

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

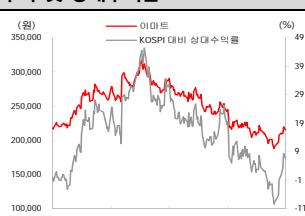
Company Data

자본금	1,394 억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	59,933 억원
주요주주	
이명희(외3)	28.05%
국민연금공단	9.97%
외국인지분률	48.70%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(18/10/08)	215,000 원
KOSPI	2253.83 pt
52주 Beta	0.46
52주 최고가	317,500 원
52주 최저가	188,000 원
60일 평균 거래대금	237 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.9%	5.1%
6개월	-25.2%	-19.4%
12개월	3.1%	9.6%

이마트 (139480/KS | 매수(유지) | T.P 290,000 원(하향))

온라인 사업 확장을 통한 체질 개선 가능

2017년 크게 상승했던 동사의 주가는 2018년 추세적으로 하락. 2017년 주가 상승의 원동력이었던 트레이더스의 고성장이 지속될 수 있을 것이라는 기대감이 훼손된 것이 가장 큰 원인. 향후 동사의 주가는 온라인 사업의 확장 여부에 따라 달라질 전망. 트레이더스에 대한 성장 기대감이 훼손된 것과 달리 온라인 사업은 동사가 보유한 로열티 높은 트래픽과 풍부한 투자여력 등으로 장기 고성장을 추구할 수 있을 것

2018년 주가 지속적으로 하락

: 오프라인 업황 부진 및 온라인 사업에 대한 기대감 하락이 원인

2017년 크게 상승했던 동사의 주가는 2018년 추세적으로 하락. 2017년 주가 상승의 원동력이었던 트레이더스의 고성장이 지속될 수 있을 것이라는 기대감이 훼손된 것이 가장 큰 원인. 또하나 투자자들의 신성장 동력으로 주목받았던 온라인 사업 역시 뚜렷한 확장 전략을 내놓지 못하고 있는 것도 주가 하락의 원인.

의미있는 주가 상승은 오프라인 사업보다는 온라인 사업의 전개에 영향 받을 것

향후 동사의 주가는 온라인 사업의 확장 여부에 따라 달라질 전망. 오프라인 포맷은 매력적으로 보이더라도 높은 성장을 지속하기 쉽지 않음을 트레이더스를 통해 확인. 고객들이 온라인으로 빠르게 이동하고 있기 때문. 따라서 오프라인 사업의 단기 실적 개선이 본질 가치를 크게 개선시키기는 못할 전망.

반면, 고객의 이용이 증가하고 있는 온라인 사업은 동사가 의미있는 성장을 추구하기에 충분한 경쟁력이 있는 분야. 최근 온라인 사업을 확대하는 업체들이 많아지고 있으나, 이마트와 직접 경쟁을 하기는 쉽지 않을 것이기 때문. 온라인 쇼핑은 IT 인프라를 기반으로 한 온라인의 트래픽과 물류시스템과 같은 오프라인 인프라가 모두 필요. 이마트는 이미 '온라인 장보기'로 로열티 높은 트래픽을 충분히 확보하고 있으며 이를 실행할 오프라인 투자 여력 역시 충분. 특히, 이마트의 '온라인 장보기' 서비스를 실행하기 위해서 필요한 '콜드체인' 물류는 다른 물류시스템보다 필요한 자금 규모가 큼. 따라서 중소규모의 업체가 이마트와 직접 경쟁하는 것은 어려울 것. 따라서 온라인 사업을 확장하는 시점이 다소 지연되더라도 이마트가 온라인 사업을 통해 구조적인 성장성 개선을 추구할 기회를 잃어버릴 가능성은 높지 않음.

