편의점 카드수수료 인하 등이 현실화될 경우, valuation 레벨이 한 단계 올라갈 수 있음. 수익성을 개선시키는 요인이기 때문 - 그러나 출점을 통한 성장 재개와 이에 따른 valuation premium 확대를 위해서는 인건비 등 주요 비용의 안정에 대한 신뢰가 형성되어야 함
BGF리테일	국내 편의점: EV/nopat = 22.5x 순현금 2,600억원	- 편의점 카드수수료 인하 등이 현실화될 경우, valuation 레벨이 한 단계 올라갈 수 있음. 수익성을 개선시키는 요인이기 때문 - 그러나 출점을 통한 성장 재개와 이에 따른 valuation premium 확대를 위해서는 인건비 등 주요 비용의 안정에 대한 신뢰가 형성되어야 함
GS홈쇼핑	국내 홈쇼핑 & 모바일 쇼핑: EV/nopat = 8.0x 순현금 7,000억원	- 홈쇼핑의 실적이 개선되더라도 valuation premium 확장은 쉽지 않을 듯. TV기반의 홈쇼핑 사업이 궁극적으로 성장이 쉽지 않고, 수익성 또한 지속적으로 보장할 수 없기 때문 - valuation premium이 확대되기 위해서는 모바일 쇼핑 사업에 대해 투자자들의 재평가가 있어야 할 것
현대홈쇼핑	국내 홈쇼핑: EV/nopat = 7.2x (상대적으로 낮은 배당 성향 고려) 순현금 8,000억원	- 홈쇼핑의 실적이 개선되더라도 valuation premium 확장은 쉽지 않을 듯. TV기반의 홈쇼핑 사업이 궁극적으로 성장이 쉽지 않고, 수익성 또한 지속적으로 보장할 수 없기 때문 - valuation premium이 확대되기 위해서는 주주가치 재고 노력이 필요해 보임
엔에스쇼핑	국내 홈쇼핑: EV/nopat = 7.2x (자회사 지원 부담 고려) 순차입 2,400억원	- 홈쇼핑의 실적이 개선되더라도 valuation premium 확장은 쉽지 않을 듯. TV기반의 홈쇼핑 사업이 궁극적으로 성장이 쉽지 않고, 수익성 또한 지속적으로 보장할 수 없기 때문 - valuation premium이 확대되기 위해서는 보유 부동산의 개발이 시작되어야 할 것
롯데쇼핑	보유 부동산 및 기타 유형자산을 기초로 평가 순차입 4조 9,000억원	- 수익가치 회복에 대한 신뢰가 아직 충분히 형성되지 않음 - 내수에 집중된 사업 구조인 만큼 온라인 사업에서 기회를 찾기 전까지 valuation premium 확대는 쉽지 않을 것
롯데하이마트	국내 전자제품 전문 판매: PER = 12.0x	- 제한된 사업 구조로 높은 valuation premium을 확보하기 어려움

자료: SK 증권

## 각 업태별 적정 valuation 적용(1)

업태별 성장성 및 경쟁 상황, 그리고 이를 고려한 적정 valuation		업태별 적용 valuation	순차입금 고려 여부
면세점	<p>성장성: 장기적인 과정에서 중국의 경제 성장과 함께 고성장 지속 가능</p> <p>경쟁: 국내 업체간 경쟁심화 지속, 이전보다 기업별로 얻어가는 수혜는 작아질 수 있음</p> <p>2016년 이후 1위 사업자였던 롯데면세점의 부진이 신세계 등 신규 사업자가 빠르게 자리잡는데 기여</p> <p>2018년 추가 오픈하는 신세계센트럴시티점과 현대백화점 무역점 등은 2016년 신세계의 경우보다는 자리잡기가 쉽지 않을 듯</p> <p>Valuation: 국내 사업자들의 경쟁심화가 예상됨에도 불구하고 아직은 성장에 대한 믿음이 남아있음</p> <p>글로벌 사업자와 국내 전용 사업자간 valuation차이는 당분간 뚜렷이 나타나지 않을 것</p>	PSR=1	고려 o
온라인 쇼핑	<p>성장성: 모바일을 통한 거래가 급격히 증가하는 모습, 아직 온라인으로 이동할 오프라인 거래가 많음</p> <p>경쟁: 온라인 쇼핑 시장에서의 경쟁은 플랫폼과 중소 사업자, 대형 유통업체가 경쟁</p> <p>온라인 쇼핑 사업의 핵심 경쟁력은</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 소비자를 확보한 온라인 플랫폼 보유 여부</li> <li>2) 온라인의 주문을 원활히 처리할 수 있는 상품 소싱 및 물류 시스템 확보 여부</li> </ol> <p>에 의해 결정됨</p> <p><b>Valuation: 온라인 사업의 안정화된 수익성이 검증되지 않은 상황. 따라서 valuation은 취급고의 성장성에 따라 결정됨</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 고객 및 시스템을 확보한 플랫폼 사업자에 대한 valuation이 현저히 높음</li> <li>-&gt; 주요 플랫폼 사업자들은 고객을 확보하고 있는 사이트만 있는 것이 아니라 중소사업자들이 쉽게 제품을 판매할 수 있도록 시스템을 제공하는 기능을 보유. 다양한 중소사업자에 사업의 장을 만들어주며 상품 공급을 확대, 구입 고객의 수를 증가시키며 성장할 수 있음. 다만, 품질 통제를 할 수 없다는 것이 약점이나 취급고 성장이 지속되는 동안은 valuation에 부담으로 작용하지 않을 것</li> <li>2) 대형 오프라인 유통업체들의 온라인 사업은 성장성이 제한된 것으로 평가받고 있음</li> <li>-&gt; 오프라인 유통업체들의 온라인 사이트가 플랫폼 역할을 하지 못 함. 하나의 상품 공급자로 평가됨</li> </ol>	<p>직매입 기반 : PSR = 2.5x</p> <p>수수료 기반 : PSR = 0.5x</p>	고려 o
렌탈	<p>성장성: 제한된 소득에서 최대의 사용가치를 높일 수 있는 형태의 소비로 중장기 성장성은 높음</p> <p>경쟁: 규모의 경제 효과가 나타나기까지 대규모 투자가 필요함.</p> <p>품목별 경쟁자가 다르게 정의되며 규모 있는 사업자들의 진입이 아직 본격화되지는 않음</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 정수기 및 공기청정기를 중심으로 한 경쟁은 상대적으로 치열하나, 수요 역시 충분한 상황</li> <li>2) 렌터카: 대형사업자들로 시장 재편, 시장의 경쟁 강도는 이전보다는 완화될 수 있을 것</li> </ol> <p>Valuation: 규모의 경제에 도달한 사업자들은 안정적인 현금흐름을 창출</p> <p>따라서 성장성이 다소 제한되더라도 높은 안정성에 높은 valuation premium이 부여</p>	PER = 25x	고려 x
여행	<p>성장성: 증가하는 여가 시간 및 경험 소비에 대한 가치가 상승하며 수요 증가세는 지속</p> <p>경쟁: 업체간 경쟁은 이미 일타락되었으나, 소비자들의 선호가 다양해지며 여행사들이 대응해야 할 수요가 많아짐</p> <p>Valuation: 수요 증가에 대한 인지가 충분하여 높은 valuation으로 평가됨. 다만, 중단기 valuation은 원/달러 환율에 영향을 받음</p> <p>원화 가치가 하락하면 valuation premium이 축소되고, 원화 가치가 상승하며 valuation premium이 확대됨</p>	PER = 25x	고려 x

자료: SK 증권



## 각 업체별 적정 valuation 적용(2)

업체별 성장성 및 경쟁 상황, 그리고 이를 고려한 적정 valuation		업체별 적용 valuation	순차입금 고려 여부
<b>편의점</b>	<p>성장성: 인구밀도가 높고, 1~2인 가구가 많은 국내 특성상, 편의점의 성장 잠재력은 높음 지속적으로 증가하는 은퇴 인구가 쉽게 창업할 수 있는 창구를 제공, 출점 수요도 높음 그러나 2018년부터 최저 임금이 가파르게 상승하며 점포의 수익성이 악화, 이에 따라 업체들이 출점 속도를 조절함 중단기 성장성은 제한될 것</p> <p>경쟁: 신규 진입자가 있으나 이미 형성한 양강체제로 업체간 경쟁은 상대적으로 낮은 수준</p> <p>Valuation: 출점 둔화에 따른 성장 둔화 우려가 반영되며 valuation premium은 축소 그러나 높은 잠재 성장성에 대한 신뢰가 형성되어 있어 타업체 대비 여전히 높은 valuation premium 부여</p>	PER = 20x	고려 x
<b>홈쇼핑</b>	<p>성장성: TV시청률 하락 등으로 성장 잠재력은 낮음</p> <p>경쟁: 기존 홈쇼핑 사업자들간 경쟁은 완화되었으나, T-commerce 사업자들의 공격적인 경영으로 경쟁이 현저히 낮은 것은 아님</p> <p>Valuation: 안정적인 현금창출이 가능하나 성장성이 현저히 높아질 가능성이 없다는 점에서 낮은 valuation premium 부여</p>	EV/nopat=10x	고려 o
<b>슈퍼마켓</b>	<p>성장성: 편의점보다는 성장성이 낮을 것이나 할인점보다는 성장성이 높을 것 1~2인 가구 증가로 주거지 인근의 소규모 식품 구매 수요는 지속적으로 증가할 것이기 때문</p> <p>경쟁: 대형사업자들의 출점 규제로 경쟁자체는 낮음</p> <p>Valuation: 출점규제로 업체들이 규모의 경제에 도달하기 힘든 구조 이익 기준 valuation이 의미가 없음 매출 규모에 따른 가치평가 가능.</p>	PSR=0.15x	고려 o
<b>할인점</b>	<p>성장성: 1~2인 가구가 증가하며 대형마트를 통한 대규모 소비는 축소 중</p> <p>경쟁: 사업자들의 성장 경쟁보다는 시장 규모가 축소됨에 따라 생존 경쟁이 진행 중</p> <p>Valuation: 소비가 축소되는 가운데, 정부의 출점 규제 역시 업체들의 수익성을 제한하는 요인. 낮은 valuation premium 부여</p>	EV/nopat=10x	고려 o
<b>백화점</b>	<p>성장성: 선택적 소비는 온라인 활동이 많아지며 축소 중.</p> <p>경쟁: 성장성이 높지 않은 산업이 밝혀졌기 때문에 경쟁 역시 낮은 수준</p> <p>Valuation: 낮은 성장성으로 valuation premium 부여</p>	EV/nopat=12x	고려 o

자료: SK 증권

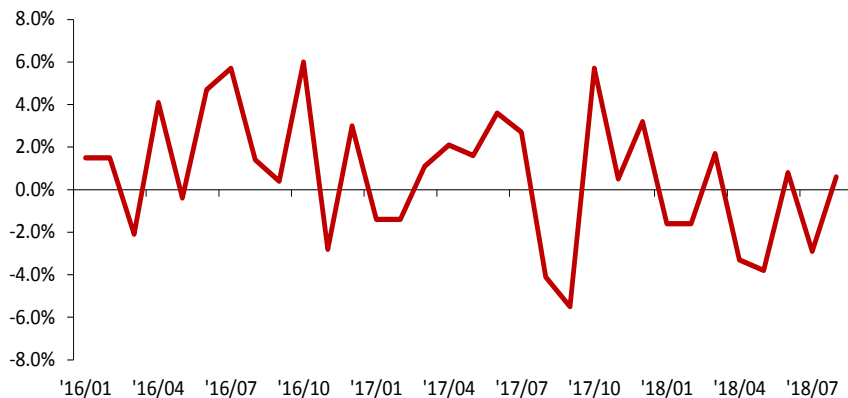


## 2. 투자자들이 동의하는 유통: 오프라인 유통업 성장 둔화

투자자들은 2010 년 이후 유통업종의 실적 악화를 경험하였다. 경제 성장률 둔화에 따른 소비 부진이 가장 큰 원인이다. 전반적인 소비 부진 외에도 기존 유통업체의 실적을 악화시킨 요인으로 소비패턴 변화와 정부의 대형 유통업체에 대한 규제 등을 들 수 있다. 유통업체의 실적악화를 야기한 원인들이 해소될 시그널이 보이지 않고 있다는 것이 대부분의 투자자들이 동의하는 내용이다. 따라서 2010 년 이후 실적 악화가 이어지며 하락했던 유통 업체들의 valuation premium 이 다시 상승하기는 쉽지 않아 보인다.

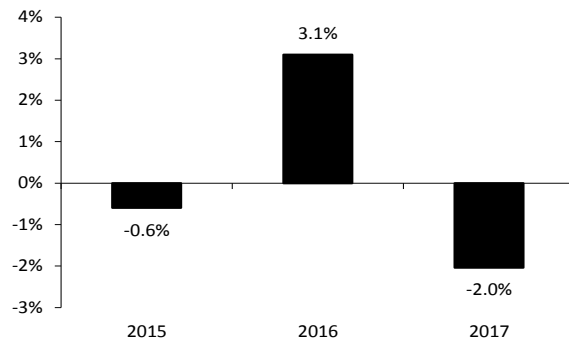
통계청의 소매판매 데이터에서 오프라인 업체들의 성장률은 편의점을 제외하고 1~2% 수준에 불과하다. 이것마저도 각 사업자들이 온라인을 통해 판매하는 금액을 포함하고 있는 것으로 온라인을 통한 소비가 급증하고 있는 점을 고려하면 오프라인 매장의 매출은 감소되고 있는 것으로 추정이 가능하다. 실제로 2018 년 대형마트 이마트의 오프라인 점포의 기존점 성장률은 신규 포맷인 트레이더스를 포함하더라도 역성장이 지속되고 있다.

이마트 오프라인 점포(이마트+트레이더스) 기존점 성장률 추이(yoy)



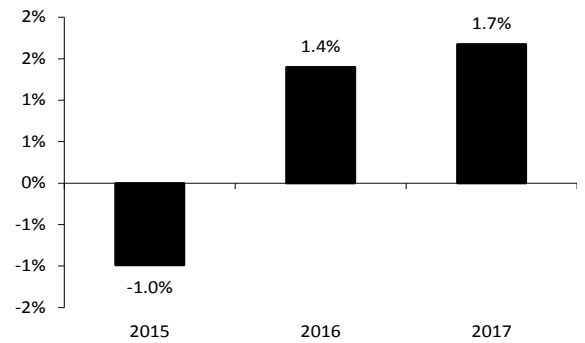
자료 이마트

백화점 판매 성장률(온라인 판매 포함)



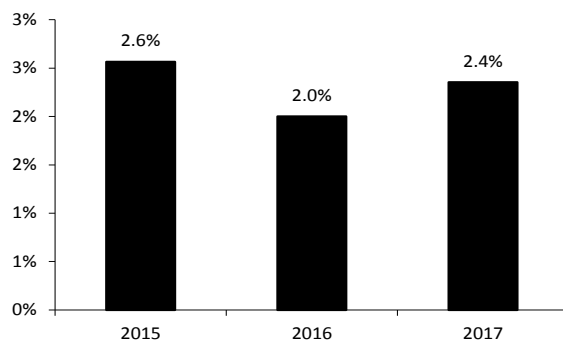
자료 통계청

대형마트 판매 성장률(온라인 판매 포함)



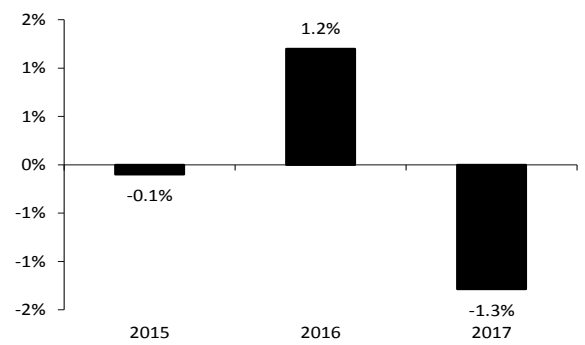
자료 통계청

슈퍼마켓 판매 성장률(온라인 판매 포함)



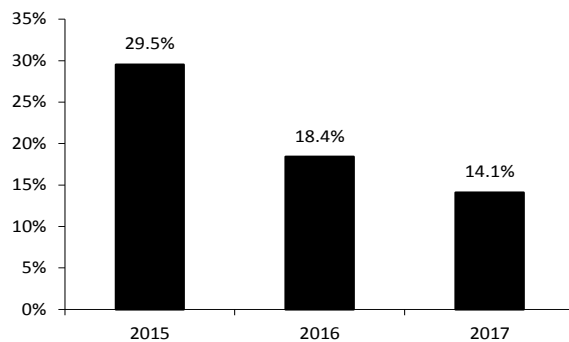
자료 통계청

전문소매점 판매 성장률(온라인 판매 포함)



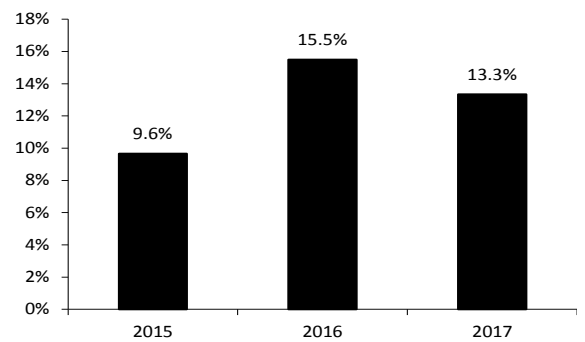
자료 통계청

편의점 판매 성장률(온라인 판매 포함)



자료 통계청

무점포 판매 성장률(온라인 전문몰/방판 등 포함)



자료 통계청

## (1) 오프라인 유통업 부진의 이유 1

### : 동질적인 소비에서 다양한 소비로 전환, 규모의 경제 확보 어려움

전반적인 소비 부진 외에 오프라인 유통업체의 성장성을 훼손시킨 주요한 요인이 소비 패턴의 변화이다. 가장 대표적인 변화는 ‘동질적인 소비’를 하던 것에서 ‘차별화된 소비’를 추구하는 현상이다. 과거에는 대형 유통업체가 공급하는 제품을 대부분의 소비자가 함께 구매하며 ‘다른 사람과 같은 소비’를 하는 것에서 효용을 느꼈다면, 최근에는 ‘나의 개성을 살리는 소비’를 함으로써 효용이 높아지는 소비자가 많아지고 있는 것이다. 제한된 예산에서 다른 사람이 하는 소비를 모두 함께하기 힘들어지면서 자신의 개성을 살리는 소비가 더 부각된 것으로 추정한다. 즉, 소비를 충분히 증가시킬 수 있는 여건이 되었을 때는 필요하거나 사고 싶은 것을 살 때 추가로 구입하면 되었으나, 제한된 예산에서 소비를 해야 하는 상황에서는 어떤 것을 줄여야만 새로운 것을 살 수 있다. 따라서 소비자는 어떤 것에 지출을 할 것인지에 대한 고민을 더 심각하게 할 수 밖에 없다.

결국, 같은 예산에서 소비자들은 소비를 통해 얻을 수 있는 가치를 극대화할 수 있는 소비의 조합을 선택하게 되었을 것이고 이 조합은 이전보다 제품을 ‘가성비가 좋고 다양하게’ 변화시켰다. 이러한 소비의 변화는 핵심 경쟁력이 규모의 경제인 기존 유통 사업자들에게 부담스러운 변화였다. 이전보다 다양한 제품을 경쟁력 있는 가격에 제공해야 하기 때문이다.

여기에 온라인 쇼핑 환경이 개선되며 온라인이 소비자들이 원하는 다양한 제품을 충분히 공급하기 시작한 것도 기존 오프라인 유통업체에 부정적이다. 대형 인터넷 플랫폼들이 소규모 자영업자의 온라인 쇼핑을 지원하면서 온라인 쇼핑의 경쟁력은 현저히 개선되고 있다. 최근 대형 인터넷 플랫폼은 소규모 자영업자 등에게 안정적으로 온라인 판매를 할 수 있도록 서비스를 적극적으로 제공해 주는데, IT 시스템뿐만 아니라 온라인에서의 판매 전략 및 배송 관련 노하우까지 제공한다. 이는 온라인에서 중소 사업자들의 활동을 용이하게 하여 온라인 전체에서 판매되는 품목을 확대했다.

소비자 입장에서는 온라인에서 각자가 원하는 제품을 찾을 가능성이 높아진 것이다. 또한 소규모 사업자들은 특정 품목을 집중적으로 공급하기 때문에 해당 카테고리 안에서는 제공하는 제품의 종류가 많아졌고 가격 경쟁력도 높아졌다. 이러한 온라인 쇼핑의 경쟁력 개선은 오프라인의 소비자들을 온라인으로 빠르게 전환시켰다.

소비자들이 온라인으로 이동하며 오프라인 유통업체 역시 온라인 사업을 강화하고 있는데, 오프라인에서 한 장소에서 다양한 제품을 공급하며 누렸던 경쟁력이 온라인에서는 큰 매력을 발휘하고 있지 못하다. 대형 인터넷 플랫폼에 도움을 받은 소규모 자영업자들이 모여서 대형 유통업체가 제공하는 품목만큼의 효과를 내고 있기 때문이다.

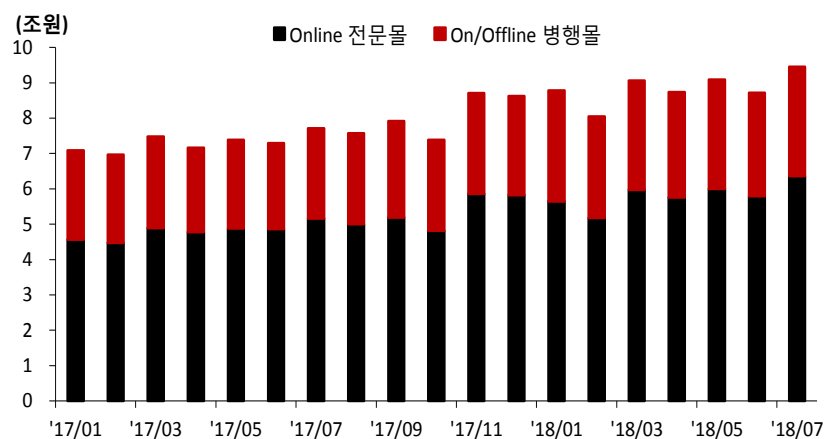
실제로 온라인 거래액에서 온라인 전문몰의 비중이 온라인과 오프라인을 병행하여 운영하는 업체들보다 현저히 높다.

#### 온라인 거래액 증가율 추이(통계 개편 이전 기준)



자료: 통계청

#### 온라인몰 운영 형태별 월별 거래액 추이(신통계 기준)



자료: 통계청

## (2) 오프라인 유통업 부진의 이유 2: 대형 유통업체에 불리한 정부 정책

소비환경의 변화뿐만 아니라 정부의 규제 역시 전통적인 유통업체들의 성장을 제한하고 있다. 정부는 2010 년 이후 유통산업발전법을 통해 유통 대기업들의 출점 및 영업시간 규제를 강화했고 공정위 규제를 통해 유통업체들이 받고 있는 수수료에 대해서도 규제를 하기 시작했다. 이는 유통 대기업들의 성장성과 수익성을 크게 악화시켰다. 지금까지도 대형 유통업체에 대한 출점 및 영업시간 규제는 완화되지 않고 있으며, 향후에도 규제 완화보다는 규제 대상을 쇼핑몰 등으로 확대하려는 움직임이 이어지고 있다. 따라서 향후 전망도 긍정적이지 못 하다.

최근에는 상대적으로 규제가 크지 않았던 편의점 업체가 금년부터 크게 상승한 최저임금에 따른 비용 부담으로 중/단기 출점 여력이 축소되었다. 1~2 인 가구 비중이 높은 국내 가구 구성과 높은 인구 밀도를 고려할 때, 작은 포맷인 편의점의 성장 여력은 여전히 높다. 그러나 최근 가파르게 상승하고 있는 최저 임금은 편의점 점포의 운영비를 크게 증가시키는 요인이다. 이에 따라 현재의 매출 수준으로는 새롭게 출점했을 때, 이익을 창출할 수 있는 지역이 현저히 감소할 수 밖에 없다. 편의점 업체들의 신규 출점 위축을 의미하는 것으로 업체들의 성장성 훼손을 뜻한다. 현 시점에서 편의점 업체들의 성장성이 회복되기 위해서는 편의점 점포의 매출이 증가하는 비용을 상쇄할 만큼 상승해야만 가능하다. 그러나 인건비의 증가 속도가 현저히 높아 매출의 성장 속도가 인건비의 증가 속도를 쫓아가기 어려운 상황이다.

특별한 이벤트가 없다면, 안정된 편의점의 기존점 성장률은 물가상승률을 소폭 상회하는 수준에 그친다. 안정된 유통점의 경우, 점포를 찾는 고객수가 증가하는 것은 쉽지 않다. 편의점 역시 점포가 안정된 경우, 고객수가 증가보다는 객단가 상승이 점포의 매출 성장을 견인한다. 편의점의 객단가는 5,000 원 미만으로 절대적으로 낮아 객단가 상승에 따른 매출 성장 가능성은 충분히 높다. 그러나 편의점의 객단가 상승을 위해서는 가격이 높은 신제품을 출시하거나 기존 제품의 가격을 인상해야 한다. 그러나 두 방법 모두 소비가 부진한 시기에 효과를 빠르게 누리는 어려워 보인다. 따라서 중장기적으로 편의점은 성장성이 제한된 업체로 평가 받을 가능성이 높다.

다만, 최근 논의되고 있는 편의점의 카드수수료 인하 등이 현실화된다면, 편의점의 성장이 제한되는 기간은 상대적으로 축소될 수 있다. 결국, 편의점이 장기 성장성이 높은 업체로 다시 평가 받기 위해서는 최저임금 증가 속도가 조절되고, 객단가 상승이 의미 있게 진행이 되어야 한다. 카드수수료 인하와 같은 비용 축소 여건이 마련되는 것 역시 편의점에 대한 평가를 긍정적으로 전환시킬 수 있는 요인이다.

## 주요 업체에 대해 투자자 다수가 동의하는 전망 정리

업체별 전망	
면세점	중국인들이 소비 여력이 높아지며 해외 여행 수요 및 고가 수입 제품에 대한 수요 증가 면세점은 고가 브랜드 제품을 경쟁력 있는 가격에 구매할 수 있는 매력적인 채널 국내외 면세점 사업은 중국의 경제가 성장할 수록 수요가 증가 중장기 성장 여력 충분
온라인 쇼핑	온라인에서 시간 소비가 증가하며 쇼핑 수요 역시 증가하는 추세 온라인에서는 개인의 성향이 더 뚜렷하게 발현되는 점과 <u>중저가 상품을 다수 소비하는 충동구매가 활성화되어</u> 있는 점에서 판매 품목의 다양성이 중요해지고 있음 오프라인 대체도 가속화 - 반복구매: 신선식품 등 장보기 상품 - 충동구매: 의류/화장품, 소품 등 - 계획구매: 전자제품 모든 품목에서 온라인, 특히 모바일 구매가 빠르게 확대
렌탈	<u>소유보다는 현재의 다양한 소비 및 경험 가치를 추구</u> <u>제한된 소득에서 다양한 소비를 할 수 있는 렌탈 수요 증가</u> 코웨이: 정수기, 비데, 공기청정기, 의류청정기 그리고 해외(말레이시아, 미국, 중국 등) 사업 SK네트웍스: SK매직-정수기, 공기청정기 등 SK렌터카 쿠쿠전자: 정수기, 공기청정기, 그리고 해외(말레이시아) 사업
여행	<u>경험 가치를 추구하는 문화가 확산되며 여행 수요는 지속적으로 증가</u> <u>: 주 52시간 근무제 도입 등은 국내 여행 및 단거리 해외 여행 수요 확대 요인</u> 제한적인 국내 여행 인프라 및 절대적으로 높은 물가 수준은 <u>내국인의 해외 여행 수요를 지속적으로</u> <u>증가시키고 있음</u> 다만, 단기적으로 비우호적인 환율 및 주요 여행국의 자연재해 등이 수요 확산 속도를 일시적으로 하락시키고 있음
편의점	<u>높은 인구밀도 &amp; 가파른 1~2인 가구 증가를 고려할 때, 소형 포맷인 편의점의 장기 성장성은 여전히 높음</u> 최저 임금의 가파른 상승은 필요한 상권의 규모를 일시적으로 확대하는 요인: 출점의 속도 조절이 불가피한 상황 중기적으로 평당 매출이 충분히 상승한다면 출점시 필요한 상권의 규모도 다시 축소될 전망 : 대부분 객단가 상승에 의한 매출 확대일 것. 같은 상권에서 객수가 가파르게 증가하는 것을 기대하기는 힘들 : 주변의 경쟁 프랜차이즈의 폐점이 현실화된다면 객수 증가도 기대할 수 있음 (프랜차이즈 특성상 계약 기간 중 폐점이 쉽지 않음, 따라서 실질적인 폐점은 향후 2~3년 이후 현실화될 수 있음) 실제로 편의점 업계는 출점시 거리제한을 둘 수 있도록 정부에 요청한 상황  최저 임금 인상에 따른 비용 증가를 수용할 수 있는 수준으로 점포의 매출이 개선된 이후에 적극적인 출점이 재개될 것 출점이 재개되기 전까지는 가파른 실적 개선이 쉽지 않을 것
홈쇼핑	안정적인 영업을 지속할 것이나 장기 성장성은 제한적 채널을 통해 TV를 시청하는 수요의 감소가 예상. 특히 젊은 층의 신규 고객 유입 제한
슈퍼마켓	주거지 인근의 접근성이 높은 상권에서 소규모 신선식품을 판매하는 채널로 자리 잡을 것 편의점과는 다소 다른 여성 수요, 가공식품 보다는 신선식품을 구매하는 소비자를 흡수하는 포맷
할인점	오프라인 할인점의 구조적인 수요 둔화는 불가피
백화점	백화점 구조적인 성장 둔화 불가피 신규 출점에 따른 매출 확대 가능할 것이나, 이전보다 기존점의 잠식 효과는 커질 것

자료: SK 증권

### 3. 투자자의 동의가 아직 이루어지지 않은 유통

#### (1) 면세점 고성장, 지금까지 OK! 언제까지 성장할 수 있을까?

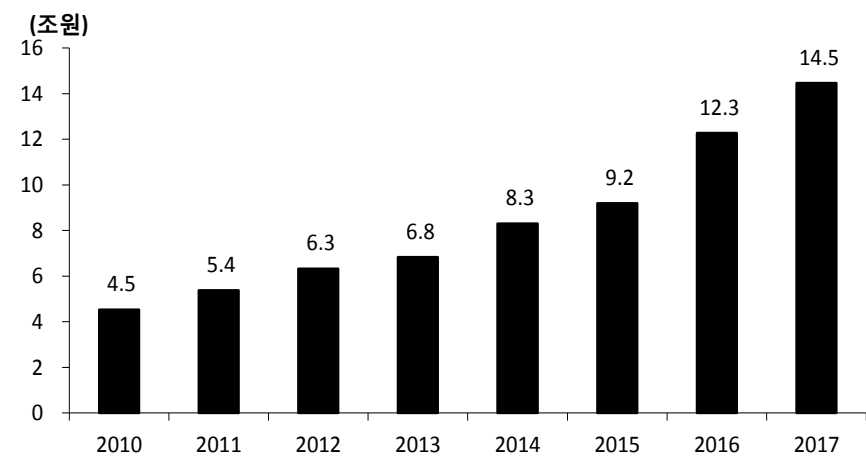
아직은 가능하기 어려움 -> valuation premium 확대 구간

최근 유통업체 중 가장 성장이 높은 업체는 면세점이다. 현재의 면세점 성장을 이끄는 주요 고객은 중국인으로, 중국인들의 수요 증가가 얼마나 지속될 수 있을 지에 대해 가늠하기는 어렵다. 면세점은 구간별로 성장이 한계에 도달했다는 우려가 제기되었으나, 지금까지는 그러한 우려를 보기 좋게 불식시키며 성장해왔다. 오랜 기간의 성장은 오히려 성장이 둔화될 시점이 더 가까워지고 있을 것이라는 우려를 강화하기도 한다. 하지만 중국 소비의 구조적인 성장에 대한 수혜가 이어지고 있음을 의미한다는 긍정적인 시각 역시 강화시킨다. 따라서 면세점에 대한 valuation 은 양 진영의 우세 정도에 따라 premium 의 확대와 축소가 반복되고 있다.

