

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	55,612 억원
주요주주	
이명희(외2)	28.05%
국민연금공단	8.05%
외국인지분률	48.30%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/01/31)	199,500 원
KOSPI	2083.59 pt
52주 Beta	0.63
52주 최고가	199,500 원
52주 최저가	153,500 원
60일 평균 거래대금	186 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.6%	5.2%
6개월	22.0%	18.7%
12개월	20.5%	8.3%

이마트 (139480/KS | 중립(유지) | T.P 195,000 원(상향))

보수적 투자의견에 변함 없음

이마트의 최근 주가는 4Q16의 실적 호조를 바탕으로 상승. 구체적인 내용은 2월 3일의 실적발표를 통해서 확인해야겠지만, 단기 실적 개선 폭이 당사의 예상을 상회하는 수준임에는 틀림없어 보임. 그럼에도 불구하고 당사는 동사에 대한 보수적인 투자의견을 유지. 무엇보다 동사의 영업이익 성장이 10%를 상회하기 어려울 것으로 추정되는데, P/E Multiple은 15.0x 수준이기 때문. 이는 월마트와 비교해도 싸지 않은 수준.

최근 주가 상승은 예상을 상회한 4Q16 영업이익 때문

지난 1월 25일 손익구조변경(당기순이익 15%이상 변동)으로 간단한 실적공시를 한 바 있음. 이를 통해 지난 4Q16 연결기준 영업이익이 1,293 억원으로 컨센서스 1,100 억원을 상회한 것으로 확인. 이는 yoy +54.3% 성장한 것이기도 함. 부문별 실적은 2월 3일에 있을 실적발표를 통해 구체적으로 알 수 있을 것이나, 할인점 이마트와 트레이더스의 수익성 개선 폭이 시장의 예상을 상회한 것으로 추정할 수 있음. 상대적으로 이익규모가 작은 4분기에 수익성이 개선되며 영업이익의 성장률이 크게 개선된 것.

단기 실적 개선에도 불구하고, 보수적 투자의견 유지

단기 실적 개선이 당사의 예상 또한 상회한 것을 반영하여 목표주가는 170,000 원에서 195,000 원으로 상향. 그러나 이마트에 대한 투자의견은 '중립'을 유지. 무엇보다 영업이익 성장률이 10% 미만일 것으로 예상되는 동사의 valuation이 P/E Multiple 15.0x 수준 (IBES 기준으로는 13.7x)이라는 점이 부담스러움. 이는 글로벌 대표 할인점 업체인 월마트의 P/E Multiple 15.4x와 비교하여도 싸지 않음. 당사는 다음과 같은 이유로 동사의 영업이익 성장률이 연간 10%를 상회하기 어렵다고 판단함.

- 1) 규모의 경제가 중요한 유통업체의 특성상, 매출 성장 없이 비용통제만으로 개선된 수익성은 장기간 지속되기 어려움.
- 2) 투자자들이 향후 동사의 성장 동력으로 기대하고 있는 트레이더스에 대해서도 당사는 트레이더스가 이마트와 마찬가지로 유통산업발전법의 영향권 아래에 있는 만큼, 지속적인 출점은 쉽지 않을 것으로 전망함.
- 3) 덧붙여 트레이더스의 성장은 이마트의 자기 잠식을 동반할 것이라는 점도 동사의 고성장을 기대하기 어렵게 함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	130,353	131,536	136,400	147,913	153,014	162,086
yoy	%	2.8	0.9	3.7	8.4	3.5	5.9
영업이익	억원	7,351	5,830	5,038	5,469	5,782	5,806
yoy	%	0.0	-20.7	-13.6	8.6	5.7	0.4
EBITDA	억원	11,294	9,969	9,376	10,026	12,075	12,085
세전이익	억원	6,491	4,238	6,938	4,819	5,148	5,257
순이익(지배주주)	억원	4,672	2,900	4,547	3,784	3,642	3,751
영업이익률%	%	5.6	4.4	3.7	3.7	3.8	3.6
EBITDA%	%	8.7	7.6	6.9	6.8	7.9	7.5
순이익률	%	3.7	2.2	3.3	2.6	2.4	2.4
EPS	원	16,762	10,404	16,312	13,574	13,064	13,457
PER	배	15.9	19.5	11.6	13.5	15.3	14.8
PBR	배	1.1	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	9.8	9.6	10.2	9.0	7.7	7.4
ROE	%	7.4	4.3	6.6	5.1	4.6	4.4
순차입금	억원	33,819	36,907	39,106	35,303	33,772	29,068
부채비율	%	94.9	95.9	100.2	94.6	92.8	91.3

