



이마트 139480

Buy (maintain)

나를 잊지 말아요

유통/화장품/의류 Analyst 오린아
02 3779 0053 / lina.oh@ebestsec.co.kr

- | | | |
|----|-----|----------------|
| 1 | 양형모 | LG (003550) |
| 2 | 유지웅 | 현대모비스 (012330) |
| 3 | 오린아 | 이마트 (139480) |
| 4 | . | |
| 5 | . | |
| 6 | . | |
| 7 | . | |
| 8 | . | |
| 9 | . | |
| 10 | . | |
| 11 | . | |
| 12 | . | |



이마트 139480

나를 잊지 말아요

먹구름이 걷히고 있다 전해라

2016년 1월, 이마트 주가는 2013년 6월 수준으로 뒷걸음질 쳐 있다. 다만 상황은 당시와 달라졌다. 2013년 6월은 대형마트 강제휴무 실시 후 일요일 휴무 점포가 급격히 늘던 시기였고, 현재는 강제휴무 효과가 마무리 되었다. 트레이더스는 2015년 3분기 개점 이래 최대 영업이익률 2.9%를 기록했고 기존점 성장률도 두자릿수에 달하고 있다. 온라인 사업 또한 2014년 9월 온라인몰 전용 물류센터 1호 오픈 후 올해 2호 센터가 운영됨에 따라 영업적자 축소폭이 기대되는 상황이다.

나를 잊지 말아요

2016년 전년대비 개선된 내부적 환경을 바탕으로 이마트의 K-IFRS 연결 기준 총매출액은 전년대비 5.9% 증가한 16조 1,255억원, 영업이익은 전년대비 18.2% 증가한 6,595억원을 기록할 전망이다. 동사는 기존 출점 한계에 부딪힌 상황을 새로운 포맷 트레이더스와 온라인몰로 극복하는 모습을 보여주고 있으며, 피코크(PEACOCK) 및 노브랜드로 PL상품의 경쟁력 또한 증명했다. 최근 소셜 커머스의 공격적인 행보가 이어지면서 동사 온라인몰에 대한 우려가 제기되었으나, 이는 과도하다고 판단한다. 오픈마켓이나 소셜커머스 등이 다루고 있는 식품 카테고리에는 아직까지 과자, 라면 등의 가공식품 및 멸균우유 등 냉장이 필요없는 제품, 장기간 보관이 가능한 지역특산물 등에 그치고 있기 때문이다.

2016년 할인점 출점 1개(5월 김해터미널), 트레이더스 출점 1개(9월 하남 복합쇼핑몰)이 확정되었으며, 할인점 기존점포 성장률은 지난 해 MERS 효과로 인해 2% 수준을 예상한다. 이밖에 전문점으로도 출점이 예상되는데, 지난 해 이마트타운에 선보였던 피코크키친과 일렉트로마트가 로드샵 및 점포 테넌트 형식으로 출점할 예정이다.

투자의견 Buy 및 목표주가 280,000원 유지

이마트에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 280,000원을 유지한다. 목표주가 280,000원은 이마트의 2016년 예상 EPS에 Target multiple 15.3배(대형마트 13배, 신사업 부문 35배 가중평균 적용)를 적용한 값과 주당 삼성생명 지분가치를 시가 대비 20% 할인해 합산한 수치다. 2016년 더 나아질 사업 환경에도 불구하고 주가는 2013년 대형마트 영업 규제 확산 시기에 머물러 있다. 현재는 강제휴무 효과가 마무리 된 상태이며, 트레이더스와 온라인몰을 필두로 신사업의 성장세가 양호하다. 적자를 기록하던 연결 자회사 신세계 조선회사의 면세점 부문이 그룹사 신세계디에프로 이관될 가능성도 유효하다.



이베스트 겨울특집 대형주 시리즈

Buy (maintain)

목표주가 **280,000 원**
현재주가 **185,500 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Contents

Part I	지난 몇 년을 돌아보며	4
Part II	사업현황 및 Business Model	7
Part III	실적 전망	24
Part IV	Valuation & 투자의견	27

Stock Data

KOSPI (1/15)	1,878.87pt
시가총액	51,710억원
발행주식수	27,876천주
52주 최고가/최저가	253,000 / 185,000원
90일 일평균거래대금	141.73억원
외국인 지분율	46.8%
배당수익률(15.12E)	0.8%
BPS(15.12E)	268,338원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 -0.3%
	6개월 -14.1%
	12개월 -11.5%
주주구성	이명희 외 4인 28.1%
	Aberdeen Asset Management 14.0%
	국민연금공단 8.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	13,035	13,154	13,525	14,469	15,281
영업이익	735	583	558	660	713
세전계속사업손익	649	424	792	645	681
순이익	476	292	574	444	469
EPS (원)	16,762	10,404	20,495	15,938	16,826
증감률 (%)	10.2	-37.9	97.0	-22.2	5.6
PER (x)	15.9	19.5	9.1	11.6	11.0
PBR (x)	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	9.6	9.4	9.0	8.2	7.8
영업이익률 (%)	5.6	4.4	4.1	4.6	4.7
EBITDA 마진 (%)	8.7	7.6	7.4	7.8	7.9
ROE (%)	7.4	4.3	7.9	5.8	5.8
부채비율 (%)	94.9	95.9	94.3	91.1	88.1

주: K-IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

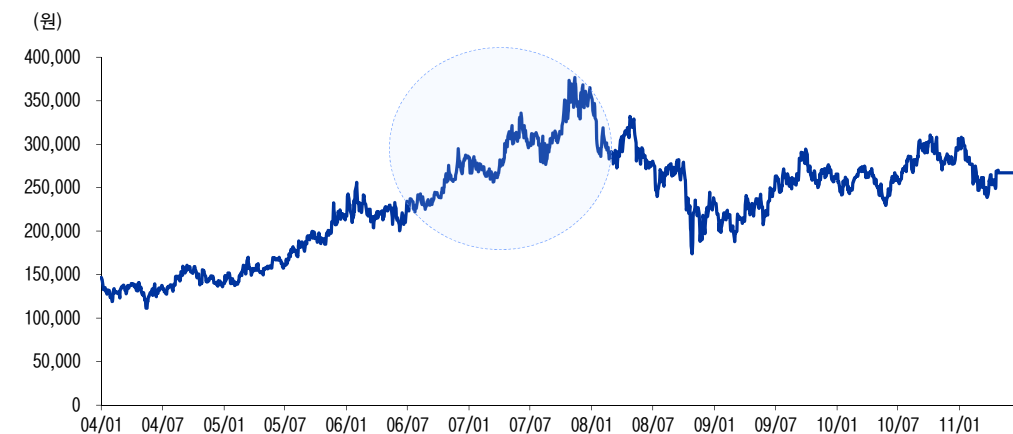


Part I 지난 몇 년을 돌아보며

분할 후 찾아온 강제 휴무의 먹구름

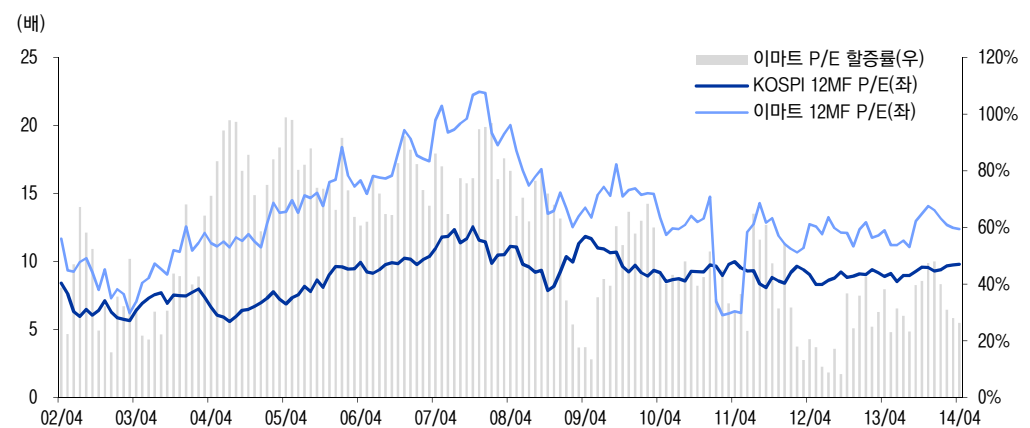
2000년대 중반까지 대형마트 업태는 꾸준히 높은 성장성을 유지했고, 이에 따라 이마트(분할 전 신세계)는 시장 점유율 1위 업체로서 주가에 프리미엄을 받아왔다. 특히 2007~2008년에는 국내의 안정적인 성장과 함께 중국 진출에 대한 기대감으로 동사의 주가는 역사적 고점을 기록하기도 했다. 양적 성장과 질적 성장을 함께 이어가던 시기 와 달리, 2011년 말부터 동사의 주가는 밸류에이션 하락 폭이 커졌다. 이는 2011년말 부터 시작된 규제 이슈 및 성장 둔화에 대한 우려 때문이었다. 2012년부터 2013년 상반기까지는 강제휴무 효과에 의한 실적 타격을 직접적으로 받았고, 이에 따라 주가 또한 분할 상장 이후 최저가를 기록하기도 했다.

그림1 분할 전 신세계 주가 흐름



자료: WISEfn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 이마트 P/E KOSPI 대비 할증률



주: 2011년 5월 이전 주가는 분할 전 신세계 주가임.

자료: WISEfn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 이마트 주가추이 및 이슈 요약



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

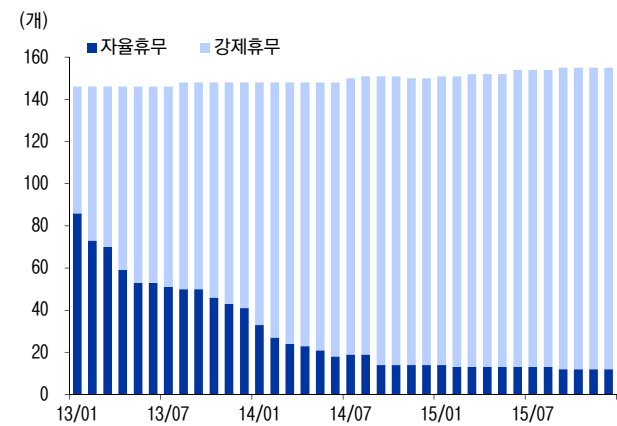
조금씩 엮나갔던 박자들

2014년 초에 진행한 신세계물과 이마트몰의 통합으로 인해 고객 Traffic이 감소하며 온라인몰 수익 개선이 일부 지연되었다. 더불어 4월에 발생한 세월호 사건은 소비심리를 위축시키기까지 했다. 2015년 강제휴무 효과의 마무리를 기대했으나, 이 역시 6월 말 발병한 중동호흡기증후군(MERS)이 집객에 발목을 잡는 요인으로 작용했다. 더불어 재산세 회계 기준 변경으로 인한 일회성 비용 처리, 중국 점포 구조조정으로 인한 비용은 다 차려놓은 실적에 재를 뿌리는 요소들로 작용했다.

2013년 6월 vs. 2016년 1월

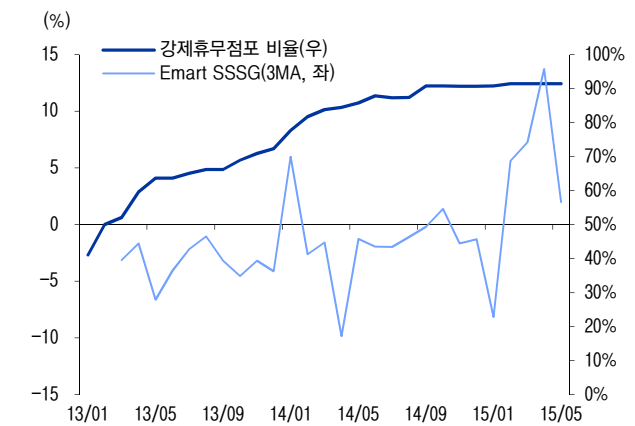
2016년 이마트 주가는 2013년 6월 수준으로 뒷걸음질 쳐 있다. 다만 상황은 당시와 달라졌다. 당시는 대형마트 휴무 실시 후 강제휴무(일요일 휴무) 점포가 급격히 늘던 시기였고, 현재는 강제휴무 효과가 마무리 된 상태다. 트레이더스는 2015년 3분기 개점 이래 최대 영업이익률을 기록했고 기존점 성장률도 두자릿수에 달한다. 온라인 사업 또한 2014년 9월 온라인몰 전용 물류센터 1호 오픈 후 올해 2호 센터가 운영됨에 따라 영업적자 축소폭이 기대된다. Capex 또한 2015년 1조 4,000억원 수준으로 정점을 찍었다. 올해는 약 1조 3,000억원을 예상하고 있고, 2017년부터는 1조 미만으로 줄어들 것으로 예상된다. 2015년 삼성생명 지분 매각으로 재무 구조가 개선되는 점 또한 긍정적이다.

