

# SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

## Company Data

자본금	1,394 억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	75,125 억원
주요주주	
이명희(외2)	28.05%
국민연금공단	9.37%
외국인지분률	49.70%
배당수익률	0.60%

## Stock Data

주가(17/11/27)	269,500 원
KOSPI	2507.81 pt
52주 Beta	0.73
52주 최고가	269,500 원
52주 최저가	179,000 원
60일 평균 거래대금	213 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.8%	19.2%
6개월	17.4%	10.3%
12개월	47.3%	16.0%

## 이마트 (139480/KS | 중립(유지) | T.P 270,000 원(상향))

### 모든 사업이 다 잘되는 것을 반영한 주가

이마트에 대한 투자자들의 선호를 반영해 목표주가를 270,000 원으로 상향하나 투자의견 중립은 유지. 현재 이마트의 시가총액 7 조 5,000 억원은 이마트의 모든 사업이 잘 되는 것을 가정한 수준이라는 판단. 2016 년 하반기부터 실적 개선에 대한 기대감이 확대되었으나, 실제 영업이익의 성장은 제한적. 신규 사업의 성장이 기존 사업의 잠식을 기초로 하고 있을 수 있음을 의심하게 함. 또한 유형 상품 소비 부진 및 최저 임금 인상 등이 지속되는 가운데, 이미 효율성을 높여 놓은 구조가 오히려 추가 개선을 제한할 수도 있을 것.

### 투자자의견 중립 유지

이마트에 대한 투자자들의 높은 선호를 반영해 목표주가를 기존 195,000 원에서 270,000 원으로 상향. 목표주가 상향은 이마트에 대한 투자자들의 높은 기대감을 P/E Multiple 에 반영한 것. 유형 상품 소비 부진과 최저 임금 인상 등으로 주요 유통업체들의 실적 개선에 대한 확신이 부족. 그러나 지속되는 원화강세로 내수 업체에 대한 투자자들의 관심은 높아짐. 가장 익숙한 종목으로 이마트가 대안이 되고 있는 것으로 판단. 그러나 당사는 이마트의 현재 시가총액 7 조 5,000 억원은 이마트의 모든 사업이 잘 되는 것을 가정한 수준이라 판단. 투자자의견 중립을 유지.

### 실적 개선 기대감이 컸지만, 실제 영업이익은...

이마트에 대한 기대감은 2016 년말 영업이익이 개선되면서 시작되었음. 그러나 신규 사업의 지속적인 성장에도 불구하고 2017 년 이마트의 연결 영업이익은 개선이 거의 없었음. 본업인 대형마트의 부진이 신규 사업의 실적 개선보다 컸기 때문. 이는 트레이더스 및 이마트몰의 성장이 오프라인 이마트의 잠식에 기초하고 있을 수 있음을 의심하게 함. 2018 년 신규 사업의 이익 기여규모가 더 커지고, 부진했던 중국 사업이 제외되는 것을 가정하더라도 영업이익의 성장은 10%에 미치지 못할 것. 이후의 성장 역시 한 자릿수를 넘어서기 힘들 것. 유형상품 소비 부진 및 최저 임금 인상의 영향에서 이마트만 벗어나 있기는 어려울 것.

