

# 이마트(139480)

## 온라인이 주도하는 성장

일회성 비용과 중국이마트 적자로 영업이익은 컨센서스 하회  
이마트몰 손익 개선 지속으로 2018년 흑자전환 기대  
차별화된 온라인채널 구축으로 온라인쇼핑 투자 시 매수 권유

### Facts : 4Q17 영업이익 1,416억원 (+4.6% YoY)

이마트의 4분기 영업이익은 중단영업손익으로 분류된 중국이마트 손익을 포함 시 컨센서스를 13%, 우리 추정치를 2.5% 하회했다. 일회성 비용은 총 189억원으로 프라퍼티 세금 비용 84억원, 면세점 영업손실 충당금 76억원, 이마트24 리브랜딩 비용 24억원이 반영됐다. 할인점 영업이익은 기존점 매출증가율 2.6%에 힘입어 전년동기대비 7.2% 증가했다. 트레이더스 영업이익은 103억원으로 전년동기 102억원과 비슷한 수준이다. 지분법손익이 전년동기대비 66억원 증가해 세전이익도 21.3% 증가했다.

### Pros & cons : 이마트몰 손익 개선, 트레이더스 기대치는 낮춰야

이마트몰 영업적자가 29억원을 기록하며 전년동기 64억원 손실에서 빠르게 개선되고 있다. 온라인전용물류센터가 가동되며 외형성장이 지속됨에 따라 매출총이익률이 1.1%p 개선되었으며, 매출증가율이 20%대를 유지하면 2018년 연내 흑자 전환을 기대할 만 하다. 트레이더스 기존점 매출 증가율은 4분기 9.2%, 연간 12.3%를 기록하며 양호한 성장을 지속했으나 신규 점포 3곳에서 약 40억원의 비용이 소요되었다. 기존점 매출 증가율이 둔화되고 신규 출점 비용이 지속될 경우 이전과 같은 높은 이익증가율은 기대하기 어렵다.

### Action : 온라인쇼핑에 투자하려면 이마트가 해답

이마트는 지난 달 신세계와 온라인사업 부문을 물적분할해 합병하여 별도법인 설립한다는 계획을 발표했다. 외부에서 유치한 1조원의 투자자금과 자체 자금을 활용해 자동화 물류센터를 설립한다는 계획이다. 오프라인 기존점 매출증가율이 둔화되고 있는 만큼 온라인 채널 집중이 돌파구가 될 수 있다. 규모의 경제와 협상력을 바탕으로 한 신선식품 차별화가 다른 온라인쇼핑대비 강점으로, 재방문율을 높이는 선순환 효과도 가져온다. 이마트에 대한 투자 의견 매수와 2018F EPS에 목표 PER 20.0배를 적용한 목표주가 340,000원을 유지한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 340,000원(유지)

### Stock Data

KOSPI(2/7)	2,397
주가(2/7)	280,000
시가총액(십억원)	7,805
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저(원)	299,000/199,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	23,380
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/48.7
주요주주(%)	이명희 외 3 인 28.1
	국민연금 10.1

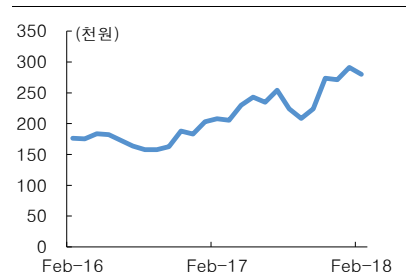
### Valuation 지표

	2016A	2017F	2018F
PER(x)	13.6	12.5	16.5
PBR(x)	0.7	0.9	0.9
ROE(%)	5.1	7.6	5.6
DY(%)	0.8	0.6	0.5
EV/EBITDA(x)	9.1	11.1	10.5
EPS(원)	13,502	21,641	17,013
BPS(원)	276,181	296,097	311,315

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	8.1	13.1	32.1
KOSPI 대비(%p)	12.2	13.2	16.6

### 주가추이



자료: WISEfn

### 여영상

yeongsang.yeo@truefriend.com

### 허나래

narae.heo@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,643	3,899	3,807	4,261	3,981	(6.6)	9.3	3,996
영업이익	135	160	55	200	142	(29.2)	4.6	153
영업이익률(%)	3.7	4.1	1.5	4.7	3.6	(1.1)	(0.2)	3.8
세전이익	101	173	42	402	123	(69.4)	21.3	135
순이익	99	130	24	378	84	(77.8)	(15.1)	99

