

경기침체, 영업규제로 잃어버린 모멘텀

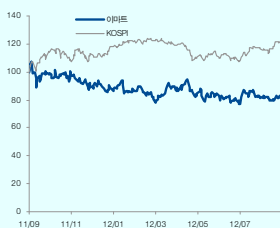
Analyst 박종렬

02) 3787-2099

jrpark@hmcib.com

현재주가 (9/21)	250,000원
상승여력	-14.8%
시가총액	6,969십억원
발행주식수	27,876천주
자본금/액면가	139십억원/5천원
52주 최고가/최저가	329,000원/233,000원
일평균 거래대금 (60일)	16십억원
외국인지분율	64.13%
주요주주	이명희 외 27.14%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	1.0 -0.6 0.4
상대주가(%)	-2.0 -6.2 1.6
당사추정 EPS	17,574원
컨센서스 EPS	18,313원
컨센서스 목표주가	275,000원
※ K-IFRS 연결 기준	

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 주가 상승 모멘텀을 찾기는 어렵다
- 유통업 규제산업으로 변화, 그 중 대형마트와 SSM이 규제의 핵심
- 목표주가 21.3만원으로 하향, 보유 의견 유지

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)
2010	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
2011	7,974	490	306	707	11,062	N/A	25.2	1.5	15.2	5.6
2012F	12,471	691	490	1,047	17,574	58.9	14.2	1.1	10.3	8.5
2013F	12,995	758	572	1,116	20,509	16.7	12.2	1.0	9.4	9.0
2014F	13,834	777	600	1,137	21,516	4.9	11.6	1.0	8.8	8.6

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

주가 상승 모멘텀을 찾기는 어렵다

최근 부진한 주가 수익률에도 불구하고 당분간 뚜렷한 상승 모멘텀을 찾기 쉽지는 않을 것이다. 소비경기 침체가 지속되고 있는 가운데 정부 및 정치권의 전방위적인 영업 규제에 따른 실적 악화 때문이다. 중요한 것은 향후에도 개선될 가능성이 크지 않다는 점이다.

유통업 규제산업으로 변화, 그 중 대형마트와 SSM이 규제의 핵심

당초 예상한 것과는 달리 정부 및 정치권의 유통산업에 대한 규제가 쉽사리 끝날 것 같지 않다. 경제민주화는 과거 야권의 주요 정책안이였다면 이번 대선에서는 여야를 막론하고 이를 대선 공약으로 내걸고 있어 대형 유통업체에 대한 규제의 강도가 약화되지 않을 전망이다. 오히려 선거에 임박할수록 보다 강력한 규제안이 나올 개연성도 배제하기 어렵다는 판단이다. 특히, 대형마트와 SSM에 집중되고 있어 이마트는 영업에 큰 타격을 받고 있다.

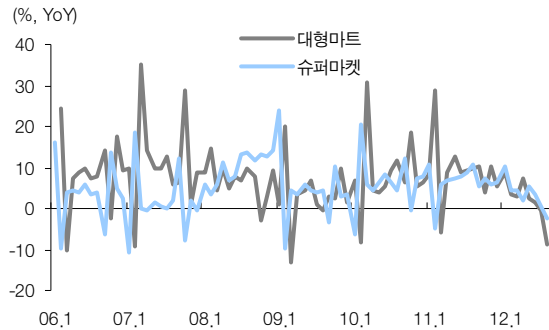
대형마트 규제 논쟁 2라운드 시작

의무휴무에 반발한 대형마트가 법원에 효력정지 가처분 신청을 제기한 뒤 잇따라 승소해 전국 대부분 지역에서 다시 정상영업을 계속하자, 이번에는 서울시가 휴무일 지정이 아닌 판매 품목제한이라는 새 카드를 들고 나왔다. 가뜰이나 소비경기 침체로 불황을 겪고 있는 대형마트들은 새로운 위기에 직면한 상태다.

대형마트와 슈퍼마켓, 의무휴무제에 따른 매출 급감

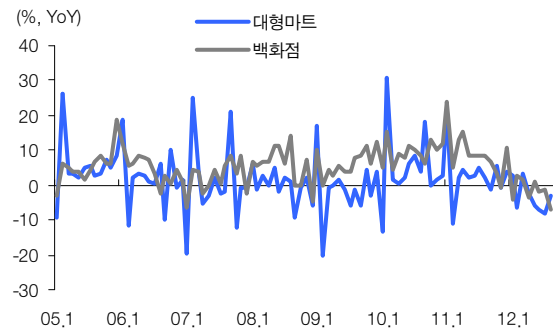
백화점과 대형마트의 업황 흐름은 2011년 2분기를 정점으로 둔화 추세가 확연하게 진행되고 있다. 특히, 대형마트의 경우 2012년 4월부터 의무휴무제가 시행된 이후 매출 타격이 심화됐다. 기존점 성장률이 4월부터 5개월 연속 감소세를 보이고 있다. 대형마트 시장(전점 기준) 규모의 전년동월비 성장률도 지난 4월 2.4%로 크게 둔화되었고, 5월 이후 4개월 연속 감소세를 기록하고 있다. <그림1, 2 참조>