### 심지어 편의점까지 성공을 기대? 아직은 시기상조

일부에서 제기하고 있는 이마트의 편의점 경쟁력 확대 가능성에 대해서는 당사 역시 최저 임금 인상이 이마트 24 에 기회 요인이 될 것으로 전망. 그러나 이는 이마트가 직영 점포를 적극적으로 내는 것을 전제로 하고 있음. 최저 임금 인상은 편의점 점포의 필요 상권이 넓어짐을 의미. 더 많은 매출을 창출해야 하기 때문. 상대적으로 점포 수가 작은 이마트 24 가 출점할 수 있는 지역은 충분하나, 넓은 상권을 가져가기 위해 필요한 투자를 감내할 수 있는 자영업자가 충분하지 않을 것. 직영 점포의 출점은 큰 비용을 동반하는 결정인 만큼, 동사가 투자자들의 기대에 부합하는 출점을 진행할 수 있을지는 지켜봐야 할 포인트.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	131,536	136,400	147,779	159,514	172,854	187,197
yoy	%	0.9	3.7	8.3	7.9	8.4	8.3
영업이익	억원	5,830	5,038	5,469	5,533	5,906	6,337
yoy	%	-20.7	-13.6	8.6	1.2	6.7	7.3
EBITDA	억원	9,969	9,376	10,033	10,220	12,158	12,578
세전이익	억원	4,238	6,938	4,819	7,198	5,367	5,824
순이익(지배주주)	억원	2,900	4,547	3,762	6,222	3,831	4,162
영업이익률%	%	4.4	3.7	3.7	3.5	3.4	3.4
EBITDA%	%	7.6	6.9	6.8	6.4	7.0	6.7
순이익률	%	2.2	3.3	2.6	4.0	2.3	2.3
EPS	원	10,404	16,312	13,497	22,319	13,744	14,931
PER	배	19.5	11.6	13.6	12.1	19.6	18.1
PBR	배	0.8	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	9.6	10.2	9.2	11.9	9.9	9.4
ROE	%	4.3	6.6	5.1	7.8	4.6	4.8
순차입금	억원	36,907	39,106	35,610	39,378	37,079	34,020
부채비율	%	95.9	100.2	89.9	94.4	100.5	106.8

## 이마트 목표주가 산정

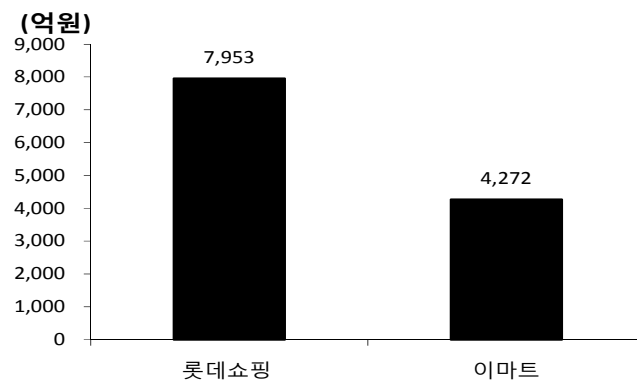
	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	2,900	4,547	3,784	6,222	3,831	4,162	4,573
Target P/E Multiple(X)					20.0	18.0	16.2
적정 시가총액(억원)					76,623	74,918	74,081
주식 수(천주)					27,876	27,876	27,876
적정주가(원)					274,872	268,755	265,753
목표주가(원)					270,000		
목표 시가총액(억원)					75,265		
각 연도말 시가총액(억원)	56,588	52,685	51,013				
목표 시가총액 대비 Implied P/E				121	196	181	165
각 연도말 P/E	19.5	11.6	16.9				

