

## 이마트(139480)

### 매수(유지)

목표주가: 230,000원(유지)

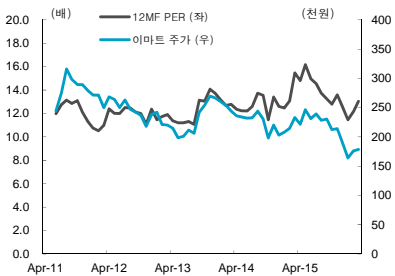
#### Stock Data

KOSPI(3/15)	1,970
주가(3/15)	178,500
시가총액(십억원)	4,976
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	253,000/159,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	15,426
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/46.6
주요주주(%)	이명희 외 4인 28.1
	Aberdeen Asset Management 14.0
	Asia Limited 외 4인

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	11.6	(22.9)	(17.2)
상대주가(%p)	5.8	(24.6)	(16.4)

#### 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

### 돌보이는 트레이더스, 기대되는 이마트몰

#### 갈수록 커지는 트레이더스

트레이더스의 고성장이 나타나고 있다. 이마트 트레이더스는 코스트코와 유사한 형태로, 벌크형 상품전략을 통해 소비자 traffic을 모으는 매장이다. 해외상품이 전체의 약 50%를 차지하며, 그 중 66%(전체의 33%)는 직소싱 상품이다. 초기에는 월마트로부터 인수한 매장을 중심으로 트레이더스를 운영하였으며, 최근에는 수요가 증가함에 따라 영업형태에 맞는 매장을 확대하고 있다. 게다가 현 코스트코의 전국 매장 12개 중 3개(양평, 대전, 대구)는 2018년 이후 이마트 트레이더스로 전환될 전망이다. 트레이더스의 매출비중은 2013년 전체 매출의 4.8%에 불과했으나 2015년 7.1%로 확대되었고, 2016년 현재도 빠르게 성장하고 있다. 트레이더스의 최근 기준점매출은 전년동기대비 15%(트레이더스 매출 증가율은 전년동기대비 30%)를 상회하는 것으로 추정되며, 지난해 2.0%를 기록했던 영업이익률도 갈수록 높아질 전망이다.

#### 기대되는 이마트몰, 연말 손익분기점 도달 가능

이마트몰 성장이 지속되고 있다. 최근 매출증가율은 전년동기대비 약 20% 수준으로 추정되며, 제2의 전용물류센터 효과가 본격적으로 나타나는 3분기부터 매출증가율은 전년동기 대비 50% 전후 수준으로 확대될 전망이다. 올해 예상되는 매출규모는 8,920억원(+34.6% YoY)인데, 4분기 중 손익분기점 도달이 가능할 것으로 보이며, 2017년에는 연간 영업이익률 1.0%를 예상한다. 2014년 기록했던 8.5%의 역마진에서 급격한 변화로 볼 수 있으며, 최저가 경쟁 등을 통한 소비자 인식 변화에 따라 traffic 증가와 이익률 상승은 지속될 것으로 판단한다. 최근 이마트의 최저가 품목은 기저귀, 분유, 여성위생용품, 커피믹스로 확대되었다. 해당 상품의 매출증가보다 traffic 확대에 더 큰 의미를 둘 수 있으며, SSG(쓱) 광고효과까지 더해지면서 20~30대 고객 비중이 높아지는 것으로 추정된다.