2 월 중순까지는 건조한 주가가 지속될 수 있음

다만, 단기 실적에 민감한 동사의 주가 변동을 고려할 때, 1 월 매출이 공시되는 2 월 중순까지는 주가 상승이 가능해 보임. 금년 1 월은 전년도와 달리 설날이 있어 공시되는 매출 규모가 전년 대비 크게 성장할 가능성이 높음. 이는 설날 특수 영향의 영향을 충분히 분석하기 어려운 시점이기 때문에 이마트의 실적 개선에 대한 기대가 큰 투자자들에게 매력적인 투자 포인트가 될 수 있음.

그러나 설날 효과의 왜곡을 배제할 수 있는 1~2 월 누계 매출은 호조를 기대하기 어려움. 뚜렷한 소비 회복이 나타나고 있지 않는 가운데, 설 선물 매출 역시 부진했던 것으로 파악되기 때문. 여기에 2016 년 2 월이 29 일까지 있었던 것과 달리, 금년 2 월은 28 일로 영업일 수가 하루 부족한 것도 단기 실적 회복세를 지속하는 데 부담 요인.

이마트 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	2,900	4,547	3,784	3,642	3,751	3,916	3,949
Target P/E Multiple(X)				150	13.5	12.2	10.9
적정 시가총액(억원)				54,627	50,642	47,580	43,187
주식 수(천주)				27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(원)				195,967	181,669	170,685	154,926
목표주가(원)				195,000			
목표 시가총액(억원)				54,358			
각 연도말 시가총액(억원)	56,588	52,685	51,013				
목표 시가총액 대비 Implied P/E				14.9	14.5	13.9	13.8
각 연도말 P/E(X, 2017년은 1월 31일 기준)	19.5	11.6	16.9				

자료: SK 증권 리서치센터

글로벌 대형마트 및 대형슈퍼마켓 업체 Valuation 비교

업종분류	회사명	국가	통화단위	시가총액 (백만 USD)	주가 (각국통화)	12 Forward PE	12 Forward Market PE	Valuation Premium	PE 1	PE 2
Multi-Format	LOTTE SHOPPING	한국	KRW	6167	227000	16.5	10.1	62.9%	21.8	16.5
	AEON	일본	JPY	12531	1636	61.6	14.8	316.2%	125.7	58.3
	DASHANG'A'	중국	CNY	1768	41.39	14.7	14.5	0.8%	16.3	14.9
	ZHONGBAI HOLDINGS GP.'A'	중국	CNY	889	8.98	73.6	14.5	405.8%	34.9	74.8
	WENFENG GT.WLD.CHN.DEV.'A'	중국	CNY	1368	5.09	-	14.5	-	-	-
	MARKS & SPENCER GROUP	영국	GBP	6911	339.9	11.7	14.4	-18.2%	11.6	11.8
대형마트 SSM	E-MART	한국	KRW	4894	203500	13.7	10.1	35.1%	16.2	14.1
	WAL MART STORES	미국	USD	204121	66.42	15.4	18.4	-16.3%	15.4	15.3
	COSTCO WHOLESALE	미국	USD	71706	163.25	26.5	18.4	44.0%	27.7	24.9
	TARGET	미국	USD	36016	64.12	12.0	18.4	-34.7%	12.7	12.0
	TESCO	영국	GBP	20234	197.8	20.3	14.4	41.6%	26.4	19.9
	CARREFOUR	프랑스	EUR	18530	22.855	13.0	15.2	-14.5%	14.9	12.9
	METRO	독일	EUR	11073	31.867	14.6	14.3	1.9%	15.1	13.7
	SUN ART RETAIL GROUP	홍콩	HKD	9616	7.82	25.4	12.6	102.1%	27.0	25.4
슈퍼마켓	KROGER	미국	USD	31521	33.6	14.9	18.4	-19.1%	15.9	15.0
	WHOLE FOODS MARKET	미국	USD	9523	29.9	20.9	18.4	13.4%	20.7	20.4
	SUPERVALU	미국	USD	1033	3.86	9.3	18.4	-49.3%	9.0	9.0
	WOOLWORTHS	호주	AUD	23980	24.63	20.1	15.7	28.3%	20.6	19.1
	MORRISON(WM)SPMKTS.	영국	GBP	6938	237.4	20.0	14.4	39.6%	22.1	20.0
	SAINSBURY (J)	영국	GBP	7030	256.9	12.8	14.4	-11.1%	12.7	12.9
	LIANHUA SPRMKT.HDG.'H'	홍콩	HKD	134	2.79	-48.0	12.6	-481.6%	-	-
편의점	BGF RETAIL	한국	KRW	3924	91800	21.8	10.1	114.9%	25.9	22.2
	GS RETAIL	한국	KRW	3448	51900	18.5	10.1	82.4%	16.7	19.2
	SEVEN & I HDG.	일본	JPY	35174	4517	20.5	14.8	38.6%	46.3	19.3
	FAMILYMART UNY HOLDINGS	일본	JPY	7970	71.60	28.4	14.8	91.8%	40.0	27.5
	MINISTOP	일본	JPY	524	20.29	92.6	14.8	525.3%	130.9	90.6
	LAWSON	일본	JPY	7269	8.250	21.5	14.8	45.2%	22.9	21.8
	PRESIDENT CHAIN STORE	대만	TWD	7744	233.5	23.8	13.6	74.3%	25.3	24.0
	CASEY'S GENERAL STORES	미국	USD	4443	113.38	19.0	18.4	3.5%	21.5	18.6
	ALIMENTATION CCH.TARD SUBD.VTG.SHS.	캐나다	CAD	19305	60.16	16.6	16.7	-0.7%	19.2	15.8

