

아직까지 돌파구는 보이지 않는다

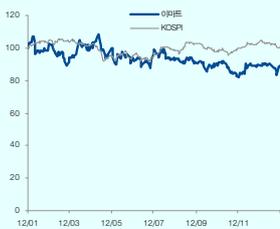
Analyst 박종렬

02) 3787-2099
jrpark@hmcib.com

현재주가 (1/29)	236,000원		
상승여력	-9.7%		
시가총액	6,579십억원		
발행주식수	27,876천주		
자본금/액면가	139십억원/5천원		
52주 최고가/최저가	287,000원/218,000원		
일평균 거래대금 (60일)	8십억원		
외국인지분율	64.18%		
주요주주	이명희 외 27.14%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.8	-1.7	-4.8
상대주가(%p)	1.2	-4.9	-11.0
당사추정 EPS	18,523원		
컨센서스 EPS	18,299원		
컨센서스 목표주가	266,000원		

※ K-IFRS 연결 기준

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

- 2012년 개별기준 실적, 영업이익 전년비 9.9% 감소
- 올해에도 영업규제 강화와 경기침체로 실적 부진 전망
- 뚜렷한 주가 상승 모멘텀 찾기 어려워 보수적 접근 불가피

	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	12,559	771	516	1,132	18,523	67.4	12.8	1.1	8.7	8.9
2013F	12,921	735	484	1,108	17,380	-6.2	13.6	1.0	8.6	7.6
2014F	13,657	736	503	1,111	18,033	3.8	13.1	0.9	8.3	7.3

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

2012년 개별기준 실적, 영업이익 전년비 9.9% 감소

전일 이마트는 개별기준 2012년 연간 실적을 발표했는데, 당초 전망치에 부합하는 수준이었다. 총매출액은 전년대비 2.7% 증가한 12조 7,073억원을 기록했지만, 영업이익은 9.9% 감소한 7,759억원에 그쳤다. 7개의 신규점 오픈에도 불구하고, 소비경기 침체와 의무휴업 점포 수 확대로 기존점 성장률이 3.8% 감소했기 때문이다.

올해에도 영업규제 강화와 경기침체로 실적 부진 전망

대형마트와 기업형슈퍼마켓(SSM)에 대한 영업규제가 강화되고 있어 올해에도 영업실적의 뚜렷한 회복을 기대하기 어렵다. 오히려 지난해는 4월부터 의무휴업이 시작됐는데 올해에는 연간 반영돼 1분기 실적도 부담스럽다. 신사업 부문인 이마트 몰과 트레이더스의 적자가 지속되고 있는데, 올해에도 큰 폭 개선은 어려울 전망이다. 2013년 연간 총매출액(연결기준)은 전년비 2.9% 증가한 12조 9,214억원을 기록할 것이지만 영업이익은 4.8% 감소한 7,346억원에 그칠 전망이다. <표1 참조>

뚜렷한 주가 상승 모멘텀 찾기 어려워 보수적 접근 불가피

소비경기 침체가 지속되고 있는 가운데 정부 및 정치권의 전방위적인 영업 규제로 실적 회복은 당분간 기대하기 어려워 보인다. 또한 온라인 쇼핑과 SSM 등 타 업체로의 고객 이탈 현상도 영업실적에 부정적인 요인으로 작용할 전망이다.

이마트에 대해 기존 보유 의견과 목표주가는 213,000원을 유지한다. 주가 상승 모멘텀이 없는 가운데 높은 valuation 수준도 부담스럽다. 이마트의 주가는 올해 수익예상 기준 P/E 13.6배 수준에서 거래되고 있다. 가치합산방식(Sum of the parts)에 따른 이마트의 적정주가가치(12개월 Forward 기준)는 6조 39억원이고, 주당가치는 213,000원으로 평가된다. 목표주가 213,000원은 올해 수익예상 기준 P/E 12.3배에 해당한다.

〈표1〉 이마트 분기별 실적 전망

(억원, %)	2012F				2013F				2011	2012F	2013F
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF			
매출액	32,336	29,595	33,813	29,851	32,406	30,877	34,724	31,208	116,100	125,595	129,214
매출총이익	8,588	8,251	9,246	8,409	8,671	8,624	9,513	8,807	31,005	34,494	35,614
영업이익	1,895	1,907	2,262	1,649	1,802	1,840	2,144	1,560	7,627	7,712	7,346
세전이익	1,676	1,952	2,047	1,391	1,560	1,622	1,954	1,368	4,508	7,066	6,504
순이익	1,182	1,427	1,518	1,036	1,162	1,208	1,456	1,019	3,058	5,163	4,845
수익성 (%)											
GP	26.6	27.9	27.3	28.2	26.8	27.9	27.4	28.2	26.7	27.5	27.6
OP	5.9	6.4	6.7	5.5	5.6	6.0	6.2	5.0	6.6	6.1	5.7
RP	5.2	6.6	6.1	4.7	4.8	5.3	5.6	4.4	3.9	5.6	5.0
NP	3.7	4.8	4.5	3.5	3.6	3.9	4.2	3.3	2.6	4.1	3.7
성장성 (% YoY)											
매출액	19.5	3.8	6.3	4.0	0.2	4.3	2.7	4.5	19.3	8.2	2.9
영업이익	-8.2	-8.6	12.3	12.8	-4.9	-3.5	-5.2	-5.4	-3.4	1.1	-4.8
세전이익	N/A	27.2	16.3	14.6	-6.9	-16.9	-4.5	-1.7	N/A	56.7	-8.0
순이익	N/A	27.0	28.4	37.8	-1.7	-15.4	-4.1	-1.7	N/A	68.8	-6.2
기본가정											
GDP성장률(실질)	2.8	2.3	1.5	1.5	2.2	2.7	3.0	3.1	3.6	2.0	2.8
민간소비	1.6	1.1	1.6	2.8	0.8	0.6	0.6	0.9	2.3	1.8	0.7
소비자물가상승률	3.0	2.4	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2	2.3	4.0	2.2	2.1

