

## 이마트(139480)

## 매수(유지)

목표주가: 270,000원(유지)

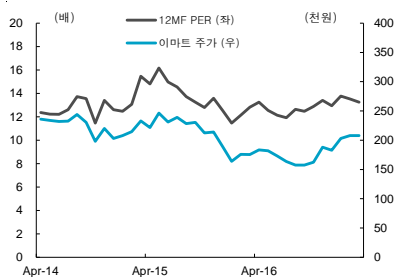
## Stock Data

KOSPI(3/30)	2,165
주가(3/30)	208,000
시가총액(십억원)	5,798
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	215,000/153,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	22,192
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/50.2
주요주주(%)	이명희 외 3인 28.1
	국민연금 8.4

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.0	32.1	19.9
상대주가(%p)	(3.5)	26.1	11.8

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 1Q17 Preview: 계속되는 실적모멘텀

## 1Q17 영업이익 1,903억원 (+22.0% YoY)

이마트의 2017년 1분기 영업이익은 컨센서스를 상회하는 1,903억원을 예상한다. 전년동기대비 22.0% 늘어나는 수준이다. 할인점 매출은 영업일수와 휴일 부족으로 부진하지만 피코크 등 상품마진 상승으로 영업이익 개선이 나타날 전망이다. 연결기준 매출은 3조 8,410억원으로 전년동기대비 5.8% 증가를 예상한다. 이마트 5.1%, 슈퍼마켓 2.1%, 기타 부문 9.8% 등이 반영된 수치다. 별도기준의 이마트 총매출은 전년동기대비 5.9% 늘어난 3조 5,600억원을 예상한다. 할인점 총매출증가율 1.9%, 트레이더스 32.2%, 이마트몰 26.3% 등이 반영되었다. 할인점의 기존점매출증가율은 전년동기대비 1.0% 감소를 예상한다. 1~2월 누계 기존점매출은 전년동기대비 2.8% 감소했고 3월은 전년동월대비 약 1.0% 늘어나는 것으로 추정된다. 트레이더스의 3월 기존점매출은 전년동월대비 17.0% 증가로 보이며, 이마트몰 또한 25.0% 수준의 고성장이 지속되고 있다.

## 피코크, 매출과 수익성에 모두 기여

지난해 피코크 매출은 약 1,900억원으로 파악되며 올해 회사는 약 2,500~3,000억원을 예상하고 있다. 증가율은 32.0%~45.0%로 계산된다. 1인가구 증가와 같은 구조적 변화에 따라 성장하는 HMR상품이며, 여타 HMR상품보다 상품마진도 더 높다. 고객traffic을 유치하기 위해 저마진을 감내하던 구조에서 매출과 수익성에 모두 기여하는 제품이 주력이 되고 있으며, 효과는 이마트의 여타 부문으로 전파되고 있다. 상품개발로 인해 트레이더스와 할인점뿐 아니라 슈퍼마켓, 이마트몰의 전망도 밝다. 기존점매출 부진에도 이마트의 영업이익 상승을 예상하는 주요 요인이며, 경쟁업체와 차별적인 실적을 예상한다.

## 유통업종 최선호주, 목표주가 270,000원 유지

국내 소매업체의 변화가 구조적으로 진행되는 가운데 할인점이 주력인 기업의 자산가치를 모두 인정하기에 주저하는 의견도 있다. 그러나, 이마트는 상품차별화가 현재 나타나고 있으며 그에 따라 할인점뿐 아니라 에브리데이, 이마트몰 등 모든 소매업체에서 상대우위의 실적이 나타나고 있으며 트레이더스는 30.0%를 넘어서는 고성장과 영업이익률 상승을 기록 중이다. 상품이 아닌 제품으로 고객traffic을 끌어들이는 경우, 유통업체의 영업이익률 한계점은 과거 수준을 넘어설 것이다. 인건비 상승(가능성) 이슈는 기업의 본질 가치와는 무관하며 전환배치 등을 통해 통제 가능하다. 이마트에 대해 투자의견 매수와 목표주가 270,000원을 유지한다. 현재주가는 2017F PER 12.9배에 거래되고 있으며 우리의 목표주가는 2017F PER 16.8배, 2017F PBR 1.0배에 해당한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2015A	13,640	504	455	16,319	56.8	938	11.6	10.1	0.8	6.5	0.8
2016A	14,778	547	376	13,502	(17.3)	1,003	13.6	9.1	0.7	5.1	0.8
2017F	15,895	648	448	16,093	19.2	1,123	12.9	8.6	0.7	5.7	0.7
2018F	17,135	770	545	19,545	21.5	1,267	10.6	7.4	0.7	6.5	0.7
2019F	18,591	937	675	24,240	24.0	1,449	8.6	6.3	0.6	7.6	0.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

