

이마트(139480)

1Q19 Preview: 시간이 필요하다

할인점 손익 부담으로 컨센서스 하회 예상

1분기 매출은 전년동기대비 8.1% 증가한 4조 4,440억원, 영업이익은 12% 감소한 1,350억원으로 추정한다. 이마트24 적자가 개선되고, 트레이더스도 꾸준한 이익 증가를 이어가나, 할인점 기존점 매출 감소로 인한 감익 영향이 가장 크다. 공시된 1~2월 할인점 기존점매출은 2.4% 감소했고, 3월은 소폭 회복된 것으로 파악하나 여전히 2%대 감소로 추정한다. 온라인 사업부는 신설법인 에스에스지닷컴으로 변경하나, 기존 온라인 매출 중 70%를 차지하는 점포PP센터(점포 온라인 배송) 매출과 물류센터향 매출은 할인점에 포함되는 만큼 정확한 분류가 어렵다. 추정을 위해 기존 신세계 온라인 매출 50%, 이마트 온라인 매출 50%를 에스에스지닷컴 실적으로 포함했다.

관건은 온라인 트래픽 증대와 할인점 실적 방어

신설 온라인 법인의 2019년 기조는 거래액 증대이며, 충성 고객을 충분히 늘린 이후 수익성을 확보할 계획이다. 할인점은 SKU(Stock Keeping Unit) 축소를 통해 매입 구조를 개선하고, 인건비 상승을 최소화해 비용 부담을 줄이는 것이 목표다. 마찬가지로 할인점 사업부에 포함되는 노브랜드, 일렉트로마트 등 전문점은 노브랜드 신규 출점 점포의 안정화와 부츠 등 비수익 브랜드의 신규 출점을 최소화해 적자 폭을 200억원 이상 줄인다. 오프라인 실적 방어와 온라인 트래픽 확대로 체질 변화가 필요한 시점이다.

온라인 사업 분할로 밸류에이션 변경하나 매수 의견, 목표주가 유지

기존 이마트 온라인 사업부를 분할하고 에스에스지닷컴을 신설함에 따라 SotP 밸류에이션 중 영업가치로 평가하던 온라인 사업 가치를 투자자산가치 평가로 변경한다(표 2). 기존 평가금액인 1조 3,560억원 대비 이번 사업 분할로 재평가한 가치 1조 5,190억원의 차이가 크지 않아 매수 의견과 목표주가 230,000원을 유지한다. 2019F PER 11.5배 수준까지 하락했으나 할인점 업황이 단기간 내에 개선되기 어렵고 온라인 신설법인 출범 후 프로모션이 지속될 예정으로, 장기적 관점에서 접근을 추천한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2017A	15,515	585	616	21,621	64.1	1,067	12.5	10.7	0.9	7.7	0.6
2018A	17,049	463	450	15,668	(27.5)	993	11.6	9.2	0.6	5.5	1.1
2019F	18,432	467	420	15,084	(3.7)	1,019	11.4	8.6	0.6	5.0	1.2
2020F	18,544	519	437	15,686	4.0	1,079	11.0	8.0	0.5	5.0	1.2
2021F	19,654	574	485	17,405	11.0	1,143	9.9	7.4	0.5	5.3	1.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 230,000원(유지)

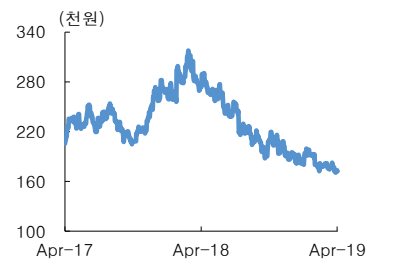
Stock Data

KOSPI(4/2)	2,177
주가(4/2)	172,500
시가총액(십억원)	4,809
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	290,500/170,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,243
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/47.0
주요주주(%)	이명희 외 3 인 28.1
	국민연금 10.1

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.2)	(17.5)	(36.9)
KOSPI 대비(%p)	(3.3)	(11.7)	(26.0)