자료 : 이마트, HMC투자증권

〈표2〉 적정주주가치 산출 근거

(억원, 천주, 원, %)	12F	13F	14F	12M Forward	비고
1. 사업가치	75,538	73,920	74,130	73,938	
EBITDA	11,325	11,083	11,114		
EV/EBITDA	6.7	6.7	6.7		시장평균(5.8배)대비 15% 할증률 적용
2. 투자자산가치	16,335	16,335	16,335	16,335	
1) 관계기업지분투자자산	1,012	1,012	1,012		순자산가액 대비 20% 할인을 적용
2) 삼성생명	11,893	11,893	11,893		삼성생명 14,763천주 (공정가치 평가 후 24% 할인)
3) 기타금융자산	3,430	3,430	3,430		순자산가액 대비 20% 할인을 적용
3. 기업가치(=1+2)	91,873	90,256	90,465	90,273	
4. 순차입금	31,570	28,813	25,227	28,515	
5. 비지배주주지분	984	1,069	1,158	1,077	
6. 적정주주가치 (=3-4-5)	59,319	60,373	64,081	60,682	
발행주식수	27,876	27,876	27,876	27,876	
목표주가	212,798	216,578	229,879	217,687	
현재주가	236,000	236,000	236,000	236,000	
상승여력	-9.8%	-8.2%	-2.6%	-7.8%	

자료: HMC투자증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2010	2011	2012F	2013F	2014F
매출액	N/A	7,974	12,559	12,921	13,657
증가율 (%)	N/A	N/A	57.5	2.9	5.7
매출원가	N/A	5,788	9,110	9,360	9,886
매출원가율 (%)	N/A	72.6	72.5	72.4	72.4
매출총이익	N/A	2,186	3,449	3,561	3,771
매출이익률 (%)	N/A	27.4	27.5	27.6	27.6
증가율 (%)	N/A	N/A	57.8	3.2	5.9
판매관리비	N/A	1,652	2,709	2,858	3,066
조정영업이익 (GP-SG&A)	N/A	534	740	703	705
조정영업이익률 (%)	N/A	6.7	5.9	5.4	5.2
증가율 (%)	N/A	N/A	38.6	-5.0	0.2
기타영업손익	N/A	-44	31	31	31
EBITDA	N/A	707	1,132	1,108	1,111
EBITDA 이익률 (%)	N/A	8.9	9.0	8.6	8.1
증가율 (%)	N/A	N/A	60.2	-2.1	0.3
영업이익	N/A	490	771	735	736
영업이익률 (%)	N/A	6.2	6.1	5.7	5.4
증가율 (%)	N/A	N/A	57.2	-4.8	0.2
금융손익	N/A	-49	-76	-84	-61
기타영업외손익	N/A	0	0	0	0
증속/관계기업관련손익	N/A	10	12	0	0
세전계속사업이익	N/A	451	707	650	675
세전계속사업이익률 (%)	N/A	5.7	5.6	5.0	4.9
증가율 (%)	N/A	N/A	56.7	-8.0	3.8
법인세비용	N/A	136	180	157	163
계속사업이익	N/A	315	527	493	512
당기순이익	N/A	315	527	493	512
당기순이익률 (%)	N/A	4.0	4.2	3.8	3.7
증가율 (%)	N/A	N/A	67.1	-6.4	3.8
지배주주지분 순이익	N/A	306	516	484	503
비지배주주지분 순이익	N/A	9	10	9	9
기타포괄이익	N/A	-220	176	0	0
총포괄이익	N/A	95	703	493	512

(단위:십억원)

