

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

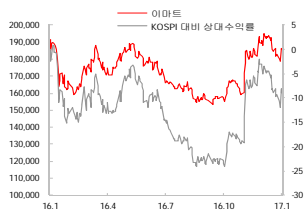
Company Data

자본금	1,394 억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	51,710 억원
주요주주	
이명희(외2)	28.05%
국민연금공단	8.05%
외국인지분률	48.40%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(17/01/06)	185,500 원
KOSPI	2049.12 pt
52주 Beta	0.65
52주 최고가	195,000 원
52주 최저가	153,500 원
60일 평균 거래대금	188 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.9%	-5.7%
6개월	11.8%	6.5%
12개월	-3.1%	-9.0%

이마트 (139480/KS | 중립(유지) | T.P 170,000 원(유지))

당사는 시장 컨센서스와 의견이 다름

최근 많은 투자자들이 이마트의 회복을 기대하는 모습. 당사 역시 이마트의 실적 악화가 일단락되었다는 점에는 동의. 그러나 이마트의 주가가 의미있는 상승을 하기는 어려울 것으로 판단. 이마트의 실적이 가파르게 회복될 가능성이 높지 않으며 글로벌 대형마트 업체들과 비교하여 여전히 높은 valuation 수준이 부담.

목표주가 170,000 원과 투자의견 중립 유지

이마트에 대해 목표주가 170,000 원과 투자의견 중립 유지. 목표주가 170,000 원은 2017년 지배주주순이익 대비 P/E Multiple 15.0x 수준. IBES Korea Market P/E 10.3x 대비 50%의 프리미엄을 부여한 것. 기존 이마트의 매출 감소 추세가 둔화되고 신규 사업인 트레이더스의 이익 기여로 이익 감소세가 일단락되었다는 긍정적인 점을 충분히 반영한 premium이라 판단. 그러나 이러한 valuation premium을 부여했음에도 불구하고 동사의 주가는 추가 상승 여력이 없음.

실적 악화가 일단락되었어도 Valuation 하락 추세는 지속될 전망

실적 악화가 일단락되었어도 동사의 valuation premium이 추세적으로 상승하기는 어려울 전망. 글로벌 대형마트들의 valuation은 코스트코를 제외하고 시장 대비 프리미엄을 누리지 못하고 있음. 대형포맷 유통업체들의 출점을 통한 성장이 일단락되었기 때문. 다만, 코스트코는 높은 고객 로열티를 기반한 안정성을 인정받고 있는 것으로 판단. 이마트는 코스트코보다는 다른 대형마트와 유사한 수익모델을 보유하고 있다고 판단.

투자자들의 기대와 달리 트레이더스의 잠재 이익기여 폭은 제한된 수준

당사는 투자자들의 기대가 큰 트레이더스에 대해서도 다음과 같은 이유로 보수적으로 전망함. 1) 트레이더스 역시 출점 규제의 대상으로 공격적인 출점이 가능하지 않고, 2) 이미 이마트 수준의 수익성이 나타나고 있는 점은 역설적으로 소비자 혜택이 상대적으로 크지 않음을 의미. 창고형 할인점을 이용하는 고객이 가격에 민감하다는 점을 고려하면 트레이더스가 고객의 로열티를 이마트 이상으로 높이는 것이 어려워 보임. 즉, 트레이더스의 성장이 이마트의 수요를 대체하는 성격이 강한 것으로 판단.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	130,353	131,536	136,400	144,725	150,404	159,758
yoy	%	2.8	0.9	3.7	6.1	3.9	6.2
영업이익	억원	7,351	5,830	5,038	5,094	5,306	5,345
yoy	%	0.0	-20.7	-13.6	1.1	4.2	0.7
EBITDA	억원	11,294	9,969	9,376	9,651	11,599	11,624
세전이익	억원	6,491	4,238	6,938	4,192	4,571	4,776
순이익(지배주주)	억원	4,672	2,900	4,547	3,022	3,249	3,402
영업이익률%	%	5.6	4.4	3.7	3.5	3.5	3.4
EBITDA%	%	8.7	7.6	6.9	6.7	7.7	7.3
순이익률	%	3.7	2.2	3.3	2.1	2.2	2.2
EPS	원	16,762	10,404	16,312	10,839	11,654	12,205
PER	배	15.9	19.5	11.6	16.9	15.9	15.2
PBR	배	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	9.8	9.6	10.2	9.4	7.8	7.5
ROE	%	7.4	4.3	6.6	4.1	4.1	4.1
순차입금	억원	33,819	36,907	39,106	36,307	35,130	30,916
부채비율	%	94.9	95.9	100.2	92.3	91.2	90.0

