

Morning Meeting Brief

Issue Comment

7월의 크리스마스 선물, 그리고 한번 더

- 7월 금통위, 기준금리 1.50%로 25bp 인하
- 성장률 전망치 기준 2.5%에서 2.2%로 0.3%p 낮춰, 물가는 0.7% 예상
- 추가적인 기준금리 인하 가능, 중장기적 관점에서 채권 포지션 확대 유효

공동락, dongrak.kong@daishin.com

Macro Watch

연준 금리인하 이후 경기, 달러에 대한 고민

- 연준 금리인하를 통해 나타날 변화를 크게 1) 미 경기에 대한 시각과 2) 달러 방향성 차원에서 생각
- 연준의 금리인하는 미 경기호황의 시작이 아닌 Late Cycle(경기확장의 끝자락)의 연장국면의 시각에서 바라볼 필요
- 연준이 금리를 내리더라도 경기격차로 인한 통화정책 격차가 유지될 것이기 때문에 달러 약세전환 가능성은 낮다고 평가

박춘영, chunyoung.park@daishin.com

산업 및 종목 분석

[2Q19 Preview] 효성첨단소재: 일시적인 궤도 이탈 vs. 연간 증익 흐름 지속

- 2Q19 영업이익 482억원(-12% QoQ)으로 시장 기대치 하회 예상
: 주력인 타이어보강재(T/C) 부문의 이익은 369억원으로 전분기 대비 11.6% 감소 전망
- 기타 부문(매출 비중 40%)의 이익도 산업용사(GST) 부진으로 전분기 대비 13.9% 감소 전망
- 2Q19 실적은 기대보다 부진하지만 전년 대비 이익 증가세(+4.9%)는 지속 vs. 하반기 이익 개선 효과 확대되며 2019년 연간 영업이익 1,997억원으로 전년 대비 49.0% 증가 전망

한상원, Sangwon.han@daishin.com

[2Q19 Preview] 효성화학: 2Q 보다 3Q가 더 좋고, 올해보다 내후년이 더 좋다

- 2분기 영업이익은 전분기 대비 71.2% 증가한 427억원으로 시장 기대치(421억원) 및 당사의 기존 추정치(413억원)에 부합할 전망
: 핵심 사업부인 PP/DH(매출 비중 약 50%)의 경우 전분기 대비 67.6%의 이익 증가를 예상
- 2019년 영업이익 1,576억원(+44.3% YoY) 전망
: 1) PP/DH(+20.1%): PP(제품) 시장 상대 건조 vs. LPG(원료)의 구조적 약세 기대, 2) TPA(+144.3%): 중국발 대규모 증설 영향으로 1H20 까지 원료(PX) 가격 약세가 예상됨에 따라 큰 폭의 이익 개선이 가능할 전망, 3) 기타 부문(흑자 전환)도 NF3, TAC Film, 폴리케톤 등 모두 전년 대비 이익 개선 기대

한상원, sangwon@daishin.com

[2Q19 Preview] 신세계인터내셔널: 단일 브랜드 의존도 낮출 수 있는 브랜드 라인업 필요

- 투자의견 BUY 유지하나 목표주가 270,000원으로 하향(-25%)
- 2Q19 Preview: 낮아진 화장품 매출 성장률 영향으로 영업이익 컨센서스 하회 전망
- 단일 브랜드 의존도 낮출 수 있는 브랜드 라인업 필요

유정현, junghyun.yu@daishin.com

- 어떤 채널의 플랫폼 가치가 유지되고 있는가?
- 단기, 중기 플랫폼 가치 상승 예상되는 유통기업: 신세계, 호텔신라, GS리테일
- 신세계, 호텔신라 등 면세점주는 3분기 양호한 매출 성장 모멘텀으로 주가 회복이 예상
- GS리테일은 가치가 훼손되고 있는 대형 오프라인 유통 채널과 달리 상대적으로 플랫폼 가치가 견고한 점이 부각되며 안정적인 주가 상승 흐름이 전개될 것으로 예상