그림4 강제휴무 점포 수 증가세는 안정된 모습



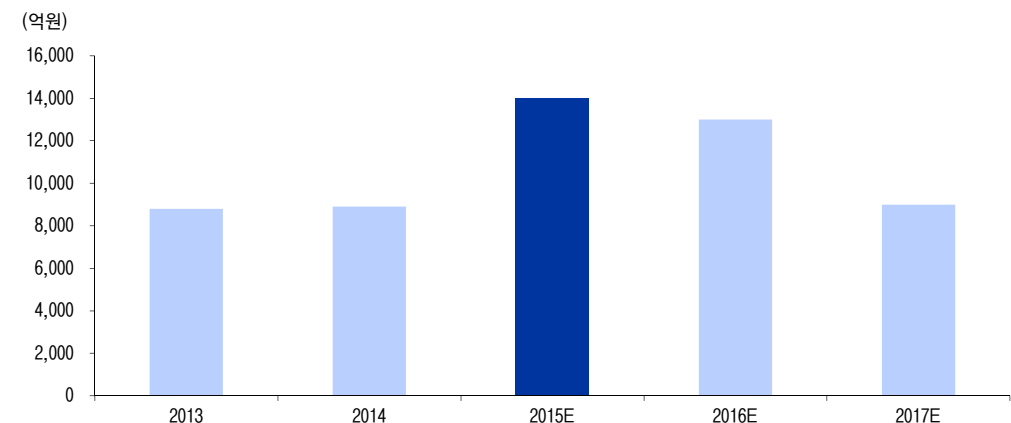
자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 강제휴무점포 비율 및 기존점 신장률 추이



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 이마트 Capex 는 2015년 정점을 찍은 후 줄어들 전망



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

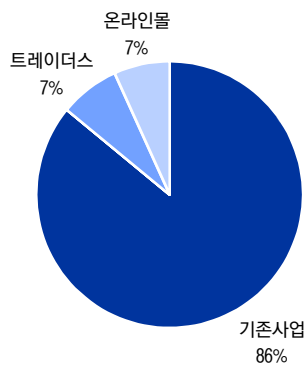
Part II 사업현황 및 Business Model

1. 사업현황 개요

이마트는 2011년 (주)신세계 사업부문(대형마트, 백화점)에서 인적분할 되어 설립된 국내 M/S 1위의 대형마트 업체다. 1993년 국내 최초 할인점 사업을 시작했고, 2006년 월마트 코리아를 인수하면서 전국 100개 점포를 돌파했다. 2015년말 기준으로 국내 이마트 155개(대형마트 145개점, 트레이더스 10개점)를 운영하고 있으며, 신세계그룹 내 Vision 2023에 따르면 동사는 2023년까지 국내 점포를 200개 이상으로 확대할 예정이다. 해외에는 2015년말 기준 중국에 8개 점포를 운영 중이나 사업은 중단하기로 결정되어 폐점하는 과정에 있다. 향후 베트남(2015년 12월 28일 1호점 오픈), 몽골을 중심으로 글로벌 사업을 전개할 계획이다.

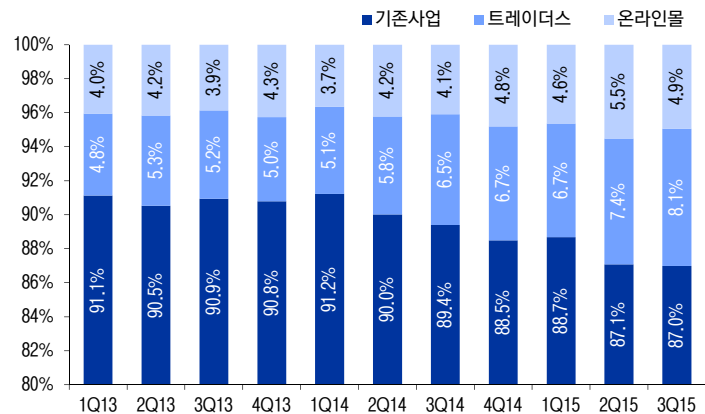
연결 대상 국내 주요 자회사로 호텔과 면세점을 운영하고 있는 신세계조선호텔(지분율 98.8%), 외식사업을 영위하는 신세계푸드(지분율 46.1%), 슈퍼마켓 사업을 운영하는 에브리데이리테일(지분율 99.3%)과 에스엠(지분율 100%), 편의점 위드미에프에스(지분율 100%)가 있다. 해외 사업은 8개의 현지 법인(중국 6개, 미국 및 베트남 각 1개)을 통해 연결 실적으로 계상되고 있다.

그림7 이마트 별도 기준 부문별 사업 비중



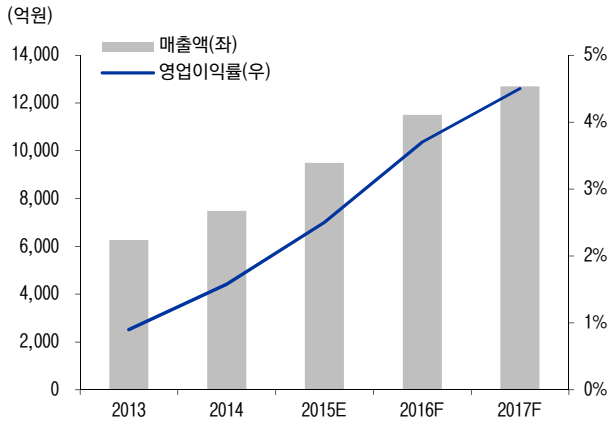
자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 이마트 별도 기준 부문별 사업 비중 추이



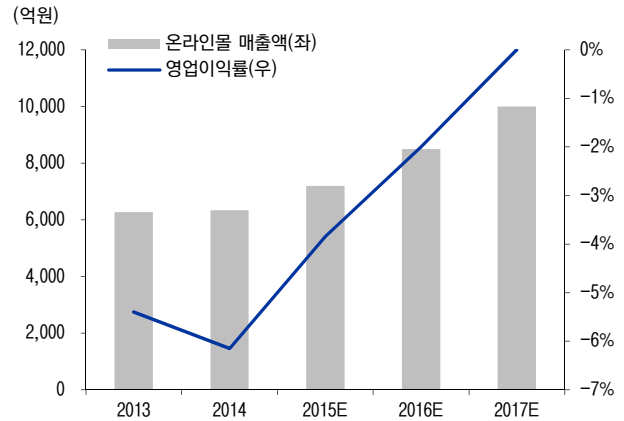
자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 국내사업: 트레이더스 매출액 및 영업이익률



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

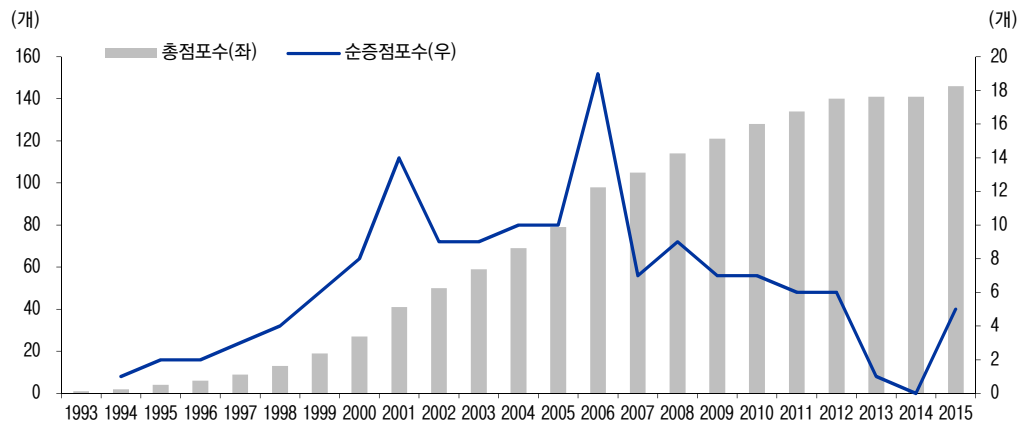
그림10 국내사업: 온라인몰 매출액 및 영업이익률



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

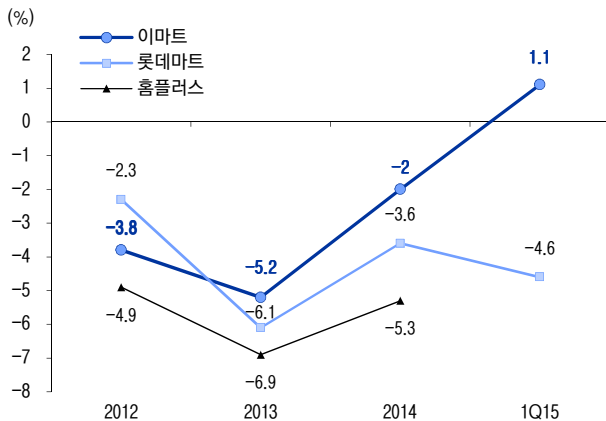
국내 사업 중 기존 사업으로 분류되는 할인점 사업은 시장 성숙에 의한 경쟁 심화 및 최근 장기적인 저성장 기조 영향에 따라 과거보다 줄어든 6% 수준의 영업이익률을 기록하고 있다. 기존 할인점 사업으로는 출점 또한 포화를 앞두고 있는 상태다. 1997년 출점을 시작한 중국 사업도 수익성 악화로 26개까지 늘었던 점포를 현재 8개까지 줄였다. 이에 따라 동사의 향후 실적을 견인할 부문은 트레이더스와 온라인몰 및 편의점으로 대변되는 신사업과 장기적으로 베트남을 필두로 한 해외 부문이라고 판단한다.

그림11 국내 이마트 할인점 연간 증감 현황



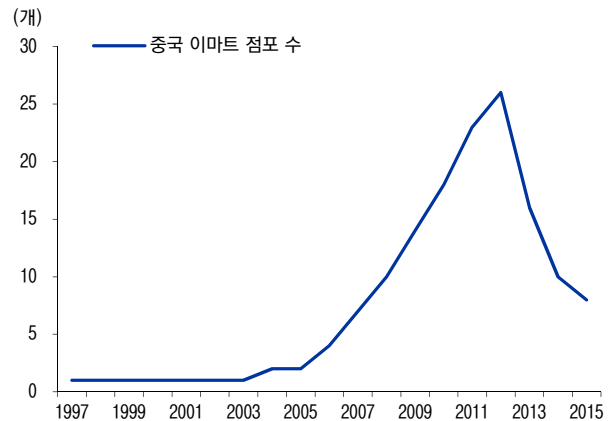
자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 규제 및 경쟁의 심화로 지난 3년간 고전



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 중국 할인점 사업은 폐점 진행 중



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

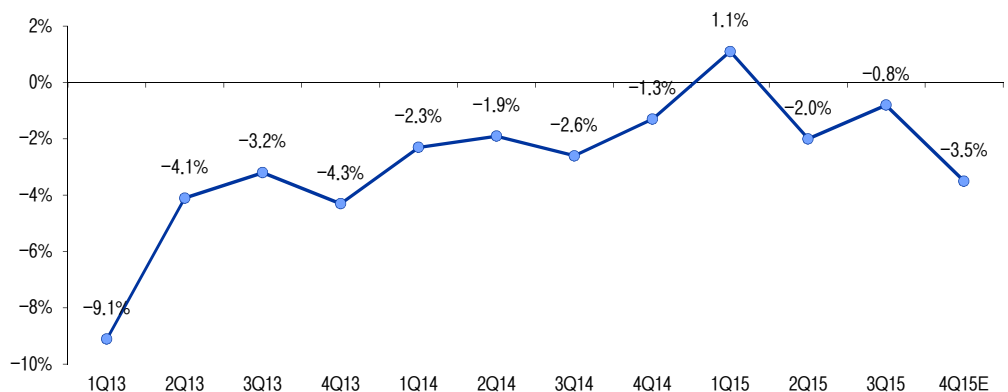
2. 부문별 영업현황

1) 국내 대형마트

2000년대 중반까지 대형마트 업태는 식품, 가전 및 생활용품 등을 저렴한 가격으로 소비자에게 판매하는 소매점으로서의 호황을 누렸다. 다점포화 및 대량구매시스템으로 규모의 경제가 실현 가능하였으며, 점포 내 서비스 및 쇼핑 인프라 등의 특징을 내세우며 재래시장의 수요를 이동시킬 수 있었다. 성장기에는 대형마트 3사가 매년 20~30개씩 신규 점포 출점이 가능했으며, 롯데쇼핑의 경우 2002년 할인점 매출 비중이 10%에 머물렀으나 2011년 38.7%까지 높아지며 백화점을 추월하기도 했다.

경기 방어적 업태로서 자리매김 했던 대형마트는 2012년 이후부터 성장세가 정체되기 시작했다. 그 이유는 2012년 4월 의결된 '유통산업발전법 시행령' 개정안에 따른 규제 때문이다. 개정된 시행령에 따르면 각 지방자치단체는 대형마트와 SSM의 영업시간을 제한할 수 있게 됐고 대형마트들을 상대로 강제휴무일 또한 지정할 수 있게 되었다. 이는 재래시장과 소규모 영세 슈퍼마켓과 같은 골목 상권을 부흥시켜 대형마트와 상생을 이뤄내자는 취지로 도입되었다.

그림14 이마트(기존점포) 기존점 신장률 추이



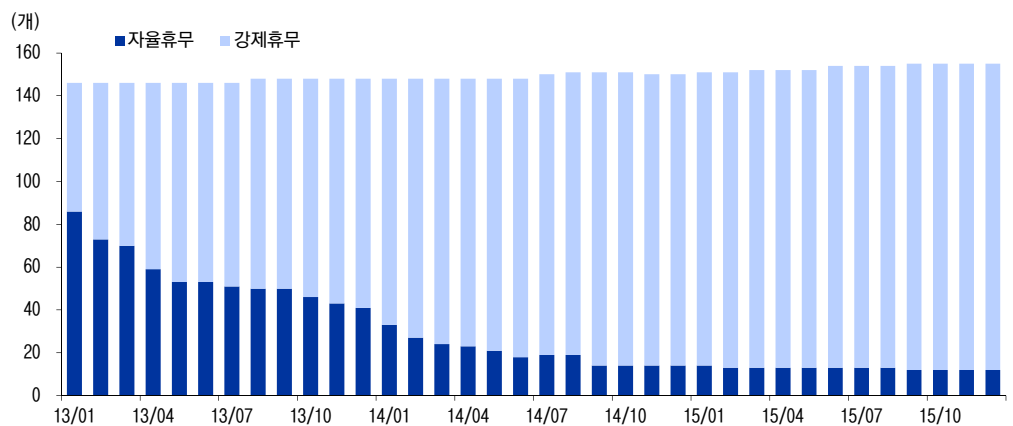
자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

대형마트 강제 휴무는 지자체 조례에 따라 자율 휴무와 강제 휴무로 분류된다. 자율휴무는 한달에 2회, 자율적으로 의무휴업일을 지정해 휴무하고, 강제휴무는 한달에 일요일 2회 휴무를 강제하는 규정이다. 자율휴무 규제 하에서는 대형마트 대부분 수요일이 평일 중 가장 매출액이 적어 수요일에 휴무를 시행했는데, 2013년 1월 국회가 영업 제한시간을 오전 10시까지로 2시간 늘리고(기존 밤 12시~오전 8시) 공휴일 중 휴무 2일을 의무화하는 유통법 개정안을 통과시키자 더욱 강화된 규제 조치가 실시되었다.