이마트 목표주가 산정

	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	2,900	4,547	3,022	3,249	3,402	3,574	3,600
Target P/E Multiple(X)				150	135	122	109
적정 시가총액(억원)				48,732	45,931	43,420	39,369
주식 수(천주)				27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(원)				174,817	164,772	155,763	141,230
목표주가(원)				170,000			
목표 시가총액(억원)				47,389			
각 연도말 시가총액(억원)	56,588	52,685	51,013	51,710			
목표 시가총액 대비 Implied P/E				146	139	133	132
각 연도말 P/E(X, 2017년은 1월 6일 기준)	19.5	11.6	16.9	15.9			

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	5,775	221,500	15.7	10.3	51.8%	20.4	15.7
	AEON	일본	JPY	12,380	1,656	63.0	15.5	306.7%	132.4	56.8
	DASHANG'A'	중국	CNY	1,688	40	14.3	15.1	-5.6%	15.7	14.3
	ZHONGBAI HOLDINGS GP.'A'	중국	CNY	909	9	120.0	15.1	694.6%	31.7	119.0
	WENFENG GT.WLD.CHN.DEV.'A'	중국	CNY	1,399	5	-	15.1	-	-	-
	MARKS & SPENCER GROUP	영국	GBP	7,027	350	12.1	14.1	-14.5%	11.9	12.1
대형마트, SSM	E-MART	한국	KRW	4,224	183,000	12.8	10.3	24.0%	14.8	12.8
	WAL MART STORES	미국	USD	212,419	69	16.0	18.6	-14.1%	16.0	15.9
	COSTCO WHOLESALE	미국	USD	70,327	160	26.4	18.6	41.8%	27.2	24.4
	TARGET	미국	USD	40,571	72	13.2	18.6	-28.7%	13.9	13.1
	TESCO	영국	GBP	20,894	207	21.5	14.1	51.8%	27.8	20.6
	CARREFOUR	프랑스	EUR	18,269	23	12.5	15.2	-17.8%	14.4	12.6
	METRO	독일	EUR	10,713	31	14.9	14.4	3.7%	15.2	13.6
SUN ART RETAIL GROUP	홍콩	HKD	8,367	7	22.7	12.1	88.3%	23.6	22.7	
슈퍼마켓	KROGER	미국	USD	32,375	35	15.5	18.6	-16.7%	16.3	15.4
	WHOLE FOODS MARKET	미국	USD	9,794	31	21.4	18.6	14.9%	21.2	21.1
	SUPERVALU	미국	USD	1,243	5	8.1	18.6	-56.5%	7.5	8.2
	WOOLWORTHS	호주	AUD	22,480	24	19.4	15.0	29.3%	20.0	18.9
	MORRISON(WM)SPMKTS.	영국	GBP	6,657	231	20.0	14.1	41.4%	21.9	19.9
	SAINSBURY (J)	영국	GBP	6,736	249	12.5	14.1	-11.5%	12.3	12.6
	LIANHUA SPRMKT.HDG.'H'	홍콩	HKD	147	3	-46.2	12.1	-482.6%	-	-