유정현. junghyun.yu@daishin.com

7월의 크리스마스 선물, 그리고 한번 더

7월 금통위, 기준금리 1.50%로 25bp 인하

- 7월 한국은행 금융통화위원회가 기준금리를 1.50%로 0.25%p 인하했다. 경기와 관련된 대내외 불확실성이 커진 상황에서 수출과 내수 지표들이 모두 부진을 보이고 있는데 따른 통화당국 차원의 대응으로 풀이된다.
- 이번 금통위를 앞두고 금융시장에서는 수정 경제전망에서 성장률 전망치를 하향하고, 기준금리는 다음 달인 8월 정도에 인하할 것이란 예상이 우세했다. 하지만 큰 폭의 성장률 전망치 하향으로 경기 부양에 대한 필요성이 높아졌고, 미국 연준(Fed) 역시 오는 7월 말에 기준금리를 인하할 것이 확실시되고 있다는 점에서 예상보다 빠른 인하가 이뤄졌다.

성장률 전망치 기존 2.5%에서 2.2%로 0.3%p 낮춰, 물가는 0.7% 예상

- 수정 경제전망에서 한국은행은 올해 성장률 전망치를 기존 2.5%에서 2.2%로 0.3%p 낮췄다. 과거 수정 경제전망이 나올 때마다 0.1~0.2%p 정도에 그쳤던 성장률 조정 폭에 비해 큰 폭의 전망치 하향이다. 또한 물가에 대한 전망은 1.1%에서 0.7%로 0.4%p 낮춰 성장률 전망치 하향 폭보다 더 큰 폭으로 물가 전망치를 하향했다.
- 우리는 이처럼 성장률과 물가를 일제히 큰 폭으로 하향 조정한 만큼 향후 추가적인 기준금리 인하에 대한 기대뿐만 아니라 그 시기에 대한 전망 역시 종전보다 빨라질 수 있다고 평가한다. 이에 당사는 당초 내년 1분기로 예상했던 추가적인 기준금리 인하 시기를 올해 4분기로 앞당겨 조정한다(2019년 연말 한국 기준금리 1.25% 예상).
- 실제 이주열 한국은행 총재는 기준금리 결정 이후 기자회견에서 “수출과 투자가 당초 예상보다 부진하고 앞으로도 여건을 낙관하기 어렵다”고 밝혀 이번 기준금리 인하에 대한 배경과 동시에 추가 인하에 대한 여지를 남겼다. 또한 기준금리 인하 한번으로 기준금리 실효 하한에 근접한 것은 아니라는 입장을 피력해 추가적인 금리 인하에 대한 가능성을 높였다.

추가적인 기준금리 인하 가능, 중장기적 관점에서 채권 포지션 확대 유효

- 우리는 이처럼 큰 폭의 성장률 전망 하향과 함께 추후 경기 불확실성 요인에 대한 통화당국 차원의 우려가 지속되고 있다는 점을 감안하면 채권시장에서의 금리인하 모멘텀은 상당 기간에 걸쳐 지속될 것으로 전망한다.
- 이미 새로운 기준금리에 비해서도 시중금리가 낮은 수준으로 형성되고 있다는 점을 감안할 때 추격 매수는 부담스러울 수 있겠으나, 중장기적(3~6개월 전후) 시각에서 채권 포지션 확대 전략은 여전히 유효하다는 견해다.

연준 금리인하 이후 경기, 달러에 대한 고민

▶ Part 1. Issue Talk

- 수개월 내로 연준이 기준금리를 인하할 것이란 전망은 기정사실화되어 있다. 연준의 금리인하를 통해 나타날 변화는 크게 1) 미 경기에 대한 시각과 2) 달러 방향성을 생각해볼 수 있다. 좀 더 구체적으로 생각해보면, '연준 금리인하가 경기침체로 이어지는 것 아닌가?', 혹은 '연준이 기준금리를 내리면 달러 약세가 전개되는 것 아닌가?' 하는 의구심을 갖게 된다. 특히 연준 통화정책 변화(통화긴축→통화완화)가 과거 경기 침체를 불러왔던 경로와 유사할뿐더러, 미 경기회황을 증명하는 몇몇 지표들이 정점에서 정체되어 있기 때문이다.
- 연준의 금리인하는 미국 경기에 우호적일 것으로 보지만 이는 또 다른 경기회황의 시작이 아닌 Late Cycle(경기확장의 끝자락)의 연장국면의 시각에서 바라봐야 한다. 미국의 재정정책(감세-무역정책(보호무역주의)-통화정책(금리인하))으로 이어지는 트럼프의 경제정책은 '미국 우선주의'를 표방함으로써 미국과 비미국 간의 경기격차 만들어내고 있다. 연준이 금리를 내리더라도 경기격차로 인한 통화정책 격차가 유지될 것이기 때문에 달러 약세전환 가능성은 낮다.