현금흐름표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
영업활동으로인한현금흐름	N/A	595	997	877	900
당기순이익	N/A	315	527	493	512
유형자산 상각비	N/A	211	348	360	362
무형자산 상각비	N/A	5	13	13	13
외환손익	N/A	96	-46	0	0
운전자본의 감소(증가)	N/A	-162	45	10	13
기타	N/A	129	111	0	0
투자활동으로인한현금흐름	N/A	-604	-902	-580	-520
투자자산의 감소(증가)	N/A	-1,753	-241	0	0
유형자산의 감소	N/A	2	22	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	N/A	-383	-754	-580	-520
기타	N/A	1,530	72	0	0
재무활동으로인한현금흐름	N/A	15	-80	-242	-209
차입금의 증가(감소)	N/A	804	2,481	-221	-188
사채의 증가(감소)	N/A	1,348	-1,348	0	0
자본의 증가	N/A	4,376	0	0	0
배당금	N/A	0	-22	-21	-21
기타	N/A	-6,514	-1,191	0	0
기타현금흐름	N/A	2	-1	0	0
현금의증가(감소)	N/A	8	15	55	170
기초현금	N/A	44	51	66	121
기말현금	N/A	51	66	121	291

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

(단위:십억원)

재무상태표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
유동자산	N/A	1,059	1,284	1,383	1,612
현금성자산	N/A	51	66	121	291
단기투자자산	N/A	65	62	62	62
매출채권	N/A	225	362	378	400
재고자산	N/A	606	616	644	680
기타유동자산	N/A	113	178	178	178
비유동자산	N/A	10,051	10,937	11,143	11,288
유형자산	N/A	7,634	8,150	8,369	8,527
무형자산	N/A	217	339	325	312
투자자산	N/A	1,753	1,995	1,995	1,995
기타비유동자산	N/A	447	454	454	454
기타금융업자산	N/A	0	0	0	0
자산총계	N/A	11,110	12,221	12,526	12,899
유동부채	N/A	3,040	3,375	3,358	3,391
단기차입금	N/A	368	1,153	1,073	1,023
매입채무	N/A	839	1,194	1,248	1,319
유동성장기부채	N/A	843	0	0	0
기타유동부채	N/A	990	1,028	1,037	1,049
비유동부채	N/A	2,495	2,590	2,440	2,290
사채	N/A	1,348	0	0	0
장기차입금	N/A	419	1,752	1,602	1,452
장기금융부채 (리스포함)	N/A	7	182	182	182
기타비유동부채	N/A	720	655	655	655
기타금융업부채	N/A	0	0	0	0
부채총계	N/A	5,535	5,965	5,798	5,681
지배주주지분	N/A	5,486	6,158	6,621	7,103
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	1,079	1,079	1,079
이익잉여금	N/A	211	706	1,170	1,651
비지배주주지분	N/A	89	98	107	116
자본총계	N/A	5,575	6,256	6,728	7,219

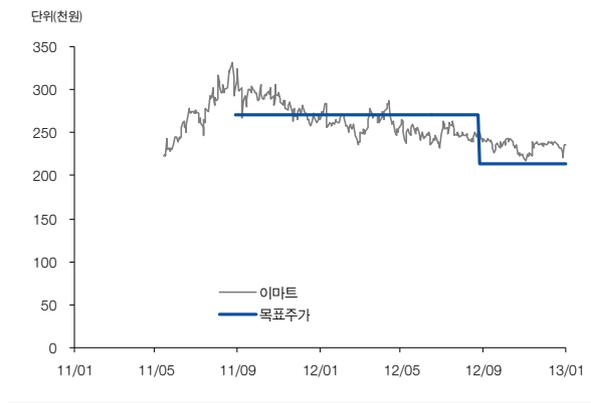
(단위: 원,%)

주요투자지표	2010	2011	2012F	2013F	2014F
EPS(당기순이익 기준)	N/A	11,396	18,887	17,686	18,350
EPS(지배순이익 기준)	N/A	11,062	18,523	17,380	18,033
BPS(자본총계 기준)	N/A	192,227	224,422	241,359	258,960
BPS(지배자본 기준)	N/A	189,024	220,893	237,524	254,807
DPS	0	750	750	750	750
PER(당기순이익 기준)	N/A	24.5	12.6	13.3	12.9
PER(지배순이익 기준)	N/A	25.2	12.8	13.6	13.1
PBR(자본총계 기준)	N/A	1.5	1.1	1.0	0.9
PBR(지배자본 기준)	N/A	1.5	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA(Reported)	N/A	15.2	8.7	8.6	8.3
배당수익률	N/A	0.3	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	N/A	N/A	65.7	-6.4	3.8
EPS(지배순이익 기준)	N/A	N/A	67.4	-6.2	3.8
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	N/A	5.7	8.9	7.6	7.3
ROE(지배순이익 기준)	N/A	5.6	8.9	7.6	7.3
ROA	N/A	2.8	4.5	4.0	4.0
안정성 (%)					
부채비율	N/A	99.3	95.3	86.2	78.7
순차입금비율	N/A	51.6	50.5	42.8	34.9
이자보상배율	N/A	5.7	6.0	6.2	6.6

▶ 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			
12/10/09	HOLD	213,000			
12/12/12	HOLD	213,000			
13/01/30	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: HMC투자증권의 업종투자 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
- ▶ HMC투자증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - HOLD : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 증가대비 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.