당사는 면세점의 매출은 향후 상당기간 고성장을 이어갈 가능성이 높다는 판단이다. 따라서 면세점의 성장성에 대한 우려가 제기되며 valuation 이 하락하는 구간에서는 적극적인 매수를 하는 것이 적절한 전략이라는 판단이다.

국내 면세점 시장 규모 추이

(단위: 조원)

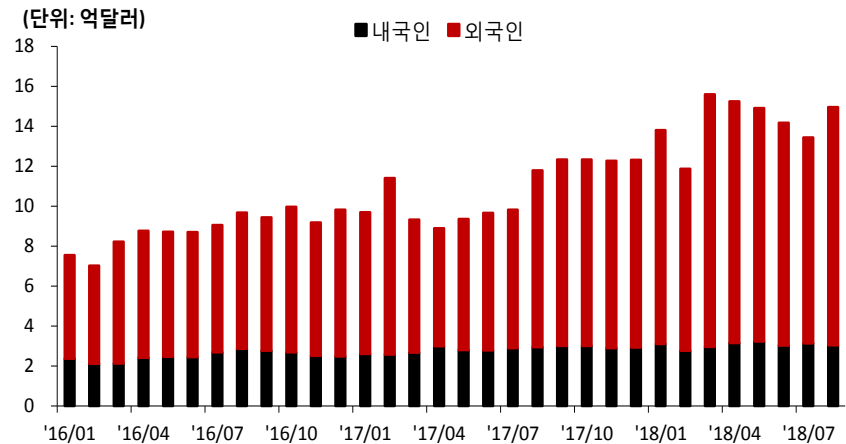


자료: 통계청



국내 면세점 시장 월별 매출 추이

(단위: 억 달러)



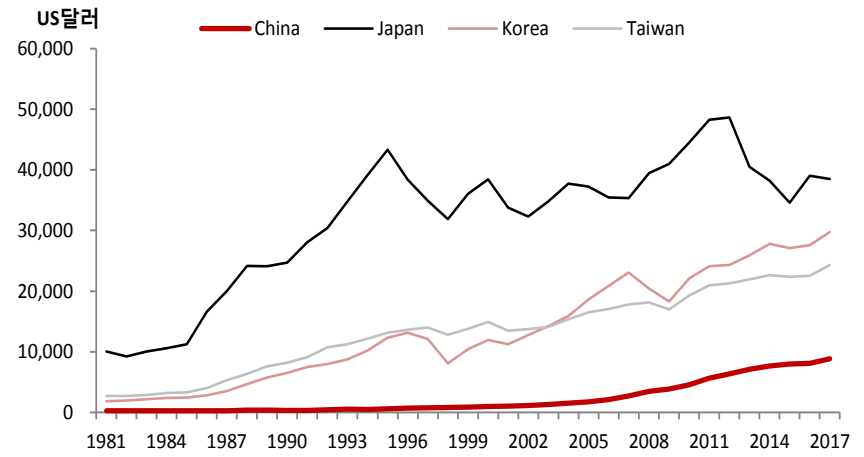
자료: 한국면세점협회

면세점의 지속적인 고성장을 기대하는 핵심 이유는 중국 경제가 아직은 여전히 고성장을 유지하고 있다는 점이다. 중국의 경제는 성장률이 이전보다 하락하고는 있지만 여전히 6%라는 높은 성장을 지속하고 있다. 중국의 높은 성장이 이어지고 있다는 점은 중국의 소비 확대가 지속될 것이라는 기대를 하기에 충분하다. 소비 확대는 중국의 출국 수요 역시 확대할 것이고, 중국의 인구 대비 출국자 비중이 10% 수준에 불과해 글로벌 면세점의 핵심수요인 중국인 관광객의 추세적인 증가는 지속될 전망이다.

특히, 당사는 중국의 인당 GDP 수준이 8,800 달러 수준으로 10,000 달러에 가까워지고 있는 점에 주목한다. 소득이 일정 수준에 도달하며 출국 수요도 빠르게 증가하는 것은 주변 국가에서 관찰했기 때문이다. 한국과 대만의 경우, 인당 GDP 10,000 달러 수준에서 출국자가 가파르게 증가하기 시작하였고, 이후 인당 GDP가 20,000 달러를 넘어서면서 다시 한 번 더 가파른 증가를 경험한 바 있다. 따라서 인당 GDP가 8,800 달러 수준에서 높은 성장을 지속하고 있는 중국에 대해서도 출국수요의 구조적인 증가를 기대하기는 충분해 보인다.

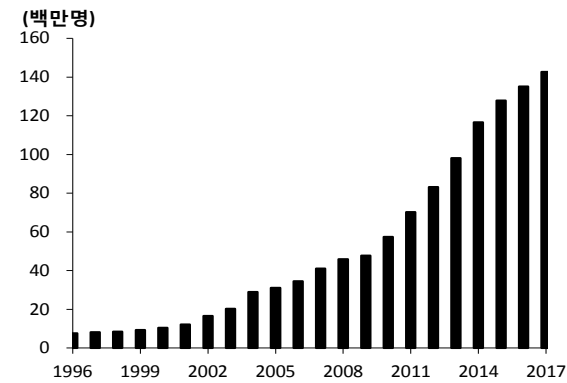
한편, 인당 GDP 수준에 비해 인구 대비 출국자 비중이 절대적으로 낮은 일본도 인당 GDP가 성장하였던 1990년대까지 인구 대비 출국자 비중은 가파르게 증가한 바 있다.

### 주요 아시아 국가 인당 GDP 수준



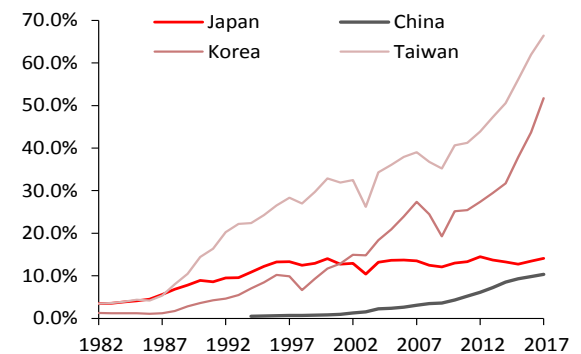
자료: CEIC

### 중국인 출국자수 추이



자료: CEIC

### 주요 아시아 국가 인구 대비 출국자 비중



자료: CEIC

## (2) 온라인 쇼핑: 아직은 고성장, 수익성이 얼마가 될 지는 잘 모름

중국인 소비가 개입하고 있지 않으면서도 성장하고 있는 유통은 단연, 온라인 쇼핑이다. 모바일 환경이 개선되며 모바일을 이용한 쇼핑들이 증가하며 온라인 쇼핑의 증가 속도는 가파르다. 온라인 쇼핑 시장 규모는 빠르게 성장하며 2017년 기준 90 조원의 거래액을 기록했지만, 전체 소매판매 중 비중은 여전히 20%에 불과하다. 따라서 많은 투자자들이 온라인 쇼핑이 향후에도 지속적으로 성장할 것이라는 점에 이견은 없다. 그러나 온라인 쇼핑을 통해 얻을 수 있는 수익성이 어느 정도일지에 대해서는 일치된 의견이 없다. 여전히 성장의 초기 국면이라 수익성을 가늠할 수 있는 벤치마크가 마땅치 않기 때문이다. 홈쇼핑 사업자들의 모바일 쇼핑 사업부 영업이익률이 4%에 이른다는 사실 정도가 투자자들에게 가이드를 제공하는 한이다. 그러나 홈쇼핑의 모바일 사업은 TV 홈쇼핑의 성장 둔화를 보완하는 채널의 역할이 강해, 투자자들이 전체 온라인 쇼핑의 수익성을 가늠하는 지표로 활용하고 있지는 않다. 이에 따라 현재 온라인 쇼핑의 valuation 은 성장은 높지만 수익성이 가늠되지 않는 사업인 만큼, 수익지표보다는 취급고를 기준으로 평가한다. 최근에는 온라인몰이 운영되는 형태에 따라 취급고 규모가 같더라도 기업가치는 다르게 평가하기 시작했다.

오픈마켓보다는 직매입 기반의 온라인몰이 높은 valuation 으로 평가 받는다. 과거 충분한 고객을 확보한 것만으로도 높은 가치를 부여하였으나, 거래의 장소만을 제공하는 오픈마켓과 직접 상품을 매입해 판매하는 온라인몰은 내재화 할 수 있는 경쟁력에서 큰 차이가 있음을 인지한 것이다. 또한 투자자들은 양질의 온라인 쇼핑몰을 운영하기 위해서는 IT 시스템뿐만 아니라 물류센터 및 배송인력 등 오프라인 인프라에 투자가 동반되어야 함을 투자자들이 인지하고 이를 투자한 사업자들의 가치를 높게 평가하고 있다. 결국, 온라인 쇼핑과 관련 인프라를 적극적으로 확보한 업체들의 장기 성장성을 높게 평가하기 시작한 것이다.

대형 오프라인 업체들 역시 온라인 사업을 강화하고 있으나, 아직은 성장이 둔화되고 있는 오프라인 사업을 보완하는 수준으로 접근하고 있어 온라인 사업으로 valuation premium 이 형성된 업체는 없다. 다만, 이마트가 아직은 뚜렷한 온라인 전략을 공유하고 있지 못하지만, 보다 적극적으로 온라인 사업을 확장하려는 노력을 지속하고 있다. 따라서 향후 이마트의 온라인 사업이 valuation premium 을 확대하며 높은 가치로 평가받을 가능성은 높다.

## 온라인몰 valuation 사례

	11번가	쿠팡	위메프	이마트/신세계
투자연도	2018년	2015년	2015년	진행 중
투자자	H&Q/국민연금/새마을금고	소프트뱅크	NXP(넥슨)	BRV캐피탈/어피니티 등
투자금액	5000억원	1.1조원	1,000억원	1조원
기업가치	2.2조~2.7조원	5조원	7,700억원	협상 중
취급고	9조원(2017년)	2조원(2014년) 4조원(2017년)	1.6조원(2014년)	2조원(2017년)
기업가치/거래액	0.24배~0.3배	2.5배	0.48배	?

자료: SK 증권

## 글로벌 유통업체 valuation(1)

업종분류	회사명	국가	통화단위	시가총액 (백만 USD)	주가 (각국통화)	12 Forward PE	12 Forward Market PE	Valuation Premium	PE 1	PE 2
Multi-Format	LOTTE SHOPPING	한국	KRW	5,120	205,000	20.2	9.2	119.8%	NA	14.4
	AEON	일본	JPY	20,751	2,692	56.9	14.1	304.5%	61.0	54.9
	DASHANG 'A'	중국	CNY	1,129	26.6	9.2	11.4	-19.5%	9.2	8.9
	ZHONGBAI HOLDINGS GP.'A'	중국	CNY	610	6.2	19.3	11.4	68.6%	8.6	30.3
	WENFENG GT.WLD.CHN.DEV. 'A'	중국	CNY	791	3.0	NA	11.4	NA!	NA	NA
	MARKS & SPENCER GROUP	영국	GBP	6,071	285.9	10.7	13.3	-19.6%	10.9	10.7
백화점	SHINSEGAE	한국	KRW	2,616	301,000	10.6	9.2	15.5%	11.1	10.3
	HYUNDI DEP STORE	한국	KRW	1,938	93,800	8.0	9.2	-12.8%	8.4	7.8
	PENNEY JC	미국	USD	523	1.7	NA	18.3	-113.5%	NA	NA
	KOHL'S	미국	USD	11,990	71.9	12.6	18.3	-31.2%	13.1	12.4
	MACY'S	미국	USD	10,185	33.2	8.8	18.3	-52.1%	8.2	9.2
	NORDSTROM	미국	USD	10,438	61.9	15.9	18.3	-13.0%	17.2	16.3
	ISETAN MITSUKOSHI HDG.	일본	JPY	4,612	1,319	33.0	14.1	134.4%	36.4	29.4
	TAKASHIMAYA	일본	JPY	2,860	1,820	14.9	14.1	6.2%	16.1	13.8
	H2O RETAILING	일본	JPY	2,066	1,867	18.9	14.1	34.2%	19.9	17.6
	J FRONT RETAILING	일본	JPY	4,150	1,735	13.8	14.1	-1.6%	14.2	13.4
	WUHAN DEPT.STORE GP. 'A'	중국	CNY	1,718	15.3	9.7	11.4	-15.3%	10.1	8.7
	WANGFUJING GP.'A'	중국	CNY	1,131	10.2	6.9	11.4	-39.5%	6.7	6.6
	RAINBOW DEPT.STORE 'A'	중국	CNY	1,927	11.1	13.9	11.4	21.2%	15.1	13.2
	PARKSON RETAIL GROUP	홍콩	HKD	232	0.7	NA	11.4	NA	NA	NA
	GOLDEN EAGLE RETAIL GP.	홍콩	HKD	1,863	8.7	10.3	11.4	-10.0%	11.0	10.1
	NEW WLD.DEPT.STORE CHI-	홍콩	HKD	364	1.7	NA	11.4	NA	NA	NA
	INTIME RETAIL (GRP.)CO.	홍콩	HKD	3,473	10.0	NA	11.4	NA	NA	NA
	DAVID JONES	호주	AUD	1,515	4.0	NA	15.7	NA	NA	NA
대형마트, SSM	E-MART	한국	KRW	5,291	215,000	12.0	9.2	30.6%	12.8	12.1
	WAL MART STORES	미국	USD	277,322	94.7	19.6	18.3	7.1%	19.6	19.7
	COSTCO WHOLESALE	미국	USD	98,124	223.9	28.2	18.3	54.0%	29.1	26.7
	TARGET	미국	USD	44,950	85.4	15.2	18.3	-16.9%	15.8	15.2
	TESCO	영국	GBP	26,890	210.1	13.8	13.3	3.5%	15.2	12.5
	CARREFOUR	프랑스	EUR	14,166	15.6	14.7	15.0	-21%	16.4	13.6
	METRO WHOLESALE & FOOD SPECIALIST	독일	EUR	5,638	13.6	12.8	13.6	-5.9%	13.8	12.8
슈퍼마켓	SUN ART RETAIL GROUP	홍콩	HKD	11,658	9.6	29.6	11.4	159.7%	28.9	27.5
	KROGER	미국	USD	23,404	29.4	13.1	18.3	-28.5%	13.9	13.1
	SUPERVALU	미국	USD	1,239	32.1	20.6	18.3	12.7%	21.8	19.8
	WOOLWORTHS	호주	AUD	26,271	28.3	19.8	15.7	26.2%	20.3	19.3
	MORRISON(WM)SPMKTS.	영국	GBP	7,734	250.0	18.6	13.3	39.5%	19.0	17.5
	SAINSBURY (J)	영국	GBP	9,019	313.5	15.0	13.3	12.5%	15.1	14.5
편의점	LIANHUA SPRMKT.HDG.'H'	홍콩	HKD	89	1.9	NA	11.4	-157.4%	NA	NA
	BGF RETAIL	한국	KRW	3,067	201,000	19.4	9.2	111.0%	21.4	19.2
	GS RETAIL	한국	KRW	2,580	37,950	18.1	9.2	96.8%	19.5	16.8
	SEVEN & I HDG.	일본	JPY	40,077	5,114	19.3	14.1	37.2%	21.2	18.1
	FAMILYMART UNY HOLDINGS	일본	JPY	14,305	12,770	35.8	14.1	154.3%	41.0	35.3
	MINISTOP	일본	JPY	554	2,134	188.6	14.1	1239.8%	627.6	124.1
	LAWSON	일본	JPY	6,358	7,170	23.0	14.1	63.5%	24.5	23.2
	PRESIDENT CHAIN STORE	대만	TWD	11,364	338.0	31.8	13.7	131.4%	33.0	31.7
	CASEY'S GENERAL STORES	미국	USD	4,522	123.6	25.7	18.3	40.2%	26.4	24.3
	ALIMENTATION CCH.TARD SUBD.VTG.SHS.	캐나다	CAD	20,950	62.2	14.8	14.7	0.5%	15.3	14.0

자료: 데이터스트림/ 2018 년 10 월 8 일 기준

## 글로벌 유통업체 valuation(2)

업종분류	회사명	국가	통화단위	시가총액 (백만 USD)	주가 (각국통화)	12 Forward PE	12 Forward Market PE	Valuation Premium	PE 1	PE 2
몰/쇼핑센터 임대사업자	TAUBMAN CENTERS	미국	USD	3,427	56.2	52.7	18.3	187.8%	49.1	55.0
	AEON MALL	일본	JPY	3,716	1,848	12.6	14.1	-10.7%	12.9	11.9
	WESTFIELD GROUP	호주	AUD	15,923	10.8	NA	15.7	NA	NA	NA
	HANKYU HANSHIN HDG.	일본	JPY	8,925	3,970	13.6	14.1	-3.0%	13.7	13.8
	SIMON PROPERTY GROUP	미국	USD	54,168	174.9	23.1	18.3	26.0%	23.9	23.9
	MITSUBISHI ESTATE	일본	JPY	22,646	1,842	20.2	14.1	43.5%	20.6	19.5
	MITSUMI FUDOSAN	일본	JPY	23,047	2,630	16.0	14.1	14.0%	16.6	15.7
	FRONTIER RLST.INV.	일본	JPY	1,916	437,000	21.1	14.1	49.9%	21.0	21.0
아울렛	TJX	미국	USD	68,565	110.8	21.0	18.3	14.6%	22.5	20.4
	ROSS STORES	미국	USD	35,798	95.9	21.6	18.3	17.8%	23.2	21.1
할인마트 임대사업자	KIMCO REALTY	미국	USD	6,772	16.1	22.1	18.3	20.8%	16.5	25.7
	REGENCY CENTERS	미국	USD	10,888	64.3	38.8	18.3	111.9%	43.6	38.3
	WEINGARTEN REALTY INVR.	미국	USD	3,719	29.0	37.2	18.3	103.0%	39.1	37.7
온라인	AMAZON.COM	미국	USD	909,354	1,864	81.8	18.3	347.1%	107.6	73.6
	EBAY	미국	USD	32,240	32.6	12.9	18.3	-29.8%	14.2	12.6
	SHOPIFY	미국	USD	13,167	140.5	290.1	18.3	1485.2%	656.5	229.2
	NETFLIX	미국	USD	152,018	349.1	89.1	18.3	386.8%	129.6	80.1
	PAYPAL	미국	USD	95,345	80.6	30.7	18.3	67.5%	34.4	28.4
	ALIBABA(중국업체)	미국	USD	391,783	151.1	23.8	18.3	30.0%	27.1	20.1
	TENCENT(중국업체)	홍콩	HKD	363,539	299.0	27.2	11.4	139.1%	31.5	25.5
	JD.COM(중국업체)	미국	USD	28,763	23.9	33.4	18.3	82.6%	61.8	28.5
	<b>OCADO</b>	<b>영국</b>	<b>GBP</b>	<b>7,140</b>	<b>790.0</b>	<b>NA</b>	<b>13.3</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>
	RAKUTEN	일본	JPY	10,805	852	16.5	14.1	17.1%	14.0	17.5
홈쇼핑	CJ O SHOPPING	한국	KRW	4,656	240,500	16.2	9.2	76.2%	17.4	14.8
	HYUNDAI DEPARTMENT STORE	한국	KRW	1,938	93,800	8.0	9.2	-12.8%	8.4	7.8
	GS HOME SHOPPING	한국	KRW	1,228	211,900	10.7	9.2	16.5%	10.4	10.9
	HSN	미국	USD	2,116	40.4	NA	18.3	NA	NA	NA
가전전문점	LOTTE HIMART	한국	KRW	1,365	65,500	8.7	9.2	-5.4%	9.4	8.6
	BEST BUY	미국	USD	19,598	71.4	13.7	18.3	-25.4%	14.0	13.0
	YAMADA DENKI	일본	JPY	4,785	560	12.5	14.1	-11.3%	12.5	12.2
	SUNING COMMERCE 'A'	중국	CNY	17,291	12.8	37.3	11.4	226.1%	17.5	54.2
	GOME ELECT.APP.HLDG.	홍콩	HKD	2,120	0.8	NA	11.4	NA	NA	225.4
	CECONOMY	독일	EUR	2,337	5.7	8.3	13.6	-38.6%	11.3	8.2
Home- Improvement	HANSSEM	한국	KRW	1,429	68,800	15.4	9.2	68.2%	16.6	14.3
	HOME DEPOT	미국	USD	227,009	198.4	19.8	18.3	8.2%	20.7	19.3
	LOWE'S COMPANIES	미국	USD	88,829	109.9	19.3	18.3	5.6%	21.2	18.3
	KINGFISHER	영국	GBP	6,958	249.8	9.5	13.3	-28.3%	10.5	8.8
	DCM HOLDINGS	일본	JPY	1,343	1,066	12.4	14.1	-11.8%	13.6	11.9

자료: 데이터스트림 2018년 10월 8일 기준

# Company Analysis



# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

## Company Data

자본금	2,000 억원
발행주식수	4,000 만주
자사주	215 만주
액면가	5,000 원
시가총액	36,187 억원
주요주주	
삼성생명보험(주)(외4)	17.24%
국민연금공단	12.06%
외국인지분율	33.70%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(18/10/08)	92,200 원
KOSPI	225383 pt
52주 Beta	1.39
52주 최고가	132,000 원
52주 최저가	57,100 원
60일 평균 거래대금	517 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-9.2%	-8.0%
6개월	-8.3%	-1.1%
12개월	58.4%	68.3%

호텔신라 (008770/KS | 매수(유지) | T.P 155,000 원(유지))

## 아직은 추세적으로 상승하는 국면

전년도 하반기부터 추세적인 상승을 했던 동사 주가는 6 월 큰 폭으로 조정. 이후 주가는 이렇다 할 반등을 보여주지 못하고 있음. 면세점과 관련해 다양한 악재가 이어지고 있기 때문. 단기 주가의 가파른 회복을 기대하는 것은 쉽지 않을 수 있음. 그럼에도 불구하고 장기 관점에서는 현재가 매수 기회라 판단. 면세점의 주요 고객인 중국인 출국수요가 위축될 가능성이 높지 않고, 이들의 해외 소비를 효과적으로 흡수할 수 있는 글로벌 인프라를 동사가 형성했기 때문, 동사의 장기 고성장 스토리는 유효.

## 하반기 주가는 횡보 중, 현재는 매수 기회

전년도 하반기부터 추세적인 상승을 했던 동사 주가는 6 월 큰 폭으로 조정. 이후 주가는 이렇다 할 반등을 보여주지 못하고 있음. 큰 폭의 주가 하락은 장기간 큰 폭으로 상승한 주가로 차익실현 욕구가 있는 가운데, 위안화 약세 및 중국의 파이공 규제 가능성 등의 악재가 있었기 때문. 여기에 10 월 초 중국에서 면세 한도를 초과한 여행자들에게 벌금을 부과했다는 사실이 알려지며 투자 심리를 더 위축시킴. 당사 역시 중국의 면세 한도 규제가 단기적으로 동사의 주요 고객인 파이공 활동을 위축시켜 실적을 악화시킬 수 있을 것으로 판단. 단기적으로 가파른 주가 회복은 쉽지 않을 전망.

그럼에도 불구하고 장기 관점에서는 현재가 저가 매수 기회라 판단. 중국인 출국수요를 기초로 한 면세점 시장은 여전히 장기 고성장이 기대되기 때문. 투자의견 매수와 목표주가 155,000 원을 유지.

## 국내외에서 증가하는 중국 관광객의 면세점 수요를 흡수

중국의 인당 GDP 는 중/단기 부침이 있더라도 지속적으로 성장할 것. 이에 따라 중국의 출국수요 역시 꾸준히 증가할 전망. 아직 중국의 인구 대비 출국자 비중은 10% 수준에 불과해 소득 증가가 해외 여행 수요 확대를 이끌기 충분. 동사는 국내 면세점 사업자 중 가장 적극적으로 해외 진출을 추진하여 가시적인 성과를 얻고 있음. 싱가포르, 홍콩 공항에서 향수/화장품을 단독으로 판매하고 있으며 태국과 일본 등에서도 시내 면세점을 운영 중. 중국인 출국 수요 중 한국을 찾는 비중은 3%~6%에 불과(2015 년 6%가 가장 높은 수준). 한국 이외의 국가로 여행하는 중국인들의 소비를 흡수할 수 있는 인프라를 형성했다는 점에서 동사의 성장성은 다른 면세점 사업자 대비 현저히 높은 것으로 평가.

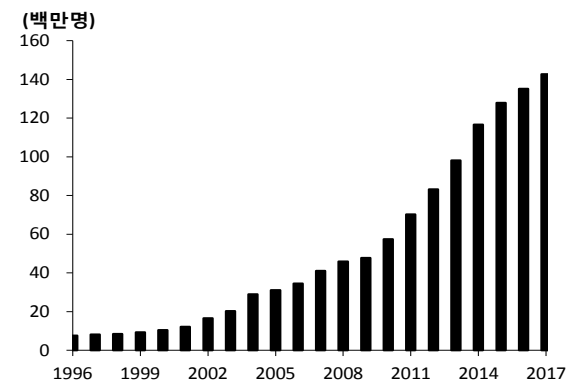
## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	32,517	37,153	40,115	48,922	59,756	71,481
yoy	%	11.8	14.3	8.0	22.0	22.2	19.6
영업이익	억원	772	790	731	2,423	3,265	4,233
yoy	%	-44.5	2.4	-7.5	231.5	34.7	29.7
EBITDA	억원	1,512	1,535	1,445	3,107	3,858	4,744
세전이익	억원	440	524	448	2,241	2,976	3,810
순이익(지배주주)	억원	185	278	253	1,736	2,255	2,888
영업이익률%	%	2.4	2.1	1.8	5.0	5.5	5.9
EBITDA%	%	4.7	4.1	3.6	6.4	6.5	6.6
순이익률	%	0.6	0.8	0.6	3.6	3.8	4.0
EPS	원	462	696	632	4,340	5,639	7,219
PER	배	167.3	69.2	134.3	21.2	16.4	12.8
PBR	배	4.2	2.9	5.1	4.5	3.6	2.8
EV/EBITDA	배	24.0	15.2	26.1	12.5	9.4	7.0
ROE	%	2.5	4.0	3.8	23.3	24.4	24.8
순차입금	억원	5,318	4,044	3,922	1,997	-429	-3,570
부채비율	%	192.6	208.5	236.7	179.4	161.9	145.1

## 목표주가 산정

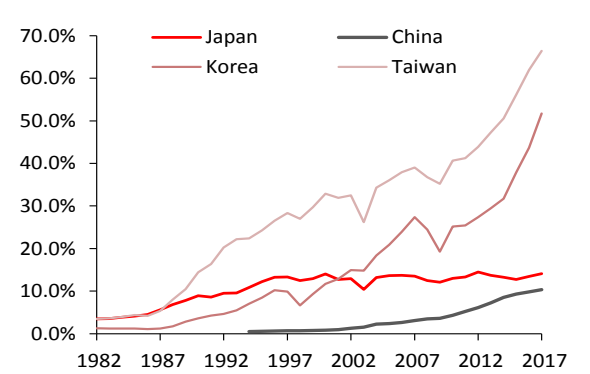
Valuation	2018E	2019E	2020E
면세점 가치		38,325	
매출액	44,568	54,751	65,770
PSR		0.7x	
호텔 가치		26,536	
Nopat	2,463	2,948	3,461
Nopat 대비 Multiple		9.0x	
적정기업가치		64,861	
순차입		3,500	
적정시가총액		61,361	
우선주 시가총액		419	
보통주 시가총액		60,942	
보통주 주식수(천주)		39,248	
보통주 적정주가(원)		155,274	

## 중국인 출국자수 추이



자료: CEIC

## 주요 아시아 국가 인구 대비 출국자 비중



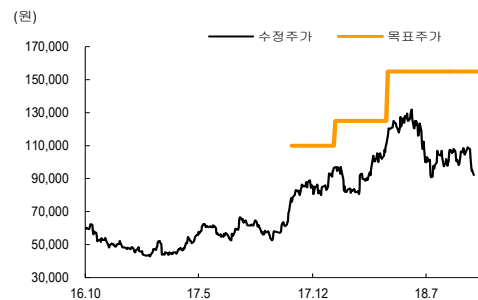
자료: CEIC

## 호텔신라 실적 전망(2016년부터 신회계기준 적용한 매출)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
매출	8,786	8,010	9,424	8,920	11,255	11,431	13,313	12,923	22,970	28,795	31,805	35,521	35,140	48,922	59,756	71,481
면세유통	7,827	6,914	8,244	7,761	10,137	10,549	12,125	11,757	20,795	26,041	29,181	32,001	30,746	44,568	54,751	65,770
시내	4,765	3,983	5,099	4,752	5,814	6,132	7,230	6,906	11,520	15,127	16,043	15,846	18,599	26,082	31,302	36,797
공항(해외포함)	3,062	2,923	3,145	3,009	4,323	4,417	4,895	4,851	9,275	10,913	13,138	12,574	12,139	18,486	23,449	28,973
호텔레저	706	860	949	928	808	594	952	930	1,649	2,444	2,624	3,165	3,443	3,283	3,931	4,615
서울	301	373	369	409	340	396	399	442	736	1,424	1,376	1,436	1,452	1,576	1,702	1,839
제주	161	199	235	169	164	194	247	177	737	739	713	766	764	782	821	862
스테이 등	244	288	345	350	304	322	307	311	176	281	535	963	1,227	1,243	1,408	1,914
생활레저	253	237	231	231	294	288	236	236	548	607	712	732	952	1,053	1,074	1,096
영업이익	100	173	303	155	442	695	743	543	867	1,395	771	790	731	2,423	3,265	4,233
면세유통	169	82	235	99	476	640	655	470	981	1,502	910	790	585	2,241	3,029	3,939
호텔레저	-69	91	68	56	-34	55	88	73	-237	-205	-270	0	146	182	236	295
2016년부터 생활레저 포함)																
생활레저									122.74	105	131					
영업이익률	1.1%	2.2%	3.2%	1.7%	3.9%	6.1%	5.6%	4.2%	3.8%	4.8%	2.4%	2.2%	2.1%	5.0%	5.5%	5.9%
면세유통	2.2%	1.2%	2.9%	1.3%	4.7%	6.1%	5.4%	4.0%	4.7%	5.8%	3.1%	2.5%	1.9%	5.0%	5.5%	6.0%
호텔레저	-9.8%	10.6%	7.2%	6.0%	-4.2%	9.3%	9.3%	7.8%	-14.4%	-8.4%	-10.3%	0.0%	4.2%	5.5%	6.0%	6.4%
세전이익	53	71	205	119	415	648	692	486	161	1,143	439	524	447	2,241	2,975	3,810
세전이익률	0.6%	0.9%	2.2%	1.3%	3.7%	5.7%	5.2%	3.8%	0.7%	4.0%	1.4%	1.5%	1.3%	4.6%	5.0%	5.3%
당기순이익	27	30	126	70	317	526	524	369	109	740	184	278	253	1,736	2,255	2,888
지배주주순이익	27	30	126	70	317	526	524	369	109	740	184	278	253	1,736	2,255	2,888

