KDB대우증권 리서치센터

이마트 (139480)

단순 대형마트로 보면 안된다

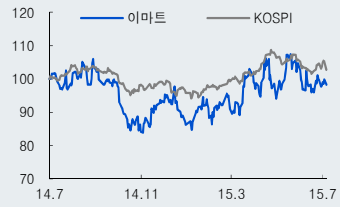
대형할인점

Earnings Preview
2015.7.7

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	306,000
현재주가(15/07/06,원)	231,500
상승여력	32%

영업이익(15F,십억원)	617
Consensus 영업이익(15F,십억원)	636
EPS 성장률(15F,%)	102.7
MKT EPS 성장률(15F,%)	36.2
P/E(15F,x)	11.0
MKT P/E(15F,x)	11.1
KOSPI	2,053.93
시가총액(십억원)	6,453
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	72.8
외국인 보유비중(%)	50.6
베타(12M) 일간수익률	0.96
52주 최저가(원)	197,500
52주 최고가(원)	253,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.5	14.6	-3.1
상대주가	2.2	5.0	-5.2



[유통]

이준기
02-768-3297
aiden.lee@dwsec.com

대형마트 산업과 차별화 되는 실적

국내 대표 대형마트인 동사가 변화하고 있다. 기존 입지 좋은 곳에 점포를 세워서 집객하던 단순 오프라인/플랫폼 업체에서 온라인/컨텐츠 제공업체로 진화하고 있다. 컨텐츠 투자에 대한 결실은 피코크 등의 경쟁력 있는 PB 상품의 고성장세로 확인할 수 있다. 특히 최근 개점한 이마트타운은 피코크를 활용한 피코크키친 뿐만 아니라 일렉트로마트, 더라이프, 트레이더스 등을 통해 소비자 집객에 성공하고 있는 동사의 새로운 모습을 그대로 확인할 수 있다. 즉, 소비자들이 오고 싶고 머무르고 싶은 훌륭한 컨텐츠 제공업체로의 진화가 진행중인 것이다. 이러한 추세는 향후 쇼핑몰 개발 등을 통해 이어질 전망이다.

이마트몰은 온라인 식품 쇼핑몰로서 소비자들에게 인식을 강화하고 있다. 이마트몰은 올해 말부터 매출 성장과 효율성 개선 속도가 가속화되며 동사의 성장을 이끌 것이다. 국내 경쟁사들과 차별화되는 동사의 변화하는 모습은 동일점포성장률에서 차이를 확인할 수 있다. 2014년 이후로 동사의 동일점포성장률은 전체 대형마트보다 1~3%p 높다<그림 1>.

2Q Preview: 2분기 영업실적은 컨센서스 하회 전망

올해 들어서 양호한 성장세를 지속한 동일점포매출은 6월달 MERS의 영향으로 큰 폭으로 하락할 것으로 예상된다. 또한 2분기에는 전년 대비 재산세 비용이 증가하는 일시적인 이슈가 있다. 이로 인해 영업이익은 전년 동기 대비해서 별도 기준 -7.7%, 연결 기준 -11.9% 하락할 것으로 예상된다. 반면 순이익은 삼성생명 지분 1.5% 매각 차익을 반영하여 전년 대비 급증한 2,560억원으로 전망한다.

3분기부터는 MERS 영향의 소멸로 영업정상화가 이루어지면서 실적 개선세는 재차 회복될 것으로 예상된다. 연결 대상 자회사들의 실적 역시 1분기를 저점으로 연말까지 회복되는 흐름을 보일 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가는 306,000원으로 소폭 하향 조정

시내 면세 사업 가능성이 사라지게 되면서 기존 적용했던 PER에서 하향하여 영업가치에 16배의 PER을 적용하였다. 16배는 적극적으로 변화하고 있는 동사의 방향성을 고려할 때 기타 오프라인 업체 대비하여 지나치지 않은 프리미엄이라고 판단한다. 또한 삼성생명 지분 가치 5.9%와 지분 매각으로 인한 차익가치를 합하여 목표주가를 산출하였다.

전일 미래창조과학부가 드림커머스에 대한 동사의 최다액출자자 변경신청을 승인하면서 신세계 그룹이 티커머스 산업에 진출하게 되었다. 동사는 수수료 수익을 인식할 것으로 예상된다. 최악의 6월이 지나가고 동사는 장기 성장의 초입국면에 있다. 국내 대표 컨텐츠 유통업체에 재차 관심을 가져야 할 때이다.

