

# 이마트(139480)

## 기존점 역성장과 비용 부담

할인점 기존점 1.8% 역신장으로 컨센서스 하회  
 할인점 부담 vs. 이마트24 호조  
 사업 포트폴리오 고려해 매수 의견 유지하나 목표주가 하향

### Facts : 할인점 기존점 1.8% 역신장으로 컨센서스 하회

온라인 채널 확대에 의한 지속된 오프라인 기존점 부진으로 할인점 기존점매출 증가율이 -1.8%를 기록하며 영업이익이 컨센서스 1,500억원 대비 51% 낮은 743억원을 기록했다. 비용 단에서는 온라인 물류센터향 공급매출이 할인점으로 포함되며 상품이익률이 낮아졌고, 용역비를 포함한 수수료 부담이 지속되어 이익 타격이 컸다. 트레이더스는 기존점 매출이 6% 늘고 영업이익도 5% 증가했으나, 올해부터 할인점 부문에서 분리된 전문점(노브랜드, 일렉트로마트, 부츠 등)은 손실이 확대되었다. 연결자회사 중 이마트24는 지속된 출점에도 손실을 줄였고, 신설 온라인법인 SSG.com은 108억원 손실을 기록했다.

### Pros & cons : 할인점 부담 vs. 이마트24 호조

1분기 실적과 함께 공시된 4월 할인점 기존점매출은 7.4% 감소했다. 공휴일이 전년동월 대비 1일 적은 영향도 포함되었고, 5월 역시 공휴일이 적고 온라인으로의 트래픽 이행은 지속되고 있어 유사한 흐름을 예상한다. 기존점 매출 감소에 고정비 부담은 이어지는 구간이다. 자회사 중 연간으로 이익 증가를 기대할 수 있는 회사는 프라퍼티와 이마트24로, 이마트24는 연간 순증 점포수 1,000개 목표를 유지해 손익분기점인 6,000개 점포에 가까워지고 있다.

### Action : 사업 포트폴리오 고려해 매수 의견 유지하나 목표주가 하향

국내 유통업 중 성장성이 있는 창고형 할인점, 편의점, 온라인 채널을 모두 보유하고 있는 만큼 기초 체력은 충분하다. 그러나 할인점 기존점매출 감소와 비용 증가가 올해 내내 부담으로 작용할 전망으로 이익 추정치를 하향하고, 이익 기반으로 영업가치를 평가해 목표주가를 230,000원에서 180,000원으로 22% 하향한다. 목표주가 산출 시점 또한 2019년에서 2019~2020년 평균으로 이동한다. 장기적인 시각에서 접근을 권유한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 180,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(5/15)	2,093
주가(5/15)	155,000
시가총액(십억원)	4,321
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	277,000/155,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	18,645
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.4/45.8
주요주주(%)	이명희 외 3 인 28.6
	국민연금 10.0

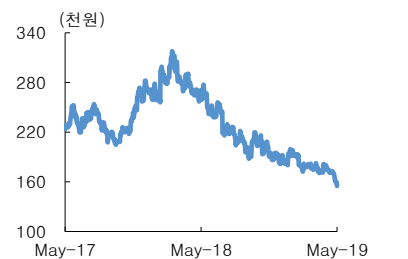
### Valuation 지표

	2018A	2019F	2020F
PER(x)	11.6	10.2	9.8
PBR(x)	0.6	0.5	0.5
ROE(%)	5.5	5.1	5.0
DY(%)	1.1	1.3	1.3
EV/EBITDA(x)	9.2	8.7	7.7
EPS(원)	15,668	15,161	15,752
BPS(원)	293,262	306,689	320,706

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(13.9)	(19.9)	(40.7)
KOSPI 대비(%p)	(7.2)	(20.1)	(25.8)

### 주가추이



자료: FnGuide

허나래

narae.heo@truefriend.com

〈표 1〉 1분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,106.5	3,989.4	4,727.2	4,226.0	4,585.4	8.5	11.7	4,498.1
영업이익	153.5	53.3	194.6	61.4	74.3	21.0	(51.6)	150.4
영업이익률(%)	3.7	1.3	4.1	1.5	1.6			3.3
세전이익	166.9	121.1	253.3	43.7	93.0	112.8	(44.3)	165.9
순이익	118.3	90.9	191.6	49.5	68.0	37.4	(42.5)	118.4