▶ Part 2. Macro Check

- 미국: 6월 소매판매, 고용 호조 바탕으로 반등세 지속
제조업 경기부진에 따른 산업생산 둔화 불가피
- 유럽: 5월 독일 산업생산 부진 제조업 경기둔화 심화
5월 소매판매 부진 수요감소로 인플레이션 압력 미미
- 일본: 5월 소매판매 반등, 가계 평균소비성향 소폭 상승
중국 비롯한 아시아로 향하는 수출 감소 폭 확대
- 한국: 6월 정규직 중심의 고용증가, 5월 소매판매 반등
내수개선과 달러 수출부진, 제조업 재고축적 심화
- 중국: 2Q GDP 성장률 6.2%, 고정투자 모멘텀 약화
소비 제한적 반등, 정부 유동성 공급 지속할 전망

효성첨단소재 (298050)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

170,000

유지

현재주가

(19.07.17)

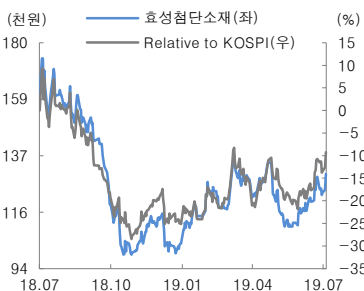
130,000

화학업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2091.87
시가총액	582십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	22십억원
52주 최고/최저	174,000원 / 99,300원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	11.00%
주요주주	효성 외 5 인 44.39% 국민연금공단 12.80%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	13.0	7.0	16.6	-25.3
상대수익률	13.2	15.0	17.4	-17.8



일시적인 궤도 이탈 vs. 연간 증익 흐름 지속

투자의견 매수 유지, 목표주가 170,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.55배(글로벌 T/C 업체 평균 대비 35% 할증, 45% 내외의 높은 시장 점유율을 감안)를 적용하여 산출
- 2019년 실적 추정치 하행(EPS -16%)됐으나 2020년 EPS(-2%) 및 BPS(-3%)의 변동이 크지 않기 때문에 기존과 동일한 목표 PBR을 적용하며 목표주가 유지

2Q19 영업이익 482억원(-12% QoQ)으로 시장 기대치 하회 예상

- 2분기 영업이익은 전분기 대비 12.1% 감소한 482억원으로 시장 기대치(537억원) 및 당사의 기존 추정치(516억원)를 각각 10%, 7% 하회할 전망
- 주력인 타이어보강재(T/C) 부문의 이익은 369억원으로 전분기 대비 11.6% 감소 전망
 - 1) 원재료(PET Chip) 가격 하락(-4% QoQ)이 전분기(-9%) 대비 줄면서 폴리에스터 T/C의 원가 절감(=추가 이익 개선) 효과도 축소: 당사 추정 기준 1Q19 60억원→2Q19 30억원
 - 2) 스틸 T/C도 중국 경쟁사들의 저가 공세 영향으로 판가 하락 및 수익성 악화 예상
- 기타 부문(매출 비중 40%)의 이익도 산업용사(GST) 부진으로 전분기 대비 13.9% 감소 전망
- 2Q19 실적은 기대보다 부진하지만 전년 대비 이익 증가세(+4.9%)는 지속 vs. 하반기 이익 개선 효과 확대되며 2019년 연간 영업이익 1,997억원으로 전년 대비 49.0% 증가 전망