자료: Datastream

주: 2016년 12월 31일 기준

이마트 분기별 및 연간 실적 전망

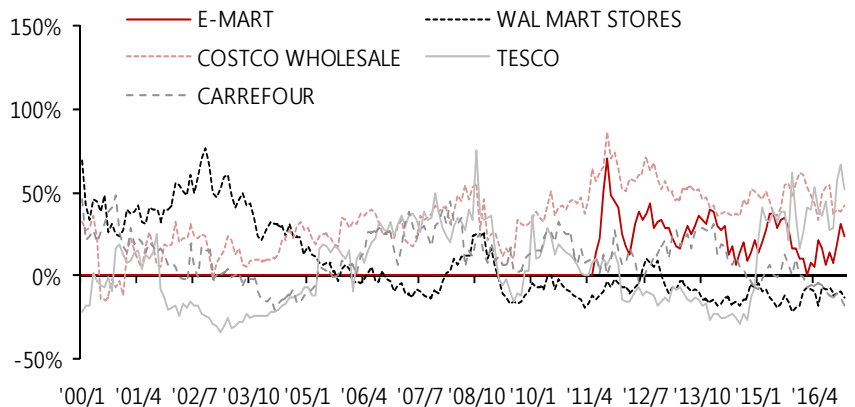
단위: 억원 %

이마트(IFRS 연결)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015년	2016년E	2017년E	2018년E
총매출	37,965	36,471	41,511	37,795	40,933	39,408	44,075	38,135	41,674	40,391	46,252	40,599	153,742	162,551	168,916	179,421
할인점	28,016	25,924	29,834	26,419	28,524	26,269	31,071	25,779	28,633	26,190	30,978	25,877	110,193	111,644	111,678	111,925
트레이더스	2,121	2,219	2,822	2,462	2,700	2,677	3,274	3,144	3,467	3,712	4,430	4,544	9,624	11,795	16,152	22,028
온라인몰	1,492	1,669	1,716	1,749	1,948	2,002	2,121	2,099	2,338	2,402	2,545	2,519	6,626	8,170	9,804	11,315
신세계조선호텔	1,048	1,072	1,172	1,624	1,594	1,877	466	515	424	489	489	540	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	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	1,351	3,444	5,610	8,328
해외사업	722	542	548	310	677	550	558	382	635	520	528	370	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	9,013	10,315	10,315	10,315
신세계프라퍼티	0	0	0	0	0	0	0	263	263	420	0	289	0	263	971	1,063
매출액	33,990	32,321	36,837	33,252	36,300	34,535	40,340	33,551	36,957	35,396	42,331	35,719	136,400	144,725	150,404	159,758
매출총이익	9,355	9,094	10,176	9,337	10,018	9,801	11,292	9,383	10,158	10,005	11,804	9,949	37,962	40,495	41,916	44,344
매출총이익률	24.6%	24.9%	24.5%	24.7%	24.5%	24.9%	25.6%	24.6%	24.4%	24.8%	25.5%	24.5%	24.7%	24.9%	24.8%	24.7%
영업이익	1,609	657	1,934	838	1,560	470	2,146	918	1,759	522	2,146	880	5,038	5,094	5,306	5,345
영업이익률	4.2%	1.8%	4.7%	2.2%	3.8%	1.2%	4.9%	2.4%	4.2%	1.3%	4.6%	2.2%	3.3%	3.1%	3.1%	3.0%
세전이익	1,669	3,703	1,510	56	1,628	248	1,992	324	1,790	323	1,960	498	6,938	4,192	4,571	4,776
세전이익률	4.4%	10.2%	3.6%	0.1%	4.0%	0.6%	4.5%	0.8%	4.3%	0.8%	4.2%	1.2%	4.5%	2.6%	2.7%	2.7%
당기순이익	1,216	2,745	1,062	-464	1,200	122	1,497	235	1,298	234	1,421	361	4,559	3,054	3,314	3,462
지배주주순이익	1,206	2,730	1,060	-449	1,203	93	1,478	248	1,293	204	1,406	346	4,547	3,022	3,249	3,402

자료: SK 증권 리서치센터

주: 이마트 2015년 2분기에는 삼성생명 주식매각으로 3,300억원의 영업외수익 발생

글로벌 주요 할인점 업체 valuation premium 추이

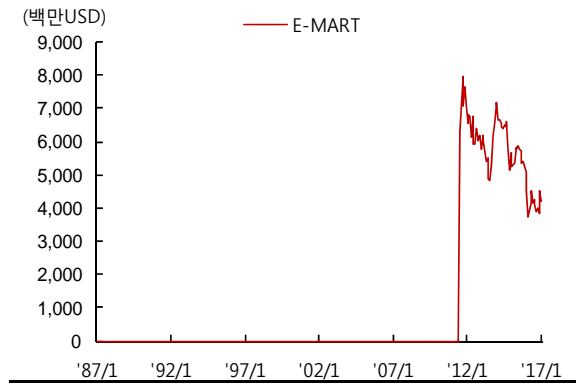


자료: Datastream, SK 증권

주: 테스코의 경우, 2014년 분식회계 문제 이후 이익규모가 급감

추세적인 주가 하락에도 valuation premium 이 높은 수준으로 형성되고 있음

이마트(한국)