자료: Datastream

주: 2017년 1월 30일 기준

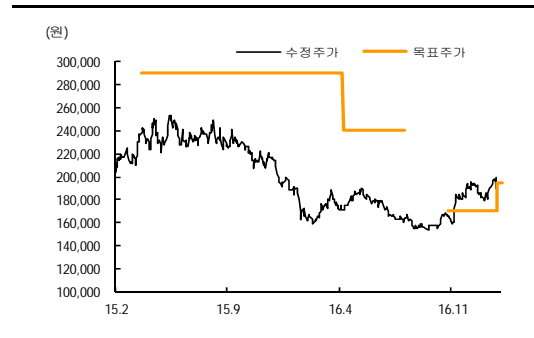
이마트 실적 추이 및 전망

단위: 억원 %

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2015년	2016년E	2017년E	2018년E
총매출	37,965	36,471	41,511	37,795	40,933	39,408	44,075	40,495	41,385	40,105	46,376	42,681	43,750	42,598	49,109	45,204	153,742	164,911	170,547	180,661
할인점	28,016	25,924	29,857	26,396	28,524	26,269	31,071	27,762	28,633	26,190	30,978	27,678	28,547	26,112	30,885	27,595	110,193	113,626	113,480	113,139
트레이더스	2,121	2,219	2,799	2,485	2,700	2,677	3,274	3,305	3,178	3,426	4,114	4,459	4,581	4,815	5,656	6,014	9,624	11,956	15,177	21,066
온라인몰	1,492	1,669	1,716	1,749	1,948	2,002	2,121	2,315	2,338	2,402	2,545	2,778	2,758	2,792	2,916	3,143	6,626	8,386	10,064	11,609
세계조선호텔	1,048	1,072	1,172	1,624	1,594	1,877	466	515	424	489	489	540	445	514	514	567	4,916	4,452	1,943	2,040
슈퍼마켓	2,300	2,560	2,624	2,413	2,573	2,619	2,700	2,411	2,598	2,656	2,714	2,423	2,611	2,669	2,727	2,435	9,897	10,303	10,390	10,442
위드미	159	277	431	484	540	888	1,134	882	940	1,476	1,817	1,378	1,436	2,212	2,678	2,002	1,351	3,444	5,610	8,328
해외사업	722	542	548	310	677	550	558	382	635	520	528	370	601	496	505	362	2,122	2,167	2,052	1,964
신세계푸드	2,107	2,208	2,364	2,334	2,377	2,525	2,751	2,661	2,377	2,525	2,751	2,661	2,377	2,525	2,751	2,661	9,013	10,315	10,315	10,315
세계프라퍼티	0	0	0	0	0	0	0	263	263	420	441	394	394	462	476	425	0	263	1,517	1,757
영업이익	1,609	657	1,934	838	1,560	470	2,146	1,293	1,748	603	2,151	1,279	1,769	593	2,139	1,305	5,038	5,469	5,782	5,806
영업이익률	4.2%	1.8%	4.7%	2.2%	3.8%	1.2%	4.9%	3.2%	4.2%	1.5%	4.6%	3.0%	4.0%	1.4%	4.4%	2.9%	3.3%	3.3%	3.4%	3.2%
할인점	1,952	974	2,126	1,271	1,932	679	2,235	1,351	1,853	729	2,135	1,264	1,762	649	2,036	1,177	6,323	6,197	5,982	5,624
트레이더스	38	37	82	33	73	69	121	132	102	105	173	178	154	156	249	253	190	395	558	811
온라인몰	-54	-60	-73	-59	-125	-94	-86	-90	-90	-68	-62	-65	-64	-47	-43	-44	-246	-395	-284	-197
세계조선호텔	-89	-103	-91	-101	-88	1	-8	12	-5	9	25	31	-6	10	26	32	-384	-83	60	63
슈퍼마켓	-64	-12	-2	-82	-49	-9	2	-12	-40	-7	2	-10	13	13	14	12	-160	-68	-55	52
위드미	-55	-59	-62	-86	-84	-84	-77	-35	-66	-126	-111	-50	-90	-170	-147	-65	-262	-280	-352	-472
해외사업	-119	-145	-33	-54	-61	-71	-64	-69	-60	-71	-69	-69	-60	-71	-69	-69	-351	-265	-269	-269