PX 하락 수혜에 탄소섬유의 성장을 더하다

- 폴리에스터 T/C의 밸류체인은 PX→PTA→PET Chip→폴리에스터 T/C으로 연결: PX의 경우 2019~20년 중국발 대규모 증설(+850만톤 vs. 연평균 수요 증가 +350만톤 전후)로 가격 약세가 불가피할 전망: 2018년 1,048달러/톤→2019F 879달러/톤→2020F 728달러/톤
- PTA(상관계수 0.96)와 PET Chip(0.85)은 PX와의 가격 동행성이 높은 제품 vs. 반면 폴리에스터 T/C의 판가는 포물러 방식(전분기 원료가 기준)으로 결정되기 때문에 PX 약세에 따른 PET Chip 가격 하락 시 수익성이 개선되는 구조
- 글로벌 탄소섬유 시장은 2025년까지 연평균 14% 성장 전망 vs. 특히 한일 무역분쟁 심화 시 일본의 추가 규제 대상으로 거론되고 있는 품목으로 일본 업체들이 글로벌 시장에서 압도적인 점유율(50% 이상)을 보유
- 탄소섬유 대규모 증설(2020년 1월 +2천톤/년 vs. 현재 Capa 2천톤/년)로 Top-line 성장성 부각(2019~21년 연평균 +34% 예상), 현재 보유한 부지 내 모든 증설 원료 시 생산능력은 24천톤/년까지 확대 가능(이 경우 매출액도 4천억원 수준까지 성장)
- 아직 작자 상태로 탄소섬유의 전사 실적 기여 미미하지만 2H20 이후 BEP 달성을 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	N/A	1,767	3,246	3,404	3,502
영업이익	N/A	64	200	217	219
세전순이익	N/A	-5	98	146	143
총당기순이익	N/A	-24	73	112	111
지배지분순이익	N/A	-26	63	100	100
EPS	N/A	-10,265	14,088	22,289	22,419
PER	N/A	NA	9.2	5.8	5.8
BPS	N/A	148,973	100,227	118,554	135,981
PBR	N/A	0.7	1.1	0.9	0.8
ROE	N/A	-13.7	15.1	20.3	17.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 효성첨단소재, 대신증권 Research&Strategy본부

효성화학
(298000)

한상원

sangwon.han@daiashin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

220,000

유지

현재주가

(19.07.17)

159,500

화학업종

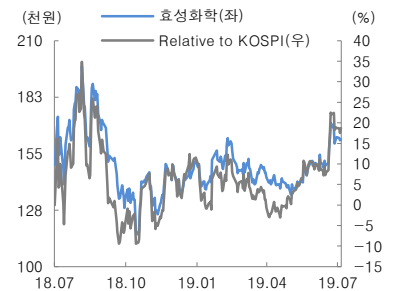
4차 산업혁명/안전등급



Neutral Green

KOSPI	2072.92
시가총액	517십억원
시가총액비중	0.04%
자본금(보통주)	16십억원
52주 최고/최저	197,500원 / 115,500원
120일 평균거래대금	26억원
외국인지분율	11.83%
주요주주	효성 외 6 인 43.76% 국민연금공단 11.00%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.4	14.1	14.9	-6.4
상대수익률	9.3	23.6	16.8	3.8



2Q보다 3Q가 더 좋고,
올해보다 내후년이 더 좋다

투자 의견 매수, 목표주가 220,000원 유지

- 목표주가는 12MF 예상 BPS에 목표 PBR 1.5배를 적용하여 산출
- 목표 PBR은 ROE, COE를 통해 산출되는 적정 Valuation 수준으로 석유화학 업종 평균 (12MF PBR 1.0배) 대비로는 큰 폭의 할증이나 구조적인 성장성(2019~21년 연평균 영업이익 증가율 +35%) 감안하면 Premium 타당

2Q19 영업이익 427억원(+71% QoQ)으로 시장 기대치 부합 전망

- 2분기 영업이익은 전분기 대비 71.2% 증가한 427억원으로 시장 기대치(421억원) 및 당사의 기존 추정치(413억원)에 부합할 전망
- 핵심 사업부인 PP/DH(매출 비중 약 50%)의 경우 전분기 대비 67.6%의 이익 증가를 예상. 이는 1) 전분기 정가보수에 따른 일회성 비용 소멸, 2) 판매량 증가에 따른 매출 증가(+8%), 3) 스프레드 개선 등 덕분
- 스프레드의 경우, 주력 제품(PP) 가격은 유가 상승(Dubai +6.5%) 등 영향에 상대적으로 견조한 상황 흐름을 보이며 전분기 대비 소폭 상승(+1.5%)했으나 원료(LPG) 가격 하락(-18%)으로 수익성 개선 효과 발생
- 기타 부문의 핵심인 TPA(매출 비중 20%)도 원료 가격 하락(PX -16%)에 따른 스프레드 상승(+82달러/톤)으로 전분기 대비 큰 폭의 증익(+121.5%)이 가능할 전망