온라인 사업 확장을 통한 성장의 기회는 충분

온라인 사업에 대한 기대감이 하락함에 따라 목표주가를 기존 410,000 원에서 290,000 원으로 하향하나 투자의견은 매수를 유지. 온라인 사업 확장을 통한 성장의 기회가 충분히 남아 있는 만큼, 투자자들이 온라인 사업을 다시 높은 가치로 평가할 가능성이 높기 때문.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	136,400	146,151	158,767	165,723	175,881	187,126
yoY	%	3.7	7.2	8.6	4.4	6.1	6.4
영업이익	억원	5,038	5,686	5,669	6,140	6,495	7,164
yoY	%	-13.6	12.9	-0.3	8.3	5.8	10.3
EBITDA	억원	9,376	10,251	10,487	11,223	13,206	13,838
세전이익	억원	6,938	5,068	7,514	6,509	5,967	6,693
순이익(지배주주)	억원	4,547	3,762	6,161	4,693	4,266	4,792
영업이익률%	%	3.7	3.9	3.6	3.7	3.7	3.8
EBITDA%	%	6.9	7.0	6.6	6.8	7.5	7.4
순이익률	%	3.3	2.6	4.0	2.9	2.5	2.6
EPS	원	16,312	13,051	19,650	17,024	15,305	17,192
PER	배	11.6	14.0	13.8	12.6	14.1	12.5
PBR	배	0.8	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	배	10.2	9.0	11.0	9.3	7.6	6.9
ROE	%	6.6	5.1	7.7	5.6	5.0	5.5
순차입금	억원	39,106	35,610	33,779	38,102	34,547	29,961
부채비율	%	100.2	89.9	83.2	86.5	95.1	103.3

목표주가 산정

단위: 억원

Valuation	지분율	2018년	2019년	2020년
nopat				
대형마트	사업부	3,964	3,995	4,042
트레이더스	사업부	457	589	720
온라인 사업	사업부	-15	42	67
슈퍼마켓	99.3%	27	44	62
이마트24	100.0%	-356	-282	-72
신세계프라퍼티	100.0%	140	190	230
신세계TV쇼핑	47.8%	0	45	100
스타벅스	50.0%	947	1,090	1,253
조선호텔	99.9%	39	85	89
nopat 대비 multiple				
대형마트		12.0x	소형포맷의 비중이 증가하며 매출이 증가하고 있는 점을 고려하여 업태 적정 Multiple 대비 20% 할증	
트레이더스		20.0x		
온라인 사업		-		
슈퍼마켓		-		
이마트24				
신세계프라퍼티		20.0x	global property P/E 수준	
신세계TV쇼핑		25.0x		
스타벅스		12.0x		
조선호텔		15.0x		
각 부문별 영업가치(지분율 고려)				
대형마트		47,936		
트레이더스		11,786		
온라인 사업		34,559	PSR 2.5x 적용(쿠팡 자금 조달시 valuation 취급고 대비 3x)	
슈퍼마켓		1,733	PSR = 0.15x	
이마트24				
신세계프라퍼티		3,792		
신세계TV쇼핑		538	KTH 시가총액 2,000억원	
스타벅스		6,537		
조선호텔		1,275		
상장회사	지분율	시가총액	지분가치	할인율
신세계푸드	46.90%	4,500	1,477	30%
신세계건설	42.7%	1,200	359	30%
신세계아이앤씨	35.7%	2,600	650	30%
기업가치		110,642		
순차입금		30,000		
적정시가총액		80,642		
주식 수(천주)		27,876		
적정주가		289,289		

자료: SK 증권

이마트 실적 추이 및 전망(2017년 영업이익, 중국 및 면세점 중단사업으로 적용)