신세계푸드	46	51	6	-10	-35	127	26	27	12	63	41	27	15	82	54	35	94	146	143	186
세계프라퍼티	-4	-53	-6	18	-23	-102	51	25	20	20	20	20	22	22	22	22	-45	-50	80	88
세전이익	1,669	3,703	1,510	56	1,628	248	1,992	951	1,761	384	1,999	1,004	1,800	392	1,981	1,084	6,938	4,819	5,148	5,257
세전이익률	4.4%	10.2%	3.6%	0.1%	4.0%	0.6%	4.5%	2.3%	4.3%	1.0%	4.3%	2.4%	4.1%	0.9%	4.0%	2.4%	4.5%	2.9%	3.0%	2.9%
당기순이익	1,216	2,745	1,062	-464	1,200	122	1,497	997	1,268	276	1,439	723	1,305	284	1,436	786	4,559	3,816	3,707	3,811
지배주주순이익	1,206	2,730	1,060	-449	1,203	93	1,478	1,010	1,263	246	1,424	708	1,290	269	1,421	771	4,547	3,784	3,642	3,751

자료: 이마트, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.02.01	중립	195,000원
	2017.01.10	중립	170,000원
	2016.10.26	중립	170,000원
	2016.08.05	담당자 변경	
	2016.04.11	매수	240,000원
	2015.12.21	매수	290,000원
	2015.09.22	매수	290,000원
	2015.07.02	매수	290,000원
	2015.04.14	매수	290,000원
	2015.03.25	매수	290,000원



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 기재된 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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 2월 1일 기준)

매수	95.36%	중립	4.64%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	13,045	14,644	20,580	24,863	32,434
현금및현금성자산	605	634	5,503	9,034	15,738
매출채권및기타채권	2,466	2,919	3,225	3,399	3,600
재고자산	8,045	8,861	9,790	10,319	10,929
비유동자산	125,230	130,294	135,200	139,060	139,981
장기금융자산	17,540	13,353	13,485	15,985	15,985
유형자산	92,656	98,054	101,017	101,099	101,176
무형자산	3,713	3,832	3,784	3,597	3,429
자산총계	138,275	144,938	155,780	163,923	172,415
유동부채	33,723	39,345	43,190	44,660	46,357
단기금융부채	13,867	14,691	15,949	15,949	15,949
매입채무 및 기타채무	10,271	12,374	13,671	14,409	15,261
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	33,954	33,199	32,534	34,228	35,941
장기금융부채	24,832	26,455	26,008	28,008	30,008
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	67,677	72,544	75,724	78,888	82,298
지배주주지분	69,078	69,861	77,409	82,332	87,365
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	42,370	42,370	42,370
기타자본구성요소	-357	-397	-401	-401	-401
자기주식	-26	-26	-26	-26	-26
이익잉여금	12,507	16,532	19,814	23,038	26,371
비지배주주지분	1,519	2,533	2,648	2,702	2,752
자본총계	70,597	72,394	80,056	85,035	90,117
부채외자본총계	138,275	144,938	155,780	163,923	172,415