주가추이



자료: FnGuide

허나래

narae.heo@truefriend.com

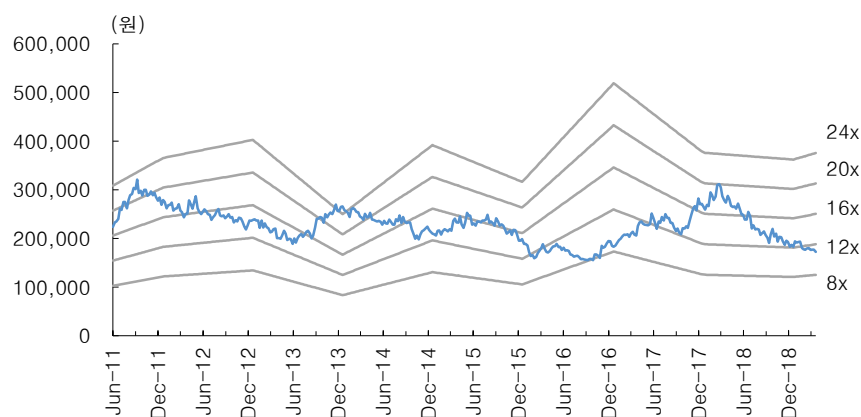
〈표 1〉 이마트 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	4,106	3,989	4,727	4,226	4,440	4,402	5,028	4,561	15,515	16,413	18,432	18,544
YoY	9.7	4.8	10.3	19.9	8.1	10.3	6.4	7.9	6.2	5.8	12.3	0.6
이마트	3,288	3,108	3,617	3,136	3,393	3,201	3,725	2,577	12,451	13,148	12,897	13,480
1) 할인점	2,565	2,393	2,842	2,171	2,488	2,313	2,757	2,096	10,052	9,971	9,654	9,639
2) 트레이더스	405	401	484	354	473	468	560	389	1,309	1,643	1,891	2,167
에스에스지닷컴	268	263	273	277	432	419	409	92	904	1,082	1,352	1,673
신세계푸드	318	310	337	313	331	323	351	326	1,208	1,279	1,330	1,410
에브리데이	279	294	314	288	285	300	321	293	1,133	1,175	1,198	1,222
조선호텔	43	46	48	55	45	48	51	57	542	192	201	211
이마트 24	208	256	288	287	265	326	367	366	684	1,038	1,324	1,659
프라퍼티	41	40	43	45	45	44	47	49	111	169	186	204
베트남	16	14	15	17	19	17	18	21	52	62	75	90
신세계건설	195	282	287	321	191	276	281	314		1,084	1,063	1,059
매출원가	2,979	2,892	3,468	3,114	3,221	3,192	3,689	3,544	11,140	12,453	13,646	13,568
매출총이익	1,128	1,097	1,259	1,112	1,219	1,211	1,339	1,017	4,375	4,596	4,787	4,976
판매관리비	974	1,044	1,065	1,051	1,084	1,162	1,145	929	3,790	4,133	4,320	4,457
영업이익	154	53	195	61	135	49	195	88	585	463	467	519
YoY	(4.1)	(3.8)	6.5	(67.1)	(12.1)	(8.8)	0.1	43.6	2.9	(20.9)	0.8	11.2
영업이익률	4.1	1.5	4.8	1.7	3.5	1.3	4.7	2.4	4.0	3.2	3.0	3.2
이마트	162	55	198	71	132	46	187	82	585	463	467	519
1) 할인점	147	41	178	74	116	27	157	71	638	486	448	471
2) 트레이더스	13	16	24	9	16	20	30	11	51	63	77	91
에스에스지닷컴	0	(3)	(5)	(9)	(4)	(3)	(5)	(5)	(13)	(16)	(16)	(8)
신세계푸드	10	7	6	5	10	7	6	5	30	27	28	30
에브리데이	0	2	5	(1)	0	2	5	(1)	2	5	5	6
조선호텔	(1)	(1)	(4)	(2)	(2)	(2)	(4)	0	(18)	(8)	(8)	(8)
이마트 24	(12)	(10)	(7)	(10)	(9)	(9)	(5)	(5)	(52)	(40)	(28)	(14)
프라퍼티	3	6	2	(0)	4	5	3	4	(21)	10	15	18
베트남	(1)	(1)	(0)	0	0	0	0	0	(4)	(2)	0	2
신세계건설	1	5	7	9	3	3	8	9	25	22	22	23
세전이익	167	121	253	44	159	73	219	112	800	585	564	587
지배주주순이익	118	91	192	49	114	52	157	81	616	450	404	421
YoY	(8.8)	275.6	(49.4)	(41.1)	(3.5)	(42.5)	(18.1)	62.9	63.8	(26.9)	(10.3)	4.2