주: 2017년 지배주주순이익에는 코스트코 부지 매각에 따른 차익 2,250 억원이 반영

자료: SK 증권 리서치센터

## 롯데쇼핑 vs 이마트

: 연결 자회사 지분을 고려한 국내 사업 영업이익에서 순이자비용 제외한 이익



주: 1. 롯데쇼핑: 롯데하이마트 지분 65.25%, 롯데홈쇼핑 지분 53.03%

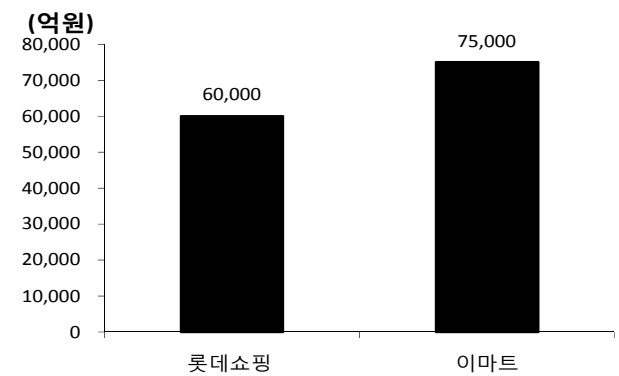
2. 이마트: 신세계푸드 지분 46.1%, 에브리데이 지분 99.3%

3. 순이자비용: 롯데쇼핑 700억원(분할 후 순차입금 축소 고려), 이마트 900억원

자료: 롯데쇼핑, 이마트, SK 증권

## 롯데쇼핑 vs 이마트 시가총액

: 이마트에 대한 투자자들의 기대감이 큰 것으로 판단



자료: SK 증권

## 이마트 실적 추이 및 전망

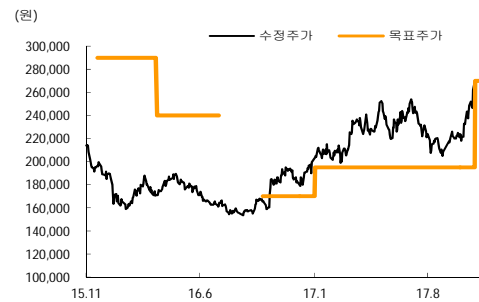
단위: 억원 %

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017E	2018E
총매출	37,965	36,471	41,511	37,795	40,933	39,408	44,075	41,835	44,192	43,292	48,313	45,113	47,659	47,128	52,404	48,848	153,742	166,251	180,909	196,039
할인점	28,016	25,924	29,857	26,396	28,524	26,269	31,071	27,472	28,975	27,556	31,099	27,694	28,888	27,473	31,006	27,611	110,193	113,336	115,324	114,978
트레이더스	2,121	2,219	2,799	2,485	2,700	2,677	3,274	3,305	3,519	3,562	4,104	4,803	5,444	5,843	6,520	6,887	9,624	11,956	15,988	24,694
온라인몰	1,492	1,669	1,716	1,749	1,948	2,002	2,121	2,315	2,438	2,512	2,778	2,778	2,877	2,919	3,183	3,143	6,626	8,386	10,506	12,122
세계조선호텔	1,048	1,072	1,172	1,624	1,594	1,877	466	1,743	1,528	1,469	1,530	1,718	1,582	1,522	1,585	1,779	4,916	5,680	6,245	6,468
슈퍼마켓	2,300	2,560	2,624	2,413	2,573	2,619	2,700	2,613	2,740	2,888	2,976	2,723	2,766	2,902	2,991	2,737	9,897	10,505	11,327	11,396
위드미	159	277	431	484	540	888	1,134	1,221	1,301	1,706	2,052	2,210	2,304	2,861	3,338	3,496	1,351	3,783	7,269	12,000
해외사업	722	542	548	310	677	550	558	313	580	397	382	310	557	387	376	312	2,122	2,098	1,669	1,631
신세계푸드	2,107	2,208	2,364	2,334	2,377	2,525	2,751	2,803	2,848	3,030	3,211	2,803	2,848	3,030	3,211	2,803	9,013	10,457	11,892	11,892
세계프라퍼티	0	0	0	0	0	0	0	49	263	172	181	74	394	189	195	79	0	49	689	857
영업이익	1,609	657	1,934	838	1,560	470	2,146	1,293	1,601	554	1,827	1,551	1,655	665	2,032	1,553	5,038	5,469	5,533	5,906
영업이익률	4.2%	1.8%	4.7%	2.2%	3.8%	1.2%	4.9%	3.1%	3.6%	1.3%	3.8%	3.4%	3.5%	1.4%	3.9%	3.2%	3.3%	3.3%	3.1%	3.0%
할인점	1,952	974	2,126	1,271	1,932	679	2,235	1,467	1,752	726	1,930	1,645	1,718	586	1,893	1,502	6,323	6,313	6,053	5,700
트레이더스	38	37	82	33	73	69	121	90	120	137	150	169	193	240	238	254	190	353	576	924
온라인몰	-54	-60	-73	-59	-125	-94	-86	-60	-38	-41	-18	-43	-27	-29	-12	-29	-246	-365	-140	-97
세계조선호텔	-89	-103	-91	-101	-88	1	-8	-8	-52	-65	-10	-7	-33	-37	11	15	-384	-103	-133	-44
호텔	-19	-26	0	28	-5	9	24	27	-17	-21	25	28	-18	-22	26	30		55	16	16
면세점	-70	-77	-91	-129	-83	-8	-32	-35	-35	-44	-35	-35	-15	-15	-15	-15		-158	-149	-60
슈퍼마켓	-64	-12	-2	-82	-49	-9	2	-26	-3	10	33	-22	3	3	3	3	-160	-82	18	11
위드미	-55	-59	-62	-86	-84	-84	-77	-104	-127	-102	-114	-169	-202	-142	-152	-233	-262	-349	-512	-729
해외사업	-119	-145	-33	-54	-61	-71	-64	-72	-56	-63	-182	-76	-15	-15	-15	-15	-351	-268	-377	-60
신세계푸드	46	51	6	-10	-35	127	26	66	48	85	93	73	53	89	98	76	94	185	299	316
세계프라퍼티	-4	-53	-6	18	-23	-102	51	-61	-28	-125	-45	-20	-20	-20	-20	-20	-45	-136	-218	-80
세전이익	1,669	3,703	1,510	56	1,628	248	1,992	951	1,733	422	3,770	1,272	1,705	465	1,871	1,326	6,938	4,819	7,197	5,367
세전이익률	4.4%	10.2%	3.6%	0.1%	4.0%	0.6%	4.5%	2.3%	3.9%	1.0%	7.8%	2.8%	3.6%	1.0%	3.6%	2.7%	4.5%	2.9%	4.0%	2.7%
당기순이익	1,216	2,745	1,062	-464	1,200	122	1,497	997	1,315	256	3,812	916	1,236	337	1,356	962	4,559	3,816	6,299	3,891
지배주주순이익	1,206	2,730	1,060	-449	1,203	93	1,478	989	1,296	242	3,783	901	1,221	322	1,341	947	4,547	3,762	6,222	3,831