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	4,106	3,989	4,727	4,226	4,585	4,532	5,242	4,611	15,515	16,413	18,970	19,080
YoY	9.7	4.8	10.3	19.9	11.7	13.6	10.9	9.1	6.2	5.8	15.6	0.6
이마트	3,288	3,108	3,617	3,136	3,425	3,331	3,939	2,740	12,451	13,148	13,434	14,016
1) 할인점	2,406	2,393	2,842	2,252	2,506	2,443	2,970	2,272	10,052	9,894	10,191	10,176
2) 트레이더스	405	401	484	354	487	468	560	376	1,309	1,643	1,891	2,167
3) 전문점					262	275	330	442			1,308	1,504
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	3,326	3,286	3,845	3,800	11,140	12,453	14,257	14,142
매출총이익	1,128	1,097	1,259	1,112	1,150	1,246	1,396	921	4,375	4,596	4,713	4,939
판매관리비	974	1,044	1,065	1,051	1,076	1,225	1,232	793	3,790	4,133	4,325	4,462
영업이익	154	53	195	61	74	21	165	128	585	463	387	477
YoY	(4.1)	(3.8)	6.5	(67.1)	(51.6)	(60.9)	(15.4)	107.7	2.9	(20.9)	(16.3)	23.1
영업이익률	4.1	1.5	4.8	1.7	2.0	0.6	3.9	3.4	4.0	3.2	2.6	3.0
이마트	162	55	198	71	107	24	161	107	585	463	387	477
1) 할인점	147	41	178	74	114	20	142	103	638	486	398	452
2) 트레이더스	13	16	24	9	14	20	30	14	51	63	77	91
3) 전문점					(23)	(16)	(11)	(8)			(57)	(29)
에스에스지닷컴	0	(3)	(5)	(9)	(11)	(8)	(8)	(6)	(13)	(16)	(33)	(16)
신세계푸드	10	7	6	5	3	5	4	7	30	27	18	19
에브리데이	0	2	5	(1)	2	2	6	(3)	2	5	6	6
조선호텔	(1)	(1)	(4)	(2)	(6)	(2)	(4)	(4)	(18)	(8)	(16)	(17)
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	(1)	0	0	1	(4)	(2)	0	2
신세계건설	1	5	7	9	5	5	8	8	25	22	26	27
세전이익	167	121	253	44	93	66	209	199	800	585	567	590
지배주주순이익	118	91	192	49	68	47	150	141	616	450	406	423
YoY	(8.8)	275.6	(49.4)	(41.1)	(42.6)	(48.2)	(21.6)	184.9	63.8	(26.9)	(9.8)	4.0

주: 에스에스지닷컴은 2018년까지 이마트 온라인 사업부 실적, 전문점은 2019년부터 따로 표기, 신세계건설은 2018년 3분기부터 연결 편입  
 자료: 한국투자증권

〈표 3〉 이마트 SOTP valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

구분	추정가치	비고
영업가치 (A)	3,571	
할인점	2,766	기존점매출 감소 감안해 NOPLAT에 목표배수 9배 적용
트레이더스	804	창고형 매장 성장성을 감안해 NOPLAT에 목표배수 12배 적용
투자자산가치 (B)	4,348	
삼성생명	768	지분을 5.9%, 20% 할인
신세계푸드	147	지분을 54.7%, 20% 할인
에스에스지닷컴	1,519	신규설립, 재평가한 장부가액
신세계조선포털	144	장부가액
이마트에브리데이	121	장부가액
신세계프라퍼티	936	장부가액
이마트 해외	125	장부가액
기타	588	장부가액
순차입금 (C)	3,030	2019F~2020F 평균
적정가치 (A)+(B)-(C)	4,889	
유통주식 수	27.9	
적정주가	175,459	
목표주가	180,000	

자료: 한국투자증권

## 기업개요

2011년 5월 1일 대형마트의 전문성 제고 및 핵심 경쟁력의 강화 목적으로 (주)신세계와의 인적분할을 통해 설립됨. 2018년 말 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	2,295	2,309	2,443
현금성자산	223	284	266	267	283
매출채권및기타채권	459	596	569	572	606
재고자산	1,011	1,123	1,233	1,240	1,312
비유동자산	14,171	14,468	15,016	15,218	15,653
투자자산	2,669	2,432	2,618	2,633	2,786
유형자산	9,800	10,404	10,580	10,756	10,932
무형자산	377	288	322	324	343
자산총계	16,067	16,754	17,311	17,526	18,096
유동부채	4,214	4,998	5,096	5,040	5,234
매입채무및기타채무	1,935	2,358	2,314	2,328	2,463
단기차입금및단기사채	402	545	455	365	375
유동성장기부채	1,026	1,119	1,069	1,054	1,039
비유동부채	3,081	2,898	2,958	2,814	2,718
사채	1,819	1,781	1,631	1,481	1,331
장기차입금및금융부채	441	384	399	399	399
부채총계	7,295	7,896	8,054	7,853	7,952
지배주주지분	8,242	8,172	8,547	8,937	9,380
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	3,139	3,523	3,957
비지배주주지분	530	685	710	736	765
자본총계	8,771	8,857	9,257	9,673	10,144