이에 따라 기존 자율휴무에서 강제휴무로 변경되는 점포수가 증가하며 대형마트의 매출 신장률은 급속도로 감소하기 시작했으며, 고정비 비중이 높은 유통업의 특성상 영업이익 또한 매 분기 감소하며 실적은 악화되는 모습을 보였다.

강제휴무 변경 효과가 사라지는 시점이 2015년 9월이었으며, 2016년 1월 기준 현재 강제휴무 점포 비중은 약 92%다. 즉 대형마트 점포의 대부분이 강제휴무를 실시하고 있어, 이제는 일요일 휴무 점포의 증가로 인한 매출액의 감소 효과는 미미하다고 판단한다. 더불어 2014년 말에는 안양/평촌 지역의 점포들이 일요일 휴무에서 수요일 휴무로 변경되었으며, 2015년 6월에도 고양시 지역의 점포도 같은 내용이 시행되었다. 따라서 앞으로는 강제휴무의 증가보다 강제휴무 점포의 감소를 통한 성장률 회복이 더욱 개연성 높아진 시점이라고 판단한다.

그림15 강제휴무 점포 수 증가세는 안정된 모습



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

2) 트레이더스

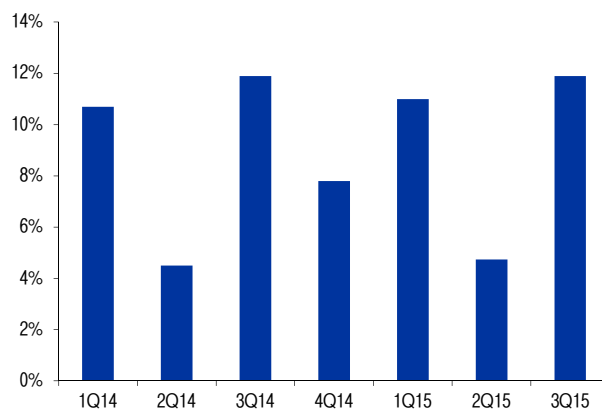
이마트가 2010년 용인 구성점을 필두로 시작한 트레이더스 점포 포맷은 미국의 코스트코(Costco) 및 월마트의 샘스클럽(Sam's Club)을 표방한 창고형 할인점이다. 사업 시작 당시 자영업자들을 타겟 고객으로 한 포맷으로 추진하였는데 계획 대비 매우 양호한 매출 성장률을 보이고 있다(2015년 3분기 기존점 신장률: +11.9%). 트레이더스는 전 용상품 확대 및 가격 경쟁력으로 지속적으로 객수가 증가하고 있다. 더불어 트레이더스가 테넌트로 입점한 이마트 타운 등의 복합 쇼핑센터 포맷이 성공함에 따라 향후 동사의 출점 동력은 트레이더스가 주축이 될 전망이다.

그림16 이마트 트레이더스 전경



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 이마트 트레이더스 기존점 신장률 추이



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

현재 이마트는 트레이더스 10개점을 운영하고 있으며, 2016년 신규 점포 출점은 약 3개점을 예상한다. 출점 시 드는 비용은 점포 당 800~900억원 수준이고, 기존 점포를 트레이더스로 전환할 경우 약 100~150억원 수준으로 추정된다. 점포 당 매출액은 입지에 따라 차이가 나는 편이나 평균적으로 950억원 수준이다(기존 대형마트 800억원, 코스트코 코리아 2,500억원 수준). 영업 개시 후 안정화 된 1호점 용인 구성점, 2호점 인천 송림점의 경우 기존 대형마트의 2배 규모인 1,500억원 이상의 매출액을 올리고 있다. 출점 후 영업 안정화 궤도에 진입하면 매출액은 증가하는 모습이다.

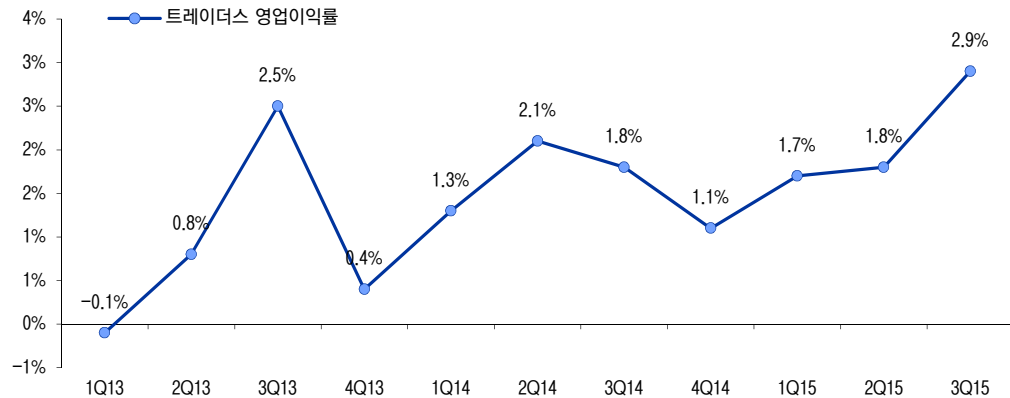
표1 이마트 트레이더스 점포

목록	점포명	매장면적 (평)	개점연도	위치
1호점	구성점	3,247	2010년 11월	경기도 용인시 기흥구
2호점	송림점	3,306	2011년 4월	인천광역시 동구
3호점	월평점	2,975	2011년 5월	대전광역시 서구
4호점	서면점	3,307	2011년 8월	부산광역시 부산진구
5호점	비산점	2,519	2012년 1월	대구광역시 서구
6호점	안산점	2,810	2012년 5월	경기도 안산시
7호점	천안아산점	3,190	2012년 7월	충남 아산시
8호점	양산점	2,433	2014년 7월	경상남도 양산시
9호점	수원점	3,606	2014년 8월	경기도 수원시
10호점	킨텍스점	9,116	2015년 6월	경기도 고양시

자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

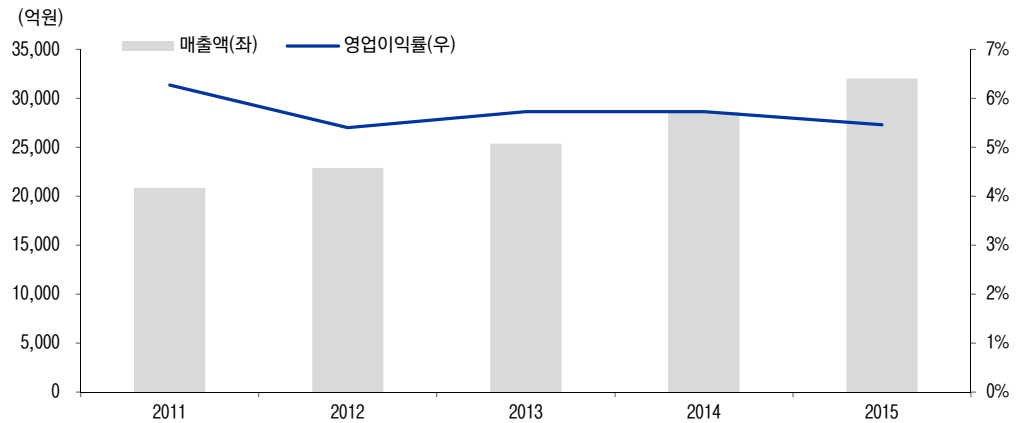
2015년 3분기 기준으로 트레이더스의 영업이익률은 2.9%를 기록해 출점 이래 가장 높은 수준을 기록했다. 동사가 최종 목표로 하는 영업이익률은 5~6% 정도다. 코스트코 코리아의 경우 FY2015 기준(8월 결산) 5.5%를 기록했던 것과 트레이더스 1,2호점이 이에 준하는 영업이익률을 보이고 있는 점을 고려하면, 향후 트레이더스의 영업이익률의 개선은 지속될 수 있을 것으로 전망한다.

그림18 트레이더스 영업이익률 추이



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 코스트코 코리아 실적 추이(8월 결산)

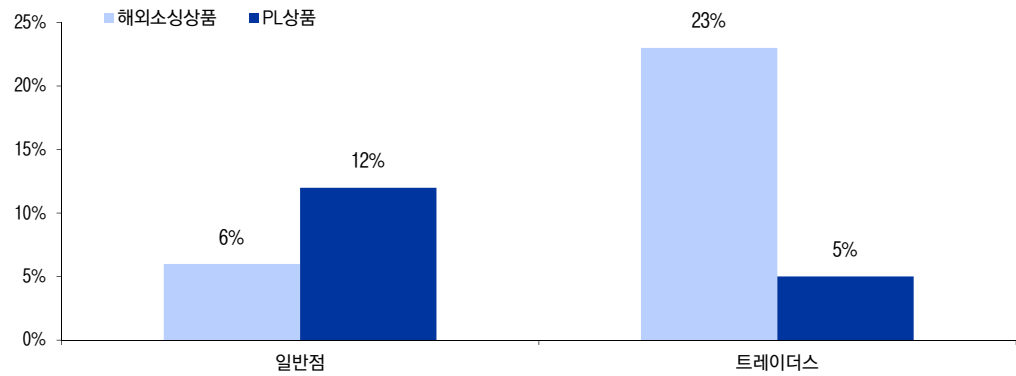


자료: 코스트코코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

기존 대형마트와의 카니발은 우려보다 크지 않을 전망이다. Product Mix가 다르고, 차별화 상품 및 수입상품으로 카니발을 최소화 하려고 하고 있기 때문이다. 기존 할인점은 전체 Product mix에서 식품이 차지하는 비중이 약 57% 수준이라면, 트레이더스는 취급 상품의 약 70% 수준이 식품이다. 각 점포가 다루는 상품 중 75%가 중복되지 않으며, 특히 기존 점포와 바로 붙어있는 킨텍스점의 경우 할인점과의 상품중복률이 5% 미만으로 매우 낮다.

상품군 중 PL상품 비중은(수입 상품 포함) 약 28%다. 트레이더스는 전용 PL상품 및 해외 직수입 상품의 전략적인 확대를 통해 경쟁력을 확보하려는 움직임이다. 특히 최근 소비 트렌드를 반영한 신속한 상품입점과 빠른 회전율로 집객을 유도하고 있다. 직수입 상품 매출 증가율은 2015년 2분기 52.1%에 이어 3분기에는 41.5%를 기록했다. 이마트는 트레이더스의 PL상품 비중을 2023년까지 50%로 올릴 목표를 가지고 있다.