주: 2017년 3 분기에는 코스트코 부지 매각 차익 2,250 억원이 반영

자료: 이마트, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2017.11.28	중립	270,000원	6개월		
2017.08.23	중립	195,000원	6개월	15.76%	38.21%
2017.02.01	중립	195,000원	6개월	15.89%	30.26%
2017.01.10	중립	170,000원	6개월	8.37%	19.41%
2016.10.26	중립	170,000원	6개월	7.01%	14.71%
2016.08.05	담당자 변경				
2016.04.11	매수	240,000원	6개월	-29.60%	-21.04%
2015.12.21	매수	290,000원	6개월	-39.31%	-31.21%



### Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 11월 28일 기준)

매수	89.87%	중립	10.13%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>유동자산</b>	14,644	17,409	22,078	31,474	41,677
현금및현금성자산	634	658	5,278	13,070	21,502
매출채권및기타채권	2,919	3,802	4,115	4,456	4,841
재고자산	8,861	9,795	10,602	11,479	12,471
<b>비유동자산</b>	130,294	136,873	148,040	150,530	153,455
장기금융자산	13,353	13,965	20,039	20,039	20,039
유형자산	98,054	97,092	98,715	98,869	99,014
무형자산	3,832	3,986	3,957	3,763	3,589
<b>자산총계</b>	144,938	154,282	170,119	182,004	195,131
<b>유동부채</b>	39,345	40,014	43,832	46,582	49,635
단기금융부채	14,691	13,896	15,156	15,156	15,156
매입채무 및 기타채무	12,374	12,735	13,783	14,924	16,214
단기충당부채	21	16	17	19	21
<b>비유동부채</b>	33,199	33,026	38,784	44,667	51,157
장기금융부채	26,455	24,878	30,555	36,047	41,420
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	452	535	580	628	682
<b>부채총계</b>	72,544	73,040	82,616	91,249	100,792
<b>지배주주지분</b>	69,861	76,962	82,253	85,456	88,991
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	41,935	41,935	41,935
기타자본구성요소	-397	-401	0	0	0
자기주식	-26	-26	0	0	0
이익잉여금	16,532	19,579	24,737	28,150	31,894
비지배주주지분	2,533	4,280	5,250	5,299	5,348
<b>자본총계</b>	72,394	81,242	87,503	90,756	94,339
<b>부채외자본총계</b>	144,938	154,282	170,119	182,004	195,131