&lt;표 1&gt; 이마트 월매출 동향

(단위: 십억원, % YoY, %)

	16년 9월	16년 10월	16년 11월	16년 12월	17년 1월	17년 2월	17년 3월F	1Q16	1Q17F
총매출	1,301	1,145	1,049	1,170	1,410	1,028	1,122	3,361	3,560
할인점	1,090	943	852	951	1,166	836	904	2,852	2,905
트레이더스	122	111	101	118	141	101	114	270	357
이마트몰	72	73	79	80	84	75	87	195	246
기타	17	18	18	20	19	16	16	44	52
증가율	4.7	11.5	3.6	9.1	20.5	(11.4)	8.8	4.7	5.9
할인점	1.4	7.6	(1.0)	4.4	17.4	(15.9)	4.5	1.8	1.9
트레이더스	30.0	43.8	30.2	39.8	47.5	11.0	37.9	27.3	32.2
이마트몰	26.3	28.3	34.8	34.2	27.8	24.0	27.0	30.6	26.3
기타	6.6	13.1	11.4	21.3	23.2	14.9	15.0	(4.8)	17.8
매출비중	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
할인점	83.8	82.4	81.2	81.3	82.7	81.3	80.6	84.9	81.6
트레이더스	9.4	9.7	9.6	10.1	10.0	9.9	10.2	8.0	10.0
이마트몰	5.5	6.3	7.5	6.9	5.9	7.3	7.8	5.8	6.9
기타	1.3	1.5	1.7	1.7	1.3	1.6	1.5	1.3	1.4

자료: 이마트, 한국투자증권

&lt;표 2&gt; 연결기준 실적 추정

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2016				2017F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017F
매출액	3,630	3,453	4,034	3,660	3,841	3,722	4,331	4,000	13,640	14,778	15,895
증가율	6.8	6.8	9.5	10.1	5.8	7.8	7.4	9.3	3.7	8.3	7.6
유통사업	3,305	3,083	3,634	3,322	3,495	3,394	3,933	3,647	12,532	13,343	14,468
이마트	2,915	2,666	3,181	2,894	3,062	2,913	3,400	3,140	11,149	11,656	12,515
슈퍼마켓	257	262	270	261	263	267	276	267	990	1,051	1,073
신세계L&B	11	11	13	13	12	12	14	14	45	48	51
중국법인	57	45	46	20	55	43	44	19	212	168	161
베트남법인	10	10	10	11	12	11	13	12	1	42	48
위드미	54	89	113	122	92	147	187	194	135	378	620
호텔 및 기타사업	325	371	400	339	346	328	399	354	1,108	1,435	1,426
매출총이익	1,002	980	1,129	1,043	1,076	1,066	1,225	1,148	3,796	4,154	4,514
매출총이익률	28	28	28	28	28	29	28	29	28	28	28
증감	0.08	0.24	0.37	0.41	0.41	0.25	0.28	0.21	(0.09)	0.28	0.29
영업이익	156	47	215	129	190	67	240	152	504	547	648
증가율	(3.0)	(28.5)	10.9	54.3	22.0	42.2	11.7	17.2	(13.6)	8.6	18.6
영업이익률	4.3	1.4	5.3	3.5	5.0	1.8	5.5	3.8	3.7	3.7	4.1
세전이익	163	25	199	95	199	48	230	150	694	482	627
증가율	(2.5)	(93.3)	32.0	na	22.4	94.6	15.4	57.8	63.7	(30.5)	30.2
지배주주순이익	120	9	148	99	144	35	166	103	455	376	448
증가율	(0.3)	(96.6)	39.4	na	19.8	276.7	12.5	4.4	56.8	(17.3)	19.2