그림20 기존 할인점 대비 트레이더스는 차별화 상품(해외 소싱상품 + PL 상품) 비중 높아



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 트레이더스 内 할리데이비슨



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 트레이더스 병행수입 프리미엄 패딩

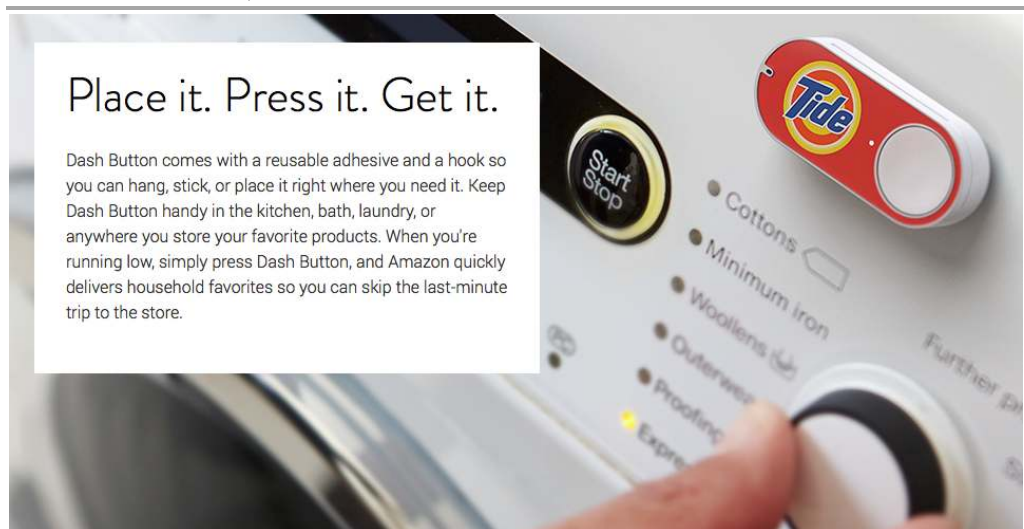


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3) 온라인몰

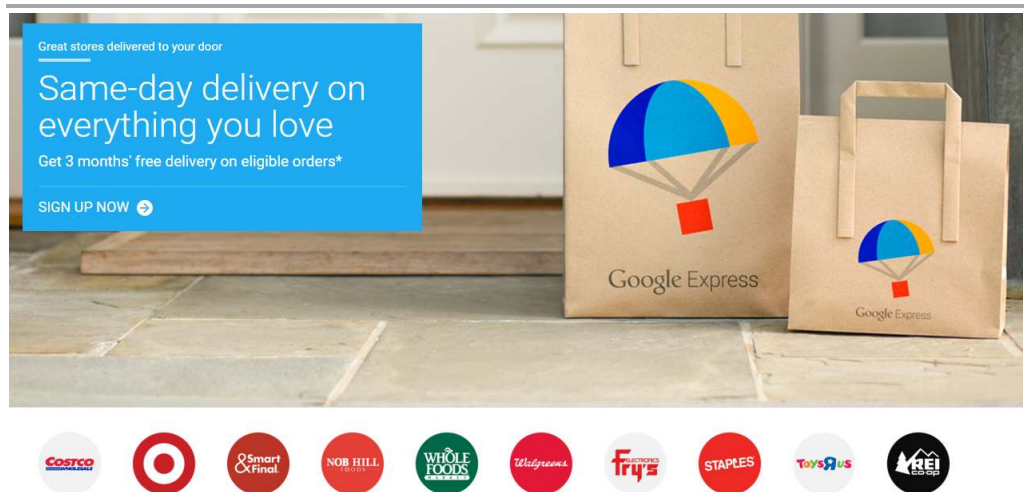
이마트의 온라인몰은 향후 트레이더스와 더불어 성장의 축이 될 전망이다. 통상 온라인 쇼핑은 가장 표준화(standardize) 되어있는 도서, 전자제품으로 가장 먼저 침투되어 의류 및 일반 소비재, 그리고 최종적으로는 식품으로 확대된다고 판단한다. 세계적인 인터넷 종합쇼핑몰인 아마존의 성장 단계를 살펴보면도 같은 맥락이다. 1995년 7월 온라인 서점으로 사업을 시작한 아마존은 1997년부터 DVD, CD, 컴퓨터 소프트웨어, 전자 제품, 의류, 가구, 음식 등으로 상품 구색을 다양화 해 왔고, 현재는 신규 사업으로 Amazon Fresh 및 Amazon Dash로 온라인 식품 시장 및 슈퍼마켓 시장 진출에 대한 전략을 구체적으로 진행 중이다.

그림23 Amazon Dash, IoT 를 접목시킨 온라인 슈퍼마켓의 대표적 사례



자료: Amazon, 이베스트투자증권 리서치센터

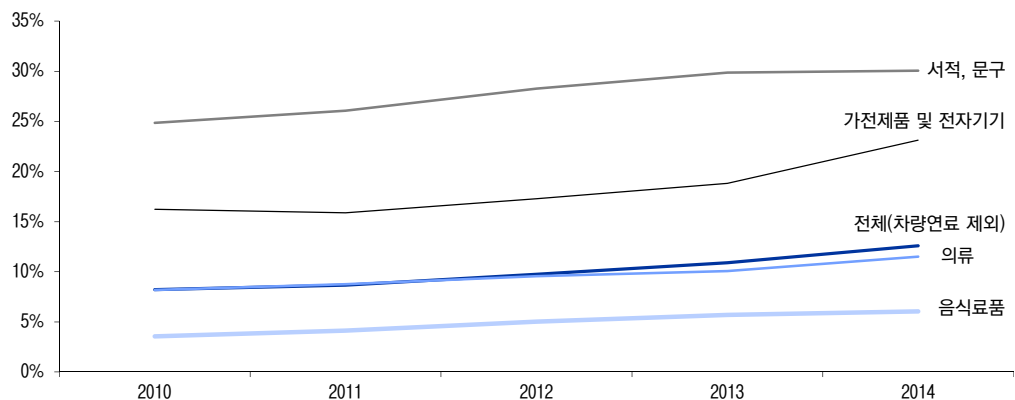
그림24 구글의 식료품 당일배송 서비스: 구글 익스프레스(Google Express)



자료: Google, 이베스트투자증권 리서치센터

우리나라도 비슷한 순서대로 온라인 침투가 진행되고 있다. 차량연료를 제외한 전체 소비재 온라인 침투율은 2014년도 14.8% 수준이었으나, 서적/문구와 가전제품 및 전자기기는 각각 30.1%, 23.1%에 달해 상대적으로 온라인 침투가 빠르게 진행되었음을 파악할 수 있다. 현재 전체 소비재와 비슷한 수준으로 의류 쪽이 침투 중이며, 음식료품은 아직까지 온라인 침투율이 5% 수준에 불과하다. 높은 모바일 보급률과 1인 가구 증가 등의 추세로 인해 온라인 식품 시장은 향후 전망이 밝다고 판단한다.

그림25 음식료품 온라인 침투율은 아직 전체 소비재 대비 낮은 수준

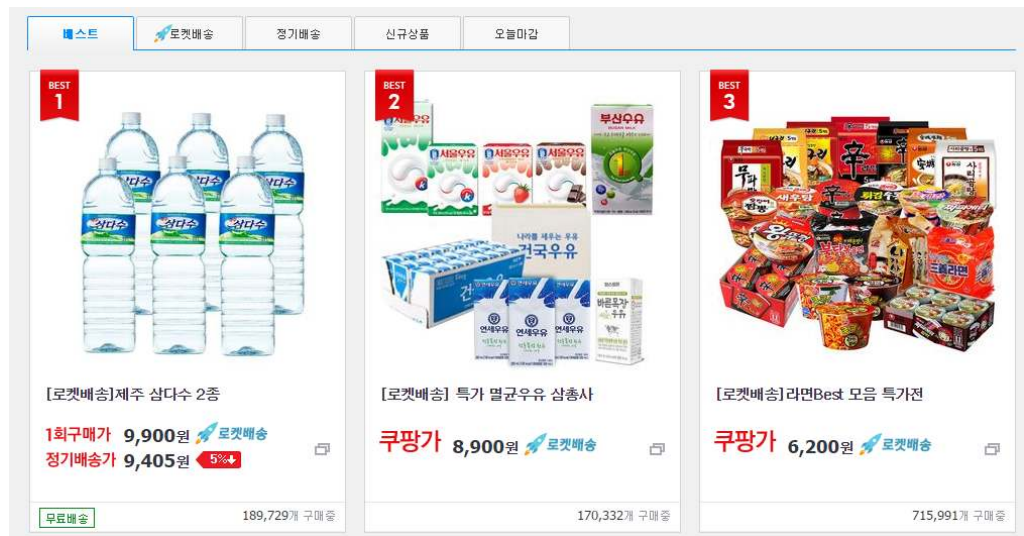


자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

식음료품의 온라인 쇼핑 침투에 따른 영향은, 과거 타 유통업체들이 고전했던 것과 달리(가전양판 및 백화점) 대형마트가 수혜를 받을 수 있을 것으로 전망한다. 현재 신선식품을 온라인으로 전문적으로 유통할 수 있는 업체는 대형마트가 유일하다고 판단하기 때문이다.

최근 소셜 커머스의 공격적인 행보가 이어지면서 동사 온라인몰에 대한 우려가 제기되었으나, 이는 과도하다고 판단한다. 오픈마켓이나 소셜커머스 등이 다루고 있는 식품 카테고리는 아직까지 과자, 라면 등의 가공식품 및 멸균우유 등 냉장이 필요없는 제품, 장기간 보관이 가능한 지역특산물 등에 그치고 있기 때문이다. 제품의 신선도 유지 및 배송에도 현재로서는 한계가 있는 것으로 파악된다. 실제로 쿠팡의 식품 카테고리 중 가장 판매가 많이 된 상품은 생수, 상온 보관이 가능한 멸균우유, 라면 등인 반면, 이마트몰의 식품 카테고리에서 가장 많이 팔린 상품은 애호박, 무, 당근 등의 신선채소 및 냉장이 필요한 일반 우유 등이다.

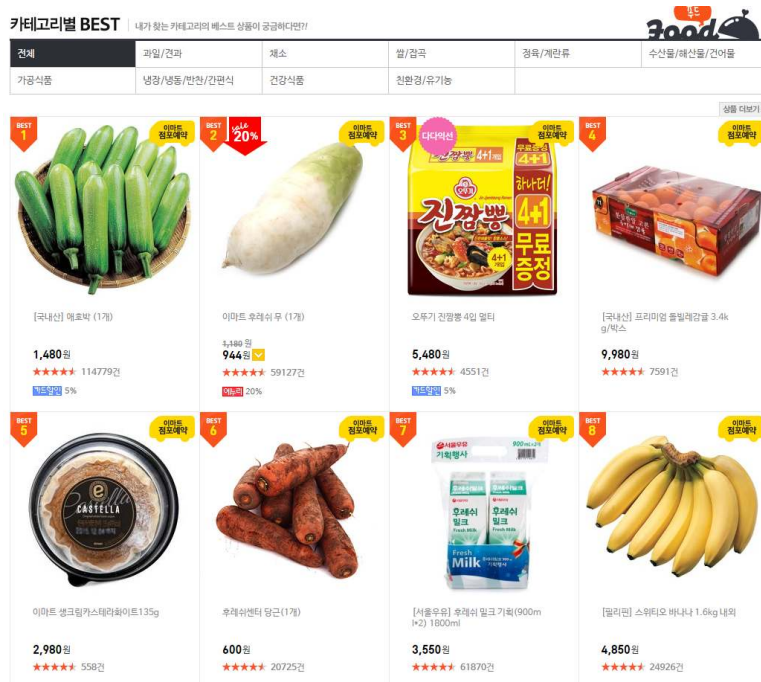
그림26 쿠팡 식품 베스트 상품: 생수, 멸균우유, 가공식품 등 콜드체인 필요없는 상품들



자료: 쿠팡, 이베스트투자증권 리서치센터

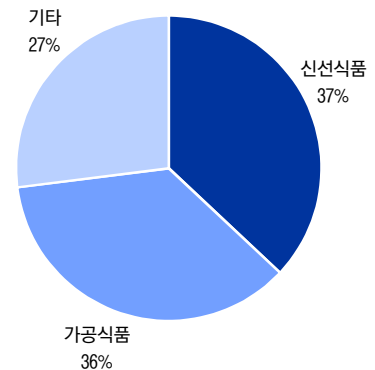
1인가구의 증가와 간편식의 확대로 HMR 시장이 성장하고 있는 것도 이마트몰에 힘을 실어주는 부분이다. 현재 유통되는 HMR의 상당 부분이 냉장을 요하고 있고, PEACOCK라는 프리미엄 PL 브랜드를 통해 컨텐츠 경쟁력을 확보한 이마트몰이 타 유통 채널 대비 우위에 있다는 판단이다. 상품이 동일하다면 플랫폼 입장에서는 가격을 내려서 집객을 유도하는 수밖에 없는데, 이는 결국 치킨 게임으로 이어진다. 이마트는 이러한 전략보다는 컨텐츠 확보에 주력하고 있는 상황이다.

그림27 이마트몰 베스트 상품: 애호박 1개, 무 1개, 우유 등 신선식품



자료: 이마트몰, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 이마트 온라인몰 상품별 구성비

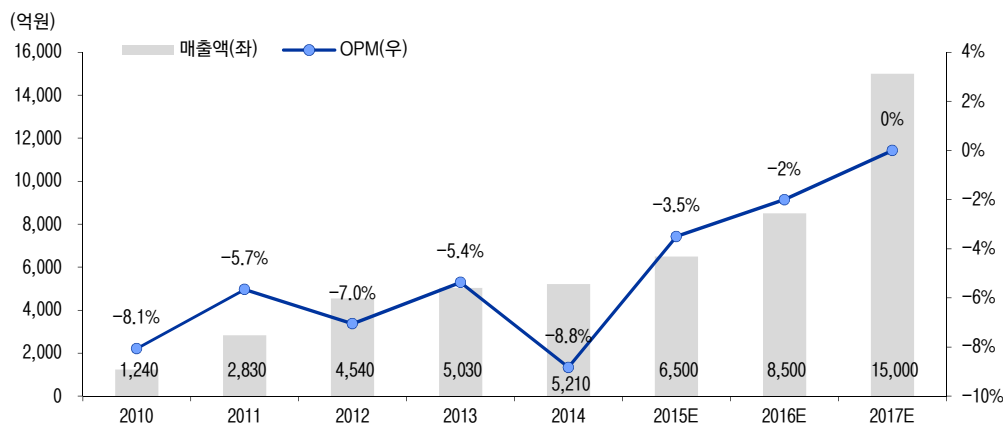


자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

온라인 식품 시장의 확대에 의해 반드시 필요한 것이 물류센터다. 기존 이마트 온라인 물의 주문은 고객이 위치한 곳의 근처 점포에서 직원이 직접 처리하도록 되어 있었다. 고객이 온라인 사이트로 주문을 넣으면 배송지에서 가장 가까운 마트로 주문이 들어가고, 마트 직원이 카트를 끌고 직접 돌아다니며 진열된 상품을 장바구니에 담아 포장한 후 배송되었다. 즉, 자동화가 되어 있지 않아 주문이 늘어날수록 직원을 더 뽑아야 하는 모순에 처해 있었다.

또한 소비자의 입장에서 재고가 많지 않을 경우 금세 품절되어 배송까지 시간이 오래 걸리기도 하고, 직접 장을 보러 가 고르는 것보다 품질이 떨어질 때가 있었던 것이 문제로 작용했다. 이에 2014년 기준 온라인물 적자는 460억원에 달했으나(OPM - 8.8%), 2014년 4월 온라인물 전용 물류센터가 본격적으로 운영을 시작함에 따라 2015년 들어서 영업손실률은 -3.5%로 개선된 상황으로 추정된다.