자료: 호텔신라, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	155,000원	6개월		
2018.08.02	매수	155,000원	6개월	-28.78%	-14.84%
2018.07.12	매수	155,000원	6개월	-25.65%	-14.84%
2018.05.29	매수	155,000원	6개월	-22.27%	-14.84%
2018.04.30	매수	155,000원	6개월	-21.52%	-17.74%
2018.04.01	매수	125,000원	6개월	-25.35%	-11.60%
2018.03.26	매수	125,000원	6개월	-28.99%	-22.32%
2018.02.28	매수	125,000원	6개월	-29.46%	-22.32%
2018.01.22	매수	125,000원	6개월	-29.05%	-22.32%
2017.12.01	매수	110,000원	6개월	-22.50%	-12.18%
2017.11.01	매수	110,000원	6개월	-24.73%	-20.00%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 10 월 11 일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	10,791	11,984	12,776	16,913	21,842
현금및현금성자산	3,467	4,744	4,776	7,202	10,342
매출채권및기타채권	1,842	1,603	1,777	2,158	2,555
재고자산	4,713	4,998	5,539	6,726	7,966
<b>비유동자산</b>	9,618	10,515	10,228	10,086	10,047
장기금융자산	683	800	796	796	796
유형자산	7,069	6,931	6,533	6,029	5,585
무형자산	482	438	354	262	193
<b>자산총계</b>	20,410	22,499	23,004	26,999	31,889
<b>유동부채</b>	7,399	9,101	7,904	9,506	11,183
단기금융부채	1,526	2,216	301	301	301
매입채무 및 기타채무	2,560	3,220	3,568	4,333	5,132
단기충당부채	57	68	47	32	16
<b>비유동부채</b>	6,395	6,717	6,865	7,185	7,694
장기금융부채	5,989	6,486	6,487	6,487	6,487
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	44	88	132
<b>부채총계</b>	13,794	15,818	14,769	16,691	18,877
<b>지배주주지분</b>	6,615	6,675	8,228	10,300	13,005
자본금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
자본잉여금	1,966	1,966	1,966	1,966	1,966
기타자본구성요소	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
자기주식	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045	-1,045
이익잉여금	3,713	3,816	5,419	7,541	10,296
비지배주주지분	0	7	7	7	7
<b>자본총계</b>	6,615	6,681	8,235	10,307	13,012
<b>부채외자본총계</b>	20,410	22,499	23,004	26,999	31,889

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,095	1,937	2,369	2,637	3,298
당기순이익(손실)	278	253	1,736	2,255	2,888
비현금성항목등	1,388	1,303	1,410	1,602	1,856
유형자산감가상각비	605	581	566	504	445
무형자산감가상각비	140	133	118	90	66
기타	105	162	160	273	461
운전자본감소(증가)	-291	588	-381	-508	-531
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-450	402	-74	-381	-398
재고자산감소(증가)	-16	-353	-846	-1,187	-1,240
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	703	666	764	799
기타	142	-164	-127	295	308
법인세납부	-280	-207	-396	-713	-915
<b>투자활동현금흐름</b>	1,507	-1,575	-239	108	161
금융자산감소(증가)	1,828	-982	-88	0	0
유형자산감소(증가)	-666	-605	-218	0	0
무형자산감소(증가)	7	7	2	2	2
기타	338	5	63	105	159
<b>재무활동현금흐름</b>	-2,363	941	-2,096	-319	-319
단기금융부채증가(감소)	-983	-1,201	-1,897	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	2,491	0	0	0
자본의증가(감소)	-1,005	0	0	0	0
배당금의 지급	-138	-133	-133	-133	-133
기타	-236	-216	-199	-186	-186
<b>현금의 증가(감소)</b>	208	1,278	31	2,426	3,141
기초현금	3,258	3,467	4,744	4,776	7,202
기말현금	3,467	4,744	4,776	7,202	10,342
FCF	2,282	554	2,112	2,559	3,188

자료 : 호텔신라, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	37,153	40,115	48,922	59,756	71,481
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	37,153	40,115	48,922	59,756	71,481
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	36,363	39,384	46,499	56,491	67,248
영업이익	790	731	2,423	3,265	4,233
영업이익률 (%)	2.1	1.8	5.0	5.5	5.9
비영업손익	-265	-283	-182	-289	-423
<b>순금융비용</b>	177	148	121	81	27
외환관련손익	4	61	64	64	64
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-111	-80	-8	0	0
세전계속사업이익	524	448	2,241	2,976	3,810
세전계속사업이익률 (%)	1.4	1.1	4.6	5.0	5.3
계속사업법인세	246	195	505	720	922
<b>계속사업이익</b>	278	253	1,736	2,255	2,888
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	278	253	1,736	2,255	2,888
<b>순이익률 (%)</b>	0.8	0.6	3.6	3.8	4.0
지배주주	278	253	1,736	2,255	2,888
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.75	0.63	3.55	3.77	4.04
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	319	192	1,686	2,205	2,838
<b>지배주주</b>	319	192	1,686	2,205	2,838
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	1,535	1,445	3,107	3,858	4,744

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	14.3	8.0	22.0	22.2	19.6
영업이익	2.4	-7.5	231.5	34.7	29.7
세전계속사업이익	19.2	-14.6	400.9	32.8	28.0
EBITDA	1.5	-5.8	115.0	24.2	23.0
EPS(계속사업)	50.6	-9.2	586.6	29.9	28.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	4.0	3.8	23.3	24.4	24.8
ROA	1.3	1.2	7.6	9.0	9.8
EBITDA마진	4.1	3.6	6.4	6.5	6.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	145.8	131.7	161.6	177.9	195.3
부채비율	208.5	236.7	179.4	161.9	145.1
순차입금/자기자본	61.1	58.7	24.3	-4.2	-27.4
EBITDA/이자비용(배)	4.7	6.4	16.1	20.8	25.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	696	632	4,340	5,639	7,219
BPS	16,539	16,687	20,570	25,751	32,513
CFPS	2,558	2,418	6,051	7,122	8,497
주당 현금배당금	350	350	350	350	350
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	112.8	140.8	30.4	23.4	18.3
PER(최저)	68.0	67.7	18.6	14.3	11.2
PBR(최고)	4.8	5.3	6.4	5.1	4.1
PBR(최저)	2.9	2.6	3.9	3.1	2.5
PCR	18.8	35.1	15.2	13.0	10.9
EV/EBITDA(최고)	23.0	27.3	17.5	13.5	10.3
EV/EBITDA(최저)	15.0	14.6	11.0	8.2	6.0

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

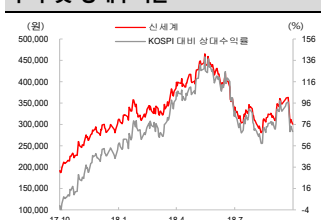
## Company Data

자본금	492 억원
발행주식수	985 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	29,634 억원
주요주주	
이명희(외3)	28.06%
국민연금공단	13.18%
외국인지분률	29.40%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(18/10/08)	301,000 원
KOSPI	225383 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	465,500 원
52주 최저가	187,000 원
60일 평균 거래대금	306 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-4.9%
6개월	-20.3%	-14.0%
12개월	54.4%	64.0%

신세계 (004170/KS | 매수(유지) | T.P 440,000 원(유지))

## 면세점 사업자로 자리 잡음

6 월 큰 폭으로 조정을 받은 주가는 이후 이렇다 할 반등을 보여주지 못 함. 주가가 다시 반등하지 못하는 이유는 주가하락의 원인이었던 위안화 약세가 여전히 지속되고 있고, 신규 면세점들에서 발생할 적자 규모가 검증되지도 않았기 때문. 주가의 단기 가파른 회복을 기대하는 것은 쉽지 않음. 그러나 **적극적인 면세점 확장은 경쟁력을 강화하는 요인** 이고, **현재는 우리가 지배적인 중국인 수요 역시 추세적으로 증가할 수 밖에 없음. 긴 호흡에서는 현재가 매수 기회.** 투자 의견 매수와 목표주가 44 만원 유지.

## 하반기 주가는 조정과 반등을 반복 중

전년도 하반기부터 추세적인 상승을 했던 동사 주가는 6 월 큰 폭으로 조정. 이후 주가는 이렇다 할 반등을 보여주지 못하고 있음. 큰 폭의 주가 하락은 장기간 큰 폭으로 상승한 주가로 차익실현 욕구가 있는 가운데, 위안화 약세 및 중국의 파이공 규제 가능성 등의 악재가 있었기 때문. 또한 동사의 적극적인 면세점 확장 전략 역시 투자자들에게 부담이 되었음. 하반기 이후 새롭게 영업을 시작하는 센트럴시티 면세점과 인천공항 1 층사 면세점에서 발생할 적자 규모가 가늠이 되지 않았기 때문.

## 주가는 단기적으로 쉬어갈 수 있음

큰 폭으로 하락했던 주가가 다시 추세적으로 반등하지 못하는 이유는 주가하락의 원인 이었던 위안화 약세가 여전히 지속되고 있고, 신규 면세점들에서 발생할 적자 규모가 밝혀지지도 않았기 때문. 오히려 10 월 초 중국에서 면세 한도를 초과한 여행객들에 벌금을 부과했다는 사실이 알려지며 투자 심리를 더 위축시킴. 당사 역시 중국의 면세한도 규제가 단기적으로 동사의 주요 고객인 파이공 활동을 위축시켜 실적을 악화시킬 수 있을 것으로 판단. 단기적으로 가파른 주가 회복은 쉽지 않을 것으로 전망.

## 그러나 장기적으로 바잉 파워 확대 기대

그러나 장기 관점에서는 현재가 매수 기회. **적극적인 면세점 확장은 규모의 경제가 중요한 면세점 사업에서 동사의 경쟁력을 강화시키는 요인이고 주요 고객인 파이공의 구매력 약화 및 활동 위축 등에 따른 우려 역시 장기적인 관점에서는 기우에 불과하기 때문.** 중국의 인당 GDP 는 중/단기 부침이 있더라도 지속적으로 성장할 것이며 이에 따른 중국 내에서 명품을 저렴하게 구매하고자 하는 수요와 출국수요를 지속적으로 증가시킬 것. 즉, 한국 면세점을 이용할 고객이 지속적으로 증가할 것이라는 전망을 수정해야 할 단계는 아님.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	25,640	29,475	38,714	50,347	60,708	76,717
yoy	%	2.9	15.0	31.4	30.1	20.6	26.4
영업이익	억원	2,621	2,514	3,457	3,930	4,345	4,862
yoy	%	-4.1	-4.1	37.5	13.7	10.6	11.9
EBITDA	억원	4,376	4,601	6,148	6,715	7,224	7,824
세전이익	억원	5,834	4,154	2,914	3,720	4,380	4,880
순이익(지배주주)	억원	4,021	2,271	1,823	2,596	3,000	3,379
영업이익률%	%	10.2	8.5	8.9	7.8	7.2	6.3
EBITDA%	%	17.1	15.6	15.9	13.3	11.9	10.2
순이익률	%	16.9	11.0	5.5	5.7	5.5	4.8
EPS	원	40,843	23,071	18,513	26,368	30,475	34,325
PER	배	5.6	7.6	16.2	11.4	9.9	8.8
PBR	배	0.8	0.5	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	배	11.8	12.6	11.3	10.5	9.5	8.5
ROE	%	14.3	7.3	5.5	7.4	8.1	8.5
순차입금	억원	18,553	25,500	24,755	25,538	23,774	21,136
부채비율	%	95.0	112.1	106.4	118.3	127.5	133.0

## 목표주가 산정

Valuation	지분	2018년E	2019년E	2020년E	비고
Nopat					
백화점					
오프라인	사업부	1,763	1,618	1,602	
온라인	사업부				
신세계동대구	61.0%	93	140	191	
센트럴시티	60.0%	381	776	809	
면세점	100.0%	299	267	522	
까사미아	95.7%		67	88	
Nopat 대비 Multiple					
백화점					
오프라인			12.0x		
온라인			-		
신세계동대구			12.0x		
센트럴시티			12.0x		
면세점			-		
까사미아			12.0x		
사업부문별 가치					
백화점					
오프라인			19,412		
온라인			6,111		온라인 총매출의 0.5x
신세계동대구			1,681		장부가 2,764억원
센트럴시티			9,306		
면세점			28,155	42,233	2019년 총매출의 1.0x (장부가 4,150억원)
까사미아			800		장부가 1,915억원
상장사 가치		시가총액(억원)	지분가치		시가 대비 할인율
신세계인터내셔널	45.8%	15,000	4,805	30%	
기업가치					
			70,269		
순차입			28,000		
적정시가총액			42,269		
주식수(천주)			9,845		
적정주가(원)			429,334		
자료: SK 증권					



## 신세계 분기 및 연간 실적 전망

단위: 억원, %

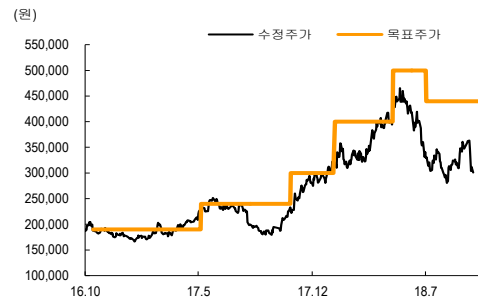
신세계(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
총매출	17,706	17,000	18,140	20,823	20,066	20,197	21,850	24,067	50,526	58,366	73,669	86,179	92,560	108,289
백화점	11,331	11,109	11,030	12,871	11,810	10,887	11,155	12,485	39,747	44,309	46,341	46,336	41,703	42,120
신세계인터내셔널 통보이	2,720	2,390	2,690	3,220	3,040	2,830	3,094	3,542	10,071	10,226	11,020	12,506	13,131	13,787
센트럴시티	630	630	640	670	450	470	645	670	1,946	2,298	2,570	2,235	2,606	2,632
면세점	1,830	1,910	2,710	2,750	3,400	4,450	5,420	5,500	-	3,010	9,200	18,770	28,155	42,233
대구점	1,755	1,485	1,688	1,971	2,018	2,330	2,278	2,661	-	-	6,899	9,287	10,215	10,931
까사미아	-	-	-	-	-	310	326	342	-	-	-	977	1,547	1,880
기타	-560	-524	-617	-660	-652	-770	-741	-792	-1,238	-1,477	-2,362	-2,955	-3,250	-3,413
영업이익	776	413	743	1,520	1,133	798	657	1,342	2,621	2,514	3,452	3,930	4,345	4,862
영업이익률	4.4%	2.4%	4.1%	7.3%	5.6%	4.0%	3.0%	5.6%	5.2%	4.3%	4.7%	4.6%	4.7%	4.5%
백화점	521	362	396	920	590	420	423	917	1,831	1,956	2,199	2,350	2,157	2,136
신세계인터내셔널 통보이	40	48	10	160	120	140	104	172	217	278	258	537	590	647
센트럴시티	250	141	260	280	160	50	97	201	612	1,312	931	508	1,034	1,079
면세점	-16	-40	100	110	240	230	-27	-44	0	-500	154	399	356	695
대구점	-20	-90	-30	60	20	-5	27	81	-	-	-80	123	187	254
까사미아	0	0	0	0	0	30	26	25	-	-	0	81	89	118
기타	2	-8	7	-10	3	-67	7	-10	-140	-111	-9	-67	-67	-67
세전이익	476	681	640	1,116	1,063	660	607	1,389	5,834	4,151	2,913	3,720	4,380	4,880
세전이익률	2.7%	4.0%	3.5%	5.4%	5.3%	3.3%	2.8%	5.8%	11.5%	7.1%	4.0%	4.3%	4.7%	4.5%
당기순이익	338	470	440	888	842	521	455	1,042	4,332	3,234	2,136	2,860	3,320	3,699
지배주주순이익	249	479	394	701	758	501	375	962	4,021	2,271	1,823	2,596	3,000	3,379

자료: 신세계 SK 증권 리서치센터

주 1. 신세계 2015년 2분기에는 삼성생명 주식매각으로 3,300억원의 영업외수익 발생

주 2. 신세계 2016년 2분기 세전이익에는 센트럴시티가 서울고속터미널 지분을 48% -&gt; 60%로 확대하며 지분법에서 연결대상으로 변경되는 과정에서 발생한 지분법처분이익 2,777억원이 포함됨

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	440,000원	6개월		
2018.07.12	매수	440,000원	6개월	-26.75%	-17.39%
2018.05.11	매수	500,000원	6개월	-17.73%	-6.90%
2018.04.02	매수	400,000원	6개월	-11.22%	5.25%
2018.03.26	매수	400,000원	6개월	-16.90%	-10.50%
2018.02.28	매수	400,000원	6개월	-17.40%	-10.50%
2018.01.29	매수	400,000원	6개월	-17.66%	-10.50%
2018.01.22	매수	400,000원	6개월	-19.68%	-14.88%
2017.12.01	매수	300,000원	6개월	-7.17%	7.67%
2017.10.31	매수	300,000원	6개월	-15.09%	-4.33%
2017.05.16	매수	240,000원	6개월	-9.59%	4.79%
2016.10.26	중립	190,000원	6개월	-2.16%	20.53%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	9,875	12,691	18,419	26,959	34,083
현금및현금성자산	783	1,755	4,377	10,142	12,779
매출채권및기타채권	2,945	3,508	4,573	5,489	6,970
재고자산	3,926	4,639	6,047	7,259	9,217
<b>비유동자산</b>	89,670	88,826	93,155	95,446	98,415
장기금융자산	6,184	5,510	4,409	4,409	4,409
유형자산	66,256	66,322	68,450	69,729	70,904
무형자산	3,043	2,965	4,236	4,135	4,054
<b>자산총계</b>	99,545	101,517	111,575	122,405	132,498
<b>유동부채</b>	24,350	28,921	35,656	39,902	46,767
단기금융부채	7,570	12,662	14,459	14,459	14,459
매입채무 및 기타채무	4,812	3,675	4,791	5,751	7,302
단기충당부채	25	27	35	42	54
<b>비유동부채</b>	28,266	23,401	24,815	28,704	28,858
장기금융부채	18,994	14,157	15,645	19,645	19,645
장기매입채무 및 기타채무	42	23	16	10	3
장기충당부채	73	68	99	128	166
<b>부채총계</b>	52,616	52,322	60,471	68,606	75,625
<b>지배주주지분</b>	32,341	34,218	35,947	38,327	41,087
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	3,999	3,995	3,968	3,968	3,968
기타자본구성요소	-36	-36	-36	-36	-36
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	21,000	22,460	24,827	27,827	31,207
비지배주주지분	14,588	14,978	15,157	15,471	15,786
<b>자본총계</b>	46,929	49,195	51,103	53,799	56,873
<b>부채와자본총계</b>	99,545	101,517	111,575	122,405	132,498

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,024	4,135	7,041	6,408	7,178
당기순이익(손실)	3,234	2,136	2,860	3,320	3,699
비현금성항목등	1,711	4,362	3,986	3,903	4,125
유형자산감가상각비	1,933	2,520	2,605	2,721	2,825
무형자산상각비	154	171	180	157	137
기타	161	693	15	-326	-205
운전자본감소(증가)	270	-1,425	883	254	545
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-879	-538	-914	-916	-1,481
재고자산감소(증가)	-1,080	-854	-508	-1,211	-1,958
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	505	-84	914	960	1,552
기타	1,724	51	1,390	1,422	2,433
법인세납부	-1,190	-938	-687	-1,070	-1,191
<b>투자활동현금흐름</b>	-8,801	-2,577	-5,353	-3,784	-3,614
금융자산감소(증가)	71	923	188	0	0
유형자산감소(증가)	-6,650	-3,525	-4,249	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-73	-33	-56	-56	-56
기타	-2,149	59	-1,236	272	442
<b>재무활동현금흐름</b>	5,117	-565	934	3,140	-926
단기금융부채증가(감소)	-2,902	-354	2,645	0	0
장기금융부채증가(감소)	8,883	518	-346	4,000	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-296	-357	-123	0	0
기타	-568	-373	-1,073	-860	-926
<b>현금의 증가(감소)</b>	340	972	2,622	5,764	2,638
기초현금	443	783	1,755	4,377	10,142
기말현금	783	1,755	4,377	10,142	12,779
FCF	-1,695	-396	2,053	2,587	3,353

자료 : 신세계, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	29,475	38,714	50,347	60,708	76,717
<b>매출원가</b>	10,574	15,594	25,620	35,565	51,057
<b>매출총이익</b>	18,901	23,121	24,728	25,143	25,660
매출총이익률 (%)	64.1	59.7	49.1	41.4	33.5
<b>판매비와관리비</b>	16,387	19,664	20,798	20,798	20,798
영업이익	2,514	3,457	3,930	4,345	4,862
영업이익률 (%)	8.5	8.9	7.8	7.2	6.3
비영업손익	1,640	-543	-210	35	18
<b>순금융비용</b>	455	637	696	641	538
외환관련손익	-12	232	60	60	60
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	1,869	211	202	202	202
세전계속사업이익	4,154	2,914	3,720	4,380	4,880
세전계속사업이익률 (%)	14.1	7.5	7.4	7.2	6.4
계속사업법인세	921	777	860	1,060	1,181
<b>계속사업이익</b>	3,234	2,136	2,860	3,320	3,699
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,234	2,136	2,860	3,320	3,699
<b>순이익률 (%)</b>	11.0	5.5	5.7	5.5	4.8
지배주주	2,271	1,823	2,596	3,000	3,379
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	7.1	4.7	5.16	4.94	4.4
<b>비지배주주</b>	962	313	264	320	320
<b>총포괄이익</b>	3,277	2,391	2,235	2,695	3,074
<b>지배주주</b>	2,321	2,095	1,976	2,381	2,760
<b>비지배주주</b>	957	297	258	315	315
EBITDA	4,601	6,148	6,715	7,224	7,824

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	15.0	31.4	30.1	20.6	26.4
영업이익	-4.1	37.5	13.7	10.6	11.9
세전계속사업이익	-28.8	-29.9	27.7	17.8	11.4
EBITDA	5.2	33.6	9.2	7.6	8.3
EPS(계속사업)	-43.5	-19.8	42.4	15.6	12.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.3	5.5	7.4	8.1	8.5
ROA	3.6	2.1	2.7	2.8	2.9
EBITDA마진	15.6	15.9	13.3	11.9	10.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	40.6	43.9	51.7	67.6	72.9
부채비율	112.1	106.4	118.3	127.5	133.0
순차입금/자기자본	54.3	50.3	50.0	44.2	37.2
EBITDA/이자비용(배)	7.3	8.1	8.4	8.5	8.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	23,071	18,513	26,368	30,475	34,325
BPS	328,499	347,557	365,119	389,301	417,333
CFPS	44,270	45,848	54,659	59,714	64,412
주당 현금배당금	1,250	1,250	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	10.0	16.2	17.7	15.3	13.6
PER(최저)	7.6	9.0	10.6	9.2	8.2
PBR(최고)	0.7	0.9	1.3	1.2	1.1
PBR(최저)	0.5	0.5	0.8	0.7	0.7
PCR	4.0	6.5	5.5	5.0	4.7
EV/EBITDA(최고)	13.7	11.3	12.9	11.8	10.5
EV/EBITDA(최저)	12.5	9.2	10.2	9.2	8.2

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

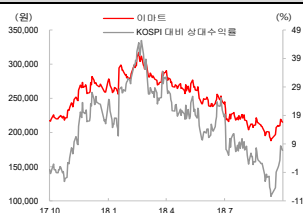
## Company Data

자본금	1,394 억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	59,933 억원
주요주주	
이명희(외3)	28.05%
국민연금공단	9.97%
외국인지분률	48.70%
배당수익률	0.80%

## Stock Data

주가(18/10/08)	215,000 원
KOSPI	225383 pt
52주 Beta	0.46
52주 최고가	317,500 원
52주 최저가	188,000 원
60일 평균 거래대금	237 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.9%	5.1%
6개월	-25.2%	-19.4%
12개월	3.1%	9.6%

이마트 (139480/KS | 매수(유지) | T.P 290,000 원(하향))

## 온라인 사업 확장을 통한 체질 개선 가능

2017 년 크게 상승했던 동사의 주가는 2018 년 추세적으로 하락. 2017 년 주가 상승의 원동력이었던 트레이더스의 고성장이 지속될 수 있을 것이라는 기대감이 훼손된 것이 가장 큰 원인. 향후 동사의 주가는 온라인 사업의 확장 여부에 따라 달라질 전망. 트레이더스에 대한 성장 기대감이 훼손된 것과 달리 온라인 사업은 동사가 보유한 로열티 높은 트래픽과 풍부한 투자여력 등으로 장기 고성장을 추구할 수 있을 것

## 2018 년 주가 지속적으로 하락

### : 오프라인 업황 부진 및 온라인 사업에 대한 기대감 하락이 원인

2017 년 크게 상승했던 동사의 주가는 2018 년 추세적으로 하락. 2017 년 주가 상승의 원동력이었던 트레이더스의 고성장이 지속될 수 있을 것이라는 기대감이 훼손된 것이 가장 큰 원인. 또한 투자자들의 신성장 동력으로 주목받았던 온라인 사업 역시 뚜렷한 확장 전략을 내놓지 못하고 있는 것도 주가 하락의 원인.

### 의미있는 주가 상승은 오프라인 사업보다는 온라인 사업의 전개에 영향 받을 것

향후 동사의 주가는 온라인 사업의 확장 여부에 따라 달라질 전망. 오프라인 포맷은 매력적으로 보이더라도 높은 성장을 지속하기 쉽지 않음을 트레이더스를 통해 확인. 고객들이 온라인으로 빠르게 이동하고 있기 때문. 따라서 오프라인 사업의 단기 실적 개선이 본질 가치를 크게 개선시키지는 못할 전망.

반면, 고객의 이용이 증가하고 있는 온라인 사업은 동사가 의미있는 성장을 추구하기에 충분한 경쟁력이 있는 분야. 최근 온라인 사업을 확대하는 업체들이 많아지고 있으나, 이마트와 직접 경쟁을 하기는 쉽지 않을 것이기 때문. 온라인 쇼핑은 IT 인프라를 기반으로 한 온라인의 트래픽과 물류시스템과 같은 오프라인 인프라가 모두 필요. 이마트는 이미 '온라인 장보기'로 로열티 높은 트래픽을 충분히 확보하고 있으며 이를 실행할 오프라인 투자 여력 역시 충분. 특히, 이마트의 '온라인 장보기' 서비스를 실행하기 위해서 필요한 '콜드체인'물류는 다른 물류시스템보다 필요한 자금 규모가 큼. 따라서 중소규모의 업체가 이마트와 직접 경쟁하는 것은 어려울 것. 따라서 온라인 사업을 확장하는 시점이 다소 지연되더라도 이마트가 온라인 사업을 통해 구조적인 성장성 개선을 추구할 기회를 잃어버릴 가능성은 높지 않음.

### 온라인 사업 확장을 통한 성장의 기회는 충분

오프라인 사업에 대한 기대감이 하락함에 따라 목표주가를 기존 410,000 원에서 290,000 원으로 하향하나 투자자의견은 매수를 유지. 온라인 사업 확장을 통한 성장의 기회가 충분히 남아 있는 만큼, 투자자들이 온라인 사업을 다시 높은 가치로 평가할 가능성이 높기 때문.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	136,400	146,151	158,767	165,723	175,881	187,126
yoy	%	3.7	7.2	8.6	4.4	6.1	6.4
영업이익	억원	5,038	5,686	5,669	6,140	6,495	7,164
yoy	%	-13.6	12.9	-0.3	8.3	5.8	10.3
EBITDA	억원	9,376	10,251	10,487	11,223	13,206	13,838
세전이익	억원	6,938	5,068	7,514	6,509	5,967	6,693
순이익(지배주주)	억원	4,547	3,762	6,161	4,693	4,266	4,792
영업이익률%	%	3.7	3.9	3.6	3.7	3.7	3.8
EBITDA%	%	6.9	7.0	6.6	6.8	7.5	7.4
순이익률	%	3.3	2.6	4.0	2.9	2.5	2.6
EPS	원	16,312	13,051	19,650	17,024	15,305	17,192
PER	배	11.6	14.0	13.8	12.6	14.1	12.5
PBR	배	0.8	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	10.2	9.0	11.0	9.3	7.6	6.9
ROE	%	6.6	5.1	7.7	5.6	5.0	5.5
순차입금	억원	39,106	35,610	33,779	38,102	34,547	29,961
부채비율	%	100.2	89.9	83.2	86.5	95.1	103.3

## 목표주가 산정

단위: 억원

Valuation	지분율	2018년	2019년	2020년	
nopat					
대형마트	사업부	3,964	3,995	4,042	
트레이더스	사업부	457	589	720	
온라인 사업	사업부	-15	42	67	
슈퍼마켓	99.3%	27	44	62	
이마트24	100.0%	-356	-282	-72	
신세계프라퍼티	100.0%	140	190	230	
신세계TV쇼핑	47.8%	0	45	100	
스타벅스	50.0%	947	1,090	1,253	
조선호텔	99.9%	39	85	89	
nopat 대비 multiple					
대형마트			12.0x		소형포맷의 비중이 증가하며 매출이 증가하고 있는 점을 고려하여 업태 적정 Multiple 대비 20% 할증
트레이더스			20.0x		
온라인 사업			-		
슈퍼마켓			-		
이마트24					grobal property P/E 수준
신세계프라퍼티			20.0x		
신세계TV쇼핑			25.0x		
스타벅스			12.0x		
조선호텔			15.0x		
각 부문별 영업가치(지분율 고려)					
대형마트			47,936		
트레이더스			11,786		
온라인 사업			34,559		PSR 2.5x 적용(쿠팡 자금 조달시 valuation 취급고 대비 3x) PSR = 0.15x
슈퍼마켓			1,733		
이마트24					KTH 시가총액 2,000억원
신세계프라퍼티			3,792		
신세계TV쇼핑			538		
스타벅스			6,537		
조선호텔			1,275		
상장회사	지분율	시가총액	지분가치	할인율	
신세계푸드	46.90%	4,500	1,477	30%	
신세계건설	42.7%	1,200	359	30%	
신세계아이앤씨	35.7%	2,600	650	30%	
기업가치			110,642		
순차입금			30,000		
적정시가총액			80,642		
주식 수(천주)			27,876		
적정주가			289,289		

자료: SK 증권

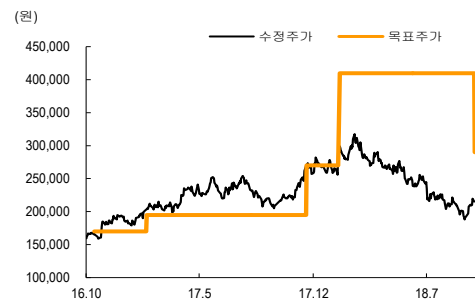
이마트 실적 추이 및 전망(2017년 영업이익, 중국 및 면세점 중단사업으로 적용)