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	8,408	8,491	6,411	10,531	10,584
당기순이익(손실)	4,238	6,938	4,865	3,707	3,811
비현금성항목등	7,251	3,681	6,543	8,368	8,274
유형자산감가상각비	3,911	4,092	4,311	5,918	5,923
무형자산상각비	228	246	246	375	357
기타	2,162	-1,616	1,331	774	1,309
운전자본감소(증가)	-1,185	-874	-3,043	464	511
매출채권및기타채권의 감소(증가)	298	-231	-159	-174	-201
재고자산감소(증가)	-989	-1,140	-1,232	-528	-610
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	421	207	738	852
기타	-527	76	-1,859	428	470
법인세납부	-1,896	-1,253	-1,954	-2,008	-2,012
투자활동현금흐름	-9,816	-9,930	-1,035	-7,424	-4,251
금융자산감소(증가)	-420	3,088	5,621	-2,500	0
유형자산감소(증가)	-9,355	-9,843	-6,764	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-147	-119	-188	-188	-188
기타	106	-3,055	297	1,264	1,938
재무활동현금흐름	1,344	1,531	-512	424	370
단기금융부채증가(감소)	-87	-200	750	0	0
장기금융부채증가(감소)	3,244	2,157	-3,555	2,000	2,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-431	-444	-418	-418	-418
기타	-1,382	17	2,772	-1,158	-1,212
현금의 증가(감소)	-96	29	4,870	3,531	6,704
기초현금	701	605	634	5,503	9,034
기말현금	605	634	5,503	9,034	15,738
FCF	-1,350	-129	2,495	4,575	4,655

자료 : 이마트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	131,536	136,400	147,913	153,014	162,086
매출원가	94,804	98,438	107,009	111,797	120,845
매출총이익	36,732	37,962	40,904	41,217	41,241
매출총이익률 (%)	27.9	27.8	27.7	26.9	25.4
판매비와관리비	30,903	32,924	35,436	35,436	35,436
영업이익	5,830	5,038	5,469	5,782	5,806
영업이익률 (%)	4.4	3.7	3.7	3.8	3.6
비영업손익	-1,591	1,900	-650	-633	-549
순금융비용	1,009	973	846	85	-534
외환관련손익	-239	-422	-78	-78	-78
관계기업투자등 관련손익	-227	69	165	92	92
세전계속사업이익	4,238	6,938	4,819	5,148	5,257
세전계속사업이익률 (%)	3.2	5.1	3.3	3.4	3.2
계속사업법인세	1,319	2,379	1,002	1,442	1,446
계속사업이익	2,919	4,559	3,816	3,707	3,811
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,919	4,559	3,816	3,707	3,811
순이익률 (%)	2.2	3.3	2.6	2.4	2.4
지배주주	2,900	4,547	3,784	3,642	3,751
지배주주귀속 순이익률(%)	2.2	3.33	2.56	2.38	2.31
비지배주주	19	12	32	65	60
총포괄이익	4,009	1,242	4,260	5,396	5,500
지배주주	4,000	1,240	4,238	5,341	5,451
비지배주주	9	2	22	55	50
EBITDA	9,969	9,376	10,026	12,075	12,085

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	0.9	3.7	8.4	3.5	5.9
영업이익	-20.7	-13.6	8.6	5.7	0.4
세전계속사업이익	-34.7	63.7	-30.5	6.8	2.1
EBITDA	-11.7	-5.9	6.9	20.4	0.1
EPS(계속사업)	-37.9	56.8	-16.8	-3.8	3.0
수익성 (%)					
ROE	4.3	6.6	5.1	4.6	4.4
ROA	2.2	3.2	2.5	2.3	2.3
EBITDA마진	7.6	6.9	6.8	7.9	7.5
안정성 (%)					
유동비율	38.7	37.2	47.7	55.7	70.0
부채비율	95.9	100.2	94.6	92.8	91.3
순차입금/자기자본	52.3	54.0	44.1	39.7	32.3
EBITDA/이자비용(배)	8.1	7.5	8.7	10.4	10.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,404	16,312	13,574	13,064	13,457
BPS	247,807	250,613	277,691	295,353	313,408
CFPS	25,251	31,875	29,924	35,640	35,983
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.0	15.5	14.4	15.3	14.8
PER(최저)	19.0	11.6	11.3	13.7	13.3
PBR(최고)	1.1	1.0	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	8.0	5.9	6.1	5.6	5.5
EV/EBITDA(최고)	11.5	12.1	9.3	7.7	7.4
EV/EBITDA(최저)	9.5	10.2	8.2	7.3	6.9