주: 에스에스지닷컴은 2018년까지 이마트 온라인 사업부 실적, 신세계건설은 2018년 3분기부터 연결 편입
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 12MF PER 11.0배



자료: 한국투자증권

〈표 2〉 이마트 SOTP valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

구분	추정가치	비고
영업가치 (A)	5,189	
할인점	4,055	할인점 폐점과 기존점매출 감소 감안해 미국 할인점 Target의 EV/sales 0.6배를 30% 할인 적용
트레이더스	1,134	신규 출점과 창고형 매장 성장성을 감안해 미국 Costco의 EV/sales 0.6배 적용
투자자산가치 (B)	4,348	
삼성생명	768	지분율 5.9%, 20% 할인
신세계푸드	147	지분율 54.7%, 20% 할인
에스에스지닷컴	1,519	신규설립, 재평가한 장부가액
신세계조선호텔	144	장부가액
이마트에브리데이	121	장부가액
신세계프라퍼티	936	장부가액
이마트 해외	125	장부가액
기타	588	장부가액
순차입금 (C)	3,068	2019년말 기준
적정가치 (A) + (B) - (C)	6,469	
유통주식 수	27.9	
적정주가	232,178	
목표주가	230,000	

자료: 한국투자증권

기업개요

2011년 5월 1일 대형마트의 전문성 제고 및 핵심 경쟁력의 강화 목적으로 (주)신세계와의 인적분할을 통해 설립됨. 2018년 12월 기준 국내 이마트 143개를 운영중이며, 종속회사 영위 사업부문으로는 크게 유통업, 호텔-리조트업, 식음료업, 해외사업 등이 있음. 롯데마트, 홈플러스와 함께 국내 대형마트 주요 3사에 속함.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,895	2,286	2,230	2,244	2,378
현금성자산	223	284	258	260	275
매출채권및기타채권	459	596	553	556	590
재고자산	1,011	1,123	1,198	1,205	1,278
비유동자산	14,171	14,468	14,890	15,092	15,528
투자자산	2,669	2,432	2,544	2,559	2,712
유형자산	9,800	10,404	10,580	10,756	10,932
무형자산	377	288	313	315	334
자산총계	16,067	16,754	17,120	17,336	17,906
유동부채	4,214	4,998	4,942	4,896	5,104
매입채무및기타채무	1,935	2,358	2,249	2,262	2,398
단기차입금및단기사채	402	545	495	505	515
유동성장기부채	1,026	1,119	1,104	1,089	1,074
비유동부채	3,081	2,898	2,932	2,787	2,692
사채	1,819	1,781	1,631	1,481	1,331
장기차입금및금융부채	441	384	399	399	399
부채총계	7,295	7,896	7,874	7,683	7,796
지배주주지분	8,242	8,172	8,537	8,918	9,347
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
기타자본	321	320	320	320	320
이익잉여금	2,465	2,773	3,137	3,518	3,948
비지배주주지분	530	685	709	735	763
자본총계	8,771	8,857	9,246	9,653	10,110

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	898	770	1,102	922	1,178
당기순이익	628	476	445	462	513
유형자산감가상각비	455	503	526	533	540
무형자산상각비	26	27	27	27	28
자산부채변동	(89)	(296)	148	(64)	120
기타	(122)	60	(44)	(36)	(23)
투자활동현금흐름	(622)	(817)	(832)	(700)	(939)
유형자산투자	(723)	(895)	(742)	(749)	(756)
유형자산매각	130	203	40	40	40
투자자산순증	28	(200)	(52)	47	(89)
무형자산순증	(23)	(20)	(52)	(29)	(47)
기타	(34)	95	(26)	(9)	(87)
재무활동현금흐름	(121)	103	(295)	(221)	(224)
자본의증가	76	17	0	0	0
차입금의순증	(137)	171	(215)	(140)	(140)
배당금지급	(59)	(82)	(56)	(56)	(56)
기타	(1)	(3)	(24)	(25)	(28)
기타현금흐름	2	4	0	0	0
현금의증가	157	60	(26)	2	16