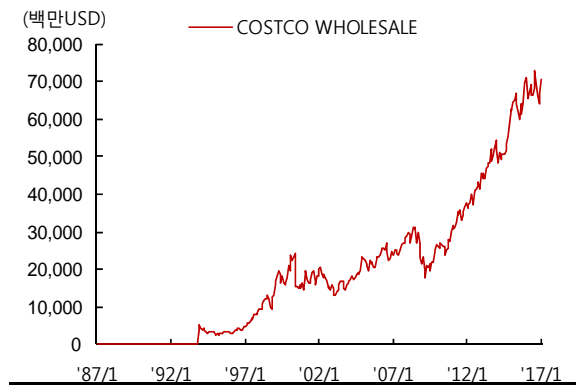
자료: Datastream, SK 증권

월마트(미국)



자료: Datastream, SK 증권

코스트코(미국)



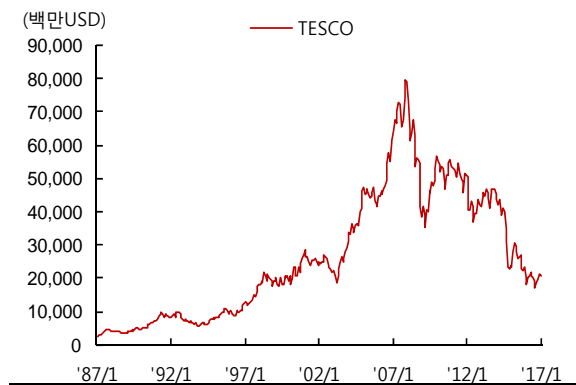
자료: Datastream, SK 증권

타겟(미국)



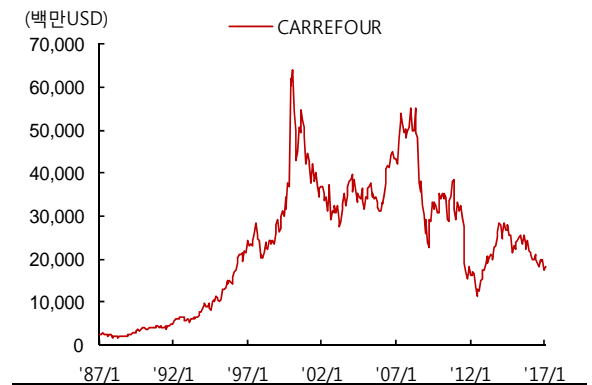
자료: Datastream, SK 증권

테스코(영국)



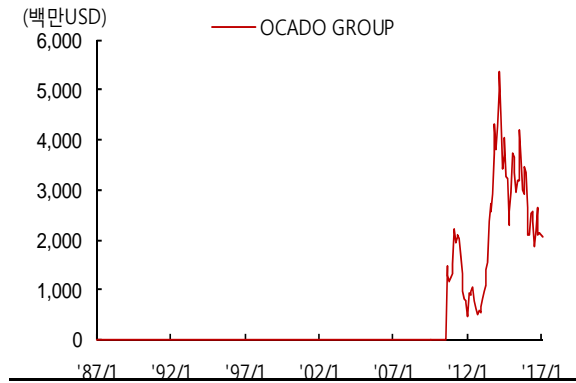
자료: Datastream, SK 증권

까르푸(프랑스)