영업이익 증가율: 2019년 +44% vs. 2021년 +54% YoY 전망

- 2019년 영업이익 1,576억원(+44.3% YoY) 전망
 - 1) PP/DH(+20.1%): PP(제품) 시장 상대 견조 vs. LPG(원료)의 구조적 약세 기대
→ 특히 3분기의 경우 계절적 바수기 진입으로 추가적인 수익성 개선이 가능할 전망(사우디 CP도 5월 525달러/톤에서 7월 375달러/톤까지 가파르게 하락)
 - 2) TPA(+144.3%): 중국발 대규모 증설 영향으로 1H20까지 원료(PX) 가격 약세가 예상됨에 따라 큰 폭의 이익 개선이 가능할 전망
 - 3) 기타 부문(흑자 전환)도 NF3, TAC Film, 폴리케톤 등 모두 전년 대비 이익 개선 기대
- 2021년 영업이익 2,616억원(+53.6% YoY) 전망
: 베트남 신규 설비(PP 60만톤/년) 가동 효과 기대, PDH(LPG→프로필렌)까지 모두 가동이 시작되는 2021년부터 큰 폭의 이익 개선이 나타날 전망
- 2019년 예상 실적 기준 PER은 7배 전후 수준이지만 베트남 증설에 따른 중장기 성장성 감안 시 2022년 기준 PER 3배에 불과

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	N/A	1,117	1,850	2,226	2,777
영업이익	N/A	65	158	170	262
세전순이익	N/A	27	101	115	200
총당기순이익	N/A	20	76	87	154
지배지분순이익	N/A	20	76	87	154
EPS	N/A	11,134	24,060	27,431	48,444
PER	N/A	12.8	6.7	5.9	3.3
BPS	N/A	199,142	138,172	164,578	211,939
PBR	N/A	0.7	1.2	1.0	0.8
ROE	N/A	11.1	18.9	18.1	25.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 효성화학, 대신증권 Research&Strategy본부

신세계인터내셔널 (031430)

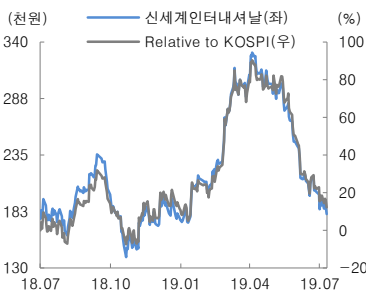
유정현 jungghyun.yu@daishin.com 이나연 nayeon.lee@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **270,000**
현재주가 **180,000**
(19.07.18)
선유익복합증

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2066.55
시가총액	1,285십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	36십억원
52주 최고/최저	330,000원 / 140,000원
120일 평균거래대금	139억원
외국인지분율	9.60%
주요주주	신세계 외 2 인 65.14% 국민연금공단 9.99%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.5	-41.9	4.7	3.2
상대수익률	-14.2	-37.8	7.6	14.3



단일 브랜드 의존도 낮출 수 있는 브랜드 라인업 필요

투자 의견 BUY 유지하나 목표주가 270,000원으로 하향(-25%)

- 투자 의견 BUY를 유지하나 목표주가를 270,000원(12MF 예상 P/E 20배)으로 하향함(-25%). 목표주가 하향은 실적 하향 조정과 낮아진 화장품 산업의 valuation을 고려한 것임

