



매거진공 센스기 텍시스 노예처럼 물러오는 유통이류 한상하입니다.

(02)3770-3543

sanghwa.han@tongyang.co.kr

동양증권

이마트 (139480)

소비경기 둔화 및 규제영향으로 1분기 기존점 신장을 역신장 지속

투자의견: HOLD (M)

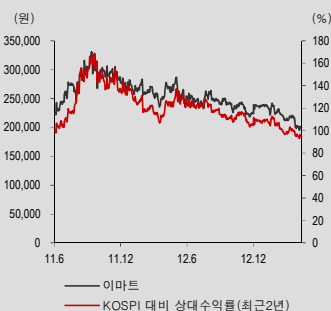
목표주가: 280,000원 (M)

소매/유통

주가	199,500원
자본금	1,394억원
시가총액	55,612억원
주당순자산	215,786원
부채비율	91.09%
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	120억원
60일 평균 거래량	55,246주
52주 고	287,000원
52주 저	195,000원
외인지분율	62.30%
주요주주	이명희 외 3인 27.13%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(8.9)	(14.2)	(26.4)
상대	(1.1)	(3.5)	(2.4)
절대(달러환산)	(8.9)	(18.5)	(25.0)



자료: Datastream



Why This Report

이마트가 3월 실적 발표에 따라 1분기 실적이 집계되었습니다. 기존점 신장은 1~2월 -9.0%에서 2월 -4.4%로 역신장 폭이 많이 축소되었습니다. 그러나 여전히 이마트부문 총매출액은 전년 동기대비 감소 추세를 나타냈습니다. 의무휴업 영향이 작년 2분기부터 발생했기 때문에 올해 2분기부터 매출 (전년 동기대비) 역신장 폭은 축소될 것으로 예상됩니다.

Investment Point

1분기 실적: 의무휴업 및 객단가 하락 등으로 기존점 신장을 역신장 지속

- ▶ 의무휴업으로 인한 영향 및 소비심리 둔화로 인한 객단가 하락으로 기존점 신장은 -8.9%를 기록. 1분기 이마트부문 총매출액은 y/y 5.5%감소한 30,899억원. 트레이더스와 온라인쇼핑몰은 신규점 오픈과 프로모션 강화로 각각 y/y 26%, 24% 증가
- ▶ 1분기 영업이익은 y/y 8.2% 감소한 1,890억원 기록. 신사업부문은 슈퍼사업 분사로 인해 영업적자가 축소된 반면 이마트부문은 기존점신장을 역신장으로 인해 영업이익률이 y/y 0.2%pt 하락(1Q12 7.3%→1Q13 7.1%). 이마트부문은 매출총이익률 개선(y/y +1.1%pt)에도 불구하고 고정비 성격이 강한 판관비 부담 증가로 수익성 하락

최악의 국면은 지났으나 큰 폭의 실적 개선은 어려울 전망

- ▶ 의무휴업 영향이 전년 4월부터 발생했기 때문에 2분기부터 외형 역신장 폭은 축소될 것으로 예상. 그러나 1) 보수적 신규 출점 계획(연간 3~4개) 2) 소비심리를 고려한 대형마트 객단가 상승이 제한적 3) 비정규직의 정규직 전환으로 인한 인건비 증가로 인해 큰 폭의 실적 개선은 어려울 전망

투자의견 HOLD, 목표주가 280,000원 제시

- 의무휴업 및 객단가 하락으로 1분기 기존점 신장을 역신장 지속
- 최악의 국면은 지났으나 큰 폭의 실적 개선은 어려울 전망

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액		72,008	109,390	110,937	117,351
매출액증가율		0.0	51.9	1.4	5.8
영업이익		5,729	7,759	8,174	8,726
영업이익률		8.0	7.1	7.4	7.4
지배주주귀속 순이익		2,476	3,076	5,126	5,513
지배주주 귀속 EPS		8,955	11,035	18,389	19,776
증가율		na	23.2	66.6	7.5
PER		31.3	18.1	10.8	10.1
PBR		1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA		14.0	7.9	7.3	6.6
ROA		4.7	2.8	4.3	4.4
ROE		9.0	5.3	8.0	7.8