그림29 이마트 온라인물 실적 추이 및 전망



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

이마트는 김포에 1,300억원을 투자하여 2016년 1월 온라인 물류센터 2호점을 완공했고, 운영이 시작될 예정이다. 이에 따라 2016년 온라인물 매출액은 8,500억원, 영업적자 규모는 25% 감소한 170억 수준을 예상하고 있다. 지난 해 6월 메르스로 인해 외출을 꺼리고 온라인으로 구매를 시도하는 소비자가 많아지면서 월간 매출액이 640억 수준을 기록했는데, 당시 영업이익률이 -1% 수준까지 축소되는 것이 확인되었다. 2017년 온라인물 손익은 BEP를 달성할 전망이다며 매출액은 1조 5,000억원 수준을 예상한다. 2020년까지 온라인 전용 물류센터가 6곳이 설립될 계획이다.

그림30 이마트 온라인몰 전용 물류센터(1호 보정센터)

이마트몰 보정센터 최첨단 물류시스템



피킹해야 할 상품을 시스템이 자동으로 찾아주고 작업자는 배송박스에 담는다.
(빠른 피킹 속도/누락 상품 최소화)



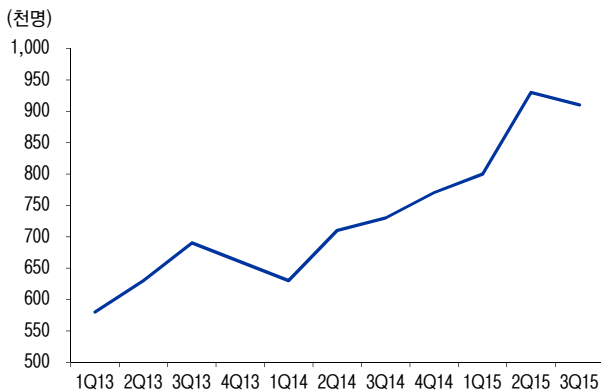
신선 및 냉장/냉동식품 상품이 이동하는 모든 경로에 콜드체인 시스템을 적용, 최상의 신선도를 유지하고 있다.



피킹이 완료된 박스는 무게를 달아 누락된 상품이 있는지 확인하고, 이상이 없을 시 고속 출하 슈트를 통해 빠르게 차량에 적재된다.

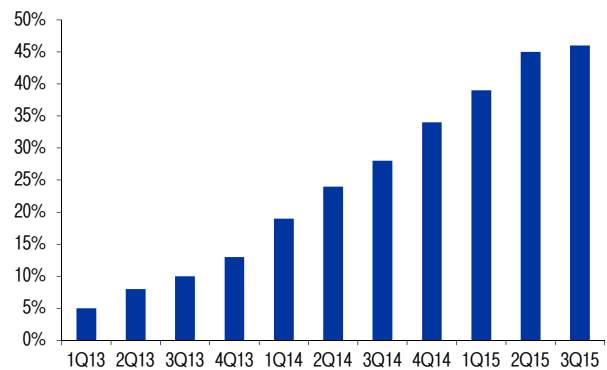
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 온라인몰 일평균 방문자수 꾸준히 증가



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 모바일 매출 비중 또한 46%까지 상승



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

[Case study] 영국의 OCADO Group


테스코를 위협하는 온라인몰, 오카도

이마트는 온라인몰 사업 관련, 영국 온라인 식품 유통업체인 오카도의 사례를 참고하는 것으로 알려져 있다. 오카도는 2000년 설립된 온라인 슈퍼마켓 업체로, 단 한 개의 오프라인 매장도 없이 설립 10여년 만에 영국 대형마트 1위인 테스코를 위협하는 자리에 올라섰다.

현재 2개의 온라인몰 물류센터(CFC, customer fulfillment center)를 운영을 통해 배송하고 있으며, 물류센터에서 즉각적으로 고객 주문이 처리된다. 2개의 물류센터가 영국 전역의 70%를 커버하고 있으며, 향후 3호 물류센터(Andover CFC)와 4호 물류센터(Erith CFC) 건립을 계획 중에 있다. 상품 SKU는 45,000개 수준이다.

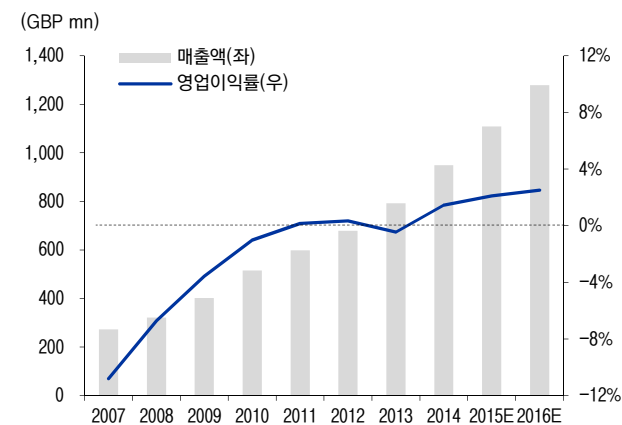
영업이익은 10여년간 적자를 기록하다가 2011년을 기점으로 턴어라운드 했다. 2014년 기준으로 1.4%의 영업이익률을 기록했으며, 향후 새로운 물류센터가 완공되면 지속적으로 상승할 전망이다.

표2 오카도(Ocado) 회사 개요

오카도 그룹 (Ocado Group) 	거래소 / 상장연도	London Stock Exchange / 2010년
	시가총액	2조 7,400억원(1.57bn GBP)
	CEO	Timothy Steiner
	2015년 매출액 및 영업이익률 (11월말 결산)	1조 9,365억원 / 2.1%

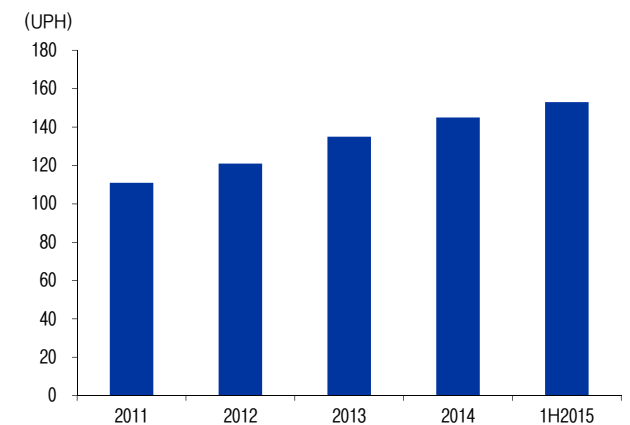
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 오카도 매출액 및 영업이익률 추이



자료: Ocado, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 오카도 물류센터(CFC) 효율은 매년 상승 중

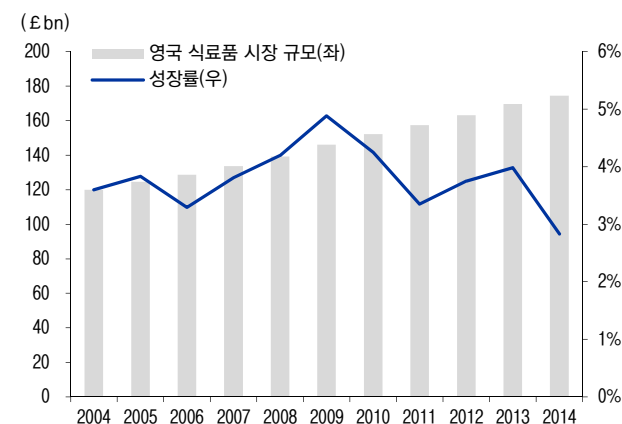


주: UPH, Units per hour

자료: Ocado, 이베스트투자증권 리서치센터

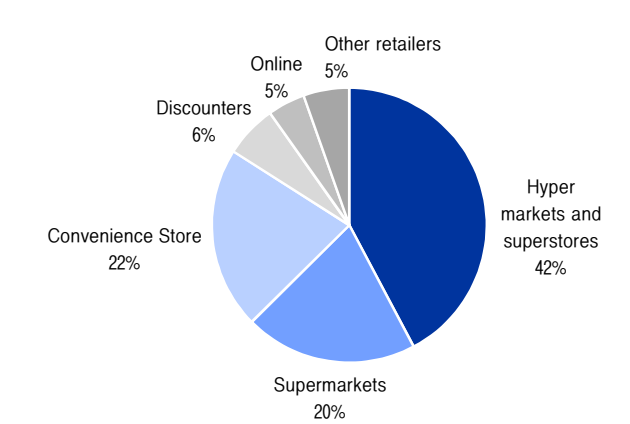
식료품 온라인 유통은 영국뿐만 아니라 세계적인 유통업체들이 좀처럼 성공을 거두지 못했던 분야다. 그 이유는 온라인 유통에서 가장 중요한 배송에 있어서 식품 카테고리는 유난히 까다로운 부분이 많기 때문이다. 식품의 특성 상 배송되는 시간은 정확해야 하고, 상품은 신선해야 하며, 결품 발생 가능성은 최대한 낮춰야 한다. 오카도는 이러한 부분을 대형 물류센터의 자동화 및 직배송을 통해 해결하려고 노력하였고, 배달경로 최적화, 로봇공학 등 끊임없는 기술혁신을 통해 물류센터의 효율성을 개선시켜 왔다.

그림35 영국 식료품 시장 규모 추이



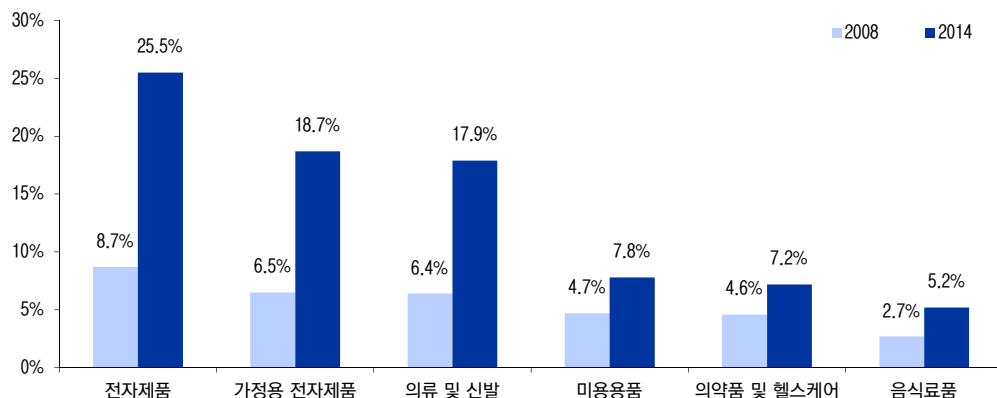
자료: IGD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 영국 식료품 시장 채널별 구성(2014년 말 기준)



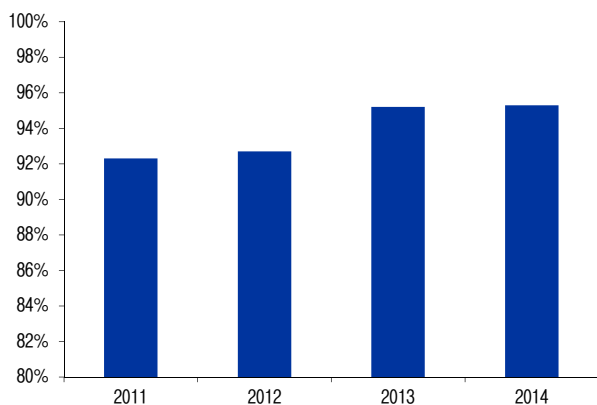
자료: IGD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 영국 상품군별 온라인 침투율



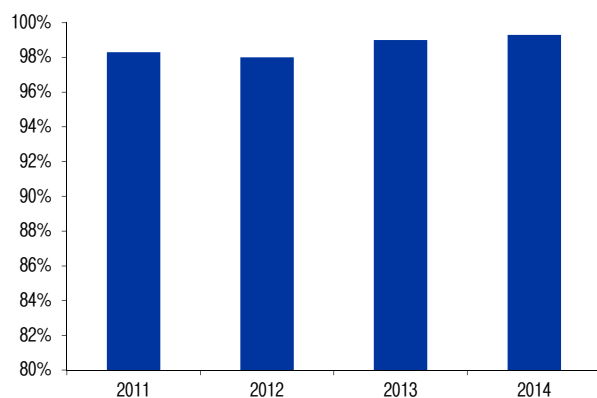
자료: IGD, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 오카도 정시 배송률(On time or early)