2Q19 Preview: 낮아진 화장품 매출 성장을 영향으로 영업이익 컨센서스 하회 전망

- 동사의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,060억원(+8% yoy), 174억원(+22%, yoy)으로 전망됨
[화장품] 동사의 주력 화장품 브랜드, <비디비치>의 2분기 매출액이 1분기 723억원에 못 미치는 것으로 파악(당사 추정치 456억원)되면서 전체 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 것으로 예상. 2-3월 월별로 큰 폭의 증가 추세를 보였던 <비디비치> 매출액이 주춤한 이유는 reseller들의 구매가 4월 들어 크게 둔화되었기 때문임. 현지 수요에 따라 월 매출액 변동성이 큰 면세점 판매의 특성상 2분기는 3월 판매 추이를 이어가지 못했던 것으로 보임
- **[패션사업부]** 국내 부문은 비수기 영향으로 이익 개선은 미미했던 것으로 파악되며, 해외 패션 부문은 부진한 브랜드 정리 효과로 상황이 정제되면서 마진 개선이 제한적이었던 것으로 파악됨. 라이프스타일 부문은 <JAJU>와 <DAZ>가 이마트 트래픽이 감소하면서 동시에 부정적인 영향을 받음에 따라 동 사업부 실적도 전년 동기 수준에서 크게 벗어나지 못했던 것으로 추정

단일 브랜드 의존도 낮출 수 있는 브랜드 라인업 필요

- 기대가 컸던 화장품 부문의 매출 성장률이 둔화되면서 주가는 지난 4월 고점 대비 40% 이상 하락. <비디비치> 단일 브랜드의 실적에 주가가 크게 영향을 받는 특성상 향후 추가 반등을 위해서도 비디비치 매출 성장률 회복이 전제되어야 할 것으로 판단. 그러나 주가가 이미 크게 조정을 받은데다 비디비치의 월 매출액이 이제는 더 낮아지기 보다 다시 증가할 가능성이 큰 점을 고려하면 추가 회복에 초점을 맞춰 접근하는 것이 적절하다는 판단임. 면세점에서 reseller들의 구매가 둔화 된지 3개월 이상 지난 점을 고려할 때 비디비치 매출 성장률과 추가 회복 시점은 4분기 상수기 진입 앞둔 시점으로 예상. 그러나 추가 회복과는 별개로, 심한 주가 변동성이 해소되려면 단일 브랜드 의존도를 낮추는 것이 급선무. 향후 다양한 브랜드가 고르게 성장하는 모습을 갖추 필요 있음

(단위: 십억원 %)

구분	2Q18	1Q19	2Q19				3Q19			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	283	366	312	306	8.0	-16.4	316	347	11.3	13.4
영업이익	14	29	18	17	22.5	-40.1	20	15	29.2	-15.1
순이익	11	23	16	16	48.5	-29.5	15	14	44.6	-12.5

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원 원 %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,103	1,263	1,428	1,496	1,558
영업이익	25	56	83	114	124
세전순이익	32	59	98	134	145
총당기순이익	24	58	75	102	110
지배지분순이익	24	57	77	105	114
EPS	3,371	8,052	10,853	14,748	15,937
PER	22.0	24.2	16.6	12.2	11.3
BPS	69,236	76,024	86,027	99,925	115,012
PBR	1.1	2.6	2.1	1.8	1.6
ROE	5.0	11.1	13.4	15.9	14.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 신세계인터내셔널, 대신증권 Research&Strategy본부

유통업

어떤 채널의 플랫폼 가치가 유지되고 있는가?

어떤 채널의 플랫폼 가치가 유지되고 있는가?

- 지난해 상반기를 정점으로 소비 경기가 빠르게 둔화되고 온라인 사업자들이 다시 경쟁 모드로 들어가면서 국내 유통업계는 수요 감소와 경쟁이 함께 나타나고 있음. 온라인과의 경쟁은 4년 전 시작됐던 것보다 경쟁의 강도가 더 강해졌는데 경쟁이 없거나 구조적 수요 감소를 겪지 않는 채널로 투자하는 것이 현실적 방안

[백화점/면세점] 최근 경기 사이클 상에서 채널별 경기 민감도가 차별화되면서 백화점 채널이 상대적으로 양호한 실적을 보여왔으나, 올해 들어 그 양상이 다소 하락. 매출이 대형 점포에만 집중되는 등 점포별 양극화가 심해지면서 일부 백화점 업체는 본격적인 구조조정 수순에 들어감. 면세점은 외국인 1인당 구매금액이 급증하면서 매우 양호한 성장세를 이어갔지만 각종 규제 이슈가 다시 불거지면서 주가는 실적을 반영하지 못하는 상황이 재현

[대형마트/편의점] 대형마트는 트래픽 (-) 성장폭이 1분기 보다 심해짐. 편의점은 점포 출점과 점포당 매출 성장률은 기대에 미치지 못하지만 출점 경쟁보다는 이익의 질을 높이는 작업이 진행 중