결산기 (12월)	12/11	12/12	12/13	12/14	12/15F	12/16F
매출액 (십억원)	7,995	12,685	13,035	13,154	13,950	14,880
영업이익 (십억원)	554	735	735	583	617	759
영업이익률 (%)	6.9	5.8	5.6	4.4	4.4	5.1
순이익 (십억원)	306	424	467	290	588	516
EPS (원)	11,062	15,213	16,762	10,404	21,085	18,502
ROE (%)	5.6	7.4	7.4	4.3	8.3	6.9
P/E (배)	25.2	15.6	15.9	19.5	11.0	12.5
P/B (배)	1.4	1.1	1.1	0.8	0.9	0.8

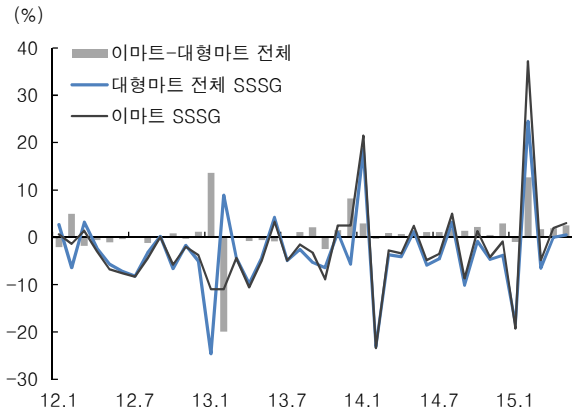
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 이마트, KDB대우증권 리서치센터

표 1. 이마트 별도 기준 실적 추정 (십억원)

	2014				2015F				2014	2015F	2016F	증감율 YoY (%)	
	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15F	3Q15F	4Q15F				2Q15F	2015F
점포수	148	148	151	150	152	154	155	156	150	156	159		
할인점	141	141	142	141	143	144	145	146	141	146	147		
트레이더스	7	7	9	9	9	10	10	10	9	10	12		
총매출액	3,057	2,935	3,355	3,059	3,209	3,020	3,572	3,252	12,405	13,053	13,981	2.9	5.2
할인점	2,731	2,584	2,943	2,653	2,799	2,564	3,061	2,767	10,911	11,192	11,559	-0.8	2.6
이마트몰	113	124	137	147	149	180	178	188	521	696	1,029	45.0	33.6
트레이더스	156	169	219	206	214	215	275	240	750	945	1,154	27.5	25.9
순매출액	2,701	2,542	2,946	2,649	2,826	2,616	3,137	2,817	10,838	11,395	12,205	2.9	5.1
매출총이익	787	762	860	788	827	783	918	843	3,196	3,370	3,625	2.8	5.4
할인점	733	706	792	721	755	705	830	758	2,952	3,048	3,215	-0.1	3.2
이마트몰	24	25	28	29	33	38	37	40	105	148	208	52.5	40.7
트레이더스	27.8	29.3	37.9	34.7	37.1	38.0	48.3	41.2	130	165	202	29.7	27.0
영업이익	174	129	205	142	194	120	224	172	649	711	807	-7.7	9.5
할인점	181	136	213	158	196	123	223	173	688	714	785	-9.7	3.8
이마트몰	-10	-11	-13	-12	-6	-7	-7	-9	-46	-29	-10	적자지속	적자지속
트레이더스	2	4	4	2	4	4	6	6	12	19	29	4.6	66.2

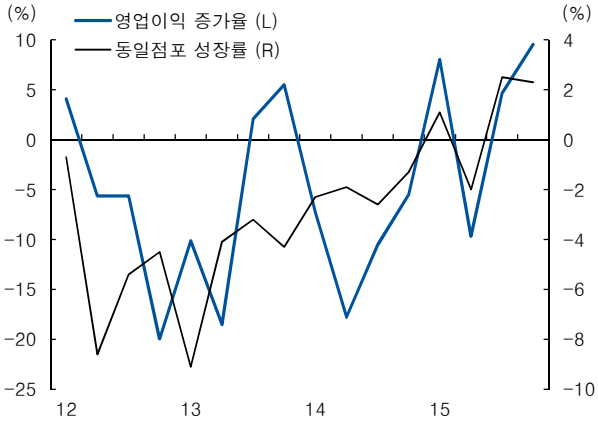
주: K-IFRS 별도 기준
자료: 이마트, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 이마트의 동일점포성장률은 전체 대형마트 성장률 상회