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

1분기 실적: 의무휴업 및 객단가 하락 등으로 기존점 신장을 -8.9% 기록

1) 의무 휴업 점포 수가 전년 3분기 말 13개에서 10월 22개, 11월 31개, 12월 146개로 대폭 확대되었고 2) 소비심리 둔화로 인한 객단가 하락 등으로 올해 1분기 이마트부문 총매출액은 전년 동기대비 5.5% 감소한 30,889억원을 기록했다. 신사업부문 총매출액은 트레이더스와 이마트 온라인쇼핑몰 총매출액이 전년 동기 대비 각각 26.0%, 23.6% 증가에도 불구하고 슈퍼사업부문 분사(12년 3월 19개 슈퍼마켓을 에브리데이 리테일로 양도)로 인해 전년 동기대비 4.9% 성장에 그쳤다.

1분기 영업이익은 전년 동기대비 8.2% 감소한 1,890억원이다. 영업이익이 역신장한 이유는 이마트부문 매출액 감소가 가장 크게 영향을 미쳤기 때문이다. 신사업부문의 영업적자는 슈퍼사업부문 분사로 인해 전년 동기대비 대폭 축소되었다. 축산물 전문 물류센터 오픈, 산지 직거래, PL 상품 비중 확대, 직소싱 수입상품 확대 등을 통해 이마트부문 매출총이익률이 1.1%pt 개선되었고 신사업부문도 두자리 수 매출액 증가율을 기록하면서 매출총이익률이 전년 동기대비 3.2%pt 개선되었지만, 이마트 기존점 역신장을 지속적으로 고정비 성격이 강한 판관비 부담이 증가하여 영업이익률은 전년 동기보다 0.2%pt 하락한 6.1%를 나타냈다.

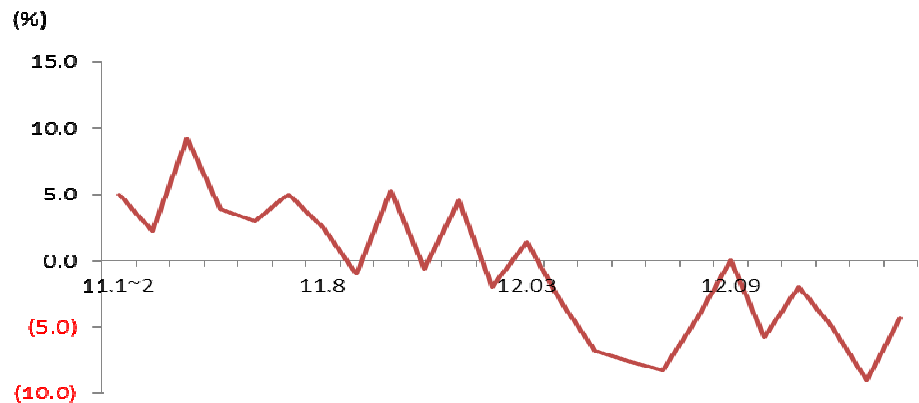
표 1. 이마트(139480) 1분기 실적

(단위: 억원, %, 개)

	1Q13	1Q12	y/y
총매출액	30,889	32,681	-5.5
1. 이마트	27,638	29,582	-6.6
2. 신사업	3,251	3,099	4.9
2-1. 이마트몰	1,253	1,014	23.6
2-2. 트레이더스	1,492	1,184	26.0
매출총이익	7,862	7,940	-1.0
매출총이익률	25.5	24.3	
영업이익	1,890	2,059	-8.2
1. 이마트	1,951	2,171	-10.1
2. 신사업	-61	-112	적지
2-1. 이마트몰	-67	-66	적지
2-2. 트레이더스	2	2	0.0
영업이익률	6.1	6.3	
1. 이마트	7.1	7.3	
2. 신사업	-1.9	-3.6	
기존점 신장율	-8.9	-0.6	

자료: 이마트, 동양증권 리서치센터 주: 의무휴업 영향은 12년 4월부터 발생함.