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

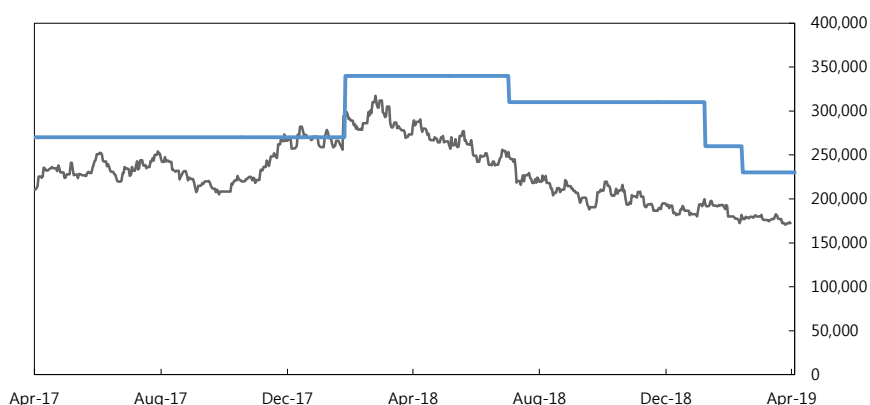
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	15,515	17,049	18,432	18,544	19,654
매출원가	11,140	12,453	13,646	13,568	14,361
매출총이익	4,375	4,596	4,787	4,976	5,294
판매관리비	3,790	4,133	4,320	4,457	4,719
영업이익	585	463	467	519	574
금융수익	150	93	116	113	114
이자수익	25	27	30	27	28
금융비용	177	122	152	182	177
이자비용	97	82	112	107	102
기타영업외손익	188	114	74	74	79
관계기업관련손익	53	37	59	62	64
세전계속사업이익	800	585	563	587	654
법인세비용	192	126	136	142	158
연결당기순이익	628	476	444	462	513
지배주주지분순이익	616	450	420	437	485
기타포괄이익	6	(457)	8	8	8
총포괄이익	633	19	452	470	521
지배주주지분포괄이익	622	(4)	428	444	493
EBITDA	1,067	993	1,019	1,079	1,143

주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	21,621	15,668	15,084	15,686	17,405
BPS	295,750	293,262	306,341	320,021	335,420
DPS	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.2	9.9	8.1	0.6	6.0
영업이익증가율	2.9	(20.9)	0.8	11.2	10.6
순이익증가율	63.8	(26.9)	(6.6)	4.0	11.0
EPS증가율	64.1	(27.5)	(3.7)	4.0	11.0
EBITDA증가율	4.1	(6.9)	2.7	5.8	5.9
수익성(%)					
영업이익률	3.8	2.7	2.5	2.8	2.9
순이익률	4.0	2.6	2.3	2.4	2.5
EBITDA Margin	6.9	5.8	5.5	5.8	5.8
ROA	4.0	2.9	2.6	2.7	2.9
ROE	7.7	5.5	5.0	5.0	5.3
배당수익률	0.6	1.1	1.2	1.2	1.2
배당성향	7.9	12.4	13.3	12.8	11.5
안정성					
순차입금(십억원)	3,371	3,367	3,237	3,094	2,931
차입금/자본총계비율(%)	42.2	43.3	39.2	36.1	33.1
Valuation(X)					
PER	12.5	11.6	11.4	11.0	9.9
PBR	0.9	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.7	9.2	8.6	8.0	7.4

투자 의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자 의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
이마트 (139480)	2016.11.28	매수	270,000원	-18.8	-0.2
	2017.11.28	1년경과		-1.0	9.1
	2018.01.28	매수	340,000원	-19.8	-6.6
	2018.07.05	매수	310,000원	-33.9	-20.8
	2019.01.10	매수	260,000원	-27.7	-23.8
	2019.02.15	매수	230,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 4월 3일 현재 이마트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중립 : 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자 의견은 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
- 중립 : 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.