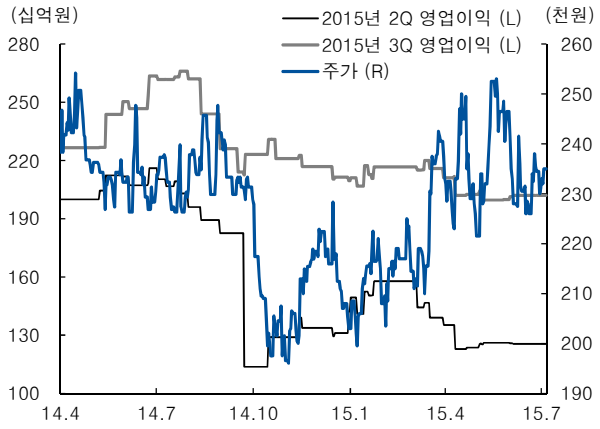
자료: 산업자원통상부, 이마트, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 영업이익과 동일점포 성장률은 3분기부터 재차 회복 전망



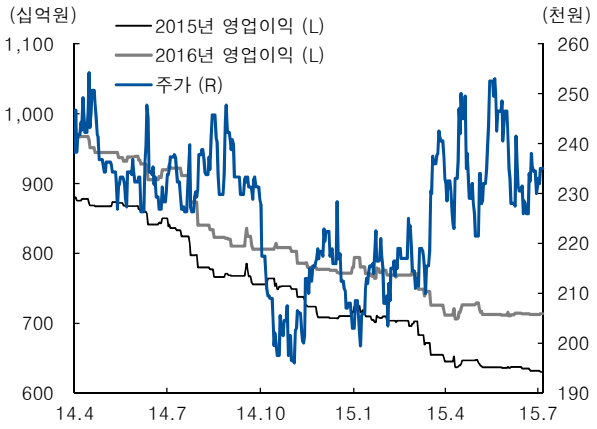
자료: 이마트, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 2분기 영업이익 컨센서스는 하향 조정될 것으로 예상



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 연간 영업이익 하향 조정은 동일점포 매출 성장에 따라 안정화



자료: Bloomberg, KDB대우증권 리서치센터

표 2. 목표주가 산정 (십억원, 배, 천주, 원)

Valuation	비고	금액
12개월 FWD 당기순이익 (1)	지분매각 차익 제외	458
적정 PER (2)		16
영업가치 (3) =(1)x(2)		**7,330**
삼성생명 5.9% 지분가치 (4)	법인세반영	**928**
삼성생명 1.5% 지분 매각 차익 가치 (5)	법인세반영	**265**
적정시가총액 (6) =(3)+(4)+(5)		8,523
주식수 (7)		27,876
적정주가 (6/7)		**306,000**