자료: Ocado, 이베스트투자증권 리서치센터

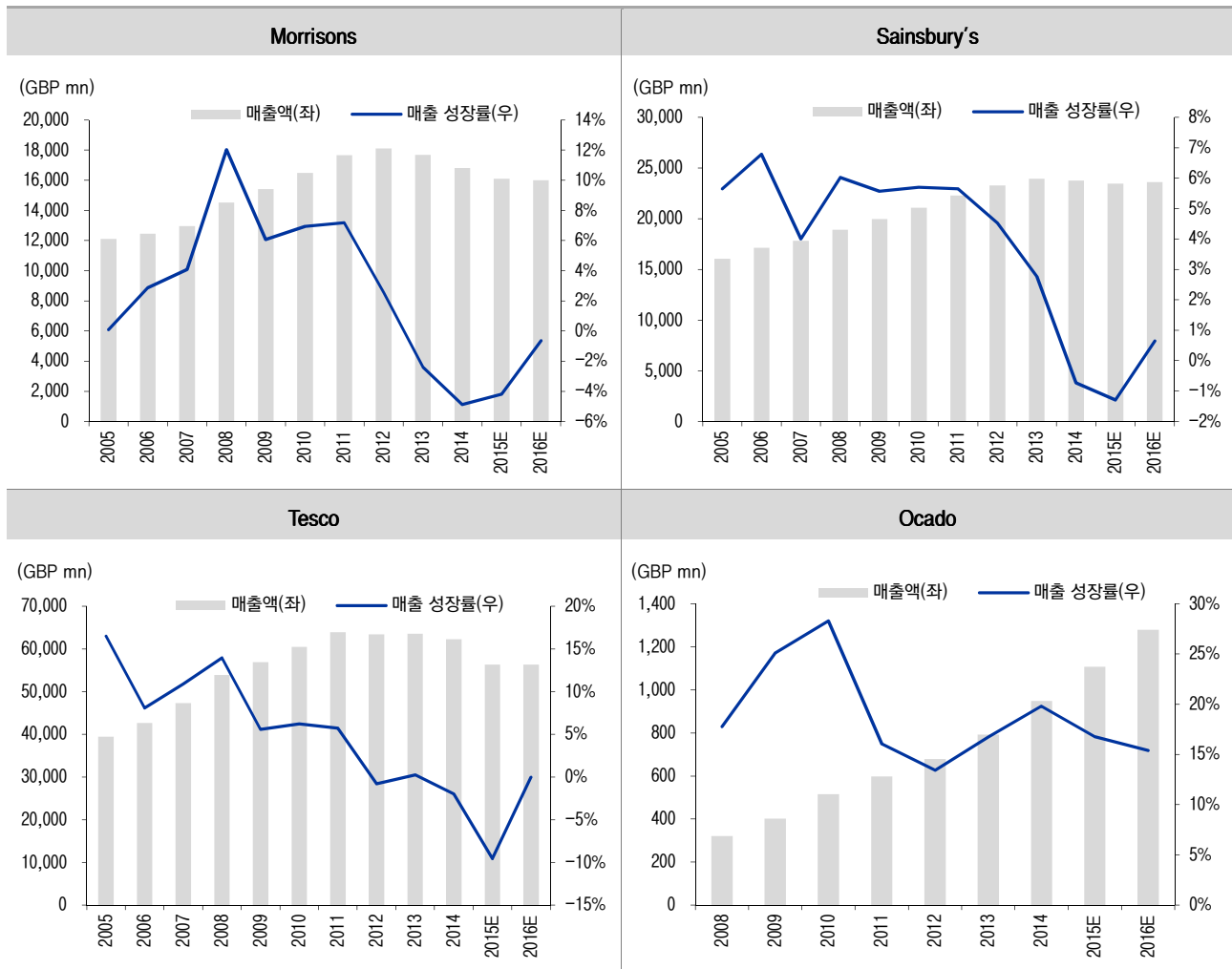
그림39 오카도 주문처리 정확도(Order Accuracy)



자료: Ocado, 이베스트투자증권 리서치센터

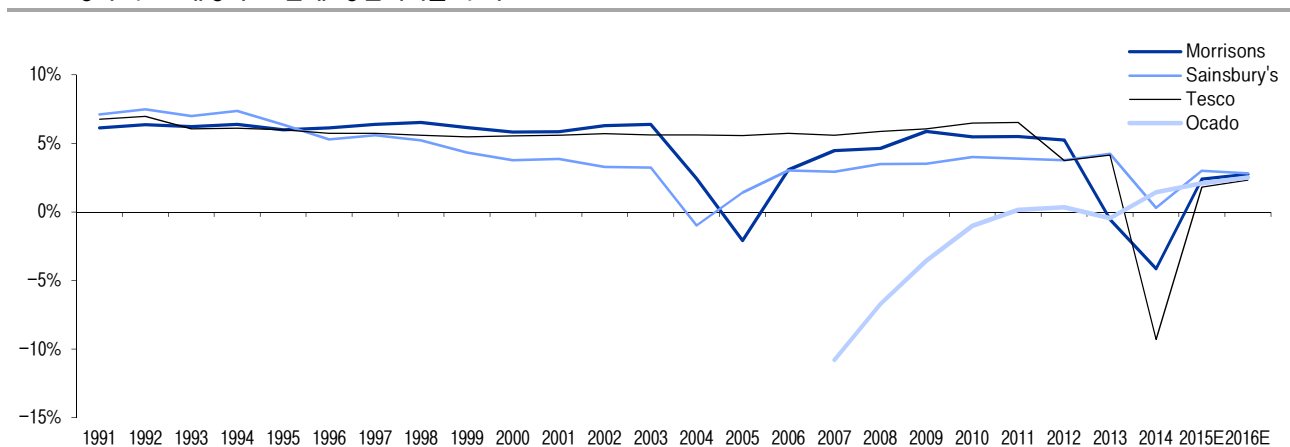
이러한 내용이 오카도를 오프라인을 위협할 수 있는 경쟁력을 갖춘 업체로 만들었으며, 모리슨(Morrisons)과 웨이트로즈(Waitrose) 등 영국 오프라인 슈퍼마켓 체인들이 온라인 사업 안착을 위해 오카도와 손을 잡았다. 오카도는 2013년 5월 모리슨과 25년간의 온라인 사업 경영제휴에 관한 계약을 체결해 경영자문 수수료를 받고 있으며, 모리슨은 오카도의 1호 물류센터 추가 증설에 투자하기도 했다.

그림40 영국 주요 대형마트 업체 매출액 추이: 기존 대형마트 포맷은 고전, 온라인은 두자릿수 성장 중



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

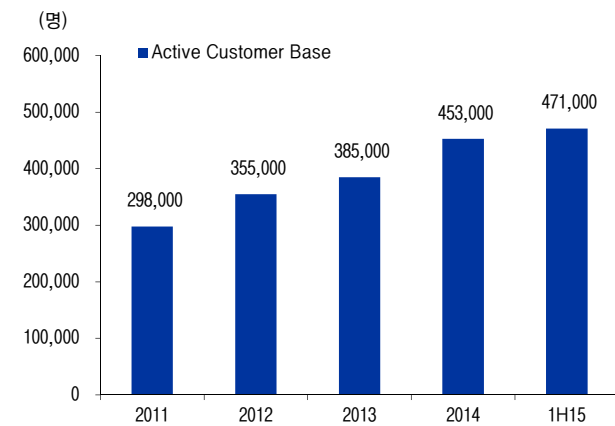
그림41 영국 주요 대형마트 업체 영업이익률 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

오카도는 식료품 위주로 구성되어 있던 상품 포트폴리오를 최근 비식품 쪽으로 확대하기 시작했다. 2014년 시즐(Sizzle)이라는 주방용품 전문몰을 샵인샵 형태로 런칭했으며, 반려동물 전문몰 페치(Fetch) 또한 런칭해 각각 12,000개와 8,000개의 SKU를 신규로 확보했다. 포트폴리오 확장에 따라 집객을 더욱 유도하고 PL(Private Label) 등 단독전개 상품을 늘리는 전략을 진행 중이다. 온라인 식료품 시장의 성장과 함께 비식품 부문 확대와 PL상품의 확대에 따라 오카도의 연평균 매출 성장률은 19.6%에 달한다.

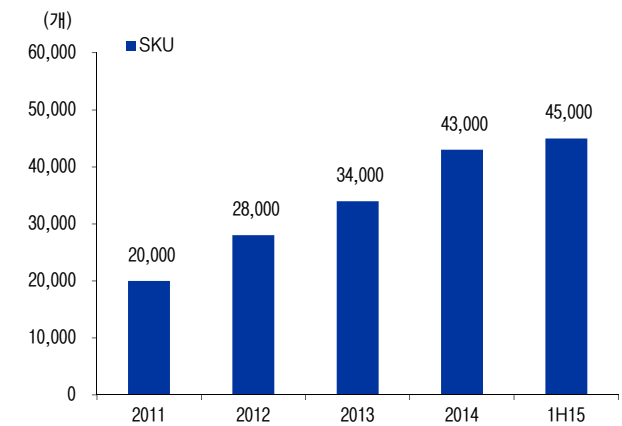
그림42 PL 상품과 포트폴리오 확장을 통한 집객력 확보



주: Active Customer Base, 12주 동안 구매한 고객수

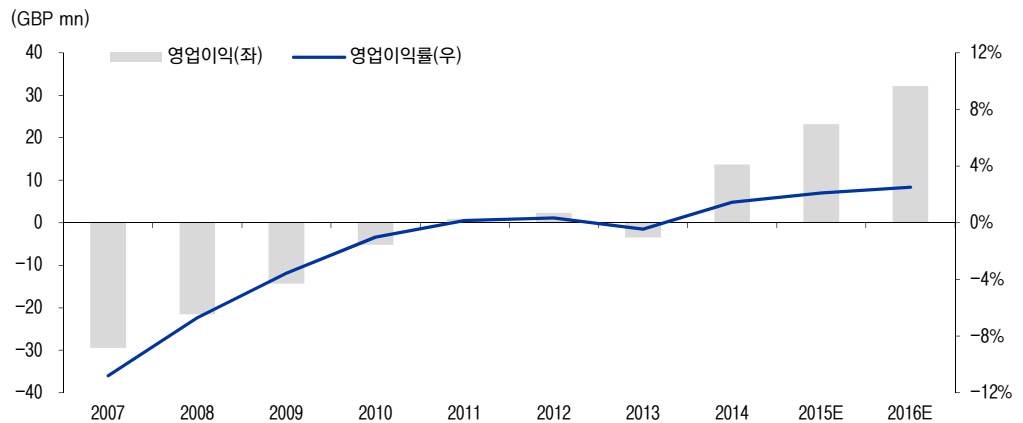
자료: Ocado, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 SKU 지속적으로 증가 중



자료: Ocado, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 Ocado 영업이익 추이



자료: Ocado, 이베스트투자증권 리서치센터

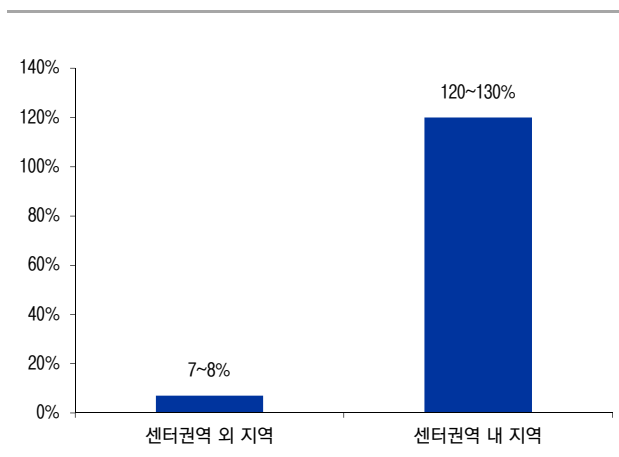
이마트의 온라인몰 향후 전망

이마트의 온라인 사업은 자사 및 그룹사 오프라인 유통망과의 시너지와 콘텐츠 포트폴리오의 확장으로 성장 가능할 것이라고 전망한다. 오카도의 경우 오프라인 매장을 운영하지 않기 때문에 기존 오프라인 업체 대비 바잉과워에 있어서 부족한 부분이 있으나, 이마트는 기존 오프라인 소싱 채널이 확보되어 있기 때문에 온라인 사업에 있어서도 가격 경쟁력을 가지고 있다고 판단한다.

온라인몰 물류센터 운영을 통한 매출 증대 효과는 나타나고 있다. 1호 보정센터는 수도권 남부(양재~동탄, 가든파이크~평촌) 권역을 담당하고 있다. 2015년 보정센터 권역 외의 지역 온라인 매출 성장률은 7~8% 수준이었던 반면 보정센터가 커버하는 권역은 120~130%씩 매출액이 성장하고 있다. 그 이유는 센터 권역 내 주문의 70~80% 수준이 당일 배송 가능하기 때문이다. 이처럼 학습효과를 통해 이마트 온라인몰의 이점을 경험하게 된 소비자들이 구매를 늘려가고 있는 모습이다.

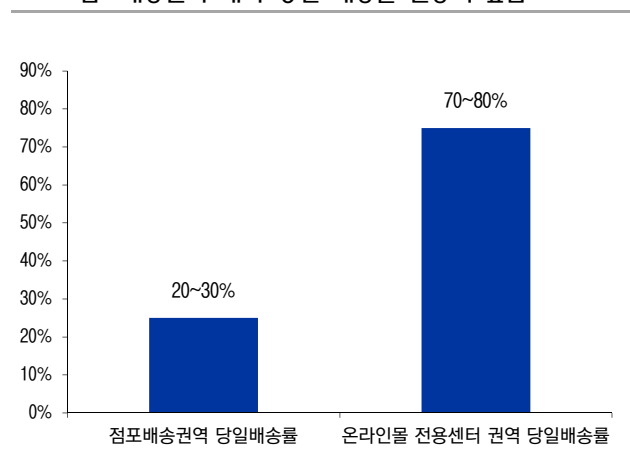
올해 1월 본격적으로 운영이 시작된 2호 물류센터가 정상화 궤도에 올라오면, 전체 온라인몰 매출의 60% 수준을 1호 및 2호 센터가 커버하게 된다. 이는 2호 센터에 이어 커버 권역 주문의 80% 수준에서 당일 배송이 가능하게 된다는 뜻이며, 이에 따라 절반 이상 권역의 당일 배송률이 높아지는 효과로 이어진다. 이러한 내용으로 이마트 온라인몰의 매출 증대 및 영업적자 축소에 대한 기대감은 커지고 있다.