단위: 억원 %

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
총매출	44,192	43,292	48,313	44,971	45,706	44,080	49,252	46,417	153,742	166,251	180,767	185,456	196,824	209,405
할인점	28,975	27,556	31,099	29,198	29,054	26,987	30,460	28,795	110,193	113,336	116,828	115,296	114,955	115,070
트레이더스	3,519	3,562	4,104	4,028	4,587	4,524	5,120	4,595	9,624	11,956	15,213	18,826	23,576	28,646
온라인몰	2,438	2,512	2,778	2,776	3,037	2,967	3,231	3,183	6,626	8,386	10,504	12,418	13,824	14,852
세계조선포텔	1,528	1,469	1,530	891	428	461	476	532	4,916	5,680	5,418	1,897	1,987	2,086
슈퍼마켓	2,740	2,888	2,976	2,727	2,793	2,938	2,991	2,776	9,897	10,505	11,331	11,498	11,556	11,613
위드미	1,301	1,706	2,052	1,781	2,076	2,557	3,262	2,760	1,351	3,783	6,840	10,655	15,235	20,592
해외사업	580	397	382	135	159	139	146	155	2,122	2,098	1,494	599	689	792
신세계푸드	2,848	3,030	3,211	2,987	3,179	3,103	3,372	3,136	9,013	10,457	12,076	12,790	13,429	14,101
세계프라퍼티	263	172	181	448	394	404	195	484	0	49	1,063	1,477	1,574	1,653
영업이익	1,676	652	2,036	1,774	1,535	533	2,324	1,748	5,038	5,469	6,138	6,139	6,495	7,164
영업이익률	3.8%	1.5%	4.2%	3.9%	3.4%	1.2%	4.7%	3.8%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.4%
할인점	1,749	726	1,930	1,563	1,474	407	1,921	1,484	6,323	6,313	5,968	5,286	5,326	5,389
트레이더스	122	137	150	103	130	161	202	116	190	353	512	609	786	960
온라인몰	-38	-41	-18	-29	2	-28	3	3	-246	-365	-126	-20	55	89
세계조선포텔	-52	-65	-10	-47	-9	-12	26	34	-384	-103	-174	39	85	89
호텔	-17	-21	25	32	-9	-12	26	34		55	19	39	85	89
면세점	-35	-44	-35	-79	0	0	0	0		-158	-193	0	0	0
슈퍼마켓	-3	10	33	-18	2	16	15	3	-160	-82	22	36	59	83
위드미	-127	-102	-114	-174	-124	-96	-109	-145	-262	-349	-517	-475	-376	-97
해외사업	-56	-63	-182	-15	-8	-5	-5	-15	-351	-268	-316	-33	-33	-33
신세계푸드	48	85	93	72	100	69	103	79	94	185	298	351	387	427
세계프라퍼티	-28	-125	-45	-7	26	57	57	60	-45	-136	-205	200	271	329
세전이익	1,820	520	3,979	1,663	1,669	1,211	2,162	1,467	6,938	4,819	7,982	6,509	5,967	6,693
세전이익률	4.1%	1.2%	8.2%	3.7%	3.7%	2.7%	4.4%	3.2%	4.5%	2.9%	4.4%	3.5%	3.0%	3.2%
당기순이익	1,315	256	3,812	896	1,246	948	1,568	1,064	4,559	3,816	6,279	4,825	4,326	4,852
지배주주순이익	1,296	242	3,783	840	1,183	908	1,553	1,049	4,547	3,762	6,161	4,693	4,266	4,792

자료: 이마트, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	290,000원	6개월		
2018.07.03	매수	410,000원	6개월	-38.74%	-22.56%
2018.06.20	매수	410,000원	6개월	-33.39%	-22.56%
2018.05.11	매수	410,000원	6개월	-32.76%	-22.56%
2018.03.26	매수	410,000원	6개월	-30.98%	-22.56%
2018.01.29	매수	410,000원	6개월	-28.99%	-22.56%
2017.11.28	중립	270,000원	6개월	-1.01%	9.07%
2017.08.23	중립	195,000원	6개월	15.76%	38.21%
2017.02.01	중립	195,000원	6개월	15.89%	30.26%
2017.01.10	중립	170,000원	6개월	8.37%	19.41%
2016.10.26	중립	170,000원	6개월	7.01%	14.71%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	17,409	18,952	20,466	30,315	41,204
현금및현금성자산	658	2,232	3,408	12,336	22,265
매출채권및기타채권	3,802	4,583	4,514	4,787	5,071
재고자산	9,795	10,114	9,961	10,564	11,192
<b>비유동자산</b>	136,892	141,713	147,504	148,722	150,000
장기금융자산	13,965	14,683	18,576	18,576	18,576
유형자산	97,092	97,999	98,448	98,102	97,778
무형자산	4,005	3,767	3,166	3,036	2,920
<b>자산총계</b>	154,301	160,665	167,970	179,038	191,204
<b>유동부채</b>	40,014	42,140	42,483	44,135	45,855
단기금융부채	13,896	14,400	15,171	15,171	15,171
매입채무 및 기타채무	12,735	14,284	14,069	14,920	15,806
단기충당부채	16	16	16	17	18
<b>비유동부채</b>	33,045	30,811	35,439	43,110	51,285
장기금융부채	24,878	22,598	27,919	33,292	38,635
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	535	719	708	751	795
<b>부채총계</b>	73,059	72,951	77,922	87,245	97,140
<b>지배주주지분</b>	76,962	82,417	84,447	86,133	88,346
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	41,935	41,935	41,935
기타자본구성요소	-401	-579	8,380	8,380	8,380
자기주식	-26	-26	0	0	0
이익잉여금	19,579	24,649	28,738	32,517	36,822
비지배주주지분	4,280	5,297	5,601	5,659	5,718
<b>자본총계</b>	81,242	87,714	90,048	91,793	94,064
<b>부채외자본총계</b>	154,301	160,665	167,970	179,038	191,204

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	7,912	9,451	5,432	10,931	11,378
당기순이익(손실)	4,819	7,082	5,458	4,326	4,852
비현금성항목등	7,006	4,779	6,597	8,879	8,986
유형자산감가상각비	4,319	4,553	4,834	6,346	6,324
무형자산감각비	246	265	248	365	350
기타	1,622	636	530	957	1,484
운전자본감소(증가)	-2,266	-1,088	-5,796	-252	-237
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-846	-820	184	-273	-284
재고자산감소(증가)	-1,304	-810	-729	-603	-628
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	682	596	-1,927	851	887
기타	-797	-54	-3,324	-227	-212
법인세납부	-1,648	-1,322	-827	-2,023	-2,223
<b>투자활동현금흐름</b>	-10,419	-4,830	-7,316	-5,878	-5,167
금융자산감소(증가)	-1,463	1,533	-753	0	0
유형자산감소(증가)	-5,608	-5,931	-5,162	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-169	-234	-235	-235	-235
기타	-3,179	-198	-1,166	357	1,067
<b>재무활동현금흐름</b>	2,549	-3,072	3,006	3,874	3,718
단기금융부채증가(감소)	1,664	-982	-262	0	0
장기금융부채증가(감소)	-3,079	-1,374	4,507	5,373	5,343
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-520	-589	-488	-488	-488
기타	4,483	-127	-606	-1,011	-1,137
<b>현금의 증가(감소)</b>	24	1,574	1,176	8,927	9,929
기초현금	634	658	2,232	3,408	12,336
기말현금	658	2,232	3,408	12,336	22,265
FCF	3,755	2,658	4,162	5,528	5,991

자료 : 이마트, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	146,151	158,767	165,723	175,881	187,126
<b>매출원가</b>	105,061	113,554	118,368	128,172	138,748
<b>매출총이익</b>	41,090	45,213	47,354	47,709	48,378
매출총이익률 (%)	28.1	28.5	28.6	27.1	25.9
<b>판매비와관리비</b>	35,404	39,544	41,214	41,214	41,214
영업이익	5,686	5,669	6,140	6,495	7,164
영업이익률 (%)	3.9	3.6	3.7	3.7	3.8
비영업손익	-618	1,844	369	-527	-471
<b>순금융비용</b>	870	764	582	175	-409
외환관련손익	-211	794	35	35	35
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	185	547	334	334	334
세전계속사업이익	5,068	7,514	6,509	5,967	6,693
세전계속사업이익률 (%)	3.5	4.7	3.9	3.4	3.6
계속사업법인세	1,375	1,918	1,631	1,641	1,841
<b>계속사업이익</b>	3,692	5,596	4,878	4,326	4,852
중단사업이익	124	683	-53	0	0
*법인세효과	-373	-1,115	0	0	0
당기순이익	3,816	6,279	4,825	4,326	4,852
<b>순이익률 (%)</b>	2.6	4.0	2.9	2.5	2.6
지배주주	3,762	6,161	4,693	4,266	4,792
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.57	3.88	2.83	2.43	2.56
<b>비지배주주</b>	54	119	132	60	60
<b>총포괄이익</b>	3,868	6,335	2,731	2,232	2,758
<b>지배주주</b>	3,825	6,218	2,601	2,174	2,700
<b>비지배주주</b>	43	117	131	58	58
EBITDA	10,251	10,487	11,223	13,206	13,838

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.2	8.6	4.4	6.1	6.4
영업이익	12.9	-0.3	8.3	5.8	10.3
세전계속사업이익	-27.0	48.3	-13.4	-8.3	12.2
EBITDA	9.3	2.3	7.0	17.7	4.8
EPS(계속사업)	-20.0	50.6	-13.4	-10.1	12.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.1	7.7	5.6	5.0	5.5
ROA	2.6	4.0	2.9	2.5	2.6
EBITDA마진	7.0	6.6	6.8	7.5	7.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	43.5	45.0	48.2	68.7	89.9
부채비율	89.9	83.2	86.5	95.1	103.3
순차입금/자기자본	43.8	38.5	42.3	37.6	31.9
EBITDA/이자비용(배)	9.0	10.4	12.6	13.1	12.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	13,051	19,650	17,024	15,305	17,192
BPS	276,088	295,657	302,940	308,990	316,926
CFPS	29,871	39,385	35,068	39,379	41,135
주당 현금배당금	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	14.9	14.4	18.7	20.8	18.5
PER(최저)	11.8	9.1	11.0	12.3	10.9
PBR(최고)	0.7	1.0	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	6.1	6.9	6.1	5.5	5.2
EV/EBITDA(최고)	9.3	11.3	11.8	9.7	8.9
EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	8.6	7.0	6.3

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

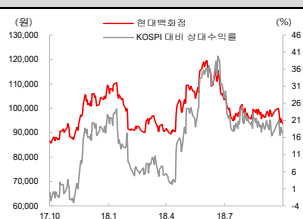
## Company Data

자본금	1,170 억원
발행주식수	2,340 만주
자사주	85 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21,951 억원
주요주주	
정지선(외7)	36.09%
국민연금공단	10.89%
외국인지분률	28.60%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(18/10/08)	93,800 원
KOSPI	2253.83 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	119,500 원
52주 최저가	85,700 원
60일 평균 거래대금	93 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.7%	-2.5%
6개월	3.7%	11.7%
12개월	6.1%	12.7%

현대백화점 (069960/KS | 매수(유지) | T.P 135,000 원(유지))

## 백화점보다 면세점의 실적이 주가를 결정할 것

동사의 주가는 백화점의 신규 출점이 제한되었던 2016년부터 추세적인 주가 하락으로 절대 저평가 수준이 이어지고 있음. 주가의 절대 저평가가 해소되기 위해서는 성장성 둔화가 불가피해 보이는 백화점보다는 성장성이 높은 면세점에서 성과를 낼 수 있다는 기대가 확대될 필요가 있음. 현재는 동사의 면세점 사업 진출에 대해 기대와 우려가 공존. 당사는 신세계의 성공적인 면세점 사업 진출 사례에 비추어볼 때, 동사 역시 일정 수준의 성과는 이룰 수 있을 것으로 기대.

## 면세점 사업 확장, 주가 re-rating 을 이끌 것

동사의 주가는 백화점의 신규 출점이 제한되었던 2016년부터 추세적인 주가 하락으로 절대 저평가 수준이 이어지고 있음. 2017년과 2018년 저평가 매력에 부각되는 시점에 동사의 주가는 반등하였지만, 상승폭은 크지 못 했음. 현시점 역시 저평가 매력이 부각되며 주가 반등이 소폭 진행되었음.

그러나 가파른 주가 반등을 위해서는 동사가 신규 사업으로 진행하고 있는 면세점 사업에 대한 기대감이 확대될 필요가 있음. 현재는 면세점 사업 진출이 단기 실적을 악화시킬 수 있다는 우려와 성장성이 높은 면세점 업태로 진출을 통해 성장성을 개선시킬 것이라는 기대가 공존. 당사는 궁극적으로 동사 역시 의미 있는 면세점 사업자로 자리잡을 것으로 기대. 신세계가 성공적으로 면세점 사업으로 확장한 것에 비추어볼 때, 동사 역시 일정 수준의 성과는 이룰 수 있을 것으로 판단. 투자 의견 매수와 목표주가 135,000 원 유지.

## 백화점 성장은 구조적으로 둔화, 단기 실적 개선이 주가에 큰 영향을 주지 못함

동사의 기존 사업인 백화점에 대해 투자자들은 구조적으로 성장이 둔화되고 있음을 인지. 단기 기존점 성장률의 회복에 큰 의미를 부여하고 있지 않는 모습. 백화점이 발달했던 미국과 일본에서 소득이 일정 수준을 상회한 이후 백화점 업태의 시장 규모가 축소된 것을 이미 확인했기 때문. 다만, 동사는 2019년부터 아울렛 및 대형 백화점의 출점을 계획하고 있는 만큼, 출점을 통한 성장 방어가 가능할 것. 출점이 재개되며 실적 개선이 확인될 경우, 주가의 절대 저평가를 해소하는데 도움이 될 수 있을 것.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	16,570	18,318	18,481	18,399	19,358	19,881
yoy	%	6.8	10.6	0.9	-0.5	5.2	2.7
영업이익	억원	3,628	3,832	3,937	3,669	3,825	3,958
yoy	%	-0.2	5.6	2.7	-6.8	4.3	3.5
EBITDA	억원	4,893	5,267	5,365	5,203	5,443	5,655
세전이익	억원	3,887	4,359	4,456	3,904	4,025	4,158
순이익(지배주주)	억원	2,409	2,758	2,537	2,444	2,560	2,645
영업이익률%	%	21.9	20.9	21.3	19.9	19.8	19.9
EBITDA%	%	29.5	28.8	29.0	28.3	28.1	28.5
순이익률	%	16.9	17.5	16.4	15.8	15.8	15.9
EPS	원	10,294	11,784	10,841	10,444	10,941	11,301
PER	배	12.3	9.3	9.6	9.0	8.6	8.3
PBR	배	0.9	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	8.3	6.8	6.4	5.7	5.2	4.8
ROE	%	7.2	7.7	6.6	6.0	6.0	5.9
순차입금	억원	4,800	4,052	3,384	983	-277	-1,604
부채비율	%	52.8	52.8	46.8	55.5	52.3	49.2

## 목표주가 산정

단위: 억원

	2018년	2019년	2020년
백화점 nopat	2,752	2,869	2,968
Target Multiple(X)		12	
백화점 영업가치		34,428	
면세점 가치		-	
사업가치		34,428	
순차입		4,000	
적정시가총액		30,428	
주식 수(천주)		23,402	
적정주가(원)		130,020	
자료: SK 증권			

## 현대백화점 분기 및 연간 실적 전망

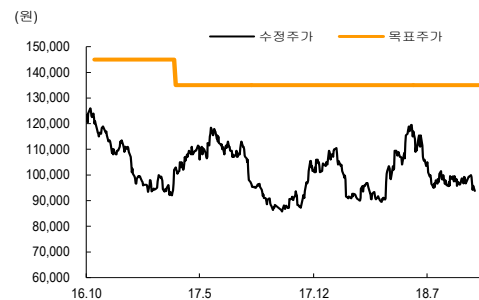
단위: 억원 %

현대백화점(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
총매출	13,759	13,605	13,466	15,912	14,324	13,916	13,870	16,390	50,761	53,721	57,520	58,500	60,255	61,882
순매출	4,952	4,359	4,223	4,948	4,519	4,423	4,349	5,107	16,570	18,215	18,481	18,399	19,358	19,881
매출총이익	4,050	3,659	3,488	4,165	3,658	3,629	3,579	4,241	13,936	15,166	15,362	15,107	15,560	15,980
매출총이익률	29.4%	26.9%	25.9%	26.2%	25.5%	26.1%	25.8%	25.9%	27.5%	28.2%	26.7%	25.8%	25.8%	25.8%
영업이익	1,385	691	695	1,166	1,028	753	739	1,149	3,628	3,832	3,937	3,669	3,825	3,958
영업이익률	10.1%	5.1%	5.2%	7.3%	7.2%	5.4%	5.3%	7.0%	7.1%	7.1%	6.8%	6.3%	6.3%	6.4%
세전이익	1,632	829	821	1,170	1,254	663	789	1,199	3,887	4,358	4,452	3,905	4,025	4,158
세전이익률	11.9%	6.1%	6.1%	7.4%	8.8%	4.8%	5.7%	7.3%	7.7%	8.1%	7.7%	6.7%	6.7%	6.7%
당기순이익	1,191	609	594	627	913	487	598	909	2,803	3,210	3,021	2,907	3,051	3,152
지배주주순이익	1,030	521	497	487	787	397	500	760	2,409	2,760	2,535	2,444	2,560	2,645

자료: SK 증권 리서치센터

주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 총매출액 대비 %

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	135,000원	6개월		
2018.07.03	매수	135,000원	6개월	-25.20%	-11.48%
2018.05.29	매수	135,000원	6개월	-24.83%	-11.48%
2018.05.11	매수	135,000원	6개월	-25.57%	-12.22%
2018.04.24	매수	135,000원	6개월	-25.78%	-12.22%
2018.03.26	매수	135,000원	6개월	-25.78%	-12.22%
2018.01.09	매수	135,000원	6개월	-25.20%	-12.22%
2017.07.25	매수	135,000원	6개월	-24.73%	-12.22%
2017.03.27	매수	135,000원	6개월	-19.07%	-12.22%
2016.10.26	매수	145,000원	6개월	-28.05%	-16.55%



## Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	11,500	10,028	17,841	19,215	20,636
현금및현금성자산	700	864	4,238	5,497	6,824
매출채권및기타채권	6,065	6,325	6,425	6,513	6,581
재고자산	596	605	624	643	660
<b>비유동자산</b>	54,372	57,745	57,472	58,982	60,471
장기금융자산	1,197	1,546	1,316	1,316	1,316
유형자산	45,768	48,106	49,271	50,594	51,925
무형자산	455	439	424	409	395
<b>자산총계</b>	65,873	67,773	75,313	78,198	81,107
<b>유동부채</b>	13,255	17,451	18,104	18,452	18,726
단기금융부채	2,799	6,197	6,489	6,489	6,489
매입채무 및 기타채무	5,882	6,282	6,483	6,677	6,808
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9,511	4,145	8,761	8,387	8,012
장기금융부채	5,792	0	4,990	4,990	4,990
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	34	41	42	44	45
<b>부채총계</b>	22,767	21,596	26,865	26,840	26,738
<b>지배주주지분</b>	36,938	39,554	41,497	43,918	46,425
자본금	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170
자본잉여금	6,121	6,121	6,121	6,121	6,121
기타자본구성요소	-1,107	-1,265	-1,272	-1,272	-1,272
자기주식	-936	-1,100	-1,100	-1,100	-1,100
이익잉여금	30,350	32,871	35,027	37,407	39,872
비지배주주지분	6,168	6,623	6,951	7,440	7,945
<b>자본총계</b>	43,106	46,177	48,448	51,358	54,369
<b>부채외자본총계</b>	65,873	67,773	75,313	78,198	81,107

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,441	4,352	4,017	4,313	4,440
당기순이익(손실)	3,211	3,023	2,907	3,051	3,152
비현금성항목등	2,621	2,796	2,527	2,392	2,504
유형자산감가상각비	1,419	1,412	1,518	1,603	1,684
무형자산감가상각비	16	16	16	15	14
기타	370	386	54	-154	-125
운전자본감소(증가)	-424	-418	-933	-78	-131
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-337	-228	-119	-88	-68
재고자산감소(증가)	3	-9	-19	-19	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-325	-205	384	194	131
기타	236	24	-1,178	-166	-177
법인세납부	-968	-1,049	-484	-1,052	-1,084
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,084	-1,278	-5,535	-2,674	-2,733
금융자산감소(증가)	-1,892	1,848	-4,319	0	0
유형자산감소(증가)	-3,332	-3,144	-2,841	-2,927	-3,014
무형자산감소(증가)	3	-1	0	0	0
기타	136	18	1,626	252	281
<b>재무활동현금흐름</b>	904	-2,910	4,892	-379	-379
단기금융부채증가(감소)	1,390	-2,400	290	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	4,989	0	0
자본의증가(감소)	-78	-164	0	0	0
배당금의 지급	-160	-159	-180	-180	-180
기타	-249	-187	-159	-199	-199
<b>현금의 증가(감소)</b>	260	164	3,374	1,260	1,327
기초현금	439	700	864	4,238	5,497
기말현금	700	864	4,238	5,497	6,824
FCF	732	1,358	1,657	1,824	1,863

자료 : 현대백화점, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	18,318	18,481	18,399	19,358	19,881
<b>매출원가</b>	3,152	3,119	3,292	3,798	3,900
<b>매출총이익</b>	15,166	15,362	15,107	15,560	15,980
매출총이익률 (%)	82.8	83.1	82.1	80.4	80.4
<b>판매비와관리비</b>	11,334	11,426	11,438	11,735	12,023
영업이익	3,832	3,937	3,669	3,825	3,958
영업이익률 (%)	20.9	21.3	19.9	19.8	19.9
비영업손익	527	519	235	200	200
<b>순금융비용</b>	72	49	-2	-46	-75
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	387	474	29	0	0
세전계속사업이익	4,359	4,456	3,904	4,025	4,158
세전계속사업이익률 (%)	23.8	24.1	21.2	20.8	20.9
계속사업법인세	1,148	1,433	998	974	1,006
<b>계속사업이익</b>	3,211	3,023	2,907	3,051	3,152
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,211	3,023	2,907	3,051	3,152
<b>순이익률 (%)</b>	17.5	16.4	15.8	15.8	15.9
<b>지배주주</b>	2,758	2,537	2,444	2,560	2,645
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	15.05	13.73	13.28	13.23	13.3
<b>비지배주주</b>	453	485	463	491	507
<b>총포괄이익</b>	3,131	3,340	2,946	3,091	3,191
<b>지배주주</b>	2,677	2,856	2,486	2,602	2,687
<b>비지배주주</b>	454	483	460	489	505
EBITDA	5,267	5,365	5,203	5,443	5,655

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.6	0.9	-0.5	5.2	2.7
영업이익	5.6	2.7	-6.8	4.3	3.5
세전계속사업이익	12.1	2.2	-12.4	3.1	3.3
EBITDA	7.6	1.9	-3.0	4.6	3.9
EPS(계속사업)	14.5	-8.0	-3.7	4.8	3.3
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.7	6.6	6.0	6.0	5.9
ROA	5.0	4.5	4.1	4.0	4.0
EBITDA마진	28.8	29.0	28.3	28.1	28.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	86.8	57.5	98.6	104.1	110.2
부채비율	52.8	46.8	55.5	52.3	49.2
순차입금/자기자본	9.4	7.3	2.0	-0.5	-3.0
EBITDA/이자비용(배)	32.5	43.6	31.7	27.4	28.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	11,784	10,841	10,444	10,941	11,301
BPS	157,840	169,016	177,318	187,666	198,375
CFPS	17,915	16,943	16,997	17,854	18,555
주당 현금배당금	700	800	800	800	800
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	12.5	10.9	11.4	10.9	10.6
PER(최저)	9.2	7.9	8.6	8.2	7.9
PBR(최고)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	6.1	6.2	5.5	5.3	5.1
EV/EBITDA(최고)	8.5	7.0	6.8	6.3	5.9
EV/EBITDA(최저)	6.8	5.6	5.5	5.1	4.7

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

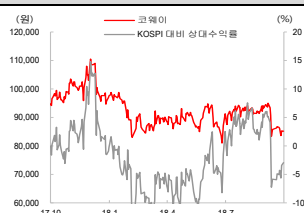
## Company Data

자본금	407 억원
발행주식수	7,380 만주
자사주	162 만주
액면가	500 원
시가총액	62,877 억원
주요주주	
코웨이홀딩스(외7)	22.32%
ERROR	7.34%
외국인지분률	64.50%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(18/10/08)	85,200 원
KOSPI	225,383 pt
52주 Beta	0.69
52주 최고가	110,500 원
52주 최저가	81,000 원
60일 평균 거래대금	206 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.7%	-7.6%
6개월	-5.4%	1.9%
12개월	-9.4%	-3.7%

코웨이 (021240/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(하향))

## 수급의 부담은 있으나, 펀더멘털은 여전히 탁월

코웨이홀딩스는 지난 9 월 19 일 코웨이 지분 4.35%를 84,400 원에 매도, 최근 주가 급락의 원인을 제공. 코웨이홀딩스의 현재 보유 지분은 22.17%로 오버행 우려가 해소 되기 어려움. 이러한 우려를 반영하여 목표주가를 기존 130,000 원에서 110,000 원으로 하향. 그러나 투자의견 매수는 유지. 동사의 생활용품 렌탈 시장에서의 절대적인 경쟁력과 이를 기반으로 한 안정적인 현금흐름은 오버행 이슈에도 투자하기에 충분히 매력적.

## 오버행 이슈 지속, 주가의 반등폭 제한

동사의 주가는 오버행 이슈가 지속되며 견조한 실적에도 횡보를 지속. 전년도 5 월에 5% 의 지분을 매도한 코웨이홀딩스는 지난 9 월 19 일 지분 4.35%를 추가로 84,400 원에 매도, 최근 주가 급락의 원인을 제공. 코웨이홀딩스의 현재 보유 지분은 22.17%로 오버행 우려는 시간이 지날수록 확대될 수 있음. 이러한 우려를 반영하여 목표주가를 기존 130,000 원에서 110,000 원으로 하향. 그러나 투자의견 매수는 유지. 동사가 보유한 생활용품 렌탈 시장에서의 절대적인 경쟁력과 이를 기반으로 한 안정적인 현금흐름은 오버행 이슈에도 투자하기에 충분히 매력적.

## 생활용품 렌탈 시장은 기대 이상의 성장을 지속

### : 동사는 품목 확대를 통해 시장 확대하며 성장

2018 년 생활용품 렌탈 시장의 경쟁은 중저가 정수기를 중심으로 대기업들의 참여가 많아지며 더 격화되고 있는 양상. 그러나 동사를 비롯한 대부분의 생활용품 렌탈 사업자들이 기대 이상의 호조를 경험하며 렌탈 시장의 높은 성장을 다시 확인. 동사 역시 2018 년 계정 확대 전략을 수립한 이후 계정의 순증 폭이 확대됨. 1 분기 62 천 계정이 증가한 이후 2 분기에는 74 천 계정이 증가하며 증가폭을 확대하고 있음. 중저가 직수형 정수기 사업자들의 공격적인 마케팅에도 동사의 경쟁력이 훼손되지 않고 있음을 확인. 향후 동사의 렌탈 계정 증가는 더 확대될 수 있을 것. 금년 5 월 동사가 새롭게 출시한 의류청정기를 8 월부터 렌탈상품으로 전환하였기 때문. 의류청정기 수요가 빠르게 증가하고 있는 가운데, 렌탈은 일시불 판매보다 소비자 입장에서 지출되는 초기 금액이 작은 만큼, 보급률을 빠르게 확대할 수 있을 것. 렌탈 품목 확대를 통해 렌탈 계정을 확대하는 동사의 전략이 이번에도 유효해 보임.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	23,152	23,763	25,168	26,770	28,165	29,415
yoy	%	7.2	2.6	5.9	6.4	5.2	4.4
영업이익	억원	4,633	3,388	4,727	5,074	5,441	5,775
yoy	%	27.1	-26.9	39.5	7.3	7.2	6.1
EBITDA	억원	6,910	5,719	7,083	7,718	8,321	8,643
세전이익	억원	4,545	3,238	4,399	4,864	5,301	5,639
순이익(지배주주)	억원	3,431	2,436	3,261	3,654	4,029	4,285
영업이익률%	%	20.0	14.3	18.8	19.0	19.3	19.6
EBITDA%	%	29.9	24.1	28.1	28.8	29.5	29.4
순이익률	%	14.8	10.2	12.9	13.6	14.3	14.6
EPS	원	4,449	3,167	4,328	4,941	5,447	5,794
PER	배	18.9	27.9	22.6	17.2	15.6	14.7
PBR	배	5.2	5.7	7.4	5.3	4.8	4.7
EV/EBITDA	배	9.4	12.2	11.1	8.7	7.9	7.6
ROE	%	30.2	20.1	30.1	33.9	32.5	32.5
순차입금	억원	-375	2,101	5,120	4,156	2,936	2,605
부채비율	%	43.4	66.3	119.8	104.6	101.5	101.9

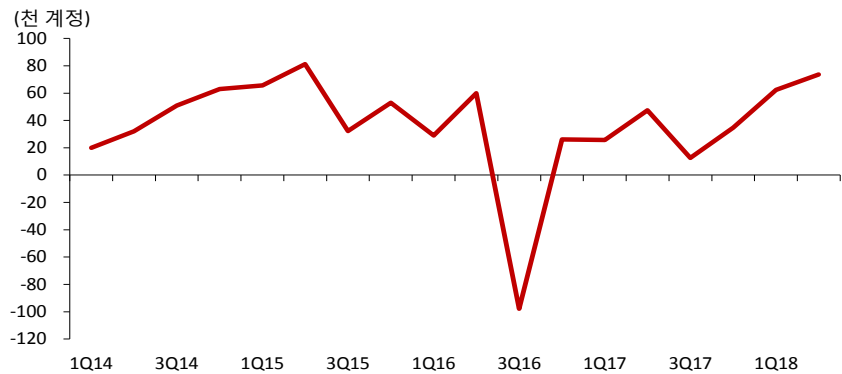


## 목표주가 산정

단위: 억원

	2018년E	2019년E	2020년E	비고
nopat	3,805	4,081	4,331	
EV/nopat		22.5		오버행 이슈로 상승여력이 제한되고 있는 점 반영(EV/nopat=25.0x 대비 10% 할인)
적정기업가치		91,816		
순차입금		7,000		
적정시가총액		84,816		
주식수(천주)		76,381		
적정주가(원)		111,044		

## 렌탈 제정 순증 추이



자료: 코웨이

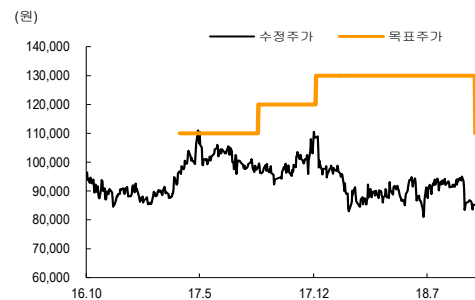
## 코웨이 분기별 수익전망

단위: 억원

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
연결매출	6,102	6,234	6,296	6,536	6,478	6,781	6,562	6,949	23,152	23,763	25,168	26,770	28,165	29,415
렌탈	3,695	3,795	3,785	3,785	3,787	3,827	3,933	4,043	14,911	14,926	15,060	15,590	16,514	17,299
금융리스	259	302	351	316	386	409	369	348	409	1,054	1,228	1,511	1,682	1,853
멤버십	378	367	359	343	322	311	300	295	1,796	1,675	1,447	1,229	1,093	965
일시불	459	504	473	486	439	473	433	445	1,712	1,957	1,922	1,789	1,861	1,949
수출	680	555	686	676	543	713	823	798	1,493	2,170	2,597	2,877	3,165	3,418
화장품	209	187	194	207	206	186	213	228	831	742	797	833	875	918
물환경	0	0	0	0	0	0	0	0	250	13	0	0	0	0
기타	39	39	40	34	32	34	42	36	210	186	152	144	151	158
영업이익	1,209	1,206	1,242	1,071	1,313	1,293	1,283	1,184	4,633	3,388	4,728	5,073	5,441	5,775
영업이익률	19.8%	19.3%	19.7%	16.4%	20.3%	19.1%	19.6%	17.0%	20.0%	14.3%	18.8%	19.0%	19.3%	19.6%
세전이익	1,006	1,260	1,242	891	1,278	1,227	1,228	1,131	4,545	3,238	4,399	4,864	5,301	5,639
세전이익률	16.5%	20.2%	19.7%	13.6%	19.7%	18.1%	18.7%	16.3%	19.6%	13.6%	17.5%	18.2%	18.8%	19.2%
계속사업순이익	755	952	934	616	952	907	933	860	3,431	2,433	3,256	3,652	4,029	4,285
지배주주순이익	755	952	935	618	953	907	933	860	3,431	2,436	3,261	3,653	4,029	4,285