그림1. 이마트(139480) 기준점 신장율 추이



자료: 동양증권 리서치센터

소비 심리 동향과 의무휴업 영향으로 큰 폭의 실적 개선은 어려울 전망

소비경기 둔화, 중소기업 판매수수료율 및 판매장려금 인하, 의무휴업 시행, 영업시간 제한 등 규제 리스크가 대두되면서 동사가 포함되어있는 대형마트 시장에 부정적 요인으로 작용하고 있다. 실제로 의무휴업을 시행한 4월부터 기준점 신장율은 역신장을 지속하고 있다(그림1 참조). 13년에도 대형마트의 영업환경은 어려울 것으로 예상됨에 따라 기준점 신장율은 역신장을 지속할 것으로 전망된다.

한편 신규 점포 오픈을 통한 외형 성장 효과는 전년 대비 작아질 것으로 예상된다. 연간 6~7개 내외 신규 출점을 해온 동사는 올해에는 경기상황 및 경쟁상황을 고려해 3~4개로 계획하고 있기 때문이다. 단, 신규사업인 이마트 온라인쇼핑몰(매출액 12년 4,544억원→13년 E 5,963억원 y/y+31.2%), 트레이더스(매출액 12년 5,639억원→13년 E 6,785억원 y/y+20.3%)의 외형 신장은 높은 수준을 유지할 것으로 전망된다.

11년 12월과 12년 1월 각각 인수한 에브리데이리테일(구 김스클럽)과 에스엠의 총 점포 수는 112개(12년 3분기말 기준)로 경쟁업체인 롯데쇼핑과 홈플러스 점포 수 대비 크게 못 미치고 있어 영업실적은 저조한 편이다. 그러나 과거 월마트 점포를 인수하여 3년 후 수익성을 개선시켰던 경험에 있는 바, M&A를 통해 진출한 슈퍼사업도 장기적 관점에서 긍정적으로 판단된다.

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액		72,008	109,390	110,937	117,351
매출원가		51,534	77,824	78,371	82,940
매출총이익		20,474	31,566	32,566	34,411
판매비		14,745	23,807	24,392	25,684
영업이익		5,729	7,759	8,174	8,726
EBITDA		7,573	10,560	11,069	11,780
영업외손익		-2,100	-3,098	-851	-851
외환관련손익		-1,131	-8	0	0
이자손익		-774	-1,035	-1,035	-1,035
관계기업관련손익		-1,826	-2,239	0	0
기타		1,629	184	184	184
법인세비용차감전순이익		3,629	4,661	7,323	7,875
법인세비용		1,153	1,585	2,197	2,363
계속사업순이익		2,476	3,076	5,126	5,513
중단사업순이익		0	0	0	0
당기순이익		2,476	3,076	5,126	5,513
지배지분순이익		2,476	3,076	5,126	5,513
포괄순이익		175	5,275	7,325	7,711
지배지분포괄이익		175	5,275	7,325	7,711

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
유동자산		7,983	11,783	14,184	17,684
현금및현금성자산		234	645	2,906	5,824
매출채권 및 기타채권		2,150	3,050	3,087	3,242
재고자산		4,792	7,280	7,383	7,810
비유동자산		98,227	103,111	107,902	112,533
유형자산		70,670	75,440	80,135	84,685
관계기업등 지분관련자산		7,112	7,112	7,112	7,112
기타투자자산		15,705	15,705	15,705	15,705
자산총계		106,210	114,895	122,086	130,217
유동부채		26,988	30,607	30,682	31,311
매입채무 및 기타채무		11,763	15,382	15,457	16,086
단기차입금		2,824	2,824	2,824	2,824
유동성장기부채		8,303	8,303	8,303	8,303
비유동부채		24,162	24,162	24,162	24,162
장기차입금		4,048	4,048	4,048	4,048
사채		13,483	13,483	13,483	13,483
부채총계		51,150	54,769	54,844	55,473
지배지분		55,060	60,126	67,242	74,744
자본금		1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금		41,935	41,935	41,935	41,935
이익잉여금		2,383	5,250	10,167	15,471
비지배지분		0	0	0	0
자본총계		55,060	60,126	67,242	74,744
순차입금		28,099	27,688	25,427	22,509
총차입금		28,731	28,731	28,731	28,731