#### 투자이견 매수, 목표주가 230,000원 유지

이마트 오프라인매장의 기준점매출은 1~2월 누계 기준 전년동기와 유사한 수준으로 추정된다. 2016년 연간 기준점매출 증가율은 2%로 예상하며, 지난해 분기 base를 고려할 때 하반기로 갈수록 증가율이 높아질 것으로 보인다. 기존 매장의 영업손익은 저점을 통과하고 트레이더스와 이마트몰의 손익기여도가 갈수록 높아질 전망이며 그에 따라 지난해를 저점으로 영업이익률도 높아질 전망이다. 이마트에 대한 투자이견 매수와 목표주가 230,000원을 유지한다. 현재주가는 2016F PER 14.6배에 거래되고 있으며 우리의 목표주가는 2016F PER 18.8배에 해당한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2013A	13,035	735	467	16,769	10.2	1,129	15.9	9.7	1.1	7.4	0.6
2014A	13,154	583	290	10,408	(37.9)	997	19.5	9.5	0.8	4.3	0.7
2015F	13,640	504	454	16,281	56.4	936	11.6	9.6	0.7	6.3	0.8
2016F	14,559	594	341	12,255	(24.7)	1,037	14.6	8.3	0.6	4.5	0.8
2017F	15,966	697	410	14,704	20.0	1,148	12.1	7.5	0.6	5.1	0.8

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

여영상 3276-6159  
yeongsang.yeo@truefriend.com

최고운 3276-6192  
gowoon@truefriend.com

<표 1> 연결기준 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2015				2016F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2014	2015	2016F	2017F
매출액	3,399	3,232	3,684	3,325	3,430	3,452	3,977	3,699	13,154	13,640	14,559	15,966
증가율	4.1	4.0	4.0	2.7	0.9	6.8	8.0	11.2	0.9	3.7	6.7	9.7
유통사업	3,154	2,974	3,408	3,005	3,161	3,111	3,605	3,308	12,181	12,541	13,185	14,293
이마트	2,826	2,626	3,035	2,662	2,852	2,737	3,193	2,884	10,838	11,149	11,666	12,438
에브리데이리테일	199	221	228	212	209	232	239	222	774	859	902	958
에스엠	31	35	35	30	32	35	35	30	143	130	132	133
신세계L&B	10	10	13	12	12	12	15	15	35	45	54	67
중국법인	72	54	55	31	31	49	54	30	362	212	164	166
위드미	16	28	43	59	26	45	58	105	29	135	234	374
호텔 및 기타사업	317	330	355	403	356	427	471	482	1,067	1,406	1,736	2,065
신세계조선호텔	105	107	117	162	104	157	169	172	409	492	603	728
신세계푸드	211	221	236	239	250	267	300	308	652	906	1,125	1,327
신세계영랑호리조트	2	2	2	2	2	2	2	2	7	8	9	10
내부거래	(73)	(72)	(80)	(83)	(87)	(86)	(99)	(91)	(95)	(306)	(362)	(393)
영업이익	161	66	193	84	161	96	215	122	583	504	594	697
증가율	(1.6)	(41.4)	2.3	(29.2)	0.0	46.7	11.1	45.2	(20.7)	(13.6)	17.9	17.3
영업이익률	4.7	2.0	5.3	2.5	4.7	2.8	5.4	3.3	4.4	3.7	4.1	4.4
유통사업	171	75	205	101	170	102	216	123	593	552	612	687
이마트	194	96	214	126	187	114	225	139	657	629	665	721
에브리데이리테일	(4)	(0)	0	(6)	(3)	(2)	(1)	(1)	(1)	(10)	(7)	1
에스엠	(2)	(1)	(1)	(2)	(2)	(1)	(0)	(2)	(5)	(6)	(5)	(5)
신세계L&B	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
중국법인	(11)	(14)	(3)	(7)	(4)	(4)	(4)	(4)	(44)	(35)	(16)	(12)
위드미	(6)	(6)	(6)	(9)	(7)	(5)	(3)	(10)	(14)	(26)	(25)	(19)
호텔 및 기타사업	(6)	(7)	(10)	(14)	(7)	(3)	1	2	(11)	(38)	(6)	22
신세계조선호텔	(9)	(10)	(9)	(10)	(7)	(4)	1	1	(16)	(38)	(9)	16
신세계푸드	5	5	1	(2)	2	3	3	3	8	9	11	13
신세계영랑호리조트	(1)	0	0	0	0	0	0	0	(1)	(1)	0	0
신세계프라퍼티	(1)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)	(7)	(8)	(8)
세전이익	167	370	151	6	156	72	193	102	424	694	522	627
증가율	16.3	307.6	(10.6)	(72.8)	(6.7)	(80.5)	27.7	1,710.0	(34.7)	63.7	(24.7)	20.0
지배주주순이익	121	273	106	(46)	102	47	126	66	290	454	341	410
증가율	12.5	314.5	(12.0)	NM	(15.6)	(82.7)	18.8	NM	(37.9)	56.4	(24.7)	20.0