자료: 이마트, 한국투자증권

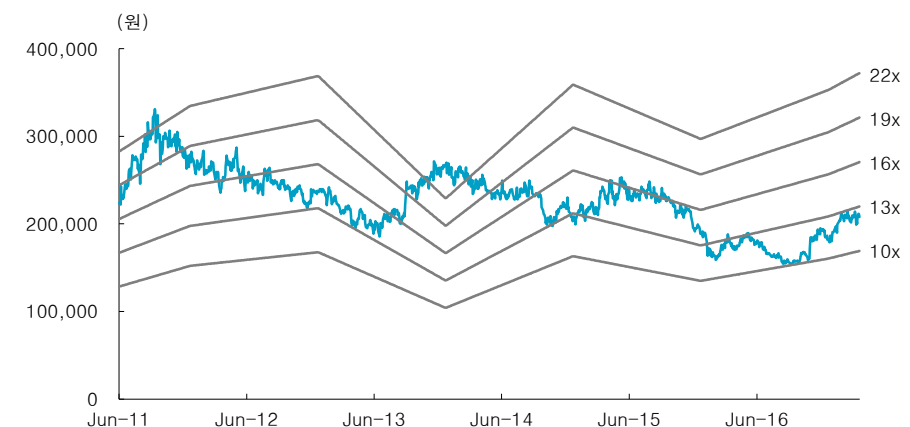
&lt;표 8&gt; 별도기준 실적 추정

(단위: 십억원, % YoY, %)

	2016				2017F				연간		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QF	2QF	3QF	4QF	2015	2016	2017F
총매출액	3,361	3,140	3,699	3,365	3,560	3,387	3,953	3,651	12,834	13,564	14,551
할인점	2,852	2,627	3,107	2,747	2,907	2,732	3,194	2,826	11,028	11,334	11,658
트레이더스	270	268	327	331	357	351	427	467	953	1,196	1,602
온라인몰	195	200	212	232	246	253	271	295	663	839	1,065
기타	44	45	52	55	51	51	60	64	189	196	226
증가율	4.7	3.7	6.1	8.2	5.9	7.9	6.9	8.5	3.5	5.7	7.3
할인점	1.8	1.3	4.1	3.7	1.9	4.0	2.8	2.9	1.1	2.4	2.9
트레이더스	27.3	20.6	17.0	38.0	32.2	31.0	30.5	30.8	27.1	25.4	34.0
온라인몰	30.6	20.0	23.6	32.4	26.3	26.3	28.0	27.3	27.2	24.5	27.0
기타	(5.0)	(1.1)	4.4	15.6	16.0	14.5	14.7	14.9	(15.3)	1.0	15.0
영업이익	189	66	228	151	206	84	249	168	629	633	708
증가율	(2.8)	(31.0)	6.3	20.1	9.2	27.2	9.4	11.7	(4.2)	0.6	11.8
영업이익률	5.6	2.1	6.2	4.5	5.8	2.5	6.3	4.6	4.9	4.7	4.9
할인점	193	68	224	147	201	79	234	155	632	631	670
트레이더스	7	7	12	9	13	12	19	17	19	35	61
온라인몰	(13)	(9)	(9)	(6)	(9)	(8)	(5)	(4)	(25)	(37)	(27)
기타	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	4

자료: 이마트, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: 이마트, 한국투자증권

## 기업개요

2011년 5월 1일 대형마트의 전문성 제고 및 핵심 경쟁력의 강화 목적으로 신세계와의 인적분할을 통해 설립됨. 2016년 말 기준, 158개의 국내 할인점(트레이더스 11개점 포함)과 7개의 중국 점포, 1개의 베트남 점포를 운영 중.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
유동자산	1,464	1,741	1,864	2,004	2,171
현금성자산	63	66	62	62	63
매출채권및기타채권	294	382	411	443	481
재고자산	886	980	1,054	1,136	1,232
비유동자산	13,029	13,687	14,152	14,623	15,130
투자자산	2,392	2,516	2,675	2,849	3,054
유형자산	9,805	9,709	9,921	10,113	10,292
무형자산	383	399	429	462	501
자산총계	14,494	15,428	16,016	16,627	17,300
유동부채	3,935	4,001	3,634	3,876	3,826
매입채무및기타채무	1,701	1,836	1,975	2,129	2,310
단기차입금및단기사채	452	451	462	476	488
유동성장기부채	1,007	938	320	350	100
비유동부채	3,320	3,303	3,844	3,703	3,783
사채	2,361	2,163	2,443	2,163	2,113
장기차입금및금융부채	284	324	524	594	644
부채총계	7,254	7,304	7,478	7,579	7,609
지배주주지분	6,986	7,696	8,103	8,606	9,239
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
기타자본	(40)	339	339	339	339
이익잉여금	1,653	1,958	2,365	2,867	3,501
비지배주주지분	253	428	434	442	452
자본총계	7,239	8,124	8,537	9,048	9,691