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
영업활동 현금흐름		6,303	8,890	8,491	9,150
당기순이익		2,476	3,076	5,126	5,513
감가상각비		1,803	2,730	2,805	2,950
외환손익		968	8	0	0
총속, 관계기업관련손익		0	2,239	0	0
자산부채의 증감		-1,455	-616	-910	-798
기타현금흐름		2,512	1,453	1,470	1,485
투자활동 현금흐름		-6,225	-8,685	-8,685	-8,685
투자자산		-2,847	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)		-3,351	-8,500	-8,500	-8,500
유형자산 감소		9	0	0	0
기타현금흐름		-35	-185	-185	-185
재무활동 현금흐름		-31	276	276	276
단기차입금		0	0	0	0
사채 및 장기차입금		-491	0	0	0
자본		0	0	0	0
현금배당		0	-209	-209	-209
기타현금흐름		459	485	485	485
연결범위변동 등 기타		0	-69	2,178	2,178
현금의 증감		48	411	2,260	2,919
기초 현금		186	234	645	2,906
기말 현금		234	645	2,906	5,824
NOPLAT		5,729	7,759	8,174	8,726
FCF		946	-1,194	-794	-136

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

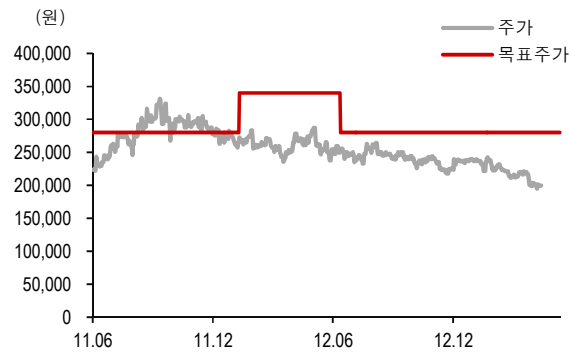
3. ROE,ROA의 경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
EPS		8,955	11,035	18,389	19,776
BPS		197,612	215,786	241,313	268,226
EBITDAPS		27,390	37,882	39,706	42,260
SPS		260,443	392,420	397,968	420,978
DPS		750	750	750	750
PER		31.3	18.1	10.8	10.1
PBR		1.4	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA		14.0	7.9	7.3	6.6
PSR		1.1	0.5	0.5	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F
매출액 증가율 (%)		0.0	51.9	1.4	5.8
영업이익 증가율 (%)		0.0	35.4	5.4	6.8
지배순이익 증가율 (%)		0.0	24.2	66.6	7.5
매출총이익률 (%)		28.4	28.9	29.4	29.3
영업이익률 (%)		8.0	7.1	7.4	7.4
지배순이익률 (%)		3.4	2.8	4.6	4.7
EBITDA 마진 (%)		10.5	9.7	10.0	10.0
ROIC		12.5	7.9	8.2	8.2
ROA		4.7	2.8	4.3	4.4
ROE		9.0	5.3	8.0	7.8
부채비율 (%)		92.9	91.1	81.6	74.2
순차입금/자기자본 (%)		51.0	46.0	37.8	30.1
영업이익/금융비용 (배)		6.8	6.3	6.6	7.1

이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자이견	목표주가
2013-04-23	HOLD	280,000
2013-01-31	HOLD	280,000
2012-11-05	HOLD	280,000
2012-09-12	HOLD	280,000
2012-07-18	HOLD	280,000
2012-06-21	HOLD	280,000
2012-01-19	BUY	340,000
2011-06-09	HOLD	280,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 한상화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.