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동현금흐름	898	770	1,287	1,029	1,184
당기순이익	628	476	447	464	519
유형자산감가상각비	455	503	526	533	540
무형자산상각비	26	27	27	28	29
자산부채변동	(89)	(296)	324	41	121
기타	(122)	60	(37)	(37)	(25)
투자활동현금흐름	(622)	(817)	(950)	(691)	(930)
유형자산투자	(723)	(895)	(742)	(749)	(756)
유형자산매각	130	203	40	40	40
투자자산순증	28	(200)	(118)	56	(79)
무형자산순증	(23)	(20)	(62)	(29)	(48)
기타	(34)	95	(68)	(9)	(87)
재무활동현금흐름	(121)	103	(355)	(336)	(239)
자본의증가	76	17	0	0	0
차입금의순증	(137)	171	(275)	(255)	(155)
배당금지급	(59)	(82)	(56)	(56)	(56)
기타	(1)	(3)	(24)	(25)	(28)
기타현금흐름	2	4	0	0	0
현금의증가	157	60	(18)	2	16

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

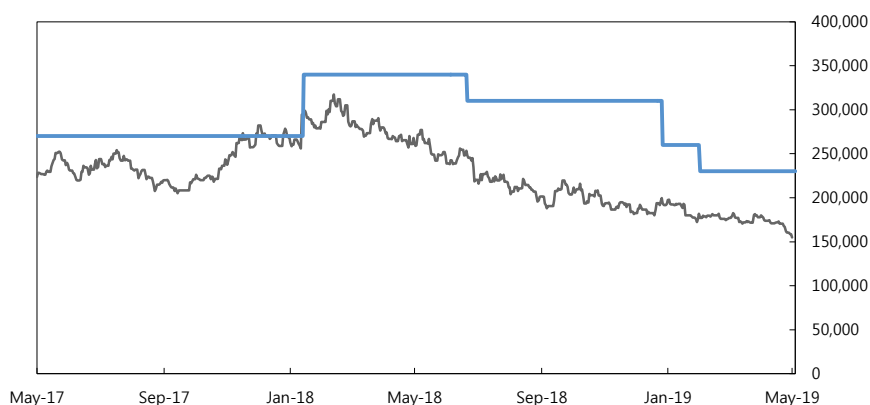
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	15,515	17,049	18,970	19,080	20,190
매출원가	11,140	12,453	14,257	14,142	14,901
매출총이익	4,375	4,596	4,713	4,939	5,289
판매관리비	3,790	4,133	4,325	4,462	4,717
영업이익	585	463	387	477	572
금융수익	150	93	213	150	115
이자수익	25	27	30	28	29
금융비용	177	122	169	178	172
이자비용	97	82	130	103	97
기타영업외손익	188	114	76	76	81
관계기업관련손익	53	37	60	64	66
세전계속사업이익	800	585	567	590	661
법인세비용	192	126	137	143	160
연결당기순이익	628	476	430	447	501
지배주주지분순이익	616	450	406	423	474
기타포괄이익	6	(457)	8	8	8
총포괄이익	633	19	438	455	509
지배주주지분포괄이익	622	(4)	414	430	482
EBITDA	1,067	993	941	1,038	1,141

## 주요투자지표

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	21,621	15,668	15,161	15,752	17,599
BPS	295,750	293,262	306,689	320,706	336,570
DPS	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	6.2	9.9	11.3	0.6	5.8
영업이익증가율	2.9	(20.9)	(16.3)	23.1	19.9
순이익증가율	63.8	(26.9)	(6.2)	3.9	11.7
EPS증가율	64.1	(27.5)	(3.2)	3.9	11.7
EBITDA증가율	4.1	(6.9)	(5.2)	10.3	10.0
수익성(%)					
영업이익률	3.8	2.7	2.0	2.5	2.8
순이익률	4.0	2.6	2.2	2.3	2.4
EBITDA Margin	6.9	5.8	5.0	5.4	5.7
ROA	4.0	2.9	2.6	2.7	2.9
ROE	7.7	5.5	5.1	5.0	5.4
배당수익률	0.6	1.1	1.3	1.3	1.3
배당성향	7.9	12.4	13.2	12.7	11.4
안정성					
순차입금(십억원)	3,371	3,367	3,165	2,908	2,730
차입금/자본총계비율(%)	42.2	43.3	38.5	34.2	31.1
Valuation(X)					
PER	12.5	11.6	10.2	9.8	8.8
PBR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	10.7	9.2	8.7	7.7	6.8

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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	-24.0	-20.7
	2019.05.15	매수	180,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2019년 5월 15일 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 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 (2019. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.7%	20.3%	0%

\* 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.