자료: 코웨이 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	110,000원	6개월		
2018.07.12	매수	130,000원	6개월	-29.99%	-16.15%
2018.05.02	매수	130,000원	6개월	-30.06%	-16.15%
2018.03.26	매수	130,000원	6개월	-29.39%	-16.15%
2017.12.15	매수	130,000원	6개월	-28.50%	-16.15%
2017.09.06	매수	120,000원	6개월	-17.31%	-7.92%
2017.08.29	매수	120,000원	6개월	-18.63%	-17.00%
2017.04.04	매수	110,000원	6개월	-8.05%	0.91%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	7,331	7,915	9,339	11,346	11,963
현금및현금성자산	663	1,103	1,958	3,638	3,969
매출채권및기타채권	3,230	3,401	3,616	3,795	3,952
재고자산	702	749	796	835	870
<b>비유동자산</b>	12,346	13,674	14,731	14,896	15,061
장기금융자산	1,258	1,912	2,347	2,347	2,347
유형자산	6,694	7,124	7,491	7,401	7,320
무형자산	1,830	1,839	1,825	1,779	1,736
<b>자산총계</b>	19,677	21,589	24,070	26,242	27,024
<b>유동부채</b>	7,354	11,248	11,552	11,792	12,001
단기금융부채	3,401	6,700	6,718	6,718	6,718
매입채무 및 기타채무	2,171	2,231	2,372	2,490	2,592
단기충당부채	198	398	423	444	462
<b>비유동부채</b>	490	519	750	1,424	1,638
장기금융부채	118	123	174	633	633
장기매입채무 및 기타채무	14	8	7	7	7
장기충당부채	44	63	67	71	74
<b>부채총계</b>	7,844	11,766	12,303	13,216	13,639
<b>지배주주지분</b>	11,828	9,822	11,769	13,027	13,387
자본금	407	407	407	407	407
자본잉여금	1,272	1,293	1,297	1,297	1,297
기타자본구성요소	-1,590	-1,456	-479	-479	-479
자기주식	-1,837	-1,697	-678	-678	-678
이익잉여금	11,797	9,630	10,405	11,547	11,790
비지배주주지분	5	1	-2	-2	-2
<b>자본총계</b>	11,833	9,823	11,768	13,025	13,385
<b>부채외자본총계</b>	19,677	21,589	24,070	26,242	27,024

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,693	6,372	7,018	7,043	7,309
당기순이익(손실)	2,433	3,256	3,652	4,029	4,285
비현금성항목등	4,665	4,761	4,615	4,292	4,358
유형자산감가상각비	2,249	2,273	2,562	2,750	2,741
무형자산감가상각비	82	82	83	130	127
기타	1,563	1,214	539	-107	-111
운전자본감소(증가)	-1,206	-649	-20	-26	-1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-616	-593	-222	-179	-157
재고자산감소(증가)	-41	-58	-30	-39	-34
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-37	210	295	117	103
기타	-513	-208	-63	75	88
법인세납부	-1,199	-996	-1,229	-1,252	-1,333
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,709	-3,836	-4,141	-2,780	-2,776
금융자산감소(증가)	-1,462	-530	-718	0	0
유형자산감소(증가)	-3,129	-3,232	-3,355	-2,720	-2,720
무형자산감소(증가)	-130	-84	-84	-84	-84
기타	12	10	17	24	28
<b>재무활동현금흐름</b>	-483	-2,080	-2,031	-2,583	-4,202
단기금융부채증가(감소)	2,517	3,403	-238	0	0
장기금융부채증가(감소)	39	5	69	459	0
자본의증가(감소)	-933	-1,272	18	0	0
배당금의 지급	-2,080	-4,092	-2,900	-2,887	-4,042
기타	-25	-123	-149	-155	-160
<b>현금의 증가(감소)</b>	-500	440	855	1,680	331
기초현금	1,163	663	1,103	1,958	3,638
기말현금	663	1,103	1,958	3,638	3,969
FCF	771	2,581	2,886	4,160	4,427

자료 : 코웨이, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	23,763	25,168	26,770	28,165	29,415
<b>매출원가</b>	8,122	7,985	8,469	8,909	9,304
<b>매출총이익</b>	15,642	17,183	18,301	19,256	20,111
매출총이익률 (%)	65.8	68.3	68.4	68.4	68.4
<b>판매비와관리비</b>	12,254	12,455	13,228	13,815	14,336
영업이익	3,388	4,727	5,074	5,441	5,775
영업이익률 (%)	14.3	18.8	19.0	19.3	19.6
비영업손익	-150	-329	-210	-140	-136
<b>순금융비용</b>	49	114	138	136	137
외환관련손익	-20	-145	-111	-111	-111
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	3,238	4,399	4,864	5,301	5,639
세전계속사업이익률 (%)	13.6	17.5	18.2	18.8	19.2
계속사업법인세	804	1,143	1,212	1,272	1,353
<b>계속사업이익</b>	2,433	3,256	3,652	4,029	4,285
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,433	3,256	3,652	4,029	4,285
<b>순이익률 (%)</b>	10.2	12.9	13.6	14.3	14.6
지배주주	2,436	3,261	3,654	4,029	4,285
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	10.25	12.96	13.65	14.31	14.57
<b>비지배주주</b>	-3	-5	-2	0	0
<b>총포괄이익</b>	2,425	3,325	3,768	4,145	4,402
<b>지배주주</b>	2,428	3,330	3,770	4,145	4,402
<b>비지배주주</b>	-3	-5	-2	0	0
EBITDA	5,719	7,083	7,718	8,321	8,643

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	26	5.9	6.4	5.2	4.4
영업이익	-26.9	39.5	7.3	7.2	6.1
세전계속사업이익	-28.8	35.9	10.6	9.0	6.4
EBITDA	-17.2	23.8	9.0	7.8	3.9
EPS(계속사업)	-28.8	36.6	14.2	10.3	6.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	20.1	30.1	33.9	32.5	32.5
ROA	13.0	15.8	16.0	16.0	16.1
EBITDA마진	24.1	28.1	28.8	29.5	29.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	99.7	70.4	80.8	96.2	99.7
부채비율	66.3	119.8	104.6	101.5	101.9
순차입금/자기자본	17.8	52.1	35.3	22.5	19.5
EBITDA/이자비용(배)	93.7	57.4	51.8	53.7	54.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,167	4,328	4,941	5,447	5,794
BPS	15,486	13,128	15,948	17,652	18,139
CFPS	6,198	7,453	8,516	9,341	9,672
주당 현금배당금	3,200	3,200	3,200	3,200	3,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	35.7	25.7	20.0	18.1	17.1
PER(최저)	25.7	19.7	16.4	14.9	14.0
PBR(최고)	7.3	8.5	6.2	5.6	5.5
PBR(최저)	5.3	6.5	5.1	4.6	4.5
PCR	14.3	13.1	10.0	9.1	8.8
EV/EBITDA(최고)	15.6	12.6	10.1	9.3	8.9
EV/EBITDA(최저)	11.3	9.9	8.3	7.6	7.2

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

## Company Data

자본금	58 억원
발행주식수	1,162 만주
자사주	55 만주
액면가	500 원
시가총액	7,585 억원
주요주주	
박상현(외25)	14.77%
국민연금공단	10.43%
외국인지분률	12.30%
배당수익률	1.20%

## Stock Data

주가(18/10/08)	65,300 원
KOSPI	225383 pt
52주 Beta	1.38
52주 최고가	124,500 원
52주 최저가	65,300 원
60일 평균 거래대금	127 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.1%	-3.9%
6개월	-45.1%	-40.9%
12개월	-24.2%	-19.4%

하나투어 (039130/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(하향))

## 주요 변수 모두가 비우호적

동사 주가 6 월 이후 급락세 지속. 오사카 지진을 시작으로 홋카이도 지진, 오사카 태풍, 인도네시아 지진 등 주요 관광지의 자연재해가 이어지고 있는 가운데, 6 월 이후 급락했던 원화가치 역시 회복하지 못하며 해외 여행 수요를 위축 시킴. 여기에 국제 유가도 가파르게 상승하며 여행 수요 회복에 걸림돌이 되고 있음. 이를 반영하여 목표주가는 100,000 원으로 하향하나 주가가 이미 모든 악재를 반영했다는 점에서 투자 의견 매수는 유지.

## 가장 어려운 시간을 보내는 중

동사의 주가는 6 월 이후 지속적으로 급락. 오사카 지진을 시작으로 홋카이도 지진 피해, 오사카지역의 태풍 피해, 인도네시아 지진 등 주요 관광지의 자연재해가 이어지고 있는 가운데, 6 월 이후 급락했던 원화가치 역시 여전히 회복하지 못하고 있음. 여기에 국제 유가가 가파르게 상승하며 여행 수요 회복에 걸림돌이 되고 있음. 유가 상승은 유류할증료를 상승시켜 여행 경비를 증가시키는 요인이기 때문.

당초 당사는 부정적인 이슈가 단기간에 해소될 것으로 기대했으나 기대와 달리 장기화되며 오히려 악화되었음. 이에 따라 6 월 이후 동사의 송출객수 및 패키지예약 인원이 전년 대비 감소하고 있음. 이를 반영하여 동사의 목표주가를 기존 160,000 원에서 100,000 원으로 하향.

그러나 투자 의견 매수는 유지. 국내의 관광인프라 부족 및 여가시간 확대 등을 고려했을 때, 국내 해외 여행수요의 추세적인 증가는 아직 진행 중인 것으로 판단. 악재는 이미 주가에 충분히 반영한 만큼, 이제는 다시 장기 관점의 구조적인 여행 수요 증가를 매수할 시점이라 판단함.

## 비자센터 추가 운영, 가뭄에 단비 같은 소식

나타날 수 있는 부정적인 대외 환경이 한꺼번에 나타나고 있는 가운데, 동사의 사업 확장 역량을 증명하는 소식이 있었음. 최근 정부가 하노이/호치민/청두/위한/상해/자카르타의 비자대행센터를 선정하였는데, 동사가 자카르타를 제외한 5 개 지역의 비자대행센터 운영자로 선정됨. 동사는 이미 청도와 광저우에서 비자대행센터를 운영하고 있음. 절대적인 이익 기여 규모가 크지 않으나 비용부담이 역시 크지 않은 사업으로 동사는 글로벌 비자대행센터 운영을 통해 안정성이 높은 이익을 추가할 수 있을 것으로 기대.

## 영업실적 및 투자지표

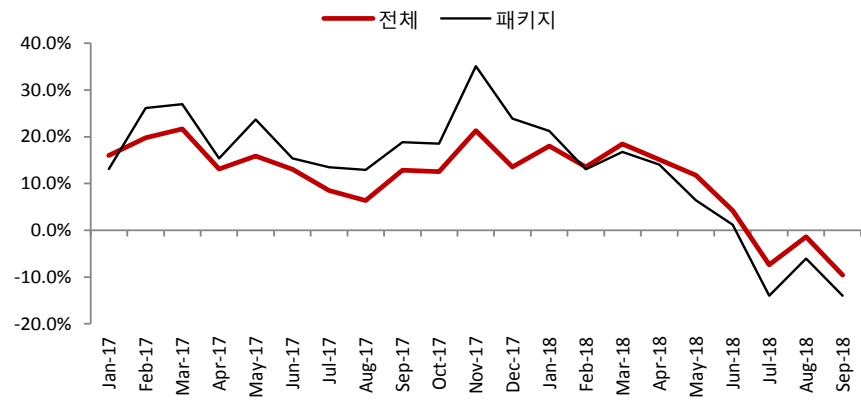
구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	4,594	5,955	6,823	8,523	9,444	10,487
yoy	%	19.2	29.6	14.6	24.9	10.8	11.0
영업이익	억원	448	209	408	337	674	845
yoy	%	10.6	-53.2	95.1	-17.6	100.4	25.3
EBITDA	억원	546	384	613	581	938	1,074
세전이익	억원	469	239	380	380	734	905
순이익(지배주주)	억원	317	80	130	229	523	644
영업이익률%	%	9.7	3.5	6.0	4.0	7.1	8.1
EBITDA%	%	11.9	6.5	9.0	6.8	9.9	10.2
순이익률	%	7.4	1.3	1.9	3.0	5.9	6.5
EPS	원	2,732	692	1,116	1,972	4,506	5,547
PER	배	42.1	95.6	92.3	33.1	14.5	11.8
PBR	배	6.8	4.1	5.8	3.5	3.0	2.7
EV/EBITDA	배	21.4	16.5	16.5	8.9	4.9	3.7
ROE	%	16.8	4.2	6.6	10.8	22.3	24.1
순차입금	억원	-1,890	-1,656	-2,283	-2,950	-3,638	-4,286
부채비율	%	132.1	145.3	150.4	238.5	231.2	221.8

## 목표주가 산정

	2018년	2019년	2020년
지배주주순이익	232	523	644
P/E Multiple		25.0x	
목표시가총액		13,085	
주식수(천주)		11,617	
목표주가		112,634	

자료 SK 증권

## 하나투어 해외 여행객 증가율 추이(yoy)



자료 하나투어

## 하나투어 분기 및 연간 수익 전망(2018년 수치부터 변경된 회계기준 적용)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018E	2019년E	2020E
영업수익	1,713	1,626	1,665	1,814	2,293	1,967	2,124	2,138	3,527	3,855	4,594	5,953	6,819	8,523	9,444	10,487
하나투어	1,131	1,046	1,067	1,203	1,586	1,259	936	1,061	2,976	3,154	3,600	3,920	4,446	4,841	4,752	5,389
항공권대매수익	27	26	22	28	28	22	19	28	104	119	122	120	103	96	90	69
국제관광알선수익	968	869	903	1,008	1,008	880	777	862	2,596	2,665	2,997	3,171	3,748	3,527	3,951	4,514
총액수익(전세기)					403	185	504	378						1,469	1,543	1,620
기타알선수익	102	109	111	132	120	124	107	134	217	279	373	411	454	485	559	646
기타수익	34	42	31	35	28	48	32	37	59	92	108	156	142	145	153	160
국내자회사	428	436	435	430	422	501	500	494	500	566	669	1,609	1,729	1,917	2,148	2,362
해외자회사	236	258	260	287	236	320	286	316	231	338	591	749	1,041	1,158	1,274	1,401
연결조정	-82	-93	-97	-105	50	-97	-101	-110	2	-204	-266	-337	-376	-259	-272	-285
영업이익	103	48	99	158	120	48	68	101	404	404	447	209	408	337	674	845
하나투어	159	86	94	129	139	38	54	71	365	314	348	304	468	302	451	538
국내자회사	-107	-89	-47	-29	-70	-32	-29	-19	10	39	-32	-276	-272	-150	15	64
해외자회사	51	51	52	55	51	42	43	48	28	51	131	205	209	184	209	243
영업이익률	6.0%	3.0%	5.9%	8.7%	5.2%	2.4%	3.2%	4.7%	11.4%	10.5%	9.7%	3.5%	6.0%	4.0%	7.1%	8.1%
하나투어	14.1%	8.2%	8.8%	10.7%	8.7%	3.0%	5.8%	6.7%	12.3%	10.0%	9.7%	7.7%	10.5%	6.2%	9.5%	10.0%
국내자회사	-25.0%	-20.3%	-10.9%	-6.7%	-16.6%	-6.3%	-5.9%	-3.7%	1.9%	7.0%	-4.8%	-17.2%	-15.7%	-7.8%	0.7%	2.7%
해외자회사	21.5%	19.7%	20.0%	19.2%	21.7%	13.0%	15.0%	15.2%	12.3%	15.0%	22.2%	27.4%	20.0%	15.9%	16.4%	17.4%
세전이익	114	8	104	154	133	52	83	116	488	462	469	239	380	384	734	905
세전이익률	6.7%	0.5%	6.2%	8.5%	5.8%	2.7%	3.9%	5.4%	13.9%	12.0%	10.2%	4.0%	5.6%	4.5%	7.8%	8.6%
당기순이익	49	-37	45	70	80	26	62	87	361	354	342	75	127	256	555	683
지배주주순이익	52	-28	40	65	67	21	61	83	340	334	317	80	130	232	523	644

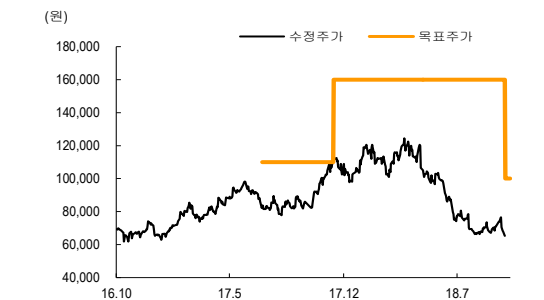
자료: 하나투어 SK 증권

주: 1. 하드블럭 항공 좌석 판매: 기존에는 다른 항공권과 같이 수수료만 수익으로 인식했으나, 변경 기준에서는 수익으로 인식하고 비용으로 동시에 인식

(1Q18 400 억원 수준 vs 1Q17 200 억원)

2. 항공사에서 받는 볼륨인센티브 회계처리 변경: 기존에는 입금일 기준으로 수익 인식, 변경 기준에서는 발생시점에 수익 인식

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	100,000원	6개월		
2018.06.19	매수	160,000원	6개월	-39.45%	-22.19%
2018.06.14	매수	160,000원	6개월	-31.64%	-22.19%
2018.05.29	매수	160,000원	6개월	-31.45%	-22.19%
2018.05.04	매수	160,000원	6개월	-31.00%	-22.19%
2018.04.24	매수	160,000원	6개월	-30.27%	-22.19%
2018.03.26	매수	160,000원	6개월	-30.44%	-22.19%
2018.01.22	매수	160,000원	6개월	-31.53%	-24.69%
2017.12.01	매수	160,000원	6개월	-33.05%	-25.63%
2017.11.22	매수	160,000원	6개월	-30.71%	-29.69%
2017.08.29	매수	110,000원	6개월	-18.60%	1.36%
2017.08.02	매수	110,000원	6개월	-20.10%	-10.73%
2017.07.11	매수	110,000원	6개월	-19.02%	-10.73%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	3,457	4,303	6,654	7,696	8,653
현금및현금성자산	1,560	2,284	2,969	3,658	4,306
매출채권및기타채권	895	957	1,498	1,696	1,869
재고자산	243	146	228	258	284
<b>비유동자산</b>	1,746	1,745	2,183	2,218	2,270
장기금융자산	94	90	91	91	91
유형자산	918	826	1,033	905	809
무형자산	159	139	142	137	134
<b>자산총계</b>	5,203	6,047	8,837	9,914	10,923
<b>유동부채</b>	2,867	3,431	5,615	6,289	6,879
단기금융부채	73	171	512	512	512
매입채무 및 기타채무	849	913	1,429	1,618	1,783
단기충당부채	21	21	33	38	41
<b>비유동부채</b>	215	202	612	631	650
장기금융부채	129	84	464	464	464
장기매입채무 및 기타채무	76	87	100	114	127
장기충당부채	7	25	39	44	48
<b>부채총계</b>	3,082	3,633	6,227	6,921	7,529
<b>지배주주지분</b>	1,895	2,048	2,186	2,507	2,831
자본금	58	58	58	58	58
자본잉여금	920	1,145	1,121	1,121	1,121
기타자본구성요소	-339	-340	-340	-340	-340
자기주식	-340	-340	-340	-340	-340
이익잉여금	1,264	1,228	1,410	1,756	2,113
비지배주주지분	226	367	424	486	564
<b>자본총계</b>	2,121	2,415	2,611	2,994	3,395
<b>부채외자본총계</b>	5,203	6,047	8,837	9,914	10,923

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	246	644	1,262	1,029	1,092
당기순이익(손실)	75	127	252	555	683
비현금성항목등	435	658	395	383	390
유형자산감가상각비	131	161	202	222	189
무형자산감가상각비	44	44	42	41	40
기타	109	194	30	-33	-26
운전자본감소(증가)	-79	20	873	254	222
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-235	-174	-491	-198	-173
재고자산감소(증가)	-151	70	349	-30	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	17	91	319	189	165
기타	290	33	696	293	256
법인세납부	-185	-160	-257	-163	-204
<b>투자활동현금흐름</b>	98	-193	-804	-157	-149
금융자산감소(증가)	451	-17	-756	0	0
유형자산감소(증가)	-472	-210	-90	-93	-93
무형자산감소(증가)	-41	-38	-37	-37	-37
기타	160	71	79	-27	-19
<b>재무활동현금흐름</b>	-258	77	193	-184	-295
단기금융부채증가(감소)	-184	51	279	0	0
장기금융부채증가(감소)	68	22	28	0	0
자본의증가(감소)	0	1	0	0	0
배당금의 지급	-169	-171	-166	-177	-288
기타	26	174	-10	-7	-7
<b>현금의 증가(감소)</b>	96	723	685	688	648
기초현금	1,465	1,560	2,284	2,969	3,658
기말현금	1,560	2,284	2,969	3,658	4,306
FCF	-454	470	1,034	896	959

자료 : 하나투어, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	5,955	6,823	8,523	9,444	10,487
<b>매출원가</b>	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	5,955	6,823	8,523	9,444	10,487
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<b>판매비와관리비</b>	5,746	6,415	8,186	8,770	9,642
영업이익	209	408	337	674	845
영업이익률 (%)	3.5	6.0	4.0	7.1	8.1
<b>비영업손익</b>	30	-28	43	60	60
<b>순금융비용</b>	-17	-14	-20	-27	-35
외환관련손익	-10	11	15	15	15
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-2	-15	-21	-15	-15
세전계속사업이익	239	380	380	734	905
세전계속사업이익률 (%)	4.0	5.6	4.5	7.8	8.6
계속사업법인세	164	253	128	180	222
<b>계속사업이익</b>	75	127	252	555	683
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	75	127	252	555	683
<b>순이익률 (%)</b>	1.3	1.9	3.0	5.9	6.5
<b>지배주주</b>	80	130	229	523	644
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	1.35	1.9	2.69	5.54	6.14
<b>비지배주주</b>	-5	-3	23	31	39
<b>총포괄이익</b>	80	81	257	560	689
<b>지배주주</b>	84	94	210	498	611
<b>비지배주주</b>	-4	-13	47	62	78
EBITDA	384	613	581	938	1,074

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	29.6	14.6	24.9	10.8	11.0
영업이익	-53.2	95.1	-17.6	100.4	25.3
세전계속사업이익	-49.0	58.8	-0.1	93.3	23.2
EBITDA	-29.7	59.7	-5.3	61.4	14.5
EPS(계속사업)	-74.7	61.3	76.7	128.5	23.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	4.2	6.6	10.8	22.3	24.1
ROA	1.5	2.3	3.4	5.9	6.6
EBITDA마진	6.5	9.0	6.8	9.9	10.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	120.6	125.4	118.5	122.4	125.8
부채비율	145.3	150.4	238.5	231.2	221.8
순차입금/자기자본	-78.1	-94.5	-113.0	-121.5	-126.3
EBITDA/이자비용(배)	61.4	84.3	37.5	46.3	53.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	692	1,116	1,972	4,506	5,547
BPS	16,312	17,628	18,822	21,583	24,367
CFPS	2,198	2,882	4,075	6,771	7,517
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,700	1,900
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	163.4	100.8	63.1	27.6	22.4
PER(최저)	89.3	56.3	33.1	14.5	11.8
PBR(최고)	6.9	6.4	6.6	5.8	5.1
PBR(최저)	3.8	3.6	3.5	3.0	2.7
PCR	30.1	35.7	16.0	9.6	8.7
EV/EBITDA(최고)	30.6	18.3	20.7	12.2	10.1
EV/EBITDA(최저)	15.2	8.9	8.9	4.9	3.7



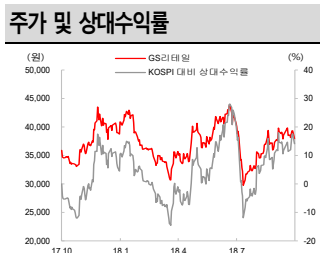
# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

Company Data	
자본금	770 억원
발행주식수	7,700 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	29,222 억원
주요주주	
GS(외1)	65.77%
Genesis Asset Managers LLP	5.04%
외국인지분률	21.40%
배당수익률	1.60%

Stock Data	
주가(18/10/08)	37,950 원
KOSPI	225383 pt
52주 Beta	0.40
52주 최고가	43,950 원
52주 최저가	29,750 원
60일 평균 거래대금	114 억원



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.7%	3.0%
6개월	9.8%	18.4%
12개월	9.8%	16.7%

GS 리테일 (007070/KS | 매수(유지) | T.P 50,000 원(유지))

## 추세적인 상승을 기대하기는 어려움

2019년 최저 임금이 다시 10% 이상 인상되는 것으로 결정된 이후 급락했던 주가는 최근 반등. 향후 내수 경기 부진을 전망하는 투자자가 많았기 때문에 판단. 경기 부진기에는 편의점의 성장성이 오히려 개선되기 때문. BGF 리테일 대비 주가 회복 폭이 작다는 점에서 주가의 추가 상승 여력은 남음. 그러나 주가의 추세적 상승은 쉽지 않음. 편의점의 성장성이 이전보다 크게 하락했다는 점 또한 투자자들이 충분히 인지하고 있기 때문. 목표주가 50,000 원과 투자 의견 매수 유지.

## 주가 급락 이후 회복 중, 아직까지 회복 여력은 남음

2019년 최저 임금이 다시 10% 이상 인상되는 것으로 결정된 이후 급락했던 주가는 최근 대부분 반등. 향후 내수 경기 부진을 전망하는 투자자가 많았기 때문에 판단. 경기 부진기에는 소량을 구매하는 편의점의 소비 수요가 증가하고, 은퇴자들의 창업수요 역시 증가하여 편의점의 상대적 매력도가 높아지기 때문. 주가 상승에도 동사의 주가 회복 폭은 BGF 리테일과 비교하여 작은 수준인데, 동사가 신규 사업으로 추진하고 있는 드럭스토어의 손실이 투자자들의 예상보다 많은 것이 원인. 당사는 동사의 주가가 아직 회복 여력은 남았다는 판단. 드럭스토어의 부진이 예상을 초과하는 만큼, 파르나 스토어의 호조가 이이지고 있기 때문. 목표주가 50,000 원과 투자 의견 매수 유지.

## 그러나 추세적인 상승을 기대하기는 어려움

그러나 동사 주가 역시 BGF 리테일과 같이 추세적으로 상승하는 단계에 접어든 것은 아니라는 판단. 지속적으로 상승하는 최저임금이 편의점 점포의 수익성을 악화시키고 있는 만큼, 편의점 본사의 출점 여력이 여전히 회복되고 있지 않기 때문. 편의점 업체들은 점포의 매출 성장 및 수익성 개선에 집중하는 전략을 당분간 지속. 기존점 성장만으로 업체들의 높은 valuation 을 설명할 이익 성장을 보여줄 가능성은 높지 않음.