자료: 이마트, 한국투자증권

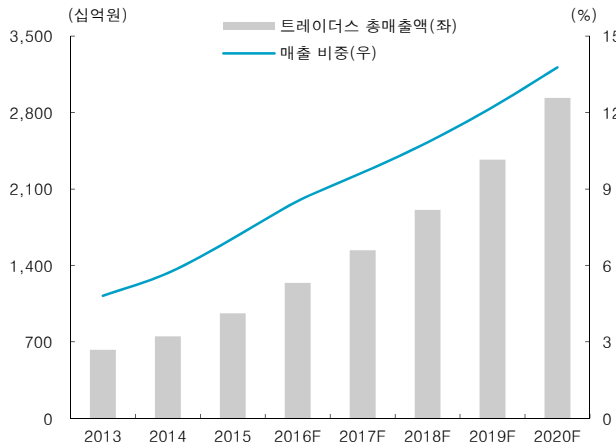
<표 2> 별도기준 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2015				2016F				연간			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2014	2015	2016F	2017F
총매출액	3,209	3,027	3,487	3,111	3,332	3,199	3,731	3,371	12,405	12,834	13,633	14,535
할인점	2,799	2,590	2,983	2,647	2,828	2,663	3,067	2,747	10,911	11,019	11,305	11,680
온라인몰	149	167	172	175	181	200	249	262	521	663	892	1,115
트레이더스	214	224	282	242	276	289	364	312	750	962	1,241	1,539
기타	46	45	50	48	48	47	51	49	224	189	195	201
증가율	5.0	3.1	3.9	1.7	3.8	5.7	7.0	8.3	0.4	3.5	6.2	6.6
할인점	2.5	0.2	1.4	(0.2)	1.0	2.8	2.8	3.8	(0.9)	1.0	2.6	3.3
온라인몰	32.6	34.2	25.5	18.9	21.0	20.0	45.0	50.0	3.5	27.3	34.6	25.0
트레이더스	37.1	32.7	28.7	17.7	29.0	29.0	29.0	29.0	19.6	28.3	29.0	24.0
기타	(18.9)	(20.4)	(10.3)	(11.2)	3.0	3.0	3.0	3.0	3.7	(15.3)	3.0	3.0
영업이익	194	96	214	126	187	114	225	139	657	629	665	721
증가율	11.6	(25.8)	4.5	(15.7)	(3.9)	19.5	5.0	11.0	(13.5)	(4.2)	5.7	8.5
영업이익률	6.0	3.2	6.1	4.0	5.6	3.6	6.0	4.1	5.3	4.9	4.9	5.0
할인점	196	97	213	127	186	112	219	131	689	632	648	669
온라인몰	(6)	(6)	(7)	(6)	(5)	(5)	(4)	0	(44)	(25)	(14)	11
트레이더스	4	4	8	3	6	6	9	7	11	19	28	38
기타	0	0	1	1	0	1	1	1	1	3	3	4