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
영업활동현금흐름	734	744	1,103	1,167	1,284
당기순이익	456	382	455	552	685
유형자산감가상각비	409	432	449	468	482
무형자산상각비	25	25	26	28	30
자산부채변동	(129)	(205)	175	126	103
기타	(27)	110	(2)	(7)	(16)
투자활동현금흐름	(1,004)	(924)	(931)	(951)	(993)
유형자산투자	(1,006)	(600)	(700)	(700)	(700)
유형자산매각	22	39	39	39	39
투자자산순증	14	(8)	(138)	(145)	(164)
무형자산순증	(12)	(17)	(56)	(61)	(70)
기타	(22)	(338)	(76)	(84)	(98)
재무활동현금흐름	279	185	(175)	(216)	(290)
자본의증가	50	174	0	0	0
차입금의순증	216	(308)	(127)	(166)	(238)
배당금지급	(44)	(52)	(42)	(42)	(42)
기타	57	371	(6)	(8)	(10)
기타현금흐름	(6)	(2)	0	0	0
현금의증가	3	2	(4)	(0)	2

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

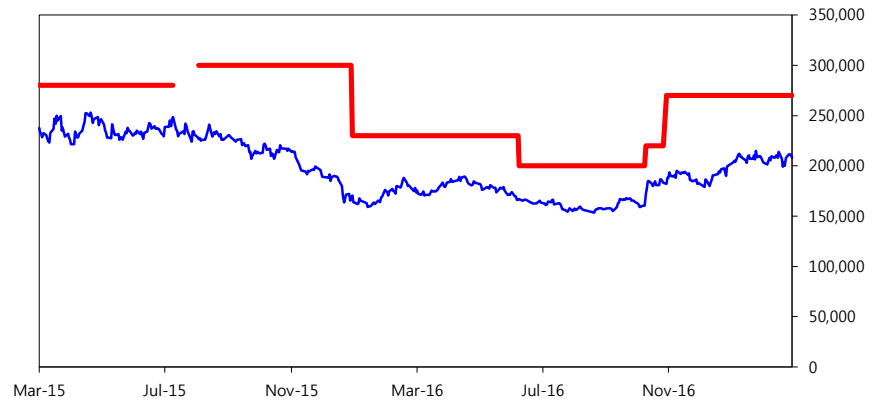
	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
매출액	13,640	14,778	15,895	17,135	18,591
매출원가	9,844	10,624	11,381	12,209	13,176
매출총이익	3,796	4,154	4,514	4,926	5,416
판매관리비	3,292	3,607	3,866	4,155	4,479
영업이익	504	547	648	770	937
금융수익	433	105	117	120	123
이자수익	27	27	40	42	45
금융비용	188	173	168	164	158
이자비용	124	115	109	105	99
기타영업외손익	(62)	(16)	9	6	2
관계기업관련손익	7	19	20	29	41
세전계속사업이익	694	482	627	762	945
법인세비용	238	100	173	210	260
연결당기순이익	456	382	455	552	685
지배주주지분순이익	455	376	448	545	675
기타포괄이익	(332)	5	0	0	0
총포괄이익	124	387	455	552	685
지배주주지분포괄이익	124	382	448	545	675
EBITDA	938	1,003	1,123	1,267	1,449

## 주요 투자지표

	2015A	2016A	2017F	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	16,319	13,502	16,093	19,545	24,240
BPS	250,707	276,181	290,768	308,806	331,536
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(% YoY)					
매출증가율	3.7	8.3	7.6	7.8	8.5
영업이익증가율	(13.6)	8.6	18.6	18.8	21.6
순이익증가율	56.8	(17.3)	19.2	21.5	24.0
EPS증가율	56.8	(17.3)	19.2	21.5	24.0
EBITDA증가율	(5.9)	7.0	12.0	12.8	14.4
수익성(%)					
영업이익률	3.7	3.7	4.1	4.5	5.0
순이익률	3.3	2.5	2.8	3.2	3.6
EBITDA Margin	6.9	6.8	7.1	7.4	7.8
ROA	3.2	2.6	2.9	3.4	4.0
ROE	6.5	5.1	5.7	6.5	7.6
배당수익률	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
배당성향	9.2	11.1	9.3	7.7	6.2
안정성					
순차입금(십억원)	3,909	3,559	3,380	3,193	2,929
차입금/자본총계비율(%)	56.8	47.7	43.5	39.2	34.2
Valuation(X)					
PER	11.6	13.6	12.9	10.6	8.6
PBR	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	10.1	9.1	8.6	7.4	6.3

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
이마트(139480)	2015.05.03	매수	280,000 원
	2015.08.10	중립	-
	2015.09.01	매수	300,000 원
	2016.01.28	매수	230,000 원
	2016.07.08	매수	200,000 원
	2016.11.08	매수	220,000 원
	2016.11.28	매수	270,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2017년 3월 30일 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.
- 당사는 이마트 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

## ■ 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 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※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 높이 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 결과에 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.