[가전양판점/홈쇼핑] 가전 양판점의 경우 건조기 등 신규 가전 수요가 기존 대형 가전 수요 부진을 채우지 못하는 양상이 지속되었으며, 홈쇼핑은 취급고 성장 부진에 SO 수수료 비용 부담 가중으로 손익 개선이 미미했던 것으로 파악

단기, 중기 플랫폼 가치 상승 예상되는 유통기업: 신세계, 호텔신라, GS리테일

- 유통업체 주가는 이러한 악재들을 반영하며 KOSPI 대비 초과 하락이 지속되는 양상이나, 쉽게 회복을 논하기 어려운 상황. 오프라인 유통 플랫폼의 가치가 추가 하락할 가능성 높다고 판단

- 당사는 국내 유통업체들이 운영 중인 플랫폼의 가치가 단기, 중기적으로 상승할 수 있는 사업자는 신세계(004170)와 호텔신라(008770), 그리고 GS리테일(007070)이라고 판단하는데, 신세계, 호텔신라 등 면세점주는 3분기 양호한 매출 성장 모멘텀으로 주가 회복이 예상되며, 편의점은 가치가 훼손되고 있는 대형 오프라인 유통 채널과 달리 상대적으로 플랫폼 가치가 견고한 점이 부각되며 안정적인 주가 상승 흐름이 전개될 것으로 예상

(단위: 십억원 %)

종목명	구분	2Q18	1Q19	직전추정	당사추정	YoY	QoQ	컨센서스
신세계	순매출액	1,183	1,517	1,861	1,798	52.0	18.5	1,485
	영업이익	80	110	82	82	2.9	-25.1	82
호텔신라	매출액	1,175	1,343	1,374	1,374	16.9	2.3	1,387
	영업이익	69	82	82	81	16.0	-1.4	84
롯데쇼핑	순매출액	4,423	4,447	4,374	4,374	-1.1	-1.6	4,445
	영업이익	35	205	153	90	157.0	-56.3	104
현대백화점	순매출액	442	521	613	613	38.6	17.7	540
	영업이익	75	75	57	53	-29.0	-28.8	57
이마트	순매출액	3,989	4,585	4,641	4,641	16.3	1.2	4,583
	영업이익	53	74	20	20	-62.4	-73.0	22
롯데하이마트	매출액	1,087	1,037	1,141	1,141	5.0	10.1	1,122
	영업이익	67	24	56	56	-17.0	128.9	52
GS리테일	매출액	2,199	2,083	2,315	2,314	5.2	11.1	2,304
	영업이익	56	21	65	65	17.4	205.7	64
GS홈쇼핑	순매출액	269	275	288	288	7.2	4.6	279
	영업이익	35	38	33	33	-3.4	-12.9	32
현대홈쇼핑	순매출액	241	255	251	251	3.9	-1.6	251
	영업이익	39	40	40	38	-2.5	-3.5	39

주: 롯데하이마트, GS홈쇼핑은 개별 기준
자료: 각 사, 대신증권 Research&Strategy 본부

유정현
jung hyun.yu@daishin.com

나연
nayeon.lee@daishin.com

투자의견

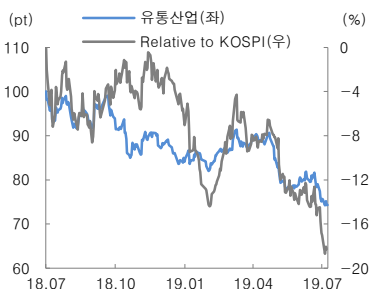
Marketperform

시장수익률, 유지

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
신세계	Buy	450,000원(유지)
호텔신라	Buy	130,000원(하향)
롯데쇼핑	Marketperform	160,000원(하향)
현대백화점	Buy	115,000원(유지)
이마트	Marketperform	150,000원(유지)
롯데하이마트	Buy	56,000원(유지)
GS리테일	Buy	46,000원(유지)
GS홈쇼핑	Buy	260,000원(유지)
현대홈쇼핑	Buy	130,000원(유지)

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	-17.1	-11.2	-23.0
상대수익률	-6.5	-10.1	-9.7	-14.6



▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 Research&Strategy 본부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다.
- ✓ 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.