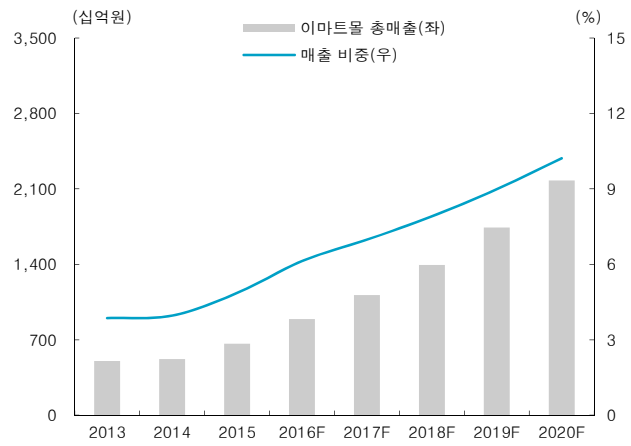
자료: 이마트, 한국투자증권

[그림 1] 트레이더스 총매출 성장 전망



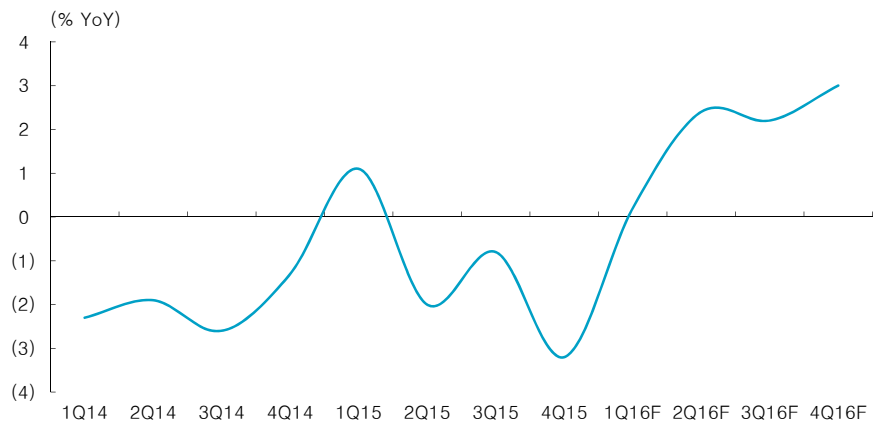
자료: 이마트, 한국투자증권

[그림 2] 이마트몰 총매출 성장 전망



자료: 이마트, 한국투자증권

[그림 3] 이마트 기존점매출 증가율 추이 및 전망



자료: 이마트, 한국투자증권

**기업개요**

2011년 5월 1일 대형마트의 전문성 제고 및 핵심 경쟁력의 강화 목적으로 신세계와의 인적분할을 통해 설립됨. 2015년 말 기준, 156개의 국내 할인점(트레이더스 10개점 포함)과 8개의 중국 점포, 1개의 베트남 점포를 운영 중.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
유동자산	1,261	1,304	1,353	1,444	1,583
현금성자산	70	60	63	67	73
매출채권및기타채권	276	248	257	275	301
재고자산	744	804	834	890	976
비유동자산	11,791	12,523	13,026	13,560	14,187
투자자산	2,217	2,449	2,503	2,672	2,930
유형자산	8,728	9,266	9,684	9,993	10,276
무형자산	399	371	385	411	451
자산총계	13,052	13,827	14,378	15,004	15,770
유동부채	3,439	3,372	3,026	3,127	3,338
매입채무및기타채무	1,364	1,392	1,444	1,541	1,690
단기차입금및단기사채	603	599	602	607	614
유동성장기부채	849	787	290	230	210
비유동부채	2,915	3,395	3,769	3,883	3,960
사채	1,716	2,092	2,302	2,222	2,122
장기차입금및금융부채	364	391	521	651	731
부채총계	6,354	6,768	6,796	7,010	7,298
지배주주지분	6,568	6,908	7,428	7,836	8,313
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
기타자본	(17)	(36)	(36)	(36)	(36)
이익잉여금	1,025	1,251	1,663	1,962	2,330
비지배주주지분	130	152	155	157	160
자본총계	6,698	7,060	7,583	7,993	8,472

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
영업활동현금흐름	803	701	1,027	923	1,056
당기순이익	476	292	456	343	412
유형자산감가상각비	376	391	408	417	423
무형자산상각비	18	23	24	25	28
자산부채변동	(221)	(168)	134	130	182
기타	154	163	5	8	11
투자활동현금흐름	(896)	(958)	(826)	(870)	(972)
유형자산투자	(842)	(959)	(850)	(750)	(729)
유형자산매각	6	24	24	24	24
투자자산순증	(4)	(1)	56	(59)	(148)
무형자산순증	(23)	(15)	(38)	(51)	(67)
기타	(33)	(7)	(18)	(34)	(52)
재무활동현금흐름	111	250	(199)	(49)	(77)
자본의증가	4	4	0	0	0
차입금의순증	182	324	(154)	(5)	(33)
배당금지급	(43)	(43)	(42)	(42)	(42)
기타	(32)	(35)	(3)	(2)	(2)
기타현금흐름	(1)	(3)	0	0	0
현금의증가	17	(10)	2	4	6