## 장기 관점에서 편의점은 다시 성장을 재개할 시점이 있을 것

최저 임금 인상의 영향권에 있는 동안 편의점의 성장성 훼손은 불가피하나, 장기적인 관점에 편의점은 아직까지 충분히 매력적인 성장 업체. 1~2인 가구 비중이 지속적으로 증가하고 있고, 인구밀도가 높은 국내의 거주 환경을 고려했을 때, 소량 소비 수요의 증가는 지속될 것. 또한 소량 소비가 핵심 수요인 만큼, 온라인에 의한 잠식 가능성도 낮음.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	62,731	74,020	82,666	87,608	92,757	99,704
yoy	%	26.4	18.0	11.7	6.0	5.9	7.5
영업이익	억원	2,258	2,181	1,657	1,877	2,489	3,047
yoy	%	57.6	-3.4	-24.0	13.3	32.6	22.4
EBITDA	억원	4,248	4,521	4,368	4,300	5,573	5,968
세전이익	억원	2,214	3,646	1,892	2,234	2,917	3,487
순이익(지배주주)	억원	1,642	2,743	1,182	1,588	2,130	2,560
영업이익률%	%	3.6	3.0	2.0	2.1	2.7	3.1
EBITDA%	%	6.8	6.1	5.3	4.9	6.0	6.0
순이익률	%	2.7	3.7	1.4	1.9	2.4	2.6
EPS	원	2,133	3,562	1,535	2,062	2,766	3,325
PER	배	25.2	13.4	26.3	18.4	13.7	11.4
PBR	배	2.3	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	배	13.1	10.1	9.8	9.1	6.6	5.6
ROE	%	9.5	14.5	5.9	7.6	9.5	10.5
순차입금	억원	10,432	5,161	8,167	6,468	4,245	1,244
부채비율	%	119.3	100.3	112.8	112.8	107.6	102.5

## 목표주가 산정

Valuation	2018년E	2019년E	2020년E	비고
편의점 NOPAT(억원)	1,394	1,578	1,753	
슈퍼 NOPAT(억원)	31	97	136	
호텔 NOPAT(억원)	507	662	820	
편의점 Multiple(X)		22.5		
슈퍼 Multiple(X)		-		
호텔 Multiple(X)		150		
편의점 영업가치(억원)		35,503		
슈퍼 영업가치(억원)		2,284		슈퍼부문 평가: PSR=0.15x
호텔 영업가치(억원)		9,937		
A: 영업가치 합계(억원)		47,724		
B: 순차입(억원 GS리테일 본사 + 파르나스)		9,000		
적정 시가총액(억원 =A-B)		38,724		
총주식수(천주)		77,000		
적정주가(원)		50,291		

자료: SK 증권

## GS 리테일 분기 및 연간 실적 전망(1Q18 부터 신회계 기준 적용)

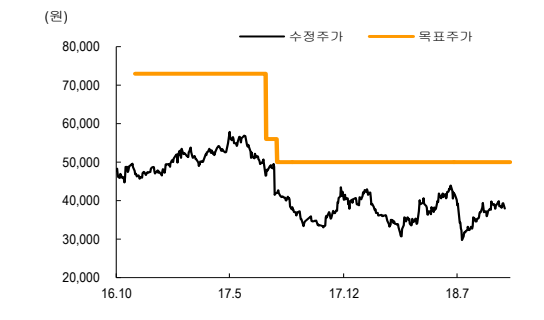
단위: 억원 %

GS리테일(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
매출	18,458	20,884	22,593	20,731	19,948	21,989	23,924	21,747	62,732	74,020	82,666	87,608	92,757	99,704
편의점	13,820	16,013	17,294	15,653	14,792	16,697	18,227	16,380	46,525	56,028	62,780	66,097	69,858	75,105
슈퍼	3,545	3,658	3,954	3,442	3,648	3,732	4,126	3,455	13,893	14,244	14,599	14,961	15,229	15,771
호텔	528	565	605	754	667	730	756	943	781	2,091	2,452	3,096	3,870	4,649
기타	565	648	740	881	841	830	814	969	1,533	1,657	2,834	3,454	3,800	4,179
영업이익	261	531	556	310	216	557	783	320	2,260	2,181	1,658	1,876	2,489	3,047
편의점	317	642	759	371	199	653	782	224	1,886	2,132	2,089	1,858	2,104	2,337
슈퍼	-15	-43	24	-98	10	11	66	-47	8	-161	-132	41	129	181
호텔	44	-8	84	171	146	109	150	270	103	119	291	676	883	1,094
기타	-85	-60	-312	-135	-139	-215	-215	-128	263	91	-592	-697	-628	-565
영업이익률	1.4%	2.5%	2.5%	1.5%	1.1%	2.5%	3.3%	1.5%	3.6%	2.9%	2.0%	2.1%	2.7%	3.1%
편의점	2.3%	4.0%	4.4%	2.4%	1.3%	3.9%	4.3%	1.4%	4.1%	3.8%	3.3%	2.8%	3.0%	3.1%
슈퍼	-0.4%	-1.2%	0.6%	-2.8%	0.3%	0.3%	1.6%	-1.3%	0.1%	-1.1%	-0.9%	0.3%	0.8%	1.2%
세전이익	302	526	594	469	262	632	829	511	2,214	3,646	1,891	2,233	2,917	3,485
세전이익률	1.6%	2.5%	2.6%	2.3%	1.3%	2.9%	3.5%	2.3%	3.5%	4.9%	2.3%	2.5%	3.1%	3.5%
당기순이익	235	412	397	107	191	458	626	386	1,662	2,735	1,151	1,660	2,203	2,631
지배주주순이익	229	420	382	151	161	442	611	375	1,642	2,743	1,182	1,588	2,130	2,560

자료: GS 리테일 SK 증권 리서치센터



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	50,000원	6개월		
2018.06.20	매수	50,000원	6개월	-25.27%	-12.10%
2018.05.29	매수	50,000원	6개월	-25.12%	-13.00%
2018.05.09	매수	50,000원	6개월	-25.51%	-13.00%
2018.05.03	매수	50,000원	6개월	-25.60%	-13.00%
2018.04.24	매수	50,000원	6개월	-25.67%	-13.00%
2018.03.26	매수	50,000원	6개월	-25.58%	-13.00%
2017.08.08	매수	50,000원	6개월	-24.67%	-13.00%
2017.07.18	매수	56,000원	6개월	-15.89%	-11.52%
2017.05.16	매수	73,000원	6개월	-30.56%	-20.68%
2017.02.03	매수	73,000원	6개월	-31.62%	-20.68%
2017.01.10	매수	73,000원	6개월	-34.46%	-28.77%
2016.11.15	매수	73,000원	6개월	-35.17%	-31.99%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	7,483	7,430	9,635	12,224	15,736
현금및현금성자산	440	907	2,167	4,391	7,391
매출채권및기타채권	2,473	2,913	3,056	3,241	3,501
재고자산	1,545	2,306	2,419	2,566	2,772
<b>비유동자산</b>	39,731	43,493	43,945	43,820	43,519
장기금융자산	427	1,159	1,248	1,248	1,248
유형자산	22,824	23,926	23,620	22,647	21,465
무형자산	1,553	1,708	1,577	1,436	1,332
<b>자산총계</b>	47,214	50,923	53,580	56,044	59,255
<b>유동부채</b>	12,186	17,956	18,791	19,510	20,516
단기금융부채	2,430	7,221	6,956	6,956	6,956
매입채무 및 기타채무	5,756	7,551	7,920	8,401	9,075
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	11,453	9,033	9,613	9,533	9,480
장기금융부채	5,760	2,645	3,136	3,136	3,136
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	24	26	1	40	21
<b>부채총계</b>	23,638	26,989	28,404	29,042	29,996
<b>지배주주지분</b>	19,898	20,304	21,487	23,241	25,424
자본금	770	770	770	770	770
자본잉여금	1,555	1,555	1,555	1,555	1,555
기타자본구성요소	-1	-3	-4	-4	-4
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	17,575	18,017	19,099	20,767	22,865
비지배주주지분	3,677	3,630	3,689	3,762	3,835
<b>자본총계</b>	23,575	23,933	25,176	27,002	29,258
<b>부채외자본총계</b>	47,214	50,923	53,580	56,044	59,255

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,787	4,564	4,726	4,502	4,673
당기순이익(손실)	2,735	1,151	1,660	2,203	2,632
비현금성항목등	2,369	4,014	3,078	3,370	3,335
유형자산감가상각비	1,909	2,246	1,940	2,643	2,517
무형자산감가상각비	431	465	483	441	403
기타	-1,169	623	100	-240	21
운전자본감소(증가)	260	595	577	-360	-445
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-434	-370	-49	-186	-260
재고자산감소(증가)	-382	-538	-103	-147	-206
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	263	976	1,263	481	674
기타	813	526	-535	-509	-653
법인세납부	-578	-1,196	-588	-710	-850
<b>투자활동현금흐름</b>	111	-4,166	-2,947	-1,548	-942
금융자산감소(증가)	-183	-732	-736	0	0
유형자산감소(증가)	-3,075	-3,687	-2,015	-1,701	-1,368
무형자산감소(증가)	-398	-397	-299	-299	-299
기타	3,767	650	104	453	725
<b>재무활동현금흐름</b>	-5,110	72	-519	-730	-730
단기금융부채증가(감소)	-1,409	1,132	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-2,565	0	214	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-662	-850	-462	-462	-462
기타	-475	-209	-258	-268	-268
<b>현금의 증가(감소)</b>	-213	467	1,260	2,224	3,000
기초현금	653	440	907	2,167	4,391
기말현금	440	907	2,167	4,391	7,391
FCF	157	-1,440	2,525	2,958	3,465

자료 : GS리테일 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	74,020	82,666	87,608	92,757	99,704
<b>매출원가</b>	60,151	67,073	68,885	72,747	77,995
<b>매출총이익</b>	13,869	15,593	18,723	20,010	21,709
매출총이익률 (%)	18.7	18.9	21.4	21.6	21.8
<b>판매비와관리비</b>	11,688	13,936	16,846	17,520	18,661
영업이익	2,181	1,657	1,877	2,489	3,047
영업이익률 (%)	3.0	2.0	2.1	2.7	3.1
<b>비영업손익</b>	1,465	234	357	428	439
<b>순금융비용</b>	278	24	9	-152	-424
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-22	24	4	4	4
세전계속사업이익	3,646	1,892	2,234	2,917	3,487
세전계속사업이익률 (%)	4.9	2.3	2.6	3.2	3.5
계속사업법인세	910	741	573	715	854
<b>계속사업이익</b>	2,735	1,151	1,660	2,203	2,632
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,735	1,151	1,660	2,203	2,632
<b>순이익률 (%)</b>	3.7	1.4	1.9	2.4	2.6
<b>지배주주</b>	2,743	1,182	1,588	2,130	2,560
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	3.71	1.43	1.81	2.3	2.57
<b>비지배주주</b>	-7	-31	72	72	72
<b>총포괄이익</b>	2,618	1,221	1,746	2,288	2,718
<b>지배주주</b>	2,627	1,256	1,673	2,215	2,645
<b>비지배주주</b>	-8	-35	73	73	73
EBITDA	4,521	4,368	4,300	5,573	5,968

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	18.0	11.7	6.0	5.9	7.5
영업이익	-3.4	-24.0	13.3	32.6	22.4
세전계속사업이익	64.7	-48.1	18.1	30.6	19.5
EBITDA	6.4	-3.4	-1.6	29.6	7.1
EPS(계속사업)	67.0	-56.9	34.4	34.2	20.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.5	5.9	7.6	9.5	10.5
ROA	5.8	2.4	3.2	4.0	4.6
EBITDA마진	6.1	5.3	4.9	6.0	6.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	61.4	41.4	51.3	62.7	76.7
부채비율	100.3	112.8	112.8	107.6	102.5
순차입금/자기자본	21.9	34.1	25.7	15.7	4.3
EBITDA/이자비용(배)	9.3	15.6	15.5	20.8	22.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,562	1,535	2,062	2,766	3,325
BPS	25,842	26,369	27,905	30,182	33,018
CFPS	6,601	5,056	5,209	6,772	7,117
주당 현금배당금	1,100	600	600	600	600
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	18.4	37.7	21.3	15.9	13.2
PER(최저)	12.6	21.5	14.4	10.8	9.0
PBR(최고)	2.5	2.2	1.6	1.5	1.3
PBR(최저)	1.7	1.3	1.1	1.0	0.9
PCR	7.2	8.0	7.3	5.6	5.3
EV/EBITDA(최고)	13.2	12.9	10.2	7.4	6.4
EV/EBITDA(최저)	9.6	8.5	7.6	5.4	4.5

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

## Company Data

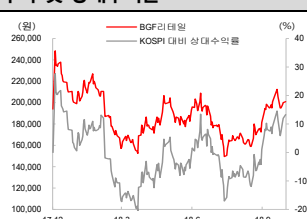
자본금	173 억원
발행주식수	1,728 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	34,741 억원
주요주주	

비지애프(외25)	55.42%
Matthews	
International Capital Management, LLC(외1)	5.69%
외국인지분률	34.30%
배당수익률	0.50%

## Stock Data

주가(18/10/08)	201,000 원
KOSPI	22538.3 pt
52주 Beta	0.50
52주 최고가	248,500 원
52주 최저가	149,500 원
60일 평균 거래대금	58 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.7%	12.1%
6개월	15.2%	24.2%
12개월	%	%

BGF 리테일 (282330/KS | 중립(유지) | T.P 200,000 원(유지))

추세적 상승은 아직...

2019 년 최저 임금 이 다시 10% 이상 인상되는 것으로 결정된 이후 급락했던 주가는 최근 대부분 반등. 향후 내수 경기 부진을 전망하는 투자자가 많았기 때문에 판단. 경기 부진기에는 편의점의 성장성이 오히려 개선되기 때문. 그러나 주가의 추가 상승 여력은 높지 않아 보임. 편의점의 성장성이 이전보다 크게 하락했다는 점 또한 투자자들이 충분히 인지하고 있기 때문. 목표주가 200,000 원과 투자 의견 중립 유지.

주가 급락 이후 회복, 추가 상승은 쉽지 않을 듯

2019 년 최저 임금 이 다시 10% 이상 인상되는 것으로 결정된 이후 급락했던 주가는 최근 대부분 반등. 향후 내수 경기 부진을 전망하는 투자자가 많았기 때문에 판단. 경기 부진기에는 소량을 구매하는 편의점의 소비 수요가 증가하고, 은퇴자들의 창업수요 역시 증가하여 편의점의 상대적 매력도가 높아지기 때문. 그러나 주가의 추가 상승 여력은 높지 않아 보임. 편의점의 성장성이 이전보다 크게 하락했다는 점 또한 투자자들이 충분히 인지하고 있기 때문. 현재의 valuation 수준을 확대하며 주가가 추가 상승하기 위해서는 동사의 출점 여력이 충분함이 검증되어야 할 것.

중기적으로 편의점 업태의 성장성은 한 단계 낮아짐

지속적인 최저 임금 상승은 본사들의 출점 의지를 약화시킬. 실제로 업체들은 금년에 이어 내년에도 출점보다는 각 점포들의 수익성을 개선시키는 것을 주요 전략으로 채택. 기존점의 수익성 개선만으로는 제한된 성장만이 가능. 기존점 매출은 기존 상권에 있는 고객에 의해 결정되기 때문에 기존점의 고객수가 추가로 증가하는 것은 제한적. 결국, 기존점의 성장은 구매고객의 객단가가 상승해야 함. 고객의 객단가를 상승시키기 위해서는 고객의 지갑을 추가로 열 수 있는 새로운 제품을 공급하거나 제품 가격을 인상하는 방법이 있음. 두 전략 모두 경기 부진기에 단기간에 성과를 낼 수 있는 전략은 아님.

장기 관점에서 편의점은 다시 성장을 재개할 시점이 있을 것

최저 임금 인상의 영향권에 있는 동안 편의점의 성장성 훼손은 불가피하나, 장기적인 관점에 편의점은 아직까지 충분히 매력적인 성장 업태. 1~2 인 가구 비중이 지속적으로 증가하고 있고, 인구밀도가 높은 국내의 거주 환경을 고려했을 때, 소량 소비 수요의 증가는 지속될 것. 또한 소량 소비가 핵심 수요인 만큼, 온라인에 의한 잠식 가능성도 낮음.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	0	0	9,387	59,712	63,122	67,291
yoy	%			0.0	536.1	5.7	6.6
영업이익	억원	0	0	265	1,868	1,933	2,123
yoy	%			0.0	604.4	3.5	9.8
EBITDA	억원	0	0	451	2,457	2,761	3,005
세전이익	억원	0	0	350	2,019	2,109	2,299
순이익(지배주주)	억원	0	0	280	1,533	1,603	1,747
영업이익률%	%			2.8	3.1	3.1	3.2
EBITDA%	%			4.8	4.1	4.4	4.5
순이익률	%			3.0	2.6	2.5	2.6
EPS	원			1,619	8,872	9,275	10,110
PER	배			129.7	22.7	21.7	19.9
PBR	배			9.3	6.6	5.2	4.2
EV/EBITDA	배			75.2	12.6	10.8	9.4
ROE	%			7.2	33.6	26.9	23.4
순차입금	억원	0	0	-2,417	-4,011	-5,033	-6,641
부채비율	%			228.7	304.6	283.3	354.3

## 목표주가 산정

valuation	2018년E	2019년E	2020년E
편의점 NOPAT(억원)	1,402	1,435	1,577
편의점 Multiple(X)		22.5	
편의점 영업가치(억원)		32,285	
순현금(억원)		2,600	
적정 시가총액		34,885	
총주식수(천주)		17,284	
적정주가(원)		201,836	
자료: SK 증권			

## BGF 리테일 분기 및 연간 실적 전망(2016년부터 분할법인 기준으로 정리)

단위: 억원, %

BGF리테일(IFRS 연결)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
매출	11,849	13,895	15,581	14,524	13,166	14,785	16,518	15,243	43,343	49,511	55,849	59,712	63,122	67,291
편의점	11,844	13,890	15,576	14,517	13,161	14,781	16,440	15,170	42,576	49,404	55,827	59,551	62,940	66,975
기타	5	5	5	7	5	4	78	74	766	107	22	161	804	1,567
영업이익	394	719	827	494	261	564	677	366	1,836	2,092	2,434	1,868	1,933	2,123
편의점	392	684	792	491	278	559	672	361	1,748	2,001	2,359	1,870	1,913	2,103
기타	2	35	35	3	-17	5	5	5	88	91	75	-2	132	215
영업이익률	3.3%	5.2%	5.3%	3.4%	2.0%	3.8%	4.1%	2.4%	4.2%	4.2%	4.4%	3.1%	3.1%	3.2%
편의점 OPM	3.3%	4.9%	5.1%	3.4%	2.1%	3.8%	4.1%	2.4%	4.1%	4.1%	4.2%	3.1%	3.0%	3.1%
세전이익	420	742	864	590	292	596	721	410	1,965	2,205	2,616	2,019	2,109	2,299
세전이익률	3.5%	5.3%	5.5%	4.1%	2.2%	4.0%	4.4%	2.7%	4.5%	4.5%	4.7%	3.4%	3.3%	3.4%
당기순이익	322	567	657	464	221	453	548	312	1,528	1,680	2,010	1,533	1,603	1,747

자료: BGF 리테일 SK 증권 리서치센터

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	중립	200,000원	6개월		
2018.06.20	중립	200,000원	6개월	-9.52%	6.25%
2018.05.15	중립	200,000원	6개월	-5.47%	4.50%
2017.12.08	매수	240,000원	6개월	-19.54%	3.54%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도)

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	0	5,666	10,222	13,621	24,763
현금및현금성자산	0	288	1,269	4,427	15,323
매출채권및기타채권	0	835	1,341	1,416	1,513
재고자산	0	944	1,524	1,609	1,720
<b>비유동자산</b>	0	7,107	10,953	11,935	12,705
장기금융자산	0	364	1,971	1,971	1,971
유형자산	0	4,022	5,177	5,679	5,878
무형자산	0	544	557	563	567
<b>자산총계</b>	0	12,774	21,176	25,556	37,468
<b>유동부채</b>	0	6,814	12,621	14,961	17,571
단기금융부채	0	30	1,683	3,418	5,241
매입채무 및 기타채무	0	5,828	9,390	9,912	10,593
단기충당부채	0	73	85	85	85
<b>비유동부채</b>	0	2,073	3,321	3,927	11,650
장기금융부채	0	0	200	600	8,065
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	21	12	13	14
<b>부채총계</b>	0	8,887	15,942	18,888	29,221
<b>지배주주지분</b>	0	3,886	5,233	6,668	8,247
자본금	0	173	173	173	173
자본잉여금	0	3,216	3,216	3,216	3,216
기타자본구성요소	0	224	224	224	224
자기주식	0	-17	-17	-17	-17
이익잉여금	0	287	1,612	3,043	4,617
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	0	3,886	5,233	6,668	8,247
<b>부채외자본총계</b>	0	12,774	21,176	25,556	37,468

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	0	-559	3,470	2,608	2,986
당기순이익(손실)	0	280	1,533	1,603	1,747
비현금성항목등	0	199	1,040	1,158	1,258
유형자산감가상각비	0	161	513	750	804
무형자산감가상각비	0	25	76	78	78
기타	0	-55	-32	-254	-296
운전자본감소(증가)	0	-1,037	1,261	386	565
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	-141	-711	-75	-97
재고자산감소(증가)	0	56	-580	-85	-111
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-965	4,420	523	681
기타	0	14	-1,868	23	92
법인세납부	0	-1	-364	-538	-584
<b>투자활동현금흐름</b>	0	326	-2,600	-1,336	-1,086
금융자산감소(증가)	0	537	-744	0	0
유형자산감소(증가)	0	-236	-1,562	-1,253	-1,003
무형자산감소(증가)	0	-21	-83	-83	-83
기타	0	46	-211	0	0
<b>재무활동현금흐름</b>	0	288	111	1,885	8,996
단기금융부채증가(감소)	0	305	88	1,736	1,822
장기금융부채증가(감소)	0	0	231	400	7,465
자본의증가(감소)	0	-17	0	0	0
배당금의 지급	0	0	-173	-173	-173
기타	0	0	-35	-77	-119
<b>현금의 증가(감소)</b>	0	54	982	3,158	10,896
기초현금	0	233	288	1,269	4,427
기말현금	0	288	1,269	4,427	15,323
FCF	0	3,529	3,513	1,325	1,953

자료 : BGF리테일 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	0	9,387	59,712	63,122	67,291
<b>매출원가</b>	0	7,695	49,652	52,486	55,954
<b>매출총이익</b>	0	1,692	10,060	10,635	11,337
매출총이익률 (%)		18.0	16.9	16.9	16.9
<b>판매비와관리비</b>	0	1,427	8,192	8,702	9,214
영업이익	0	265	1,868	1,933	2,123
영업이익률 (%)		2.8	3.1	3.1	3.2
비영업손익	0	85	151	176	176
<b>순금융비용</b>	0	-9	-1	77	119
외환관련손익	0	-6	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	0	350	2,019	2,109	2,299
세전계속사업이익률 (%)		3.7	3.4	3.3	3.4
계속사업법인세	0	70	485	506	552
<b>계속사업이익</b>	0	280	1,533	1,603	1,747
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	280	1,533	1,603	1,747
<b>순이익률 (%)</b>		3.0	2.6	2.5	2.6
지배주주	0	280	1,533	1,603	1,747
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>		2.98	2.57	2.54	2.6
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	0	287	1,538	1,607	1,752
지배주주	0	287	1,538	1,607	1,752
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	0	451	2,457	2,761	3,005

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		0.0	536.1	5.7	6.6
영업이익		0.0	604.4	3.5	9.8
세전계속사업이익		0.0	476.3	4.5	9.0
EBITDA		0.0	444.3	12.4	8.8
EPS(계속사업)		0.0	448.0	4.6	9.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		7.2	33.6	26.9	23.4
ROA		2.2	9.0	6.9	5.6
EBITDA마진		4.8	4.1	4.4	4.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율		83.2	81.0	91.0	140.9
부채비율		228.7	304.6	283.3	354.3
순차입금/자기자본		-62.2	-76.6	-75.5	-80.5
EBITDA/이자비용(배)		39.7	70.9	35.7	25.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)		1,619	8,872	9,275	10,110
BPS		22,486	30,279	38,579	47,714
CFPS		2,697	12,282	14,065	15,214
주당 현금배당금	0	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)		153.5	25.6	24.5	22.5
PER(최저)		119.8	16.9	16.1	14.8
PBR(최고)		11.1	7.5	5.9	4.8
PBR(최저)		8.6	4.9	3.9	3.1
PCR		77.9	16.4	14.3	13.2
EV/EBITDA(최고)		90.0	14.4	12.4	10.9
EV/EBITDA(최저)		69.1	8.9	7.6	6.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

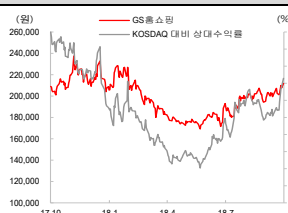
## Company Data

자본금	328 억원
발행주식수	656 만주
자사주	53 만주
액면가	5,000 원
시가총액	13,906 억원
주요주주	
GS	36.09%
베어링자산운용(외3)	9.97%
외국인지분률	31.20%
배당수익률	3.10%

## Stock Data

주가(18/10/08)	211,900 원
KOSDAQ	767.15 pt
52주 Beta	0.44
52주 최고가	237,600 원
52주 최저가	169,200 원
60일 평균 거래대금	28 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.1%	16.5%
6개월	15.9%	31.1%
12개월	-2.4%	-17.0%

GS 홈쇼핑 (028150/KQ | 매수(유지) | T.P 250,000 원(유지))

모바일 쇼핑이 재평가 받을 때, re-rating 이 가능

2 분기 이후 주가는 꾸준히 회복 중. 최근 경기 부진 우려가 더해지며 합리적 소비채널인 홈쇼핑의 상대적 매력도가 부각. 홈쇼핑 업체에 대한 관심 증가와 함께 동사가 보유한 풍부한 현금과 적극적인 주주환원 정책이 동사 주가의 차별화 요인. 낮은 valuation 수준으로 추가 상승은 충분히 가능. 목표주가 250,000 원과 투자의견 매수 유지.

## 저평가 & 높은 배당 수익률이 매력적

2018 년초 주가는 2018 년에도 송출수수료가 크게 증가하며 이익 성장이 쉽지 않을 것이라는 전망이 이어지며 주가가 급락. 그러나 2 분기 실적을 통해 송출수수료의 인상애 따른 이익 훼손 정도가 예상보다 크지 않음이 증명되며 주가 회복 중. 여기에 경기 부진에 대한 전망까지 더해지면서 합리적 소비 채널이라 할 수 있는 홈쇼핑의 상대적 매력도가 부각되는 중. 홈쇼핑 사업의 매력에 더해 동사가 보유한 풍부한 현금과 높은 배당이 홈쇼핑 사업자들 가운데서도 동사의 주가가 차별화되는 요인. 목표주가 250,000 원과 투자의견 매수 유지.

## 주가 상승에도 여전히 낮은 valuation, re-rating 은 모바일 쇼핑의 자생력이 검증될 때

주가 상승에도 valuation 수준은 절대적으로 낮은 수준. 홈쇼핑 업체의 지속성에 대한 우려가 존재하기 때문. TV 시청률이 지속적으로 하락하고 있는 것이 TV 홈쇼핑에 대해 고객 이탈을 우려하게 함. 이에 따라 동사는 주요 판매 채널을 TV 에서 모바일로 전환하는 데 성공. 지난 2 분기에 모바일 쇼핑의 취급고가 TV 취급고를 상회. TV 시청률 하락에 따른 홈쇼핑 사업의 사업성 훼손을 방어하는데 성공. 그러나 동사의 모바일 쇼핑은 여전히 TV 홈쇼핑의 보완 채널이라는 이미지가 강함. TV 홈쇼핑에서 방송하는 제품을 모바일을 통해 구매하는 형태의 소비가 많기 때문. 따라서 동사가 본격적으로 저평가 구간에서 벗어나 추세적으로 상승하기 위해서는 모바일 취급고가 TV 홈쇼핑의 지원 없이 유지되고 성장할 수 있음이 증명되어야 함. 시간이 필요하겠지만, 홈쇼핑 사업을 통해 쌓은 제품 기획력 및 배송시스템 등을 고려할 때, 독립적인 모바일 쇼핑 채널 운영이 가능할 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	10,913	10,652	10,517	10,432	11,379	12,339
yoy	%	29	-24	-1.3	-0.8	9.1	8.4
영업이익	억원	1,125	1,286	1,445	1,386	1,550	1,713
yoy	%	-20.5	14.4	12.3	-4.0	11.8	10.5
EBITDA	억원	1,348	1,521	1,655	1,569	1,707	1,868
세전이익	억원	1,145	1,364	1,374	1,771	1,670	1,813
순이익(지배주주)	억원	808	1,035	970	1,346	1,266	1,374
영업이익률%	%	10.3	12.1	13.7	13.3	13.6	13.9
EBITDA%	%	12.4	14.3	15.7	15.0	15.0	15.1
순이익률	%	7.4	9.7	9.2	12.9	11.1	11.1
EPS	원	12,308	15,770	14,782	20,517	19,294	20,938
PER	배	13.6	10.9	14.7	10.3	11.0	10.1
PBR	배	1.2	1.1	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	3.5	2.6	4.8	4.3	3.4	2.5
ROE	%	8.8	10.8	9.4	12.3	11.0	11.1
순차입금	억원	-6,348	-7,429	-6,336	-7,140	-8,079	-9,189
부채비율	%	32.9	36.7	31.6	32.6	32.3	32.3



## 목표주가 산정

(단위: 억원)

Valuation	2018년	2019년	2020년
홈쇼핑 NOPAT	1,054	1,175	1,298
Target Multiple(X)		8.0	
적정영업가치		9,402	
순현금		7,000	
적정시가총액		16,402	
주식 수(천주)		6,563	
적정주가(원)		249,929	
자료 SK 증권			

## GS 홈쇼핑 분기별 및 연간 실적 전망

단위: 억원

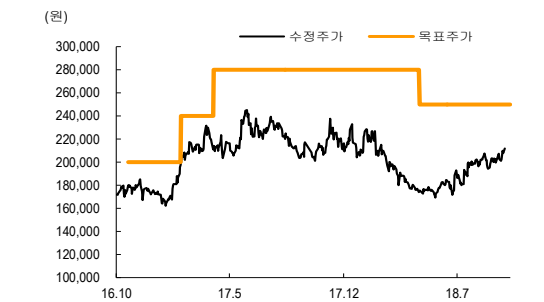
GS홈쇼핑(IFRS 별도)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
취급고	9,888	9,866	9,467	9,999	10,749	11,144	10,320	10,759	34,487	35,119	36,695	39,220	42,972	46,879	50,842
TV	4,917	4,787	4,328	4,386	4,714	4,548	4,241	4,092	18,987	18,260	18,281	18,418	17,596	16,971	16,491
모바일	3,552	3,779	3,895	4,336	4,663	5,037	4,869	5,420	7,348	10,553	13,151	15,562	19,989	24,555	29,056
인터넷	950	921	865	862	896	878	839	836	6,387	4,735	3,916	3,598	3,449	3,346	3,245
카탈로그	163	164	156	152	146	151	133	129	1,193	924	785	635	559	570	581
기타	306	215	223	263	330	530	239	281	572	647	562	1,007	1,380	1,438	1,468
영업이익	440	312	303	389	310	346	324	406	1,414	1,125	1,286	1,444	1,386	1,550	1,713
영업이익률	4.4%	3.2%	3.2%	3.9%	2.9%	3.1%	3.1%	3.8%	4.1%	3.2%	3.5%	3.7%	3.2%	3.3%	3.4%
세전이익	376	258	329	412	476	504	354	436	1,587	1,145	1,365	1,375	1,770	1,670	1,813
세전이익률	3.8%	2.6%	3.5%	4.1%	4.4%	4.5%	3.4%	4.1%	4.6%	3.3%	3.7%	3.5%	4.1%	3.6%	3.6%
당기순이익	264	140	248	319	366	382	268	331	1,201	808	1,035	970	1,346	1,266	1,374
지분법반영 당기순이익	271	195	219	344	445	377	263	326	1,144	787	1,057	1,029	1,411	1,246	1,354

자료: GS 홈쇼핑 SK 증권 리서치센터

주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	250,000원	6개월		
2018.06.28	매수	250,000원	6개월	-24.42%	-15.24%
2018.06.20	매수	250,000원	6개월	-29.08%	-26.16%
2018.05.02	매수	250,000원	6개월	-29.50%	-26.84%
2018.03.26	매수	280,000원	6개월	-23.80%	-12.43%
2018.01.09	매수	280,000원	6개월	-22.53%	-12.43%
2017.08.29	매수	280,000원	6개월	-21.68%	-12.43%
2017.07.31	매수	280,000원	6개월	-20.07%	-12.43%
2017.04.11	매수	280,000원	6개월	-20.45%	-12.43%
2017.02.09	매수	240,000원	6개월	-10.92%	-3.46%
2017.02.01	매수	200,000원	6개월	-12.32%	-1.40%
2016.11.15	매수	200,000원	6개월	-12.97%	-7.45%
2016.11.02	매수	200,000원	6개월	-11.86%	-9.95%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	8,118	7,336	8,148	9,167	10,357
현금및현금성자산	1,660	1,861	2,787	3,727	4,837
매출채권및기타채권	455	615	619	668	717
재고자산	96	243	244	264	283
<b>비유동자산</b>	5,434	6,912	6,539	6,617	6,703
장기금융자산	1,630	2,473	1,914	1,914	1,914
유형자산	2,037	2,204	2,344	2,477	2,606
무형자산	306	225	136	84	45
<b>자산총계</b>	13,552	14,248	14,687	15,783	17,060
<b>유동부채</b>	3,578	3,364	3,388	3,675	3,946
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	1,958	1,699	1,710	1,865	2,002
단기충당부채	93	23	24	25	27
<b>비유동부채</b>	59	52	221	174	214
장기금융부채	4	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	22	26	26	35	37
<b>부채총계</b>	3,636	3,417	3,609	3,849	4,160
<b>지배주주지분</b>	9,916	10,832	11,078	11,935	12,900
자본금	328	328	328	328	328
자본잉여금	799	1,105	1,105	1,105	1,105
기타자본구성요소	-556	-459	-932	-932	-932
자기주식	-526	-428	-901	-901	-901
이익잉여금	9,130	9,673	10,604	11,478	12,460
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	9,916	10,832	11,078	11,935	12,900
<b>부채외자본총계</b>	13,552	14,248	14,687	15,783	17,060

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,733	622	1,072	1,430	1,589
당기순이익(손실)	1,035	970	1,346	1,266	1,374
비현금성항목등	518	729	245	441	494
유형자산감가상각비	118	111	111	123	136
무형자산감가상각비	117	99	72	33	20
기타	-6	52	-85	22	62
운전자본감소(증가)	457	-616	-99	118	150
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-117	-161	-4	-49	-49
재고자산감소(증가)	125	-147	-2	-19	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	134	-248	-31	154	138
기타	315	-60	-63	33	81
법인세납부	-277	-461	-420	-395	-429
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,376	-493	739	-99	-86
금융자산감소(증가)	-1,047	399	875	0	0
유형자산감소(증가)	-258	-321	-249	-257	-265
무형자산감소(증가)	-3	8	20	20	20
기타	-68	-579	94	139	159
<b>재무활동현금흐름</b>	-511	74	-883	-392	-392
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-188	501	-473	0	0
배당금의 지급	-323	-427	-410	-392	-392
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-154	202	926	939	1,110
기초현금	1,814	1,660	1,861	2,787	3,727
기말현금	1,660	1,861	2,787	3,727	4,837
FCF	1,615	389	1,231	1,267	1,413

자료 : GS홈쇼핑, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	10,652	10,517	10,432	11,379	12,339
<b>매출원가</b>	943	691	2,371	2,678	3,006
<b>매출총이익</b>	9,709	9,826	8,061	8,700	9,334
매출총이익률 (%)	91.2	93.4	77.3	76.5	75.6
<b>판매비와관리비</b>	8,422	8,381	6,675	7,150	7,621
영업이익	1,286	1,445	1,386	1,550	1,713
영업이익률 (%)	12.1	13.7	13.3	13.6	13.9
비영업손익	78	-71	385	120	100
<b>순금융비용</b>	-135	-130	-125	-143	-163
외환관련손익	1	-4	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-96	-190	131	0	0
세전계속사업이익	1,364	1,374	1,771	1,670	1,813
세전계속사업이익률 (%)	12.8	13.1	17.0	14.7	14.7
계속사업법인세	330	404	425	404	439
<b>계속사업이익</b>	1,035	970	1,346	1,266	1,374
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,035	970	1,346	1,266	1,374
<b>순이익률 (%)</b>	9.7	9.2	12.9	11.1	11.1
<b>지배주주</b>	1,035	970	1,346	1,266	1,374
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	9.72	9.22	12.91	11.13	11.14
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,100	939	1,329	1,249	1,357
<b>지배주주</b>	1,100	939	1,329	1,249	1,357
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	1,521	1,655	1,569	1,707	1,868

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-24	-1.3	-0.8	9.1	8.4
영업이익	144	12.3	-4.0	11.8	10.5
세전계속사업이익	192	0.7	28.9	-5.7	8.5
EBITDA	12.8	8.9	-5.2	8.8	9.5
EPS(계속사업)	28.1	-6.3	38.8	-6.0	8.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	10.8	9.4	12.3	11.0	11.1
ROA	8.0	7.0	9.3	8.3	8.4
EBITDA마진	14.3	15.7	15.0	15.0	15.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	226.9	218.1	240.5	249.5	262.5
부채비율	36.7	31.6	32.6	32.3	32.3
순차입금/자기자본	-74.9	-58.5	-64.5	-67.7	-71.2
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	15,770	14,782	20,517	19,294	20,938
BPS	151,097	165,052	168,804	181,863	196,567
CFPS	19,341	17,987	23,298	21,676	23,307
주당 현금배당금	7,000	6,500	6,500	6,500	6,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	12.5	16.6	11.2	11.9	10.9
PER(최저)	9.8	11.0	8.3	8.8	8.1
PBR(최고)	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
PCR	8.9	12.1	9.1	9.8	9.1
EV/EBITDA(최고)	3.6	5.9	5.0	4.0	3.0
EV/EBITDA(최저)	1.8	-3.8	2.5	1.7	1.0

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경, CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

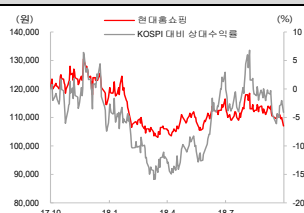
## Company Data

자본금	600 억원
발행주식수	1,200 만주
자사주	31 만주
액면가	5,000 원
시가총액	12,840 억원
주요주주	
현대그린푸드(외2)	40.84%
국민연금공단	12.00%
외국인지분률	26.90%
배당수익률	1.60%

## Stock Data

주가(18/10/08)	107,000 원
KOSPI	225383 pt
52주 Beta	0.20
52주 최고가	130,500 원
52주 최저가	103,000 원
60일 평균 거래대금	22 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.3%	-4.1%
6개월	0.9%	8.8%
12개월	-11.6%	-6.1%

현대홈쇼핑 (057050/KS | 매수(유지) | T.P 145,000 원(유지))

## 매력적인 무엇이 아직은 없음

동사 주가는 절대 저평가라는 평가를 받으면서도 뚜렷한 회복을 보이지 못함. 풍부한 보유 현금으로 진행한 M&A 및 신규 투자가 투자자들의 기대에 미치는 성과를 내지 못하고 있는 것이 주요 원인. 향후에도 동사의 투자가 가시적인 성과를 내기까지는 시간이 필요해 보임. 그럼에도 불구하고 동사에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 145,000 원을 유지. 현재 경쟁사 대비 부족하다고 평가되고 있는 주주환원정책의 변화를 기대하기 때문.