자료: Datastream, SK 증권

오카도(영국): 온라인 식품 전문몰 사업자



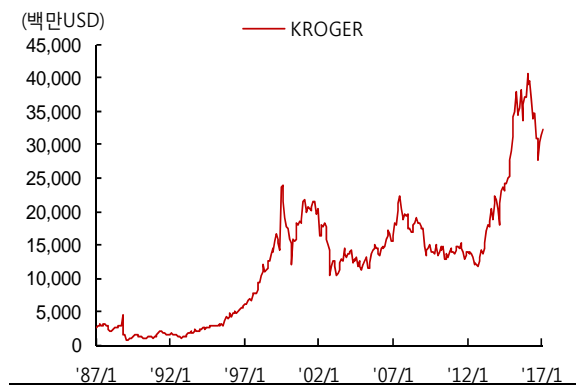
자료: Datastream, SK 증권

모리슨슈퍼마켓(영국)



자료: Datastream, SK 증권

크로거(미국)



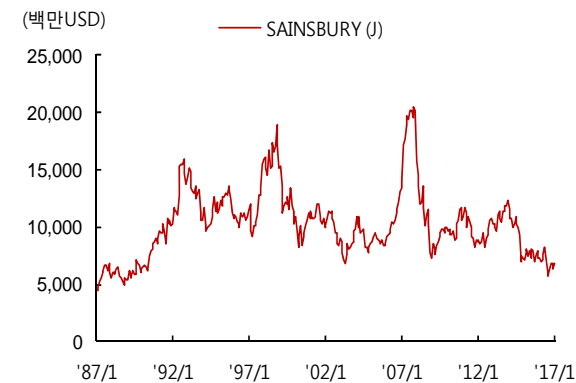
자료: Datastream, SK 증권

홀푸드마켓(미국)



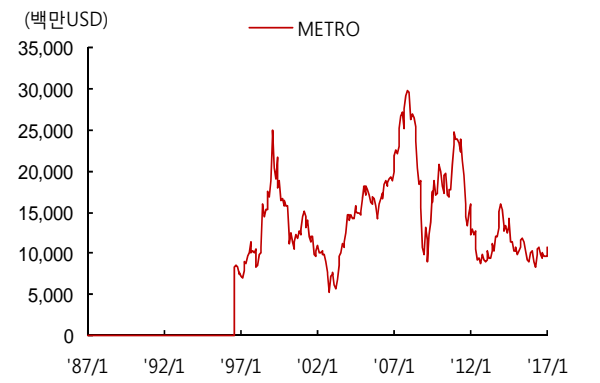
자료: Datastream, SK 증권

세인트버리(영국)



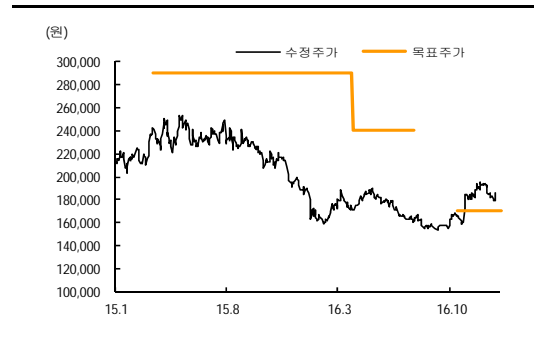
자료: Datastream, SK 증권

메트로(독일)



자료: Datastream, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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 1월 10일 기준)

매수	94.56%	중립	5.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	13,045	14,644	18,367	22,367	29,390
현금및현금성자산	605	634	4,499	7,676	13,891
매출채권및기타채권	2,466	2,919	2,945	3,136	3,323
재고자산	8,045	8,861	8,941	9,519	10,087
비유동자산	125,230	130,294	134,099	137,997	138,993
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	152,466	160,364	168,383
유동부채	33,723	39,345	40,825	42,433	44,015
단기금융부채	13,867	14,691	15,949	15,949	15,949
매입채무 및 기타채무	10,271	12,374	12,485	13,292	14,086
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	33,954	33,199	32,347	34,052	35,755
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	73,172	76,485	79,770
지배주주지분	69,078	69,861	76,646	81,177	85,861
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	19,051	21,882	24,867
비지배주주지분	1,519	2,533	2,648	2,702	2,752
자본총계	70,597	72,394	79,294	83,879	88,613
부채외자본총계	138,275	144,938	152,466	160,364	168,383