자료: 이마트, 한국투자증권

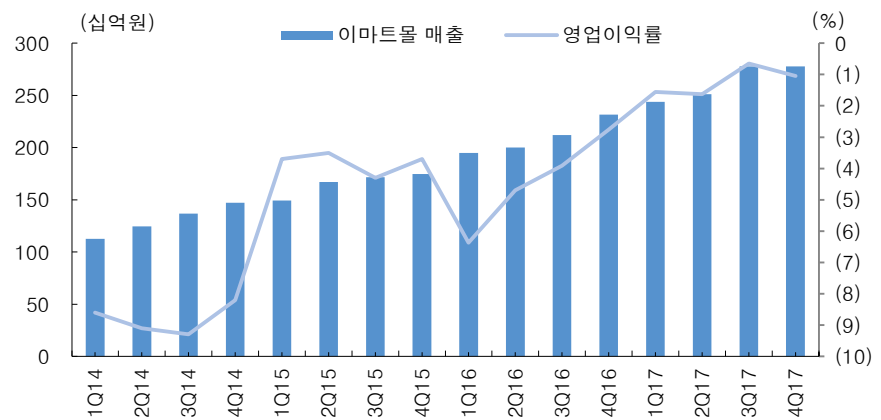
〈표 2〉 Valuation

(단위: 십억원, 배, 백만주, 원)

구분	내용	비고
2018F 순이익(A)	474	
목표 PER(B)	20.0	
기업가치(C=A*B)	9,481	
발행주식수(D)	27.9	
목표주가(C/D*1000)	340,116	

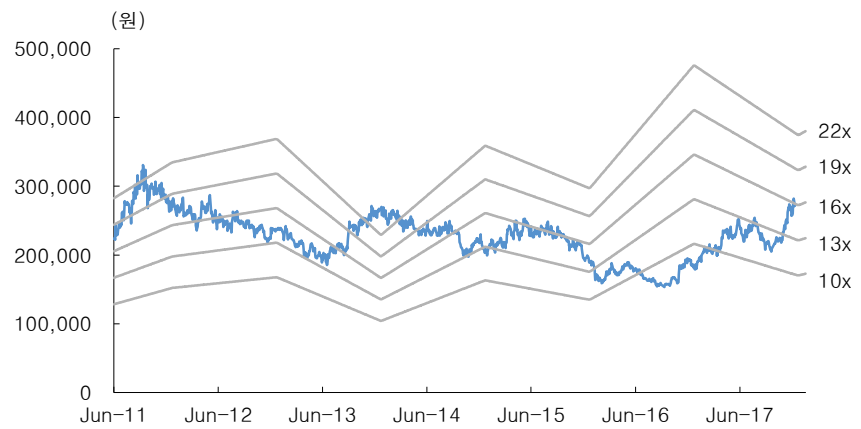
자료: 한국투자증권

[그림 1] 이마트몰 매출 및 영업이익 추이



자료: 이마트, 한국투자증권

[그림 2] 이마트 PER 밴드



자료: 한국투자증권

### 기업개요

2011년 5월 1일 대형마트의 전문성 제고 및 핵심 경쟁력의 강화 목적으로 신세계와의 인적분할을 통해 설립됨. 2017년 말 기준, 159개의 국내 할인점(트레이더스 14개점 포함)과 1개의 베트남 점포를 운영 중.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017P	2018F	2019F
유동자산	1,464	1,741	1,879	2,097	2,266
현금성자산	63	66	68	76	83
매출채권및기타채권	294	382	417	470	512
재고자산	886	980	1,070	1,204	1,313
비유동자산	13,029	13,687	14,217	14,895	15,445
투자자산	2,392	2,516	2,716	3,021	3,253
유형자산	9,805	9,709	9,921	10,113	10,292
무형자산	383	399	435	490	534
자산총계	14,494	15,428	16,096	16,992	17,711
유동부채	3,935	4,001	3,600	3,923	3,937
매입채무및기타채무	1,701	1,836	2,005	2,257	2,460
단기차입금및단기사채	452	451	462	476	488
유동성장기부채	1,007	938	320	350	100
비유동부채	3,320	3,303	3,808	3,949	4,120
사채	2,361	2,163	2,393	2,353	2,383
장기차입금및금융부채	284	324	524	594	644
부채총계	7,254	7,304	7,408	7,873	8,057
지배주주지분	6,986	7,696	8,251	8,676	9,203
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	2,509	2,931	3,458
비지배주주지분	253	428	437	444	452
자본총계	7,239	8,124	8,688	9,119	9,654