## 주가 회복 홈쇼핑 중 가장 느린 편

동사의 주가 역시 타 홈쇼핑 업체들과 마찬가지로 연초 송출수수료가 예상보다 크게 상승할 것이라는 우려로 크게 하락한 바 있음. 이후 주가 반등 폭은 주요 홈쇼핑 업체들 중에서 가장 느림. 동사의 valuation 수준은 전반적으로 저평가되어있는 홈쇼핑 사업자들 중에서도 가장 낮은 수준. 그럼에도 불구하고 주가의 반등이 뚜렷하지 않은 것은 동사의 주주환원 정책이 경쟁사 대비 부족한 가운데, 동사가 신성장 동력 확보를 위해 진행했던 투자가 시장의 기대와 달리 높은 성과를 보이고 있지 못한 것이 원인으로 판단.

## 풍부한 현금으로 그룹의 M&A 주체 역할

동사의 순현금은 8,000 억원 수준으로 경쟁사인 GS 홈쇼핑보다 많음. 그럼에도 불구하고 GS 홈쇼핑보다는 낮은 배당성향을 유지하고 있음. 장기 성장을 위한 투자 재원으로 활용하고자 하는 것으로 판단. 현대백화점 그룹의 주요 M&A 의 인수주체가 동사임. 2012 년 한섬의 지분 34.64%를 4,200 억원에 인수하였고, 지난 10 월 5 일 한화 L&C 의 지분 100%를 3,680 억원에 인수하기로 함. 또한 홈쇼핑이 주도하고 있는 렌탈 사업에도 자금 소요가 지속되고 있음. 현재까지 1,500 억원의 출자가 있었음. 홈쇼핑 업체의 지속가능성에 대한 의구심이 있는 만큼, 신규 사업 확장은 꼭 필요함. 그러나 동사가 투자한 회사들이 아직 매력적인 성과를 내고 있지 못하다는 것이 투자자들에게 부담.

## 적극적인 주주 환원 정책도 필요한 시점

동사의 주가는 수익가치 기준으로 PER 이 10.0x 수준에 불과하고, 보유현금 및 투자자산의 가치까지 고려한다면 절대 저평가. 앞서 언급한 바와 같이 동사의 투자가 눈에 띄는 성과를 보이고 있지 못하는 것이 동사의 저평가가 지속되는 이유. 단기에 투자 성과가 가시화되는 것은 쉽지 않을 것. 그러나 현재 경쟁사 대비 부족하다고 평가되고 있는 주주환원정책의 개선이 있다면 절대 저평가 역시 해소될 수 있을 전망.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	8,908	9,613	10,218	9,781	10,029	10,265
yoy	%	2.6	7.9	6.3	-4.3	2.5	2.4
영업이익	억원	1,107	1,323	1,499	1,464	1,490	1,507
yoy	%	-23.7	19.5	13.4	-2.4	1.8	1.1
EBITDA	억원	1,196	1,423	1,602	1,575	1,594	1,602
세전이익	억원	1,294	1,401	1,274	1,783	1,630	1,647
순이익(지배주주)	억원	974	1,034	878	1,342	1,236	1,249
영업이익률%	%	12.4	13.8	14.7	15.0	14.9	14.7
EBITDA%	%	13.4	14.8	15.7	16.1	15.9	15.6
순이익률	%	10.9	10.8	8.6	13.7	12.3	12.2
EPS	원	8,113	8,615	7,320	11,184	10,297	10,404
PER	배	14.2	12.9	16.5	9.6	10.4	10.3
PBR	배	1.1	1.0	1.1	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	배	5.4	3.9	4.6	2.8	2.3	1.7
ROE	%	8.1	8.1	6.5	9.4	8.1	7.6
순차입금	억원	-7,448	-7,865	-7,128	-8,336	-9,189	-10,056
부채비율	%	23.1	31.6	21.9	21.2	20.5	20.0

목표주가 산정

단위: 억원

	2018년E	2019년E	2020년E	비고
홈쇼핑 nopat	1,098	1,118	1,130	
Target Multiple(X)		7.2x		주주 환원정책이 부족한데 따른 할인 10%
홈쇼핑 영업가치		8,047		
지분가치	지분율	시가총액	지분가치	할인율
한섬	34.6%	9,000	935	30.0%
현대HCN	36.2%	4,800	521	30.0%
사업가치		9,503		
순현금		8,000		
적정시가총액		17,503		
주식 수(천주)		12,000		
적정주가(원)		145,860		

자료: SK 증권

현대홈쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

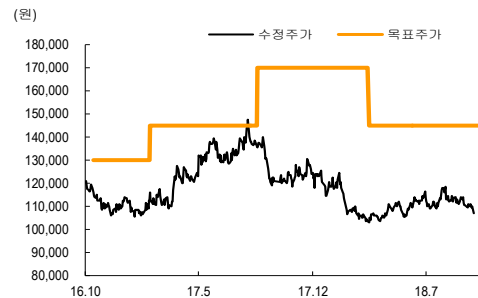
단위: 억원, %

현대홈쇼핑(IFRS 별도)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019E	2020E
취급고	9,081	8,895	8,671	9,622	9,430	9,128	8,930	9,959	27,405	28,865	31,843	35,055	36,269	37,448	38,402	39,304
TV	5,022	4,967	4,870	5,358	5,197	5,044	4,939	5,559	17,083	17,669	18,294	19,778	20,217	20,738	21,221	21,668
모바일	2,097	2,136	2,173	2,387	2,258	2,277	2,402	2,527	1,035	2,921	6,112	7,446	8,793	9,464	10,117	10,747
인터넷	1,748	1,566	1,391	1,676	1,824	1,662	1,433	1,726	7,247	6,829	6,249	6,839	6,381	6,645	6,446	6,252
카탈로그	94	89	85	58	4	0	0	0	1,403	977	738	553	326	4	4	5
기타	120	137	152	143	147	145	157	147	638	469	450	439	552	596	614	632
영업이익	472	359	314	338	403	393	305	363	1,448	1,451	1,107	1,323	1,483	1,463	1,490	1,507
영업이익률	5.2%	4.0%	3.6%	3.5%	4.3%	4.3%	3.4%	3.6%	5.3%	5.0%	3.5%	3.8%	4.1%	3.9%	3.9%	3.8%
세전이익	568	403	345	-42	607	439	340	398	2,436	1,647	1,294	1,402	1,274	1,783	1,630	1,647
세전이익률	6.3%	4.5%	4.0%	-0.4%	6.4%	4.8%	3.8%	4.0%	8.9%	5.7%	4.1%	4.0%	3.5%	4.8%	4.2%	4.2%
당기순이익	436	306	262	-125	450	333	257	302	1,955	1,255	974	1,034	878	1,342	1,236	1,249
지분법반영 당기순이익	466	279	248	232	456	343	267	312	1,955	1,410	1,111	1,086	1,225	1,378	1,276	1,289

자료: 현대홈쇼핑 SK 증권 리서치센터

주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	145,000원	6개월		
2018.06.22	매수	145,000원	6개월	-23.95%	-18.28%
2018.06.20	매수	145,000원	6개월	-25.67%	-21.38%
2018.05.09	매수	145,000원	6개월	-25.79%	-21.38%
2018.03.26	매수	145,000원	6개월	-26.83%	-23.45%
2018.01.09	매수	170,000원	6개월	-29.35%	-17.65%
2017.08.29	매수	170,000원	6개월	-26.58%	-17.65%
2017.04.11	매수	145,000원	6개월	-12.38%	1.72%
2017.02.09	매수	145,000원	6개월	-20.45%	-12.07%
2016.10.26	매수	130,000원	6개월	-15.32%	-10.77%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	9,544	7,961	9,299	10,174	11,062
현금및현금성자산	48	295	1,033	1,886	2,754
매출채권및기타채권	364	367	358	368	377
재고자산	238	306	299	307	315
<b>비유동자산</b>	7,754	8,750	8,664	8,928	9,206
장기금융자산	463	1,405	1,041	1,041	1,041
유형자산	915	922	912	929	959
무형자산	42	42	41	41	40
<b>자산총계</b>	17,298	16,711	17,962	19,102	20,268
<b>유동부채</b>	4,136	2,993	3,068	3,148	3,223
단기금융부채	960	0	150	150	150
매입채무 및 기타채무	1,942	1,692	1,649	1,695	1,737
단기충당부채	44	67	65	67	69
<b>비유동부채</b>	16	12	73	104	154
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	8	8	8	8	9
<b>부채총계</b>	4,153	3,005	3,141	3,253	3,377
<b>지배주주지분</b>	13,145	13,706	14,821	15,850	16,891
자본금	600	600	600	600	600
자본잉여금	2,535	2,535	2,535	2,535	2,535
기타자본구성요소	-267	-386	-386	-386	-386
자기주식	-267	-386	-386	-386	-386
이익잉여금	10,104	10,804	11,925	12,962	14,012
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	13,145	13,706	14,821	15,850	16,891
<b>부채외자본총계</b>	17,298	16,711	17,962	19,102	20,268

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,290	737	1,122	1,199	1,199
당기순이익(손실)	1,034	878	1,342	1,236	1,249
비현금성항목등	392	730	366	358	353
유형자산감가상각비	99	102	111	103	94
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	41	59	35	47	66
운전자본감소(증가)	154	-505	-100	33	29
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-43	-7	117	-10	-9
재고자산감소(증가)	-14	-68	5	-8	-8
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-30	-7	45	42
기타	210	-399	-215	6	4
법인세납부	-290	-367	-486	-428	-432
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,307	769	-335	-147	-132
금융자산감소(증가)	-1,666	1,002	-196	0	0
유형자산감소(증가)	-67	-95	-115	-119	-124
무형자산감소(증가)	2	0	0	0	0
기타	-576	-138	-24	-27	-8
<b>재무활동현금흐름</b>	718	-1,258	-49	-199	-199
단기금융부채증가(감소)	960	-960	150	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-55	-119	0	0	0
배당금의 지급	-178	-177	-199	-199	-199
기타	-8	-3	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-299	247	738	853	868
기초현금	347	48	295	1,033	1,886
기말현금	48	295	1,033	1,886	2,754
FCF	1,314	738	1,083	1,172	1,168

자료 : 현대홈쇼핑, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	9,613	10,218	9,781	10,029	10,265
<b>매출원가</b>	871	1,205	2,212	1,743	1,782
<b>매출총이익</b>	8,743	9,013	7,568	8,286	8,482
매출총이익률 (%)	90.9	88.2	77.4	82.6	82.6
<b>판매비와관리비</b>	7,420	7,514	6,105	6,796	6,975
영업이익	1,323	1,499	1,464	1,490	1,507
영업이익률 (%)	13.8	14.7	15.0	14.9	14.7
비영업손익	78	-226	320	140	140
<b>순금융비용</b>	-167	-176	-166	-187	-206
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-101	-401	0	0	0
세전계속사업이익	1,401	1,274	1,783	1,630	1,647
세전계속사업이익률 (%)	14.6	12.5	18.2	16.3	16.1
계속사업법인세	367	395	441	394	399
<b>계속사업이익</b>	1,034	878	1,342	1,236	1,249
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,034	878	1,342	1,236	1,249
<b>순이익률 (%)</b>	10.8	8.6	13.7	12.3	12.2
지배주주	1,034	878	1,342	1,236	1,249
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	10.75	8.6	13.72	12.32	12.16
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	963	857	1,334	1,227	1,240
지배주주	963	857	1,334	1,227	1,240
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,423	1,602	1,575	1,594	1,602

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.9	6.3	-4.3	2.5	2.4
영업이익	19.5	13.4	-2.4	1.8	1.1
세전계속사업이익	8.3	-9.1	40.0	-8.6	1.0
EBITDA	19.0	12.6	-1.7	1.2	0.5
EPS(계속사업)	6.2	-15.0	52.8	-7.9	1.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.1	6.5	9.4	8.1	7.6
ROA	6.4	5.2	7.7	6.7	6.3
EBITDA마진	14.8	15.7	16.1	15.9	15.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	230.7	266.0	303.1	323.2	343.2
부채비율	31.6	21.9	21.2	20.5	20.0
순차입금/자기자본	-59.8	-52.0	-56.2	-58.0	-59.5
EBITDA/이자비용(배)	17.14	636.3	6,723.5	6,615.3	6,648.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,615	7,320	11,184	10,297	10,404
BPS	109,541	114,217	123,508	132,080	140,759
CFPS	9,446	8,174	12,114	11,160	11,193
주당 현금배당금	1,500	1,700	1,700	1,700	1,700
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	16.4	20.2	11.1	12.1	12.0
PER(최저)	12.3	14.4	9.2	10.0	9.9
PBR(최고)	1.3	1.3	1.0	0.9	0.9
PBR(최저)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
PCR	11.8	14.7	8.8	9.6	9.6
EV/EBITDA(최고)	6.4	6.6	4.2	3.6	3.0
EV/EBITDA(최저)	3.4	3.5	2.5	2.0	1.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

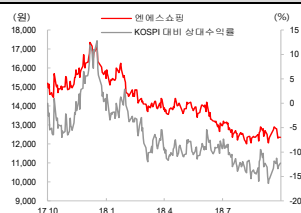
## Company Data

자본금	168 억원
발행주식수	3,370 만주
자사주	62 만주
액면가	500 원
시가총액	4,161 억원
주요주주	
하림지주(외10)	54.28%
한국투자밸류자산운용	11.58%
외국인지분률	12.50%
배당수익률	1.60%

## Stock Data

주가(18/10/08)	12,350 원
KOSPI	225383 pt
52주 Beta	0.61
52주 최고가	17,350 원
52주 최저가	12,000 원
60일 평균 거래대금	5 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.3%	-3.1%
6개월	-13.9%	-7.2%
12개월	-17.7%	-12.5%

엔에스쇼핑 (138250/KS | 매수(신규편입) | T.P 16,000 원(신규편입))

저평가는 분명, 그러나 큰 폭의 주가 상승은 부동산 개발 가시화가 필수

2018 년 들어 주가는 추세적으로 하락. 홈쇼핑 업계 전반적으로 2018 년에도 송출수요가 크게 증가하며 이익 성장이 쉽지 않을 것이라는 우려가 반영되고 있기 때문. 동사 역시 현금창출력이 탁월한 홈쇼핑 사업을 영위하고 있다는 점에서 저평가 상태가 지속될 가능성은 크지 않아 보임. 그러나 주가의 상승폭이 확대되기 위해서는 하림산업이 보유하고 있는 양재동 부지에 대한 개발 계획이 가시화되어야 할 것.

## 추세적인 주가 하락, 홈쇼핑 업계 전반의 현상

2018 년 들어 주가는 추세적으로 하락. 홈쇼핑 업계 전반적으로 2018 년에도 송출수요가 크게 증가하며 이익 성장이 쉽지 않을 것이라는 우려가 반영되고 있기 때문. 또한 홈쇼핑 업체의 지속성에 대한 우려가 시간이 지날수록 확대되고 있는 것도 영업이익의 감소보다 주가 하락 폭이 큰 이유. 투자자들은 최근 TV 시청률이 지속적으로 하락함에 따라 TV 홈쇼핑의 고객 역시 이탈을 우려하고 있음.

## 자회사 지원이 지속되는 것도 주가에는 부담 요인

한편, 홈쇼핑 업체의 지속 가능성에 대한 의구심에도 불구하고 과도한 주가 하락에 따른 저평가 매력에 부각되어 주가가 반등 중인 상위 업체들과 달리, 동사의 주가는 이렇다 할 반등이 없음. 대규모 현금을 보유하고 있는 상위 업체와 달리 동사는 2,400 억원의 차입금이 있고, 아직도 지속적으로 자금 지원이 필요한 자회사들이 있기 때문.

## 그럼에도 저평가는 분명

그럼에도 불구하고 동사가 보유한 부동산의 가치가 동사의 시가총액 이상이며 동사 역시 현금 창출력이 탁월한 홈쇼핑 사업을 영위하고 있다는 점에서 현재 주가는 저평가된 것이 분명. 다만, 동사의 주가가 의미 있는 반등을 하기 위해서는 하림산업이 보유하고 있는 양재동 부지의 개발이 가시화되어야 할 것. 양재동 부지의 장부가는 4,650 억원으로 현재는 수익 창출이 거의 없는 상황. 수익창출이 가능한 형태의 활용이 가시화될 경우, 동사의 가치에 미치는 영향은 절대적. 목표주가 16,000 원과 투자이견 매수를 다시 제시.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	4,056	4,396	4,735	4,803	4,700	4,735
yoy	%	3.9	8.4	7.7	1.4	-2.1	0.7
영업이익	억원	911	921	936	912	920	934
yoy	%	-1.5	1.1	1.7	-2.5	0.9	1.5
EBITDA	억원	1,009	1,045	1,061	1,036	1,037	1,045
세전이익	억원	931	854	945	884	954	934
순이익(지배주주)	억원	680	625	688	663	723	708
영업이익률%	%	22.5	20.9	19.8	19.0	19.6	19.7
EBITDA%	%	24.9	23.8	22.4	21.6	22.1	22.1
순이익률	%	16.8	14.2	14.5	13.8	15.4	15.0
EPS	원	2,019	1,856	2,043	1,966	2,145	2,102
PER	배	9.2	8.3	8.0	6.3	5.8	5.9
PBR	배	1.9	1.3	1.2	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	4.2	7.1	6.9	5.7	5.7	5.5
ROE	%	22.5	17.2	16.4	13.9	13.4	11.8
순차입금	억원	-2,040	2,268	1,813	1,754	1,657	1,582
부채비율	%	34.4	108.6	77.4	75.6	67.3	132.9



## 목표주가 산정

			2018년	2019년	2020년	비고
홈쇼핑 nopat			684	690	701	
적정 Multiple				7.2		
적정영업가치				4,970		
투자자산가치	지분율	장부가				할인율
하림산업	100%	4,651		2,791		40%
하림식품	100%	555		-		
엔바이콘	100%	90		-		
한스컨버전스	100%	41		-		
엔디	100%	9		-		
적정기업가치				7,760		
순차입금				2,400		
적정시가총액				5,360		
주식수(천주)				33,696		
적정주가(원)				15,907		

자료: SK 증권

## 엔에스쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

단위: 억원, %

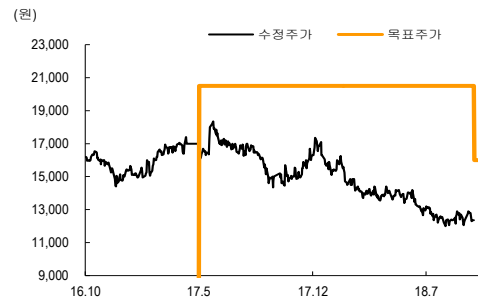
CJ오쇼핑(IFRS 별도)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
취급고	3,410	3,365	3,512	3,413	3,524	3,295	3,519	3,488	12,516	13,195	13,700	13,826	14,026	14,131
TV	2,416	2,390	2,537	2,398	2,406	2,190	2,410	2,353	9,285	9,727	9,741	9,359	9,078	8,806
모바일	466	457	495	492	614	606	640	622	1,086	1,458	1,910	2,482	2,989	3,390
인터넷	178	189	179	176	170	176	166	164	589	638	722	676	642	610
카탈로그	312	302	276	317	314	310	279	320	1,406	1,252	1,207	1,223	1,235	1,248
기타	38	27	25	30	20	13	24	29	170	120	120	86	81	77
영업이익	253	224	264	195	237	229	240	206	911	921	936	912	920	934
영업이익률	7.4%	6.7%	7.5%	5.7%	6.7%	6.9%	6.8%	5.9%	7.3%	7.0%	6.8%	6.6%	6.6%	6.6%
세전이익	225	204	245	271	205	205	231	243	931	854	945	884	954	934
세전이익률	6.6%	6.1%	7.0%	7.9%	5.8%	6.2%	6.6%	7.0%	7.4%	6.5%	6.9%	6.4%	6.8%	6.6%
당기순이익	171	149	178	190	156	147	175	185	680	625	688	663	723	708

자료: 엔에스쇼핑, SK 증권 리서치센터

주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 취급고 대비 %



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	16,000원	6개월		
2017.08.29	매수	20,500원	6개월	-27.00%	-10.49%
2017.05.12	매수	20,500원	6개월	-17.59%	-10.49%
2017.04.11	매수	2,050원	6개월	723.51%	748.78%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	1,082	782	1,191	1,292	5,938
현금및현금성자산	711	291	704	802	5,447
매출채권및기타채권	221	264	265	268	268
재고자산	24	44	44	44	44
<b>비유동자산</b>	7,150	7,140	7,684	8,252	8,823
장기금융자산	62	53	69	69	69
유형자산	1,392	1,233	1,208	1,201	1,194
무형자산	308	259	223	199	179
<b>자산총계</b>	8,232	7,921	8,875	9,544	14,761
<b>유동부채</b>	2,018	2,059	2,365	2,375	2,378
단기금융부채	871	872	1,171	1,171	1,171
매입채무 및 기타채무	21	12	12	12	12
단기충당부채	10	10	10	10	10
<b>비유동부채</b>	2,268	1,396	1,456	1,466	6,046
장기금융부채	2,231	1,355	1,405	1,405	5,976
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	4,286	3,455	3,820	3,841	8,424
<b>지배주주지분</b>	3,946	4,467	5,055	5,703	6,337
자본금	168	168	168	168	168
자본잉여금	15	15	15	15	15
기타자본구성요소	-1	-100	-99	-99	-99
자기주식	-1	-100	-99	-99	-99
이익잉여금	3,765	4,384	4,981	5,637	6,279
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	3,946	4,467	5,055	5,703	6,337
<b>부채외자본총계</b>	8,232	7,921	8,875	9,544	14,761

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	781	757	761	823	831
당기순이익(손실)	625	688	663	723	708
비현금성항목등	429	380	366	314	337
유형자산감가상각비	64	62	67	67	67
무형자산감가상각비	61	64	56	49	44
기타	21	-78	-45	-99	-96
운전자본감소(증가)	-31	-96	26	17	12
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-108	-43	-2	-2	-1
재고자산감소(증가)	-12	-20	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	-13	6	0	0
기타	76	-20	22	19	12
법인세납부	-242	-216	-293	-231	-226
<b>투자활동현금흐름</b>	-4,980	-55	-548	-582	-546
금융자산감소(증가)	54	3	-7	0	0
유형자산감소(증가)	-79	198	-49	-60	-60
무형자산감소(증가)	-60	-13	-24	-24	-24
기타	-4,895	-243	-467	-498	-462
<b>재무활동현금흐름</b>	3,050	-1,121	200	-143	4,361
단기금융부채증가(감소)	0	-371	-186	0	0
장기금융부채증가(감소)	3,093	-500	526	0	4,571
자본의증가(감소)	0	-99	1	0	0
배당금의 지급	0	-67	-66	-66	-66
기타	-43	-83	-74	-77	-144
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,149	-420	414	97	4,645
기초현금	1,859	711	291	704	802
기말현금	711	291	704	802	5,447
FCF	677	911	738	737	737

자료 : 엔에스쇼핑, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	4,396	4,735	4,803	4,700	4,735
<b>매출원가</b>	139	189	315	148	148
<b>매출총이익</b>	4,257	4,546	4,488	4,553	4,587
매출총이익률 (%)	96.8	96.0	93.4	96.9	96.9
<b>판매비와관리비</b>	3,337	3,610	3,576	3,633	3,652
영업이익	921	936	912	920	934
영업이익률 (%)	20.9	19.8	19.0	19.6	19.7
비영업손익	-66	9	-28	33	0
<b>순금융비용</b>	33	74	65	65	96
외환관련손익	1	-3	-1	-1	-1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-22	0	0	0	0
세전계속사업이익	854	945	884	954	934
세전계속사업이익률 (%)	19.4	20.0	18.4	20.3	19.7
계속사업법인세	229	256	222	231	226
<b>계속사업이익</b>	625	688	663	723	708
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	625	688	663	723	708
<b>순이익률 (%)</b>	14.2	14.5	13.8	15.4	15.0
<b>지배주주</b>	625	688	663	723	708
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	14.23	14.54	13.79	15.38	14.96
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	597	687	654	714	700
<b>지배주주</b>	597	687	654	714	700
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	1,045	1,061	1,036	1,037	1,045

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	8.4	7.7	1.4	-2.1	0.7
영업이익	1.1	1.7	-2.5	0.9	1.5
세전계속사업이익	-8.3	10.6	-6.4	7.8	-2.0
EBITDA	3.6	1.5	-2.4	0.1	0.8
EPS(계속사업)	-8.1	10.1	-3.7	9.1	-2.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	17.2	16.4	13.9	13.4	11.8
ROA	9.8	8.5	7.9	7.9	5.8
EBITDA마진	23.8	22.4	21.6	22.1	22.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	53.6	38.0	50.4	54.4	249.7
부채비율	108.6	77.4	75.6	67.3	132.9
순차입금/자기자본	57.5	40.6	34.7	29.1	25.0
EBITDA/이자비용(배)	19.4	12.6	13.7	13.4	7.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,856	2,043	1,966	2,145	2,102
BPS	11,710	13,255	15,002	16,925	18,806
CFPS	2,227	2,416	2,333	2,491	2,431
주당 현금배당금	2,000	200	200	200	200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	10.5	9.0	8.3	7.6	7.7
PER(최저)	7.8	7.0	6.1	5.6	5.7
PBR(최고)	1.7	1.4	1.1	1.0	0.9
PBR(최저)	1.2	1.1	0.8	0.7	0.6
PCR	6.9	6.8	5.3	5.0	5.1
EV/EBITDA(최고)	8.5	7.6	7.0	6.9	6.8
EV/EBITDA(최저)	6.8	6.3	5.6	5.5	5.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

## Company Data

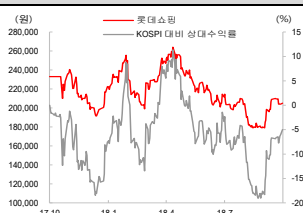
자본금	1,406 억원
발행주식수	2,829 만주
자사주	194 만주
액면가	5,000 원
시가총액	57,992 억원
주요주주	

롯데지주(주)(외14)	60.67%
롯데쇼핑 자사주	6.85%
외국인지분률	20.00%
배당수익률	2.50%

## Stock Data

주가(18/10/08)	205,000 원
KOSPI	225383 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	264,000 원
52주 최저가	179,000 원
60일 평균 거래대금	163 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.9%	15.3%
6개월	-17.8%	-11.4%
12개월	-12.0%	-6.5%

롯데쇼핑 (023530/KS | 매수(유지) | T.P 260,000 원(하향))

## 빠르게 변화하는 소비패턴에 대응할 수 있는 역량이 필요

중국 할인점 매각이 완료되며 주가는 반등 중. 중국 사업에 추가적으로 자금을 지원할 가능성이 제거된 것이 주가 상승을 이끈 원동력. 주가는 추가 상승이 가능해 보이나 상승 폭은 당사가 당초 기대했던 수준에는 미치지 못 할 전망. 국내 사업에서 경쟁력 및 수익성 회복이 당사가 기대했던 속도보다 낮기 때문. 투자이건 매수를 유지하나 목표주가는 260,000 원으로 하향.

## 국내 사업 성장성 회복, 당장 나타나기 어려움

당초 당사는 중국 할인점 매각과 함께 국내 사업이 빠르게 경쟁력을 회복할 것이라는 기대를 했음. 그러나 중국 할인점 매각이 지연되며 국내 사업의 경쟁력 강화 작업 역시 지연되었던 것으로 판단. 국내 사업 가운데 동사의 경쟁력 회복이 가장 필요했던 할인점 사업의 경우, 식품소비가 빠르게 온라인으로 이동하며 기대했던 경쟁력 강화 효과가 나타나고 있지 못함. 이를 반영하여 목표주가를 기존 340,000 원에서 260,000 원으로 하향. 투자이건 매수는 유지. 중국 할인점 매각이 완료되며 추가 자금 지원 등에 대한 우려가 제거되었고 백화점 업황 회복 및 전사적인 수익성 재고 전략에 따른 실적 개선 가능성은 충분히 있기 때문.