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	8,408	8,491	5,406	10,269	10,232
당기순이익(손실)	4,238	6,938	4,103	3,314	3,462
비현금성항목등	7,251	3,681	6,931	8,286	8,162
유형자산감가상각비	3,911	4,092	4,311	5,918	5,923
무형자산감가상각비	228	246	246	375	357
기타	2,162	-1,616	1,584	785	1,192
운전자본감소(증가)	-1,185	-874	-3,538	492	487
매출채권및기타채권의 감소(증가)	298	-231	121	-190	-187
재고자산감소(증가)	-989	-1,140	-382	-578	-569
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	421	-980	807	794
기타	-527	76	-2,297	454	449
법인세납부	-1,896	-1,253	-2,089	-1,823	-1,879
투자활동현금흐름	-9,816	-9,930	-1,035	-7,516	-4,388
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	1,173	1,801
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	3,865	3,178	6,214
기초현금	701	605	634	4,499	7,676
기말현금	605	634	4,499	7,676	13,891
FCF	-1,350	-129	1,310	4,288	4,297

자료 : 이마트, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	131,536	136,400	144,725	150,404	159,758
매출원가	94,804	98,438	104,195	109,661	118,977
매출총이익	36,732	37,962	40,530	40,742	40,781
매출총이익률 (%)	27.9	27.8	28.0	27.1	25.5
판매비와관리비	30,903	32,924	35,436	35,436	35,436
영업이익	5,830	5,038	5,094	5,306	5,345
영업이익률 (%)	4.4	3.7	3.5	3.5	3.4
비영업손익	-1,591	1,900	-902	-736	-569
순금융비용	1,009	973	846	177	-397
외환관련손익	-239	-422	-78	-78	-78
관계기업투자등 관련손익	-227	69	165	92	92
세전계속사업이익	4,238	6,938	4,192	4,571	4,776
세전계속사업이익률 (%)	3.2	5.1	2.9	3.0	3.0
계속사업법인세	1,319	2,379	1,138	1,257	1,313
계속사업이익	2,919	4,559	3,054	3,314	3,462
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	2,919	4,559	3,054	3,314	3,462
순이익률 (%)	2.2	3.3	2.1	2.2	2.2
지배주주	2,900	4,547	3,022	3,249	3,402
지배주주귀속 순이익률(%)	2.2	3.33	2.09	2.16	2.13
비지배주주	19	12	32	65	60
총포괄이익	4,009	4,242	3,498	5,003	5,152
지배주주	4,000	4,240	3,476	4,948	5,102
비지배주주	9	2	22	55	50
EBITDA	9,969	9,376	9,651	11,599	11,624

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	0.9	3.7	6.1	3.9	6.2
영업이익	-20.7	-13.6	1.1	4.2	0.7
세전계속사업이익	-34.7	63.7	-39.6	9.0	4.5
EBITDA	-11.7	-5.9	2.9	20.2	0.2
EPS(계속사업)	-37.9	56.8	-33.6	7.5	4.7
수익성 (%)					
ROE	4.3	6.6	4.1	4.1	4.1
ROA	2.2	3.2	2.1	2.1	2.1
EBITDA마진	7.6	6.9	6.7	7.7	7.3
안정성 (%)					
유동비율	38.7	37.2	45.0	52.7	66.8
부채비율	95.9	100.2	92.3	91.2	90.0
순차입금/자기자본	52.3	54.0	45.8	41.9	34.9
EBITDA/이자비용(배)	8.1	7.5	8.3	10.0	9.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,404	16,312	10,839	11,654	12,205
BPS	247,807	250,613	274,957	291,209	308,012
CFPS	25,251	31,875	27,189	34,230	34,732
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	26.0	15.5	18.0	16.0	15.3
PER(최저)	19.0	11.6	14.2	15.4	14.7
PBR(최고)	1.1	1.0	0.7	0.6	0.6
PBR(최저)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
PCR	8.0	5.9	6.7	5.4	5.3
EV/EBITDA(최고)	11.5	12.1	9.8	7.9	7.5
EV/EBITDA(최저)	9.5	10.2	8.6	7.7	7.3