단위: 억원 %

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년	2017년	2018년E	2019년E	2020년E
총매출	44,192	43,292	48,313	44,971	45,706	44,080	49,252	46,417	153,742	166,251	180,767	185,456	196,824	209,405
할인점	28,975	27,556	31,099	29,198	29,054	26,987	30,460	28,795	110,193	113,336	116,828	115,296	114,955	115,070
트레이더스	3,519	3,562	4,104	4,028	4,587	4,524	5,120	4,595	9,624	11,956	15,213	18,826	23,576	28,646
온라인몰	2,438	2,512	2,778	2,776	3,037	2,967	3,231	3,183	6,626	8,386	10,504	12,418	13,824	14,852
세계조선훌	1,528	1,469	1,530	891	428	461	476	532	4,916	5,680	5,418	1,897	1,987	2,086
슈퍼마켓	2,740	2,888	2,976	2,727	2,793	2,938	2,991	2,776	9,897	10,505	11,331	11,498	11,556	11,613
위드미	1,301	1,706	2,052	1,781	2,076	2,557	3,262	2,760	1,351	3,783	6,840	10,655	15,235	20,592
해외사업	580	397	382	135	159	139	146	155	2,122	2,098	1,494	599	689	792
신세계푸드	2,848	3,030	3,211	2,987	3,179	3,103	3,372	3,136	9,013	10,457	12,076	12,790	13,429	14,101
세계프라퍼티	263	172	181	448	394	404	195	484	0	49	1,063	1,477	1,574	1,653
영업이익	1,676	652	2,036	1,774	1,535	533	2,324	1,748	5,038	5,469	6,138	6,139	6,495	7,164
영업이익률	3.8%	1.5%	4.2%	3.9%	3.4%	1.2%	4.7%	3.8%	3.3%	3.3%	3.4%	3.3%	3.3%	3.4%
할인점	1,749	726	1,930	1,563	1,474	407	1,921	1,484	6,323	6,313	5,968	5,286	5,326	5,389
트레이더스	122	137	150	103	130	161	202	116	190	353	512	609	786	960
온라인몰	-38	-41	-18	-29	2	-28	3	3	-246	-365	-126	-20	55	89
세계조선훌	-52	-65	-10	-47	-9	-12	26	34	-384	-103	-174	39	85	89
호텔	-17	-21	25	32	-9	-12	26	34	55	19	39	85	89	89
면세점	-35	-44	-35	-79	0	0	0	0	-158	-193	0	0	0	0
슈퍼마켓	-3	10	33	-18	2	16	15	3	-160	-82	22	36	59	83
위드미	-127	-102	-114	-174	-124	-96	-109	-145	-262	-349	-517	-475	-376	-97
해외사업	-56	-63	-182	-15	-8	-5	-5	-15	-351	-268	-316	-33	-33	-33
신세계푸드	48	85	93	72	100	69	103	79	94	185	298	351	387	427
세계프라퍼티	-28	-125	-45	-7	26	57	57	60	-45	-136	-205	200	271	329
세전이익	1,820	520	3,979	1,663	1,669	1,211	2,162	1,467	6,938	4,819	7,982	6,509	5,967	6,693
세전이익률	4.1%	1.2%	8.2%	3.7%	3.7%	2.7%	4.4%	3.2%	4.5%	2.9%	4.4%	3.5%	3.0%	3.2%
당기순이익	1,315	256	3,812	896	1,246	948	1,568	1,064	4,559	3,816	6,279	4,825	4,326	4,852
지배주주순이익	1,296	242	3,783	840	1,183	908	1,553	1,049	4,547	3,762	6,161	4,693	4,266	4,792

자료: 이마트, SK 증권

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	17,409	18,952	20,466	30,315	41,204
현금및현금성자산	658	2,232	3,408	12,336	22,265
매출채권및기타채권	3,802	4,583	4,514	4,787	5,071
재고자산	9,795	10,114	9,961	10,564	11,192
비유동자산	136,892	141,713	147,504	148,722	150,000
장기금융자산	13,965	14,683	18,576	18,576	18,576
유형자산	97,092	97,999	98,448	98,102	97,778
무형자산	4,005	3,767	3,166	3,036	2,920
자산총계	154,301	160,665	167,970	179,038	191,204
유동부채	40,014	42,140	42,483	44,135	45,855
단기금융부채	13,896	14,400	15,171	15,171	15,171
매입채무 및 기타채무	12,735	14,284	14,069	14,920	15,806
단기충당부채	16	16	16	17	18
비유동부채	33,045	30,811	35,439	43,110	51,285
장기금융부채	24,878	22,598	27,919	33,292	38,635
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	535	719	708	751	795
부채총계	73,059	72,951	77,922	87,245	97,140
지배주주지분	76,962	82,417	84,447	86,133	88,346
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	41,935	41,935	41,935
기타자본구성요소	-401	-579	8,380	8,380	8,380
자기주식	-26	-26	0	0	0
이익잉여금	19,579	24,649	28,738	32,517	36,822
비지배주주지분	4,280	5,297	5,601	5,659	5,718
자본총계	81,242	87,714	90,048	91,793	94,064
부채와자본총계	154,301	160,665	167,970	179,038	191,204