〈그림1〉 대형마트 매출 급감, 의무휴무 영향 (전점 기준)



자료 : 통계청, HMC투자증권

〈그림2〉 대형마트와 백화점의 기존점 성장률



자료 : 통계청, HMC투자증권

목표주가 21.3만원으로 하향, 보유 의견 유지

이마트에 대해 기존 보유 의견을 유지하나, 목표주가는 213,000원으로 하향한다. 소비경기 침체가 지속되고 있는 가운데 대형마트에 대한 영업규제도 이어지고 있어 뚜렷한 실적 회복을 기대하기 어렵다는 점을 감안해 영업실적을 하향한 결과다. 주가 상승 모멘텀이 없는 가운데 높은 valuation 수준도 부담스럽다. 이마트의 주가는 올해와 내년 수익예상 기준 P/E는 각각 14.2배, 12.2배 수준이다.

가치합산방식(Sum of the parts)에 따른 이마트의 적정주가가치(12개월 Forward 기준)는 5조 9,490억원이고, 주당가치는 213,000원으로 평가된다. 이는 1) 사업가치 7조 9,668억원 (EV/EBITDA multiple 시장평균 대비 25% 할증률 적용), 2) 투자자산가치 1조 5,824억원(순자산가액 대비 20~22% 할인율 적용)에다 3) 순차입금 3조 4,914억원과 비지배주주지분 1,088억원을 차감한 것이다. 목표주가 213,000원은 올해 수익예상 기준 P/E 12.1배, P/B 1.0배에 해당한다. <표1 참조>

〈표1〉 적정주가가치 산출 근거

(억원 천주, 원 %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	75,941	80,911	82,457	79,668	
EBITDA	10,475	11,160	11,373		
EV/EBITDA	7.3	7.3	7.3		시장평균(5.8배)대비 25% 할증률 적용
2. 투자자산가치	15,824	15,824	15,824	15,824	
1) 관계기업지분투자자산	966	966	966		순자산가액 대비 20% 할인율 적용
2) 삼성생명	11,250	11,250	11,250		시가평가 후 22% 할인율 적용
3) 기타금융자산	3,608	3,608	3,608		순자산가액 대비 20% 할인율 적용
3. 기업가치(=1+2)	91,765	96,735	98,281	95,493	
4. 순차입금	37,529	34,043	29,635	34,914	
5. 비지배주주지분	991	1,121	1,257	1,088	
6. 적정주가가치 (=3-4-5)	53,245	61,572	67,388	59,490	
발행주식수	27,876	27,876	27,876	27,876	
목표주가	191,007	220,879	241,744	213,411	
현재주가	250,000	250,000	250,000	250,000	
상승여력	-23.6%	-11.6%	-3.3%	-14.6%	

자료: HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	N/A	7,974	12,471	12,995	13,834
증가율 (%)	N/A	N/A	56.4	4.2	6.5
매출원가	N/A	5,788	9,156	9,579	10,184
매출원가율 (%)	N/A	72.6	73.4	73.7	73.6
매출총이익	N/A	2,186	3,314	3,416	3,650
매출이익률 (%)	N/A	27.4	26.6	26.3	26.4
증가율 (%)	N/A	N/A	51.6	3.1	6.9
판매관리비	N/A	1,652	2,624	2,660	2,875
조정영업이익 (GP-SG&A)	N/A	534	691	756	775
조정영업이익률 (%)	N/A	6.7	5.5	5.8	5.6
증가율 (%)	N/A	N/A	29.3	9.4	2.5
기타영업손익	N/A	-44	1	2	2
EBITDA	N/A	707	1,047	1,116	1,137
EBITDA 이익률 (%)	N/A	8.9	8.4	8.6	8.2
증가율 (%)	N/A	N/A	48.2	6.5	1.9
영업이익	N/A	490	691	758	777
영업이익률 (%)	N/A	6.2	5.5	5.8	5.6
증가율 (%)	N/A	N/A	41.0	9.7	2.5
금융손익	N/A	-49	-26	13	32
기타영업외손익	N/A	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	N/A	10	6	0	0
세전계속사업이익	N/A	451	672	771	809
세전계속사업이익률 (%)	N/A	5.7	5.4	5.9	5.8
증가율 (%)	N/A	N/A	49.0	14.8	4.9
법인세비용	N/A	136	171	187	196
계속사업이익	N/A	315	501	585	613
당기순이익	N/A	315	501	585	613
당기순이익률 (%)	N/A	4.0	4.0	4.5	4.4
증가율 (%)	N/A	N/A	58.9	16.8	4.9
지배주주지분 순이익	N/A	306	490	572	600
비지배주주지분 순이익	N/A	9	11	13	14
기타포괄이익	N/A	-220	143	0	0
총포괄이익	N/A	95	644	585	613