## 핵심 사업인 백화점 업황, 여행 수요 감소의 수혜

전반적으로 소비 부진 우려가 재기되고 있음에도 불구하고, 동사의 핵심 사업인 백화점의 기존점 성장률은 개선 중. 현재 나타나고 있는 여행수요 감소가 일정부분 도움되고 있는 것으로 추정. 대규모 예산이 필요한 여행이 감소하며 이에 따른 국내 소비 여력은 개선되기 때문. 실제로 해외 여행 수요가 감소하기 시작한 2 분기부터 백화점의 기존점 성장률의 회복이 나타남. 다만, 백화점의 기존점 성장률 회복에 도움을 주었을 것으로 추정되는 중국인 입국자수 회복이 위안화 약세가 지속되며 연말로 갈수록 효과가 감소할 것이라는 점은 다소 부담.

## 턴어라운드 핵심 오프라인 할인점, 적극적인 온라인 사업 확장이 필요

한편, 동사 실적 턴어라운드의 핵심 사업인 할인점은 적극적인 구조조정으로 수익성은 회복. 그러나 식품구매가 예상보다 빠르게 온라인으로 전환되며 오프라인 할인점의 잠재 시장규모는 이전보다 축소됨. 결국, 동사가 국내 할인점 사업에서 경쟁력을 다시 회복하기 위해서는 온라인 사업을 보다 적극적으로 추진할 필요가 있어 보임. 아직까지 온라인 사업 관련해 뚜렷한 전략이 공유되지 않고 있어 평가가 쉽지는 않음.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	291,277	241,143	181,799	195,392	200,145	204,328
yoy	%	3.7	-17.2	-24.6	7.5	2.4	2.1
영업이익	억원	8,537	7,633	5,299	6,081	8,592	9,969
yoy	%	-28.2	-10.6	-30.6	14.8	41.3	16.0
EBITDA	억원	18,399	17,365	14,346	18,169	22,076	22,777
세전이익	억원	-798	3,195	-1,701	1,651	7,321	8,850
순이익(지배주주)	억원	-3,831	1,682	-1,364	-624	5,291	6,396
영업이익률%	%	2.9	3.2	2.9	3.1	4.3	4.9
EBITDA%	%	6.3	7.2	7.9	9.3	11.0	11.2
순이익률	%	-1.2	1.0	-0.1	0.0	2.7	3.2
EPS	원	-12,164	1,457	-18,193	-2,206	18,703	22,609
PER	배	N/A	143.7	N/A	N/A	11.0	9.1
PBR	배	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	6.0	6.0	7.2	5.5	4.0	3.3
ROE	%	-2.3	1.0	-0.9	-0.5	4.2	4.9
순차입금	억원	28,964	24,651	40,878	35,285	23,440	11,148
부채비율	%	138.1	142.8	109.3	112.6	129.7	144.4

# 목표주가 산정(1)

단위: 억원

Valuation	2018년	2019년	2020년	비고
nopat				
백화점 국내	3,831	4,000	4,175	
백화점 해외	-526	-500	-475	
할인점 국내	57	241	759	
할인점 해외				
슈퍼마켓	-166	150	224	
홈쇼핑	761	782	810	
롯데시네마	253	265	279	
온라인				
기타 지분법 대상				
FRL코리아(유니클로)	2,100	2,415	2,777	
ZARAR테일코리아	113	113	113	
nopat 대비 Multiple				
백화점 국내		12.0x		투자자들의 성장 기대감 없음 이미 백화점 망한 나라들 너무 많이 봤음
백화점 해외				
할인점 국내		35.0x	12.0	온라인 사업 가치 제외. Turn-around 가능성에 대한 가치 반영. 점포수 고려(롯데마트 123개 vs 이마트 143개+트레이더스 14개)
할인점 해외				
슈퍼마켓		-		
홈쇼핑		8.0		GS홈쇼핑 적용 수준
시네마		25.0x		국내 극장 사업 성숙, 투자배금사업은 높은 불확실성으로 valuation을 높게 평가할 수 없음. 해외 사업에 대한 기대는 있을 수 있으나, 베트남 사업의 경우, 베트남 CGV 대비 할인되어 거래될 것.
온라인				
기타 지분법 대상				
FRL코리아(유니클로)		12.0x		
ZARAR테일코리아		12.0x		

## 목표주가 산정(1) 계속

단위: 억원

## 사업부문별 가치(지분율 고려) 지분율

백화점 국내	사업부	47,998		
백화점 해외	100.0%	0		
할인점 국내	사업부	8,439	9,103	
할인점 해외	100.0%	0		
슈퍼마켓	100.0%	3,109		슈퍼마켓 부문 가치 평가: PSR = 0.1x
홈쇼핑	53.0%	3,316		
시네마	100.0%	6,636		순자산 5,000억원
온라인 사업		18,509	30,000	거래규모별 평가 아래표 참고
기타 지분법 대상				
FRL코리아(유니클로)	49.0%	14,200		
ZARAR테일코리아	20.0%	270		
상장회사	지분율	시가총액	지분가치	할인율
롯데하이마트	65.25%	17,000	7,765	30.0%
기업가치			110,243	
순차입금			49,310	
적정시가총액			60,933	
주식수(천주)			28,122	
적정주가(원)			216,674	

자료: 롯데쇼핑 SK 증권

## 롯데쇼핑 온라인 매출 규모

단위: 억원

온라인 매출 규모	2018년 추정	전체 매출중 비중(2018년 상반기 기준)
백화점	8,443	10.0%
할인점	3,018	5.0%
슈퍼	1,430	6.6%
롯데하이마트	10,558	25.0%

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 추정

## 목표주가 산정 (2)

Valuation 2	2018년 반기 기준
유형자산	125,673
백화점 및 할인점 등 주요 유형자산	106,401
백화점토지	40,536
백화점건물	25,688
할인점토지	22,712
할인점건물	13,419
송도부지	897
송도건물	628
수원역물건물	2,521
기타	19,271
투자부동산	10,939

유형자산 & 투자부동산 가치 합계	117,341
롯데홈쇼핑 지분가치	3,316
롯데하이마트 지분가치	7,765
FRL코리아& ZARA리테일 지분가치	14,470
시네마 장부가치	270
유형자산 및 투자자산 가치 합계	143,162
순차입금	49,310
적정시가총액	93,852
주식수(천주)	28,122
적정주가(원)	333,731

자료: 롯데쇼핑 SK 증권

## 목표주가 산정 (3)

Valuation 3	할인율
유형자산	125,673
백화점 및 할인점 등 주요 유형자산	85,273
백화점토지	40,536
백화점건물	12,844 50%
할인점토지	22,712
할인점건물	6,710 50%
송도부지	897
송도건물	314 50%
수원역물건물	1,260 50%
기타	40,399
투자부동산	10,939

유형자산 & 투자부동산 가치 합계	96,213
롯데홈쇼핑 지분가치	3,316
롯데하이마트 지분가치	7,765
FRL코리아& ZARA리테일 지분가치	14,470
시네마 장부가치	270
유형자산 및 투자자산 가치 합계	122,034
순차입금	49,310
적정시가총액	72,724
주식수(천주)	28,122
적정주가(원)	258,601

자료: 롯데쇼핑 SK 증권

## 롯데쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

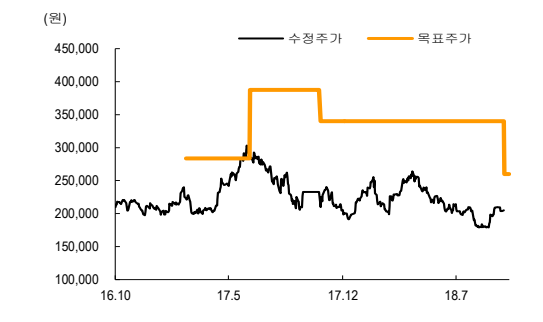
단위: 억원 %

롯데쇼핑(IFRS 연결)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018년EE	2019년EE	2020년E
총매출	59,020	59,260	62,957	67,156	59,688	62,064	64,233	68,491	248,393	254,476	259,796
백화점	21,080	20,050	19,516	24,918	21,631	20,584	20,035	25,583	85,563	87,833	90,174
국내	20,790	19,770	19,236	24,638	21,351	20,304	19,755	25,303	84,433	86,713	89,054
해외	290	280	280	280	280	280	280	280	1,130	1,120	1,120
할인점	17,810	18,723	19,784	19,100	18,249	19,415	20,437	19,781	75,417	77,883	80,329
국내	14,550	14,180	16,110	15,514	14,663	14,464	16,432	15,872	60,354	61,431	62,512
해외	3,260	4,543	3,674	3,586	3,586	4,952	4,005	3,909	15,063	16,451	17,816
하이마트	9,525	10,813	11,755	10,055	9,752	11,176	12,112	10,382	42,206	43,422	44,588
슈퍼	5,470	5,520	5,644	5,037	5,010	5,338	5,477	4,904	21,671	20,730	20,304
홈쇼핑	2,310	2,210	2,109	2,454	2,241	2,144	2,151	2,503	9,083	9,039	9,220
시네마	1,750	1,733	1,906	2,037	1,838	1,819	2,001	2,139	7,425	7,797	8,186
기타	1,075	1,764	2,244	3,555	967	1,588	2,019	3,199	8,637	7,773	6,996
영업이익	1,649	349	1,478	2,606	2,362	1,120	2,132	2,979	6,081	8,592	9,969
영업이익률	2.8%	0.6%	2.3%	3.9%	4.0%	1.8%	3.3%	4.3%	2.4%	3.4%	3.8%
백화점	1,430	560	639	1,778	1,503	609	691	1,864	4,407	4,667	4,933
국내	1,600	730	829	1,949	1,665	770	871	2,027	5,108	5,333	5,566
해외	-170	-170	-190	-171	-162	-162	-181	-163	-701	-666	-633
할인점	-440	-780	-210	201	78	-360	234	350	-1,230	302	1,168
국내	60	-370	166	220	90	-344	243	333	76	322	1,011
해외	-500	-410	-376	-20	-12	-16	-10	18	-1,306	-20	157
하이마트	414	670	749	300	432	697	780	318	2,133	2,227	2,318
슈퍼	-100	-46	-23	-53	4	63	87	47	-221	201	298
홈쇼핑	320	220	182	294	322	224	191	306	1,015	1,042	1,080
시네마	70	-60	191	137	74	-63	200	143	337	354	372
기타 연결 조정	-45	-121	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-266	-200	-200
세전이익	587	-1,920	921	2,064	2,044	789	1,779	2,708	1,651	7,321	8,850
세전이익률	1.0%	-3.2%	1.5%	3.1%	3.4%	1.3%	2.8%	4.0%	0.7%	2.9%	3.4%
당기순이익	-99	-2,139	672	1,507	1,492	576	1,299	1,977	-60	5,344	6,461
지배주주순이익	-360	-2,421	666	1,491	1,477	570	1,286	1,957	-624	5,291	6,396

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 리서치센터

주: 매출총이익률, 영업이익률, 세전이익률은 총매출액 대비 %

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	260,000원	6개월		
2018.05.29	매수	340,000원	6개월	-36.10%	-22.35%
2018.04.26	매수	340,000원	6개월	-33.25%	-22.35%
2018.04.02	매수	340,000원	6개월	-33.72%	-22.35%
2017.11.28	매수	340,000원	6개월	-35.14%	-24.85%
2017.10.30	매수	340,000원	6개월	-33.81%	-29.26%
2017.09.15	매수	387,546원	6개월	-35.70%	-24.51%
2017.08.02	매수	387,546원	6개월	-33.43%	-24.51%
2017.06.28	매수	387,546원	6개월	-28.75%	-24.51%
2017.06.20	매수	387,546원	6개월	-26.52%	-24.51%
2017.03.27	매수	283,570원	6개월	-17.56%	7.00%
2017.03.13	매수	283,570원	6개월	-26.53%	-19.67%
2017.02.20	매수	283,570원	6개월	-25.20%	-19.67%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	169,323	62,953	76,052	114,762	153,379
현금및현금성자산	22,692	26,262	42,309	80,664	118,922
매출채권및기타채권	10,313	8,705	5,245	5,349	5,455
재고자산	33,244	13,540	9,713	9,906	10,102
<b>비유동자산</b>	249,836	216,532	204,301	196,853	190,085
장기금융자산	8,565	5,659	6,138	6,138	6,138
유형자산	159,322	149,183	140,217	133,619	127,598
무형자산	33,567	24,262	23,824	23,301	22,877
<b>자산총계</b>	419,159	279,485	280,352	311,615	343,464
<b>유동부채</b>	133,860	85,445	75,439	73,857	72,773
단기금융부채	51,098	31,314	28,266	25,827	23,875
매입채무 및 기타채무	57,854	34,944	27,197	27,738	28,285
단기충당부채	688	551	389	396	404
<b>비유동부채</b>	112,659	60,526	73,014	102,084	130,127
장기금융부채	94,779	46,915	59,005	87,954	115,871
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	961	565	194	198	202
<b>부채총계</b>	246,519	145,971	148,453	175,941	202,900
<b>지배주주지분</b>	163,045	126,586	124,923	128,766	133,714
자본금	1,575	1,406	1,406	1,406	1,406
자본잉여금	39,108	35,057	35,407	35,407	35,407
기타자본구성요소	-1,164	-29,044	-29,085	-29,085	-29,085
자기주식	-18	-38	-38	-38	-38
이익잉여금	119,956	117,303	115,178	119,098	124,124
비지배주주지분	9,595	6,928	6,977	6,908	6,851
<b>자본총계</b>	172,640	133,514	131,900	135,674	140,564
<b>부채외자본총계</b>	419,159	279,485	280,352	311,615	343,464

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	16,846	17,898	15,910	20,559	20,849
당기순이익(손실)	2,469	-206	-60	5,344	6,461
비현금성항목등	15,885	15,286	18,870	16,732	16,317
유형자산감가상각비	8,360	7,792	11,094	12,598	12,021
무형자산감가상각비	1,372	1,256	994	886	787
기타	1,511	3,328	3,827	352	357
운전자본감소(증가)	1,012	5,333	-1,908	-249	-247
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,170	-1,312	3,024	-104	-105
재고자산감소(증가)	-471	2,954	3,551	-193	-195
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	389	3,578	-4,368	541	547
기타	2,264	112	-4,116	-493	-493
법인세납부	-2,520	-2,514	-992	-1,268	-1,681
<b>투자활동현금흐름</b>	-10,327	-13,586	-3,996	-4,569	-3,644
금융자산감소(증가)	-4,825	-10,242	766	0	0
유형자산감소(증가)	-11,496	-8,479	-4,771	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-1,022	-694	-363	-363	-363
기타	7,016	5,829	372	1,794	2,720
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,346	-334	4,736	22,365	21,052
단기금융부채증가(감소)	-2,101	2,336	-734	-2,439	-1,951
장기금융부채증가(감소)	5,249	14,916	9,810	28,949	27,917
자본의증가(감소)	0	-38	0	0	0
배당금의 지급	-776	-811	-1,461	-1,370	-1,370
기타	-3,717	-16,737	-2,498	-2,774	-3,543
<b>현금의 증가(감소)</b>	5,179	3,571	16,047	38,355	38,258
기초현금	17,513	22,692	26,262	42,309	80,664
기말현금	22,692	26,262	42,309	80,664	118,922
FCF	6,459	11,771	10,270	13,590	13,922

자료 : 롯데쇼핑, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	241,143	181,799	195,392	200,145	204,328
<b>매출원가</b>	162,427	105,437	105,577	92,593	93,223
<b>매출총이익</b>	78,716	76,362	89,815	107,553	111,106
매출총이익률 (%)	32.6	42.0	46.0	53.7	54.4
<b>판매비와관리비</b>	71,083	71,064	83,734	98,961	101,136
영업이익	7,633	5,299	6,081	8,592	9,969
영업이익률 (%)	3.2	2.9	3.1	4.3	4.9
비영업손익	-4,438	-6,999	-4,430	-1,271	-1,119
<b>순금융비용</b>	1,519	1,578	1,480	1,271	1,119
외환관련손익	-496	1,651	261	261	261
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	664	673	356	0	0
세전계속사업이익	3,195	-1,701	1,651	7,321	8,850
세전계속사업이익률 (%)	1.3	-0.9	0.9	3.7	4.3
계속사업법인세	1,950	2,735	1,711	1,977	2,390
<b>계속사업이익</b>	1,246	-4,435	-60	5,344	6,461
중단사업이익	1,223	4,229	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,469	-206	-60	5,344	6,461
<b>순이익률 (%)</b>	1.0	-0.1	0.0	2.7	3.2
지배주주	1,682	-1,364	-624	5,291	6,396
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.7	-0.75	-0.32	2.64	3.13
<b>비지배주주</b>	787	1,158	565	53	65
<b>총포괄이익</b>	2,418	-839	-5	5,144	6,261
<b>지배주주</b>	1,664	-1,829	-448	5,213	6,318
<b>비지배주주</b>	755	990	442	-69	-58
EBITDA	17,365	14,346	18,169	22,076	22,777

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-17.2	-24.6	7.5	2.4	2.1
영업이익	-10.6	-30.6	14.8	41.3	16.0
세전계속사업이익	흑전	적전	흑전	343.3	20.9
EBITDA	-5.6	-17.4	26.6	21.5	3.2
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	20.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.0	-0.9	-0.5	4.2	4.9
ROA	0.6	-0.1	0.0	1.8	2.0
EBITDA마진	7.2	7.9	9.3	11.0	11.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	126.5	73.7	100.8	155.4	210.8
부채비율	142.8	109.3	112.6	129.7	144.4
순차입금/자기자본	14.3	30.6	26.8	17.3	7.9
EBITDA/이자비용(배)	7.8	5.9	7.6	8.0	6.4
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,457	-18,193	-2,206	18,703	22,609
BPS	517,754	450,130	441,599	455,183	472,674
CFPS	36,244	24,993	40,523	66,368	67,886
주당 현금배당금	2,000	5,200	5,200	5,200	5,200
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	180.0	N/A	N/A	14.1	11.7
PER(최저)	125.2	N/A	N/A	9.6	7.9
PBR(최고)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
PBR(최저)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	5.8	8.0	5.1	3.1	3.0
EV/EBITDA(최고)	7.0	10.4	6.4	4.7	4.0
EV/EBITDA(최저)	5.5	7.1	5.1	3.6	3.0

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**손윤경 CFA**  
skcase1976@sk.com  
02-3773-8477

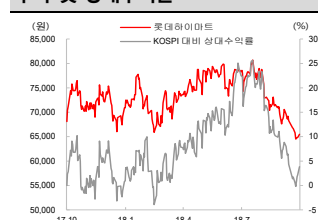
## Company Data

자본금	1,180 억원
발행주식수	2,361 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	15,463 억원
주요주주	
롯데쇼핑(주)(외5)	61.10%
국민연금공단	7.03%
외국인지분률	18.40%
배당수익률	2.80%

## Stock Data

주가(18/10/08)	65,500 원
KOSPI	2253.83 pt
52주 Beta	0.57
52주 최고가	80,700 원
52주 최저가	64,500 원
60일 평균 거래대금	34 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.9%	-4.7%
6개월	-10.6%	-3.7%
12개월	-0.3%	5.9%

롯데하이마트 (071840/KS | 매수(유지) | T.P 83,000 원(하향))

## 뚜렷한 경쟁자가 없어 실적은 업황에 연동

3 분기는 폭염의 시작이 늦어지며 전년 대비 에어컨 판매가 부진했고, 9 월말 추석 연휴로 인해 영업일 수가 작았기 때문에 전년 대비 실적 부진은 불가피. 그러나 당초 예상보다도 실적이 부진할 것으로 예상되는데, 당초 개선될 것으로 기대되었던 TV 판매가 다시 감소한 것으로 파악되었기 때문. 예상보다 부진한 업황을 반영하여 목표주가를 83,000 원으로 하향하나 투자의견 매수는 유지. 주가가 이미 충분히 하락했기 때문.

## 3 분기 실적, 예상보다 부진할 듯

3 분기 실적은 당초 예상보다 부진. 폭염의 시작이 늦어지며 전년 대비 에어컨 판매가 부진했고, 9 월말 추석 연휴로 인해 영업일 수가 작았기 때문에 전년 대비 실적 부진은 불가피. 그러나 실적 부진의 폭이 당초 예상보다 클 것으로 예상되는데, 상반기 판매가 회복되며 소비가 증가할 것으로 기대했던 TV 의 판매가 하반기에는 다시 감소하고 있는 것으로 파악되었기 때문. TV 수요가 회복되지 않고 있음을 의미. 상반기 TV 판매 호조가 TV 수요가 구조적으로 회복되었던 것이기 보다 상반기에 집중되었던 스포츠 이벤트로 구매가 상반기에 집중되었던 것으로 추정됨.

## 다시 성장하기 위해서는 소비를 자극할 신규 품목이 필요

2017 년 동사의 매출 성장을 견인했던 빨래 건조기는 2018 년에도 호조를 지속하고 있음. 그러나 빨래 건조기 이외의 주요 품목들의 부진을 상쇄하기에는 부족. 향후, 빨래 건조기와 같은 새로운 품목이 있을 때, 다시 성장률이 회복될 가능할 전망. 당사는 최근 제조사가 확대되고 있는 '스타일러'를 주목.

## 뚜렷한 경쟁자는 아직 없음

전자제품 판매 분야에서 동사는 직접적인 경쟁자가 없는 상황. 백화점, 할인점, 홈쇼핑 등에서 가전의 판매를 증가시키고 있으나, 대규모 전자제품을 직접 매입하고 배송하는 시스템을 보유한 회사는 동사가 유일. 대규모 직매입은 제조사와의 가격 협상력을 높이고, 차별화된 배송서비스는 소비자들의 동사 의존도를 높이는 요인임. 대형 유통업체가 적극적으로 전자제품 판매 전략을 실행하기 전까지 동사의 실적은 가전 업황에 연동될 전망. 예상보다 부진한 업황을 반영하여 목표주가를 기존 86,000 원에서 83,000 원으로 하향하나 투자의견 매수는 유지. 주가 하락 폭이 업황의 부진에 비해 과도

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	38,961	39,394	40,993	42,205	43,422	44,588
yoy	%	3.8	1.1	4.1	3.0	2.9	2.7
영업이익	억원	1,602	1,745	2,075	2,132	2,227	2,318
yoy	%	10.9	9.0	18.9	2.8	4.5	4.1
EBITDA	억원	2,126	2,270	2,567	2,609	2,657	2,704
세전이익	억원	1,432	1,625	1,990	2,055	2,151	2,242
순이익(지배주주)	억원	1,066	1,214	1,484	1,562	1,635	1,704
영업이익률%	%	4.1	4.4	5.1	5.1	5.1	5.2
EBITDA%	%	5.5	5.8	6.3	6.2	6.1	6.1
순이익률	%	2.7	3.1	3.6	3.7	3.8	3.8
EPS	원	4,515	5,144	6,288	6,615	6,925	7,217
PER	배	13.1	8.2	11.0	9.9	9.5	9.1
PBR	배	0.8	0.5	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	9.5	6.5	7.5	6.7	6.1	5.5
ROE	%	6.2	6.6	7.6	7.5	7.5	7.4
순차입금	억원	6,222	4,755	2,995	1,822	481	-904
부채비율	%	63.0	58.5	58.2	55.8	54.2	50.7

## 목표주가 산정

	2018년	2019년	2020년
당기순이익	1,621	1,635	1,704
Target P/E Multiple(X)		120	114
적정 시가총액(억원)		19,619	
주식 수(천주)		23,608	
적정주가(원)		83,105	

자료 SK 증권

## 롯데하이마트 분기 및 연간 실적전망

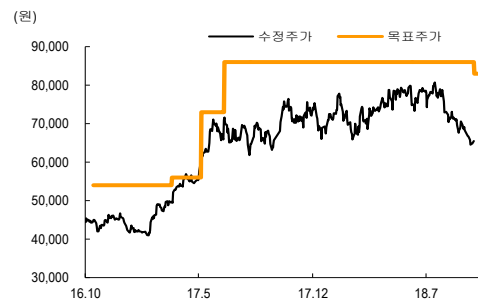
단위: 억원 %

롯데하이마트(IFRS 별도)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
매출	8,956	10,613	11,797	9,627	9,525	10,870	11,755	10,055	38,962	39,394	40,993	42,206	43,422	44,588
매출총이익	2,216	2,894	3,101	2,401	2,410	2,975	3,161	2,518	9,635	10,133	10,612	11,063	11,382	11,688
매출총이익률	24.7%	27.3%	26.3%	24.9%	25.3%	27.4%	26.9%	25.0%	24.7%	25.7%	25.9%	26.2%	26.2%	26.2%
영업이익	364	613	809	289	414	671	749	300	1,602	1,745	2,075	2,134	2,227	2,318
영업이익률	4.1%	5.8%	6.9%	3.0%	4.3%	6.2%	6.4%	3.0%	4.1%	4.4%	5.1%	5.1%	5.1%	5.2%
세전이익	337	595	795	262	392	652	730	281	1,432	1,625	1,989	2,055	2,151	2,242
세전이익률	3.8%	5.6%	6.7%	2.7%	4.1%	6.0%	6.2%	2.8%	3.7%	4.1%	4.9%	4.9%	5.0%	5.0%
당기순이익	255	452	602	175	298	495	555	213	1,066	1,214	1,484	1,561	1,635	1,704
지분법반영순이익	255	452	602	175	298	495	555	213	1,066	1,214	1,484	1,561	1,635	1,704

자료: 롯데하이마트, SK 증권 리서치센터

주: 2016년 매출총이익에는 부가세환급이 100억원 반영

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.10.11	매수	83,000원	6개월		
2018.06.20	매수	86,000원	6개월	-16.26%	-6.16%
2018.05.15	중립	86,000원	6개월	-16.96%	-7.09%
2018.03.26	매수	86,000원	6개월	-17.74%	-8.37%
2017.10.27	매수	86,000원	6개월	-18.66%	-9.53%
2017.07.31	매수	86,000원	6개월	-20.81%	-11.05%
2017.06.28	매수	86,000원	6개월	-21.82%	-16.74%
2017.05.16	매수	73,000원	6개월	-9.25%	-2.60%
2017.03.22	매수	56,000원	6개월	-2.33%	7.32%
2016.11.15	매수	54,000원	6개월	-17.04%	-7.59%
2016.11.07	매수	54,000원	6개월	-19.47%	-16.67%
2016.10.26	매수	54,000원	6개월	-19.40%	-16.67%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 11일 기준)

매수	92.06%	중립	7.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	7,300	9,300	10,548	12,087	13,220
현금및현금성자산	1,580	3,294	4,269	5,611	6,595
매출채권및기타채권	907	932	976	1,008	1,031
재고자산	4,619	4,780	5,005	5,167	5,289
<b>비유동자산</b>	22,748	22,746	22,651	22,490	22,365
장기금융자산	604	484	471	471	471
유형자산	4,130	4,028	3,875	3,635	3,445
무형자산	17,039	17,080	17,077	17,098	17,112
<b>자산총계</b>	30,049	32,046	33,199	34,578	35,585
<b>유동부채</b>	4,505	8,469	8,513	8,689	8,821
단기금융부채	0	3,299	3,099	3,099	3,099
매입채무 및 기타채무	3,693	3,970	4,157	4,292	4,393
단기충당부채	6	15	16	17	17
<b>비유동부채</b>	6,587	3,319	3,382	3,465	3,151
장기금융부채	6,490	3,196	3,197	3,197	2,797
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	19	50	92	133	175
<b>부채총계</b>	11,092	11,789	11,895	12,154	11,972
<b>지배주주지분</b>	18,957	20,258	21,304	22,424	23,613
자본금	1,180	1,180	1,180	1,180	1,180
자본잉여금	10,557	10,557	10,557	10,557	10,557
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	7,218	8,621	9,735	10,933	12,200
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	18,957	20,258	21,304	22,424	23,613
<b>부채와자본총계</b>	30,049	32,046	33,199	34,578	35,585

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,368	2,523	2,162	2,113	2,152
당기순이익(손실)	1,214	1,484	1,562	1,635	1,704
비현금성항목등	1,248	1,261	1,134	1,022	1,000
유형자산감가상각비	468	431	402	350	300
무형자산상각비	56	61	74	80	86
기타	193	163	64	-39	-35
운전자본감소(증가)	264	241	30	-16	-1
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-218	-29	-45	-32	-24
재고자산감소(증가)	-456	-161	-225	-163	-122
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	907	233	203	135	101
기타	31	198	97	44	43
법인세납부	-358	-464	-564	-528	-550
<b>투자활동현금흐름</b>	-779	-528	-397	-180	-180
금융자산감소(증가)	-248	-64	-11	0	0
유형자산감소(증가)	-402	-280	-239	-110	-110
무형자산감소(증가)	-44	-65	-101	-101	-101
기타	-85	-119	-47	31	31
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,308	-280	-790	-591	-988
단기금융부채증가(감소)	-999	-6	-1,499	0	0
장기금융부채증가(감소)	-52	0	1,300	0	-400
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-102	-118	-437	-437	-437
기타	-155	-157	-154	-155	-151
<b>현금의 증가(감소)</b>	282	1,714	975	1,342	985
기초현금	1,298	1,580	3,294	4,269	5,611
기말현금	1,580	3,294	4,269	5,611	6,595
FCF	1,759	1,977	1,667	1,854	1,894

자료 : 롯데하이마트, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	39,394	40,993	42,205	43,422	44,588
<b>매출원가</b>	29,261	30,382	31,142	32,040	32,900
<b>매출총이익</b>	10,134	10,612	11,063	11,382	11,688
매출총이익률 (%)	25.7	25.9	26.2	26.2	26.2
<b>판매비와관리비</b>	8,388	8,537	8,931	9,155	9,370
영업이익	1,745	2,075	2,132	2,227	2,318
영업이익률 (%)	4.4	5.1	5.1	5.1	5.2
비영업손익	-120	-85	-77	-76	-76
<b>순금융비용</b>	124	101	112	115	111
외환관련손익	3	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,625	1,990	2,055	2,151	2,242
세전계속사업이익률 (%)	4.1	4.9	4.9	5.0	5.0
계속사업법인세	411	505	493	516	538
<b>계속사업이익</b>	1,214	1,484	1,562	1,635	1,704
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,214	1,484	1,562	1,635	1,704
<b>순이익률 (%)</b>	3.1	3.6	3.7	3.8	3.8
지배주주	1,214	1,484	1,562	1,635	1,704
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	3.08	3.62	3.7	3.77	3.82
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,230	1,419	1,483	1,557	1,625
지배주주	1,230	1,419	1,483	1,557	1,625
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	2,270	2,567	2,609	2,657	2,704

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.1	4.1	3.0	2.9	2.7
영업이익	9.0	18.9	2.8	4.5	4.1
세전계속사업이익	13.5	22.4	3.3	4.7	4.2
EBITDA	6.8	13.1	1.6	1.9	1.8
EPS(계속사업)	13.9	22.2	5.2	4.7	4.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.6	7.6	7.5	7.5	7.4
ROA	4.1	4.8	4.8	4.8	4.9
EBITDA마진	5.8	6.3	6.2	6.1	6.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	162.1	109.8	123.9	139.1	149.9
부채비율	58.5	58.2	55.8	54.2	50.7
순차입금/자기자본	25.1	14.8	8.6	2.1	-3.8
EBITDA/이자비용(배)	12.8	15.9	16.8	17.2	17.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,144	6,288	6,615	6,925	7,217
BPS	80,298	85,810	90,243	94,986	100,022
CFPS	7,364	8,371	8,634	8,747	8,853
주당 현금배당금	500	1,850	1,850	1,850	1,850
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	11.7	12.2	12.2	11.7	11.2
PER(최저)	8.2	6.5	9.8	9.3	8.9
PBR(최고)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)	0.5	0.5	0.7	0.7	0.6
PCR	5.7	8.2	7.6	7.5	7.4
EV/EBITDA(최고)	8.4	8.2	8.1	7.4	6.8
EV/EBITDA(최저)	6.5	5.0	6.6	6.0	5.4

**memo**

---