자료: KDB대우증권 리서치센터

이마트 (139480)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/13	12/14	12/15F	12/16F
매출액	**13,035**	**13,154**	**13,950**	**14,880**
매출원가	**9,426**	**9,480**	**10,080**	**10,730**
매출총이익	**3,609**	**3,674**	**3,870**	**4,150**
판매비와관리비	**2,874**	**3,090**	**3,254**	**3,391**
조정영업이익	**735**	**583**	**617**	**759**
영업이익	**735**	**583**	**617**	**759**
비영업손익	**-86**	**-159**	**214**	**-22**
금융손익	-102	-101	-85	-59
관계기업등 투자손익	-10	-23	9	16
세전계속사업손익	649	424	831	737
계속사업법인세비용	173	132	218	199
계속사업이익	476	292	613	538
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**476**	**292**	**613**	**538**
지배주주	467	290	588	516
비지배주주	9	2	25	22
총포괄이익	**608**	**401**	**391**	**668**
지배주주	600	400	395	675
비지배주주	8	1	-4	-7
EBITDA	1,129	997	1,048	1,160
FCF	-40	-258	-358	492
EBITDA 마진율 (%)	8.7	7.6	7.5	7.8
영업이익률 (%)	5.6	4.4	4.4	5.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	2.2	4.2	3.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14	12/15F	12/16F
유동자산	**1,261**	**1,304**	**1,567**	**1,707**
현금 및 현금성자산	70	60	291	416
매출채권 및 기타채권	275	247	272	286
재고자산	744	804	788	804
기타유동자산	172	193	216	201
비유동자산	**11,791**	**12,523**	**13,564**	**13,866**
관계기업투자등	115	132	129	145
유형자산	8,728	9,266	10,436	10,657
무형자산	399	371	351	330
자산총계	**13,052**	**13,827**	**15,130**	**15,572**
유동부채	**3,439**	**3,372**	**3,901**	**4,016**
매입채무 및 기타채무	1,007	1,027	1,111	1,183
단기금융부채	1,484	1,387	1,730	1,703
기타유동부채	948	958	1,060	1,130
비유동부채	**2,915**	**3,395**	**3,829**	**3,530**
장기금융부채	2,080	2,483	2,951	2,600
기타비유동부채	835	912	878	930
부채총계	**6,354**	**6,768**	**7,730**	**7,546**
지배주주지분	**6,568**	**6,908**	**7,186**	**7,791**
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	1,025	1,251	1,754	2,228
비지배주주지분	**130**	**152**	**214**	**236**
자본총계	**6,698**	**7,060**	**7,400**	**8,027**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/13	12/14	12/15F	12/16F
영업활동으로 인한 현금흐름	**803**	**701**	**1,260**	**1,092**
당기순이익	476	292	613	538
비현금수익비용가감	604	725	424	615
유형자산감가상각비	376	391	409	379
무형자산상각비	18	23	23	22
기타	210	311	-8	214
영업활동으로인한자산및부채의변동	-221	-168	433	169
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	48	30	-25	-12
재고자산 감소(증가)	-57	-99	11	-16
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-13	3	102	26
법인세납부	-149	-190	-197	-199
투자활동으로 인한 현금흐름	**-896**	**-958**	**-1,983**	**-677**
유형자산처분(취득)	-837	-936	-1,617	-600
무형자산감소(증가)	-23	-15	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-283	-222	83	-77
기타투자활동	247	215	-449	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**111**	**250**	**446**	**-420**
장단기금융부채의 증가(감소)	141	306	811	-378
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-43	-42	-42
기타재무활동	13	-13	-323	0
현금의 증가	**17**	**-10**	**231**	**125**
기초현금	53	70	60	291
기말현금	70	60	291	416

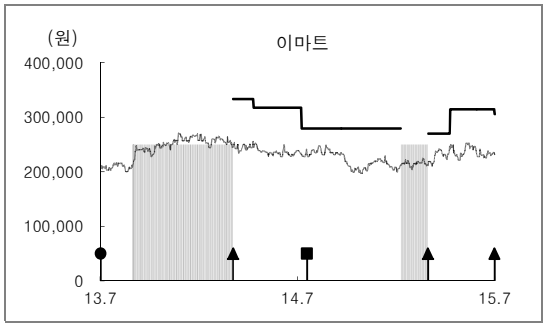
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/13	12/14	12/15F	12/16F
P/E (x)	15.9	19.5	11.0	12.5
P/CF (x)	6.9	5.6	6.2	5.6
P/B (x)	1.1	0.8	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	9.7	9.5	10.4	9.0
EPS (원)	16,762	10,404	21,085	18,502
CFPS (원)	38,747	36,482	37,207	41,367
BPS (원)	235,709	247,900	257,897	279,564
DPS (원)	1,500	1,500	1,500	1,500
배당성향 (%)	8.8	14.3	6.8	7.8
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	2.8	0.9	6.1	6.7
EBITDA증가율 (%)	3.1	-11.7	5.1	10.7
조정영업이익증가율 (%)	0.0	-20.7	5.8	23.0
EPS증가율 (%)	10.2	-37.9	102.7	-12.3
매출채권 회전율 (회)	51.5	62.5	68.2	66.7
재고자산 회전율 (회)	17.8	17.0	17.5	18.7
매입채무 회전율 (회)	11.9	12.2	12.2	12.1
ROA (%)	3.8	2.2	4.2	3.5
ROE (%)	7.4	4.3	8.3	6.9
ROIC (%)	6.5	4.6	4.8	5.5
부채비율 (%)	94.9	95.9	104.4	94.0
유동비율 (%)	36.7	38.7	40.2	42.5
순차입금/자기자본 (%)	50.5	52.3	57.5	46.9
조정영업이익/금융비용 (x)	5.9	4.7	4.4	5.1

자료: 이마트, KDB대우증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
이마트(139480)	2015.07.06	매수	306,000원
	2015.04.15	매수	315,000원
	2015.03.05	매수	270,000원
		분석 대상 제외	
	2014.07.24	Trading Buy	280,000원
	2014.07.14	매수	280,000원
	2014.04.16	매수	318,000원
	2014.03.09	매수	334,000원
		분석 대상 제외	
	2013.01.17	중립	-



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
71.9%	13.8%	14.3%	0.0%

* 2015년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.