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2015A	2016A	2017P	2018F	2019F
영업활동현금흐름	734	744	1,053	1,125	1,230
당기순이익	456	382	612	481	587
유형자산감가상각비	409	432	449	468	482
무형자산상각비	25	25	26	29	32
자산부채변동	(129)	(205)	127	162	157
기타	(27)	110	(161)	(15)	(28)
투자활동현금흐름	(1,004)	(924)	(813)	(1,132)	(1,005)
유형자산투자	(1,006)	(600)	(700)	(700)	(700)
유형자산매각	22	39	39	39	39
투자자산순증	14	(8)	(173)	(281)	(196)
무형자산순증	(12)	(17)	(63)	(84)	(76)
기타	(22)	(338)	84	(106)	(72)
재무활동현금흐름	279	185	(238)	15	(218)
자본의증가	50	174	0	0	0
차입금의순증	216	(308)	(177)	74	(158)
배당금지급	(44)	(52)	(42)	(42)	(42)
기타	57	371	(19)	(17)	(18)
기타현금흐름	(6)	(2)	0	0	0
현금의증가	3	2	2	9	7

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

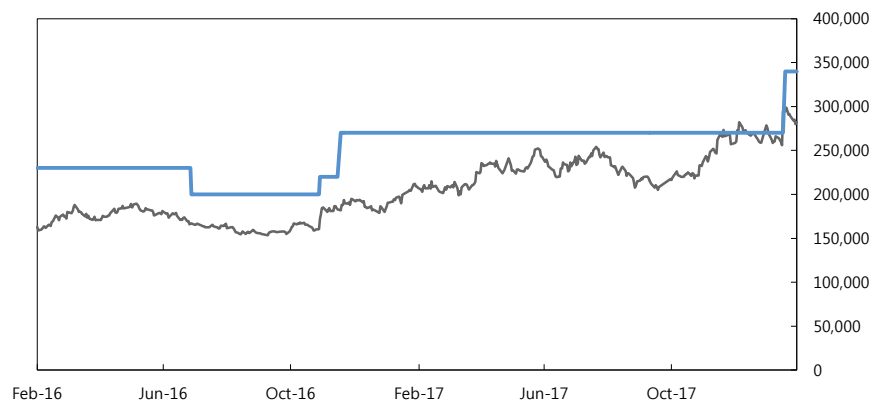
	2015A	2016A	2017P	2018F	2019F
매출액	13,640	14,778	15,877	18,167	19,803
매출원가	9,844	10,624	11,577	13,032	14,163
매출총이익	3,796	4,154	4,561	5,134	5,640
판매관리비	3,292	3,607	4,020	4,521	4,911
영업이익	504	547	567	613	729
금융수익	433	105	127	98	102
이자수익	27	27	61	30	32
금융비용	188	173	135	130	126
이자비용	124	115	106	105	103
기타영업외손익	(62)	(16)	182	4	0
관계기업관련손익	7	19	23	22	36
세전계속사업이익	694	482	751	607	741
법인세비용	238	100	125	126	154
연결당기순이익	456	382	628	481	587
지배주주지분순이익	455	376	616	474	579
기타포괄이익	(332)	5	4	2	0
총포괄이익	124	387	616	483	587
지배주주지분포괄이익	124	382	607	476	579
EBITDA	938	1,003	1,016	1,110	1,242

## 주요투자지표

	2015A	2016A	2017P	2018F	2019F
주당지표(원)					
EPS	16,319	13,502	21,641	17,013	20,773
BPS	250,707	276,181	296,097	311,315	330,221
DPS	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
성장성(% , YoY)					
매출증가율	3.7	8.3	9.2	12.6	9.0
영업이익증가율	(13.6)	8.6	(1.1)	13.4	18.8
순이익증가율	56.8	(17.3)	60.3	(21.4)	22.1
EPS증가율	56.8	(17.3)	60.3	(21.4)	22.1
EBITDA증가율	(5.9)	7.0	1.3	9.3	11.9
수익성(%)					
영업이익률	3.7	3.7	3.4	3.4	3.7
순이익률	3.3	2.5	3.7	2.6	2.9
EBITDA Margin	6.9	6.8	6.3	6.1	6.3
ROA	3.2	2.6	3.9	2.9	3.4
ROE	6.5	5.1	7.6	5.6	6.5
배당수익률	0.8	0.8	0.6	0.5	0.5
배당성향	9.2	11.1	6.9	8.8	7.2
안정성					
순차입금(십억원)	3,909	3,559	3,338	3,389	3,220
차입금/자본총계비율(%)	56.8	47.7	42.2	41.0	37.1
Valuation(X)					
PER	11.6	13.6	12.5	16.5	13.5
PBR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	10.1	9.1	11.1	10.5	9.2

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
이마트(139480)	2016.01.28	매수	230,000원	-23.6	-17.6
	2016.07.08	매수	200,000원	-19.6	-16.0
	2016.11.08	매수	220,000원	-16.8	-15.2
	2016.11.28	매수	270,000원	-18.8	-0.2
	2017.11.28	1년경과		-1.0	9.1
	2018.01.28	매수	340,000원	-	-



## ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 2월 8일 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 (2017.12.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.6%	19.9%	0.5%

※ 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.