그림45 온라인몰 보정센터 권역 내 가파른 매출 성장률



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 온라인몰 전용센터:
점포배송권역 대비 당일 배송률 월등히 높음



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

Part III 실적 전망

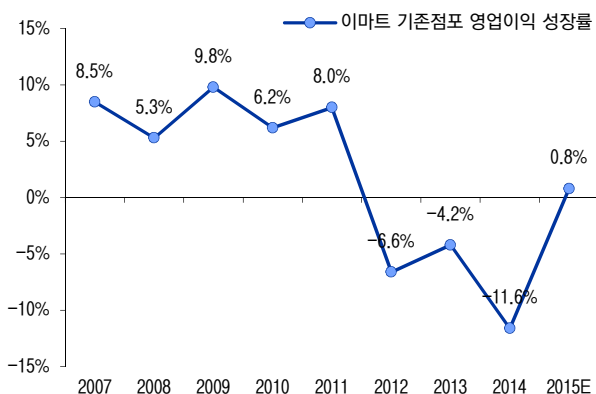
먹구름이 걷히고 있다 전해라

이마트는 2016년부터 1)기존점포의 규제효과 마무리로 이익 방어, 2)트레이더스 영업 이익률 상승, 3)온라인몰 물류센터 추가 운영으로 인한 적자폭 축소로 영업이익이 2015년 대비 18.2% 증가할 전망이다. 더불어 자회사 신세계조선호텔 내 면세사업부는 그룹사 내 신세계디에프가 서울 시내면세점 특허를 획득함에 따라 이관될 가능성이 점쳐지고 있다. 신세계조선호텔 내 면세사업부 영업적자는 약 340억원 수준으로, 이마트 연결 영업이익의 -5~-6% 수준이다.

2016년 기존점포 출점 1개(5월 김해터미널), 트레이더스 1개(9월 하남 복합쇼핑몰)이 확정되었으며, 할인점 기존점포 성장률은 지난 해 MERS 효과로 인해 2% 수준을 예상한다. 이밖에 전문점으로도 출점이 예상되는데, 지난 해 이마트타운에 선보였던 피코크 키친과 일렉트로마트가 로드샵 및 점포 테넌트 형식으로 출점할 예정이다.

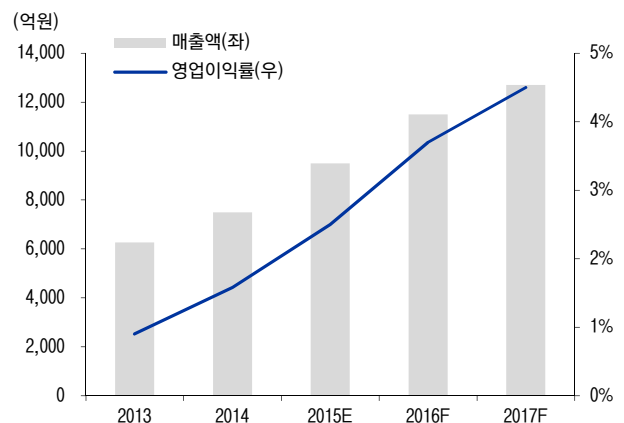
트레이더스 부문은 올해 1조 1,500억원의 매출액 달성이 가능할 것으로 전망한다. 2015년 추정치 대비 21% 증가하는 수치다. 기존점포 성장률 8~9% 수준 달성이 가능할 것으로 보이며, 9월 하남 복합쇼핑몰에 입점하는 신규점포 출점이 있다. 차별화 PL 상품과 해외 소싱 상품을 통해 집객이 꾸준히 이루어지고 있고, 지난 해 3분기 개점 이래 최대 영업이익률을 기록했다. 트레이더스 1,2호점이 약 5~6% 수준의 영업이익률을 보이고 있는 점을 고려하면, 향후 트레이더스 부문은 지속적으로 영업이익률 개선이 이루어 질 수 있을 것으로 전망한다.

그림47 기존 점포(할인점) 영업이익 증가율, 기저효과 충분



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

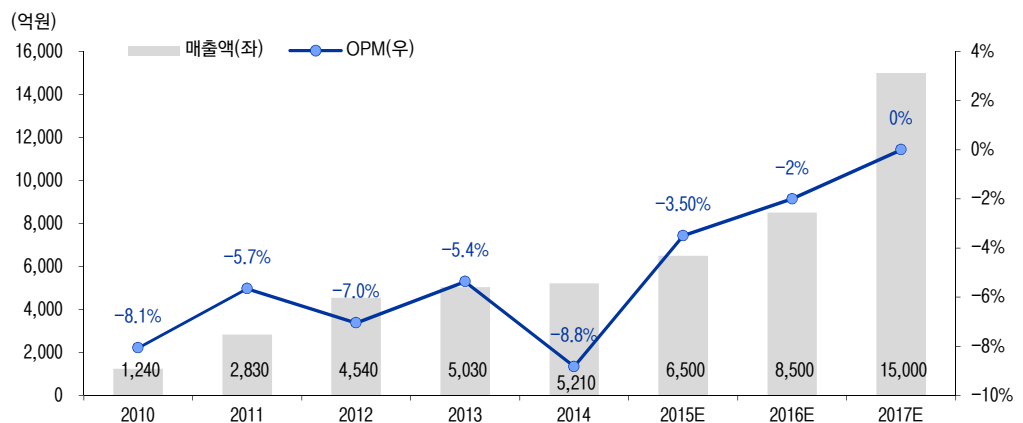
그림48 트레이더스 실적 추이 및 전망



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

2016년 온라인몰 매출액은 8,500억원, 영업적자 규모는 지난 해 대비 25% 감소한 170억 수준을 전망한다. 2014년 온라인몰 전용 물류센터가 본격적으로 운영을 시작함에 따라 2015년 들어서 영업손실률은 -3.5%로 개선되었고, 올해도 온라인 물류센터 2호점 운영 시작에 따라 영업손실률은 -1~-2%까지 축소될 것으로 전망한다. 2017년 온라인몰 손익은 BEP를 달성할 전망이며 2020년까지 온라인 전용 물류센터가 6곳이 설립될 계획됨에 따라 최종 달성 가능한 OPM은 3% 수준으로 전망한다. 오카도의 경우를 살펴보았을 때 무리 없는 수준이라고 판단한다.

그림49 이마트 온라인몰 실적 추이 및 전망



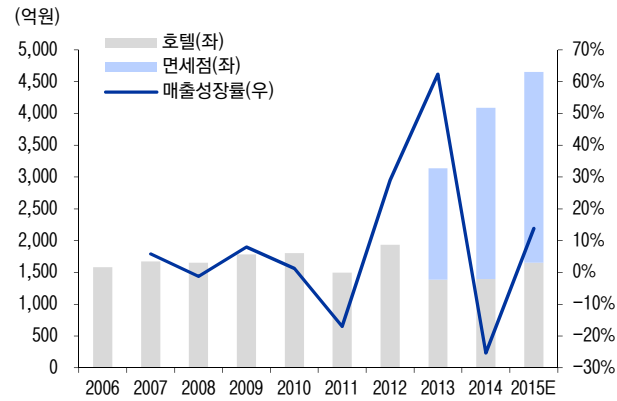
자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

연결 자회사 신세계조선폰텔 면세 사업부 향방

2015년 11월 신세계그룹이 서울 시내 면세점 특허권을 획득함에 따라 그룹 내 면세점 사업은 향후 신세계디에프로 통합될 전망이다. 이에 따라 기존 면세점을 운영하던 이마트의 연결 자회사 신세계조선폰텔이 면세사업부를 분할 후 신세계디에프로 이관할 가능성이 있는 것으로 예상된다. 이마트의 경우 연결 자회사의 적자 부담을 덜게 될 것이며, 본업에 집중할 수 있게 되어 긍정적이다.

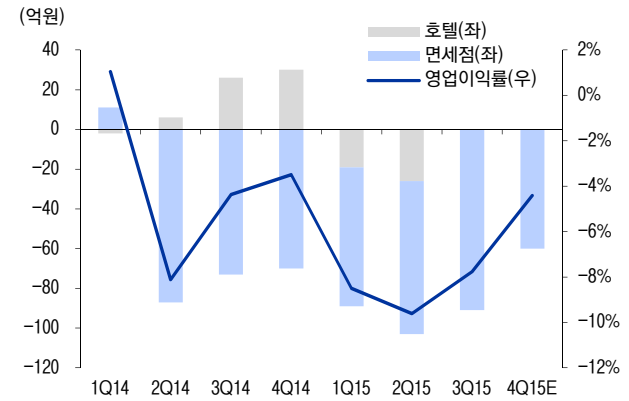
2015년 신세계조선폰텔의 면세사업부 매출액은 2015년 약 3,000억원 수준을 기록한 것으로 추정하며 영업적자는 약 340억 수준을 예상한다. 지난 해 MERS로 인한 관광객 감소와 더불어 김해공항 면세점의 641억원에 달하는 임대료 부담으로 인해 영업적자의 폭이 컸다. 이는 이마트 연결기준 매출액의 2.2%, 영업이익의 -5~-6% 수준으로 추정한다.

그림50 신세계조선호텔 매출액 및 성장률 추이



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 신세계조선호텔 영업이익 및 영업이익률



자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 신세계조선호텔 사업 주요 사항

연도	내용
2012년	10월 12일 ㈜파라다이스면세점 100% 주식 인수 후 12월 흡수합병(신세계면세점 부산점)
2013년	신세계SVN 연결대상 종속기업 포함
2014년	4월부터 김해공항 면세점 운영, 연간 임대료 641억원(기존 운영자: 롯데, 연간 임대료: 500억원) 신세계SVN, 신세계푸드에 흡수합병. 연결대상 종속기업 제외
2015년	9월부터 인천공항 면세점 운영 시작, 5년 임대료 3,873억원 11월 ㈜신세계 자회사 신세계디에프, 서울 시내 면세점 사업권 획득

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 이마트 분기 및 연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
추정 실적											
총매출액	37,949	36,490	41,513	36,216	39,383	38,999	44,925	37,948	147,752	152,169	161,255
유통업	35,517	33,909	38,757	33,576	36,937	36,420	42,184	35,248	138,069	141,760	150,789
호텔업 등	3,169	3,297	3,559	3,399	3,271	3,399	3,659	3,504	12,929	13,424	13,833
내부거래	-737	-714	-803	-759	-824	-820	-918	-805	-3,246	-3,014	-3,368
순매출액	33,990	32,321	36,837	32,106	35,571	34,874	40,464	33,779	131,536	135,254	144,688
영업이익	1,609	657	1,934	1,378	1,804	1,002	2,196	1,593	5,830	5,578	6,595
순이익	1,216	2,745	1,062	717	1,249	723	1,446	1,025	2,919	5,740	4,443
성장성 (%)											
총매출액	4.5%	3.8%	4.7%	-1.1%	3.8%	6.9%	8.2%	4.8%	0.8%	3.0%	6.0%
유통업	4.3%	3.4%	4.2%	-1.4%	4.0%	7.4%	8.8%	5.0%	0.7%	2.7%	6.4%
호텔업 등	3.1%	3.8%	7.4%	1.0%	3.2%	3.1%	2.8%	3.1%	0.0%	3.8%	3.0%
순매출액	4.1%	4.0%	4.0%	-0.9%	4.7%	7.9%	9.8%	5.2%	0.9%	2.8%	7.0%
영업이익	-1.6%	-41.4%	2.3%	16.5%	12.1%	52.4%	13.6%	15.6%	-20.7%	-4.3%	18.2%
순이익	13.7%	308.7%	-12.9%	흑전	2.7%	-73.7%	36.1%	43.0%	-38.7%	96.6%	-22.6%
수익성 (%)											
영업이익률	4.7%	2.0%	5.3%	4.3%	5.1%	2.9%	5.4%	4.7%	4.4%	4.1%	4.6%
순이익률	3.2%	7.5%	2.6%	2.0%	3.2%	1.9%	3.2%	2.7%	2.0%	3.8%	2.8%

자료: 이마트, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV Valuation & 투자의견

투자의견 Buy, 목표주가 280,000원 유지

이마트에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 280,000원을 유지한다. 목표주가 280,000원은 이마트의 2016년 예상 EPS에 Target multiple 15.3배(대형마트 13배, 신사업 부문 35배 가중평균 적용)를 적용한 값과 주당 삼성생명 지분가치를 시가 대비 20% 할인해 합산한 수치다. 2016년 더 나아질 사업 환경에도 불구하고 주가는 2013년 대형마트 영업 규제 확산 시기에 머물러 있다. 현재는 강제휴무 효과가 마무리 된 상태이며, 트레이더스와 온라인몰을 필두로 신사업의 성장세가 양호하다. 적자를 기록하던 연결 자회사 신세계조선호텔의 면세점 부문이 그룹사 신세계디에프로 이관될 가능성도 유효하다.