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	7,912	9,451	5,432	10,931	11,378
당기순이익(순실)	4,819	7,082	5,458	4,326	4,852
비현금성활동등	7,006	4,779	6,597	8,879	8,986
유형자산감가상각비	4,319	4,553	4,834	6,346	6,324
무형자산상각비	246	265	248	365	350
기타	1,622	636	530	957	1,484
운전자본감소(증가)	-2,266	-1,088	-5,796	-252	-237
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-846	-820	184	-273	-284
재고자산감소(증가)	-1,304	-810	-729	-603	-628
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	682	596	-1,927	851	887
기타	-797	-54	-3,324	-227	-212
법인세납부	-1,648	-1,322	-827	-2,023	-2,223
투자활동현금흐름	-10,419	-4,830	-7,316	-5,878	-5,167
금융자산감소(증가)	-1,463	1,533	-753	0	0
유형자산감소(증가)	-5,608	-5,931	-5,162	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-169	-234	-235	-235	-235
기타	-3,179	-198	-1,166	357	1,067
재무활동현금흐름	2,549	-3,072	3,006	3,874	3,718
단기금융부채증가(감소)	1,664	-982	-262	0	0
장기금융부채증가(감소)	-3,079	-1,374	4,507	5,373	5,343
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-520	-589	-488	-488	-488
기타	4,483	-127	-606	-1,011	-1,137
현금의 증가(감소)	24	1,574	1,176	8,927	9,929
기초현금	634	658	2,232	3,408	12,336
기말현금	658	2,232	3,408	12,336	22,265
FCF	3,755	2,658	4,162	5,528	5,991

자료 : 이마트 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	146,151	158,767	165,723	175,881	187,126
매출원가	105,061	113,554	118,368	128,172	138,748
매출총이익	41,090	45,213	47,354	47,709	48,378
매출총이익률 (%)	28.1	28.5	28.6	27.1	25.9
판매비와관리비	35,404	39,544	41,214	41,214	41,214
영업이익	5,686	5,669	6,140	6,495	7,164
영업이익률 (%)	3.9	3.6	3.7	3.7	3.8
비영업손익	-618	1,844	369	-527	-471
순금융비용	870	764	582	175	-409
외환관련손익	-211	794	35	35	35
관계기업투자등 관련손익	185	547	334	334	334
세전계속사업이익	5,068	7,514	6,509	5,967	6,693
세전계속사업이익률 (%)	3.5	4.7	3.9	3.4	3.6
계속사업법인세	1,375	1,918	1,631	1,641	1,841
계속사업이익	3,692	5,596	4,878	4,326	4,852
중단사업이익	124	683	-53	0	0
*법인세효과	-373	-1,115	0	0	0
당기순이익	3,816	6,279	4,825	4,326	4,852
순이익률 (%)	2.6	4.0	2.9	2.5	2.6
지배주주	3,762	6,161	4,693	4,266	4,792
지배주주기록 순이익률(%)	257	3.88	2.83	2.43	2.56
비지배주주	54	119	132	60	60
총포괄이익	3,868	6,335	2,731	2,232	2,758
지배주주	3,825	6,218	2,601	2,174	2,700
비지배주주	43	117	131	58	58
EBITDA	10,251	10,487	11,223	13,206	13,838

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	7.2	8.6	4.4	6.1	6.4
영업이익	12.9	-0.3	8.3	5.8	10.3
세전계속사업이익	-27.0	48.3	-13.4	-8.3	12.2
EBITDA	9.3	2.3	7.0	17.7	4.8
EPS(계속사업)	-20.0	50.6	-13.4	-10.1	12.3
수익성 (%)					
ROE	5.1	7.7	5.6	5.0	5.5
ROA	2.6	4.0	2.9	2.5	2.6
EBITDA마진	7.0	6.6	6.8	7.5	7.4
안정성 (%)					
유동비율	43.5	45.0	48.2	68.7	89.9
부채비율	89.9	83.2	86.5	95.1	103.3
순자금/자기자본	43.8	38.5	42.3	37.6	31.9
EBITDA/이자비용(배)	9.0	10.4	12.6	13.1	12.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,051	19,650	17,024	15,305	17,192
BPS	276,088	295,657	302,940	308,990	316,926
CFPS	29,871	39,385	35,068	39,379	41,135
주당 현금배당금	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	14.9	14.4	18.7	20.8	18.5
PER(최저)	11.8	9.1	11.0	12.3	10.9
PBR(최고)	0.7	1.0	1.1	1.0	1.0
PBR(최저)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	6.1	6.9	6.1	5.5	5.2
EV/EBITDA(최고)	9.3	11.3	11.8	9.7	8.9
EV/EBITDA(최저)	8.2	8.6	8.6	7.0	6.3