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>영업활동현금흐름</b>	8,491	7,912	8,483	11,019	11,384
당기순이익(손실)	6,938	4,819	6,842	3,891	4,222
비현금성항목등	3,681	7,006	4,604	8,266	8,356
유형자산감가상각비	4,092	4,319	4,429	5,846	5,855
무형자산감가상각비	246	246	258	406	386
기타	-1,616	1,622	-473	518	889
운전자본감소(증가)	-874	-2,266	-1,763	1,327	1,397
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-231	-846	-197	-341	-385
재고자산감소(증가)	-1,140	-1,304	-1,155	-878	-992
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	421	682	-1,031	1,141	1,289
기타	76	-797	620	1,405	1,484
법인세납부	-1,253	-1,648	-1,199	-2,466	-2,591
<b>투자활동현금흐름</b>	-9,930	-10,419	-4,849	-7,098	-6,579
금융자산감소(증가)	3,088	-1,463	1,602	0	0
유형자산감소(증가)	-9,843	-5,608	-6,405	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-119	-169	-212	-212	-212
기타	-3,055	-3,179	167	-886	-367
<b>재무활동현금흐름</b>	1,531	2,549	1,104	3,870	3,628
단기금융부채증가(감소)	-200	1,664	-1,400	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,157	-3,079	3,266	5,492	5,373
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-444	-520	-418	-418	-418
기타	17	4,483	-213	-1,204	-1,327
<b>현금의 증가(감소)</b>	29	24	4,620	7,791	8,432
기초현금	605	634	658	5,278	13,070
기말현금	634	658	5,278	13,070	21,502
FCF	-129	3,943	3,076	4,858	5,229

자료 : 이마트, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	136,400	147,779	159,514	172,854	187,197
<b>매출원가</b>	98,438	106,239	115,007	127,975	141,886
<b>매출총이익</b>	37,962	41,540	44,507	44,880	45,311
매출총이익률 (%)	27.8	28.1	27.9	26.0	24.2
<b>판매비와관리비</b>	32,924	36,071	38,974	38,974	38,974
영업이익	5,038	5,469	5,533	5,906	6,337
영업이익률 (%)	3.7	3.7	3.5	3.4	3.4
<b>비영업손익</b>	1,900	-650	1,665	-539	-514
<b>순금융비용</b>	973	872	840	481	86
외환관련손익	-422	-211	134	134	134
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	69	185	553	185	185
세전계속사업이익	6,938	4,819	7,198	5,367	5,824
세전계속사업이익률 (%)	5.1	3.3	4.5	3.1	3.1
계속사업법인세	2,379	1,002	899	1,476	1,601
<b>계속사업이익</b>	4,559	3,816	6,299	3,891	4,222
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,559	3,816	6,299	3,891	4,222
<b>순이익률 (%)</b>	3.3	2.6	4.0	2.3	2.3
<b>지배주주</b>	4,547	3,762	6,222	3,831	4,162
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	3.33	2.55	3.9	2.22	2.22
<b>비지배주주</b>	12	54	77	60	60
<b>총포괄이익</b>	1,242	3,868	6,079	3,671	4,002
<b>지배주주</b>	1,240	3,825	6,012	3,622	3,953
<b>비지배주주</b>	2	43	66	49	49
<b>EBITDA</b>	9,376	10,033	10,220	12,158	12,578

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.7	8.3	7.9	8.4	8.3
영업이익	-13.6	8.6	1.2	6.7	7.3
세전계속사업이익	63.7	-30.5	49.4	-25.4	8.5
EBITDA	-5.9	7.0	1.9	19.0	3.5
EPS(계속사업)	56.8	-17.3	65.4	-38.4	8.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.6	5.1	7.8	4.6	4.8
ROA	3.2	2.6	3.9	2.2	2.2
EBITDA마진	6.9	6.8	6.4	7.0	6.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	37.2	43.5	50.4	67.6	84.0
부채비율	100.2	89.9	94.4	100.5	106.8
순차입금/자기자본	54.0	43.8	45.0	40.9	36.1
EBITDA/이자비용(배)	7.5	8.8	9.4	10.1	9.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	16,312	13,497	22,319	13,744	14,931
BPS	250,613	276,088	295,068	306,561	319,241
CFPS	31,875	29,871	39,131	36,171	37,320
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	15.5	14.5	12.1	19.6	18.1
PER(최저)	11.6	11.4	8.0	13.0	12.0
PBR(최고)	1.0	0.7	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	5.9	6.1	6.9	7.5	7.2
EV/EBITDA(최고)	12.1	9.5	11.9	9.9	9.4
EV/EBITDA(최저)	10.2	8.3	9.4	7.8	7.4