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

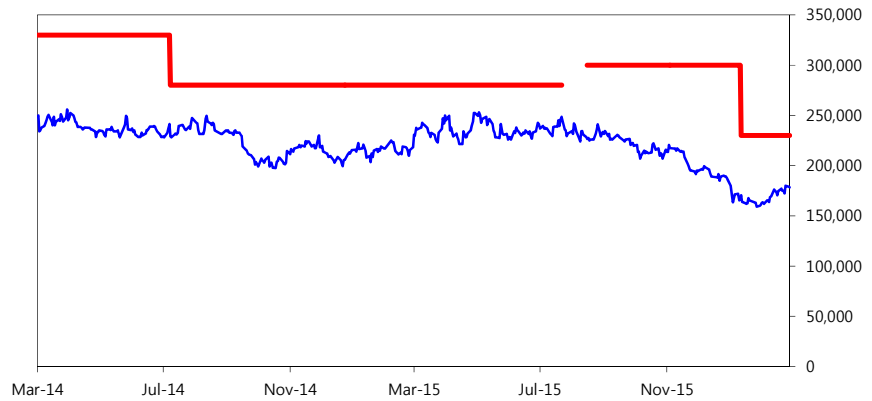
	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
매출액	13,035	13,154	13,640	14,559	15,966
매출원가	9,426	9,480	9,844	10,519	11,551
매출총이익	3,609	3,673	3,796	4,040	4,414
판매관리비	2,874	3,090	3,292	3,446	3,718
영업이익	735	583	504	594	697
금융수익	111	78	46	35	37
이자수익	22	22	13	13	15
금융비용	189	167	169	113	112
이자비용	124	123	106	104	103
기타영업외손익	2	(47)	311	4	4
관계기업관련손익	(10)	(23)	2	2	2
세전계속사업이익	649	424	694	522	627
법인세비용	173	132	238	179	215
연결당기순이익	476	292	456	343	412
지배주주지분순이익	467	290	454	341	410
기타포괄이익	132	109	109	109	109
총포괄이익	608	401	565	452	521
지배주주지분포괄이익	600	400	562	450	518
EBITDA	1,129	997	936	1,037	1,148

주요 투자지표

	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	16,769	10,408	16,281	12,255	14,704
BPS	235,709	247,900	266,565	281,206	298,296
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	2.8	0.9	3.7	6.7	9.7
영업이익증가율	0.0	(20.7)	(13.6)	17.9	17.3
순이익증가율	10.2	(37.9)	56.4	(24.7)	20.0
EPS증가율	10.2	(37.9)	56.4	(24.7)	20.0
EBITDA증가율	3.2	(11.7)	(6.1)	10.8	10.7
수익성(%)					
영업이익률	5.6	4.4	3.7	4.1	4.4
순이익률	3.6	2.2	3.3	2.3	2.6
EBITDA Margin	8.7	7.6	6.9	7.1	7.2
ROA	3.8	2.2	3.2	2.3	2.7
ROE	7.4	4.3	6.3	4.5	5.1
배당수익률	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
배당성향	8.9	14.4	9.2	12.2	10.2
안정성					
순차입금(십억원)	3,382	3,691	3,530	3,512	3,430
차입금/자본총계비율(%)	53.2	54.8	49.0	46.4	43.0
Valuation(X)					
PER	15.9	19.5	11.6	14.6	12.1
PBR	1.1	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.7	9.5	9.6	8.3	7.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
이마트(139480)	2014.03.18	매수	330,000 원
	2014.07.24	매수	280,000 원
	2015.08.10	중립	-
	2015.09.01	매수	300,000 원
	2016.01.28	매수	230,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2016년 3월 15일 현재 이마트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2015.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.0%	20.8%	2.2%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결정에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.