표5 이마트 목표주가 산정

(원)	이베스트증권 추정치	비고
A. 2016F EPS	15,938	
B. Target P/E (x)	15.3	본사 13x, 신사업 부문 35x 가중평균 적용
1. 주당 영업가치 (A * B)	243,851	
2. 삼성생명 매각 후 주당 보유지분가치	35,738	지분율 5.88%, 시가총액 대비 20% 할인을 적용
목표주가 (1 + 2)	279,589	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

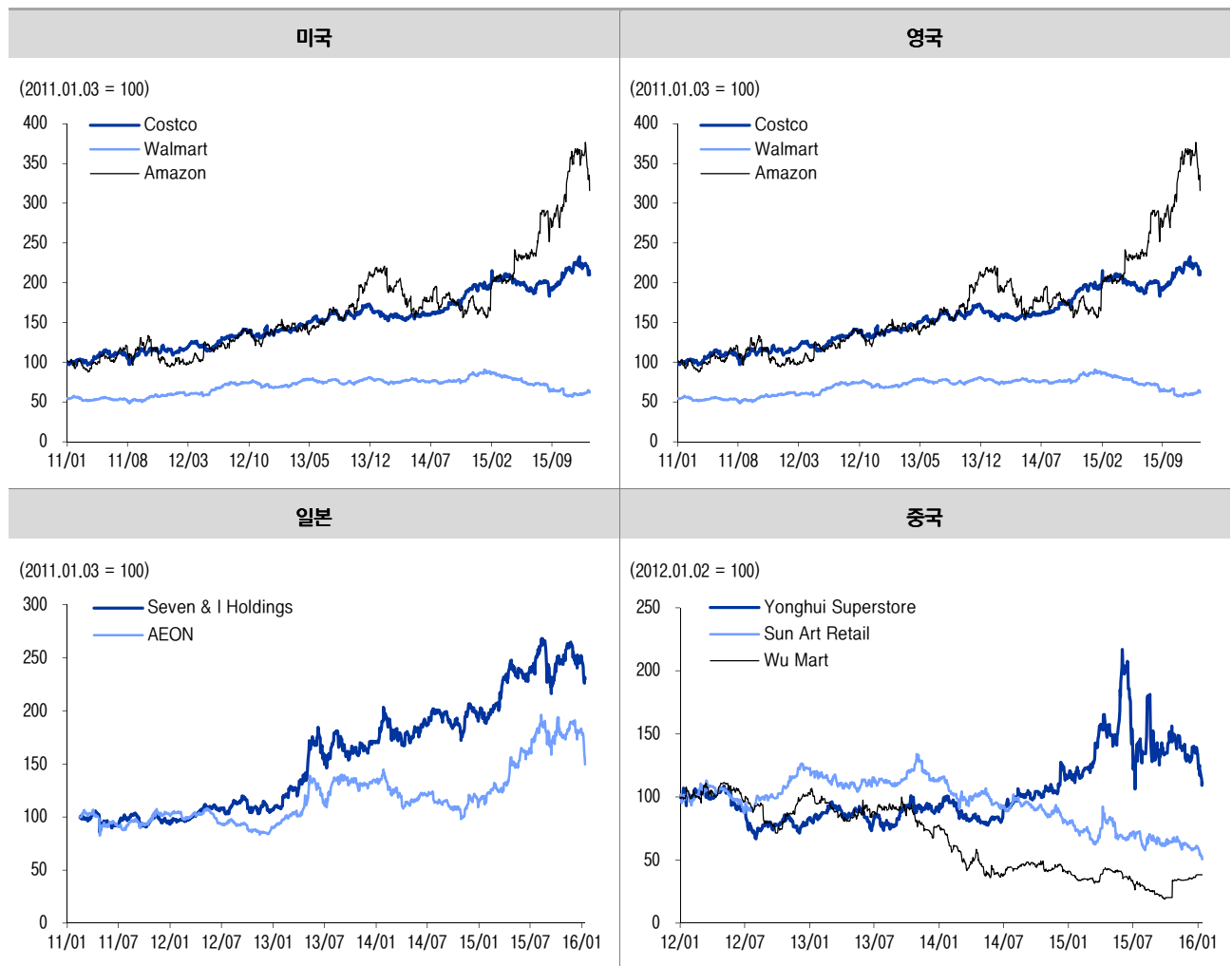
나를 잊지 말아요

이마트의 2015년 4분기 K-IFRS 연결기준 총매출액은 3조 6,216억원(YoY -1.1%), 순매출액은 3조 2,106억원(YoY -0.9%), 영업이익은 1,378억원(YoY +16.5%)을 기록할 것으로 예상된다. 트레이더스와 온라인몰의 양호한 성장에도 불구하고 11월부터 이어진 코리아 블랙 프라이데이 등의 세일행사로 트래픽이 백화점으로 이동한 것으로 분석된다. 이에 4분기 기존 점포(할인점) SSSG는 -3.6% 수준으로 추정된다.

2016년 전년대비 개선된 내부적 환경을 바탕으로 연결 기준 총매출액은 전년대비 5.9% 증가한 16조 1,255억원, 영업이익은 전년대비 18.2% 증가한 6,595억원을 기록할 전망이다. 동사는 기존 출점 한계에 부딪친 상황을 새로운 포맷인 트레이더스와 온라인몰로 극복하는 모습을 보여주고 있으며, 피코크(PEACOCK) 및 노브랜드로 PL상품의 경쟁력 또한 증명했다.

중국 점포 폐점은 2014년 6개, 2015년 2개가 진행되었고, 연간 약 400억원 수준의 영업 적자 규모가 올해는 줄어들 수 있을 것으로 전망한다. 올해 예상 폐점 점포수는 약 2개이며 1개는 확정이다. 우리의 추정에 신세계조선호텔의 면세점 사업부는 포함되었으며, 향후 면세점 사업부의 이관이 결정된다면 이마트의 연결 실적에는 긍정적이다.

그림52 글로벌 주요 할인점 업체 주가 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Peer Valuation

회사명		실적(USD mn)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x)			
		매출액	영업 이익	당기 순이익	매출액	영업 이익	당기 순이익	영업 이익률	순 이익률	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE (%)
Morrison Supermarkets	2014	27,742.4	-149.1	-373.5	-3.6	적전	적전	-0.5	-1.3	N/A	1.2	6.1	10.2
	2015E	25,721.4	727.1	433.2	-7.3	흑전	흑전	2.8	1.8	12.9	0.8	6.9	5.8
	2016E	23,330.7	549.0	304.4	-9.3	-24.5	-29.7	2.4	1.4	17.8	1.1	7.5	6.3
Ocado Group	2014	1,569.5	22.7	12.1	26.8	흑전	흑전	1.4	0.8	262.1	8.7	29.2	4.6
	2015E	1,616.1	34.6	19.9	3.0	52.5	64.4	2.1	1.2	139.6	6.7	20.7	5.6
	2016E	1,864.8	47.9	29.9	15.4	38.5	50.5	2.5	1.5	94.7	6.1	17.1	6.6
Yonghui Superstores	2014	5,932.6	152.3	138.2	20.0	8.1	17.9	2.6	2.3	33.5	4.4	16.9	9.7
	2015E	6,629.0	174.1	150.1	11.7	14.3	8.6	2.6	2.3	34.0	2.9	13.5	11.2
	2016E	7,934.5	221.2	191.5	19.7	27.1	27.6	2.8	2.4	27.6	2.5	11.2	11.4
Wal-Mart Stores	2014	476,294.0	26,872.0	16,022.0	1.5	-3.3	-5.7	5.6	3.4	14.8	3.2	13.8	21.7
	2015E	486,569.5	27,373.1	16,264.9	2.2	1.9	1.5	5.6	3.3	12.6	2.4	6.8	19.9
	2016E	483,786.3	24,946.9	14,761.6	-0.6	-8.9	-9.2	5.2	3.1	13.8	2.4	7.3	17.6
Costco Wholesale	2014	112,640.0	3,220.0	2,058.0	7.1	5.5	0.9	2.9	1.8	26.0	4.3	12.0	17.8
	2015E	116,199.0	3,624.0	2,377.0	3.2	12.5	15.5	3.1	2.0	26.7	5.8	12.9	20.2
	2016E	122,047.5	3,824.5	2,429.3	5.0	5.5	2.2	3.1	2.0	27.8	5.6	13.4	21.3

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

이마트 (139480)

재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,261	1,304	1,932	1,756	1,583
현금 및 현금성자산	70	60	539	294	40
매출채권 및 기타채권	275	247	317	333	353
재고자산	744	804	765	805	853
기타유동자산	172	193	312	324	338
비유동자산	11,791	12,523	13,002	13,702	14,439
관계기업투자등	1,678	1,883	1,667	1,735	1,806
유형자산	8,728	9,266	9,879	10,483	11,119
무형자산	399	371	376	360	346
자산총계	13,052	13,827	14,934	15,458	16,023
유동부채	3,439	3,372	3,775	3,870	3,980
매입채무 및 기타채무	1,007	1,027	1,202	1,264	1,341
단기금융부채	1,484	1,387	1,767	1,767	1,767
기타유동부채	948	959	805	838	872
비유동부채	2,915	3,395	3,472	3,498	3,525
장기금융부채	2,080	2,483	2,823	2,823	2,823
기타비유동부채	835	912	649	675	703
부채총계	6,354	6,768	7,246	7,368	7,506
지배주주지분	6,568	6,908	7,480	7,883	8,310
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	1,025	1,251	1,778	2,180	2,607
비지배주주지분(연결)	130	152	207	207	207
자본총계	6,698	7,060	7,688	8,090	8,517

현금흐름표

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	960	751	1,354	974	1,028
당기순이익(손실)	649	424	760	444	469
비현금수익비용가감	604	725	699	494	522
유형자산감가상각비	376	391	414	451	478
무형자산상각비	18	23	24	23	22
기타현금수익비용	-60	7	261	21	22
영업활동 자산부채변동	-64	-118	68	35	38
매출채권 감소(증가)	48	30	-39	-16	-20
재고자산 감소(증가)	-57	-99	14	-40	-49
매입채무 증가(감소)	-13	3	-51	63	76
기타자산, 부채변동	-41	-53	144	29	30
투자활동 현금	-1,025	-999	-1,226	-1,177	-1,241
유형자산처분(취득)	-837	-936	-1,069	-1,055	-1,114
무형자산 감소(증가)	-23	-15	-8	-7	-7
투자자산 감소(증가)	-133	-41	183	-71	-74
기타투자활동	-33	-7	-332	-44	-46
재무활동 현금	83	242	351	-42	-42
차입금의 증가(감소)	154	316	295	0	0
자본의 증가(감소)	-43	-43	-44	-42	-42
배당금의 지급	43	43	44	42	42
기타재무활동	-28	-31	100	0	0
현금의 증가	17	-10	479	-245	-254
기초현금	53	70	60	539	294
기말현금	70	60	539	294	40

주: K-IFRS 연결기준

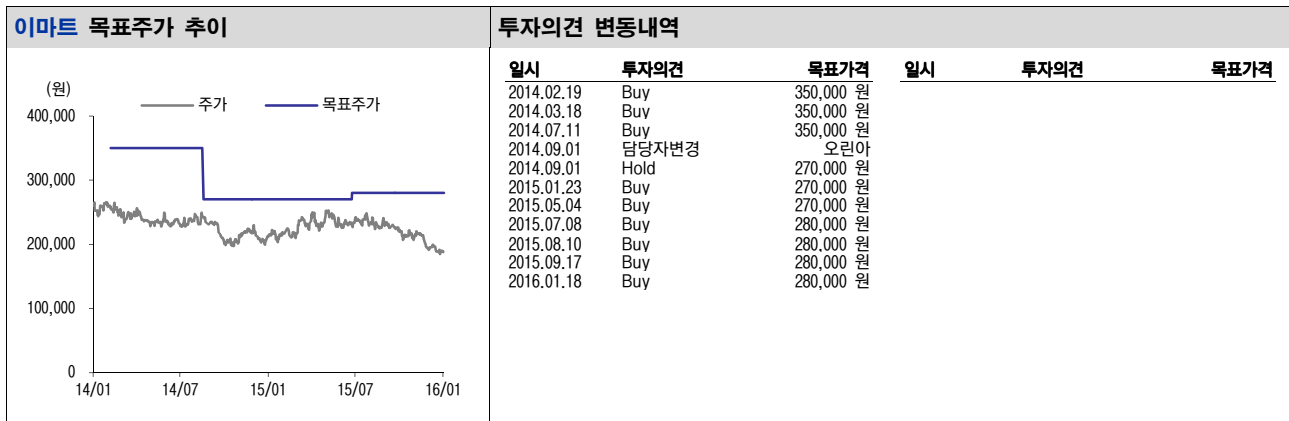
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	13,035	13,154	13,525	14,469	15,281
매출원가	9,426	9,480	9,763	10,372	10,954
매출총이익	3,609	3,673	3,762	4,097	4,327
판매비 및 관리비	2,874	3,090	3,204	3,437	3,614
영업이익	735	583	558	660	713
(EBITDA)	1,129	997	996	1,133	1,213
금융손익	-26	-112	-127	-88	-87
이자비용	124	123	125	126	126
관계기업등 투자손익	-10	-23	10	6	6
기타영업외손익	-50	-24	351	68	49
세전계속사업이익	649	424	792	645	681
계속사업법인세비용	173	132	218	201	212
계속사업이익	476	292	574	444	469
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	476	292	574	444	469
지배주주	467	290	571	444	469
총포괄이익	596	425	574	444	469
매출총이익률 (%)	27.7	27.9	27.8	28.3	28.3
영업이익률 (%)	5.6	4.4	4.1	4.6	4.7
EBITDA 마진률 (%)	8.7	7.6	7.4	7.8	7.9
당기순이익률 (%)	3.7	2.2	4.2	3.1	3.1
ROA (%)	3.7	2.2	4.0	2.9	3.0
ROE (%)	7.4	4.3	7.9	5.8	5.8
ROIC (%)	6.6	4.7	4.3	4.5	4.6

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
투자지표 (x)					
P/E	15.9	19.5	9.1	11.6	11.0
P/B	1.1	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	9.6	9.4	9.0	8.2	7.8
P/CF	5.9	4.9	3.5	5.5	5.2
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	2.8	0.9	2.8	7.0	5.6
영업이익	0.0	-20.7	-4.3	18.2	8.1
세전이익	5.5	-34.7	86.9	-18.6	5.6
당기순이익	9.5	-38.7	96.6	-22.6	5.5
EPS	10.2	-37.9	97.0	-22.2	5.6
안정성(%)					
부채비율	94.9	95.9	94.3	91.1	88.1
유동비율	36.7	38.7	51.2	45.4	39.8
순차입금/자기자본 (x)	50.5	52.3	49.9	50.3	50.7
영업이익/금융비용 (x)	5.9	4.7	4.5	5.2	5.6
총차입금 (십억원)	3,564	3,870	4,590	4,590	4,590
순차입금 (십억원)	3,382	3,691	3,837	4,073	4,319
주당지표 (원)					
EPS	16,762	10,404	20,495	15,938	16,826
BPS	235,616	247,807	268,338	282,776	298,102
CFPS	44,947	41,215	52,345	33,670	35,548
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	92.1% 7.9%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2015. 1. 1 ~ 2015. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)