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	595	370	950	982
당기순이익	N/A	315	501	585	613
유형자산 상각비	N/A	211	344	346	348
무형자산 상각비	N/A	5	13	12	12
외환손익	N/A	96	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	N/A	-162	-523	7	8
기타	N/A	129	36	0	0
투자활동으로인한현금흐름	N/A	-604	-874	-580	-520
투자자산의 감소(증가)	N/A	-1,753	-216	0	0
유형자산의 감소	N/A	2	17	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	-383	-760	-580	-520
기타	N/A	1,530	86	0	0
재무활동으로인한현금흐름	N/A	15	457	-240	-508
차입금의 증가(감소)	N/A	804	568	-19	13
사채의증가(감소)	N/A	1,348	400	0	-300
자본의 증가	N/A	4,376	0	0	0
배당금	N/A	0	-22	-21	-21
기타	N/A	-6,514	-490	-200	-200
기타현금흐름	N/A	2	0	0	0
현금의증가(감소)	N/A	8	-48	130	-46
기초현금	N/A	44	51	4	133
기말현금	N/A	51	4	133	87

* 2010은 K-GAAP 기준, 2011~2014F은 K-IFRS 연결 기준

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	N/A	1,059	1,201	1,377	1,384
현금성자산	N/A	51	4	133	87
단기투자자산	N/A	65	71	71	71
매출채권	N/A	225	187	198	211
채고자산	N/A	606	604	639	679
기타유동자산	N/A	113	336	336	336
비유동자산	N/A	10,051	10,872	11,094	11,254
유형자산	N/A	7,634	8,116	8,350	8,522
무형자산	N/A	217	330	317	306
투자자산	N/A	1,753	1,969	1,969	1,969
기타비유동자산	N/A	447	457	457	457
기타금융융입자산	N/A	0	0	0	0
자산총계	N/A	11,110	12,074	12,471	12,638
유동부채	N/A	3,040	3,095	2,929	2,804
단기차입금	N/A	368	772	742	742
매입채무	N/A	839	910	963	1,024
유동성장기부채	N/A	843	706	506	306
기타유동부채	N/A	990	706	718	731
비유동부채	N/A	2,495	2,781	2,781	2,481
사채	N/A	1,348	1,749	1,749	1,449
장기차입금	N/A	419	235	235	235
장기금융부채 (리스포함)	N/A	7	171	171	171
기타비유동부채	N/A	720	626	626	626
기타금융융입부채	N/A	0	0	0	0
부채총계	N/A	5,535	5,876	5,710	5,284
지배주주지분	N/A	5,486	6,098	6,649	7,228
자본금	N/A	139	139	139	139
자본잉여금	N/A	4,237	4,237	4,237	4,237
자본조정 등	N/A	-3	-4	-4	-4
기타포괄이익누계액	N/A	902	1,046	1,046	1,046
이익잉여금	N/A	211	680	1,231	1,810
비지배주주지분	N/A	89	99	112	126
자본총계	N/A	5,575	6,197	6,761	7,354

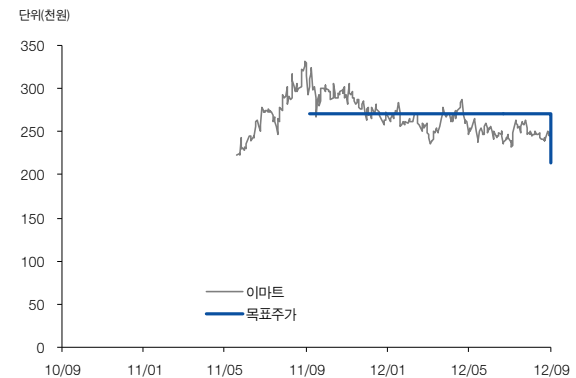
(단위: 원,백%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	N/A	11,396	17,965	20,976	22,006
EPS(지배순이익 기준)	N/A	11,062	17,574	20,509	21,516
BPS(자본총계 기준)	N/A	192,227	222,321	242,547	263,803
BPS(자본총계 기준)	N/A	189,024	218,766	238,526	259,293
DPS	0	750	750	750	750
PER(당기순이익 기준)	N/A	24.5	13.9	11.9	11.4
PER(지배순이익 기준)	N/A	25.2	14.2	12.2	11.6
PBR(자본총계 기준)	N/A	1.5	1.1	1.0	0.9
PBR(지배지분 기준)	N/A	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA(Reported)	N/A	15.2	10.3	9.4	8.8
배당수익률	N/A	0.3	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	57.6	16.8	4.9
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	58.9	16.7	4.9
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	5.7	8.5	9.0	8.7
ROE(지배순이익 기준)	N/A	5.6	8.5	9.0	8.6
ROA	N/A	2.8	4.3	4.8	4.9
안정성 (%)					
부채비율	N/A	99.3	94.8	84.5	71.9
순차입금비율	N/A	51.6	60.6	50.4	40.3
이자보상배율	N/A	5.7	5.1	5.4	6.2

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	일자	투자 의견	목표주가
11/09/26	HOLD	270,000			
12/03/12	HOLD	270,000			
12/09/24	HOLD	213,000			

▶ 최근 2년간 이마트 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 본 자료를 작성한 애널리스트는 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 추천일 현재 해당회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 박종렬의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 HMC 투자증권의 업종 투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대
- ▶ HMC 투자증권의 종목 투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.