

# 이마트(139480)

## 온라인 확장과 오프라인 체질 개선 중

온라인 경쟁으로 인한 매출 부진의 타격 극대화  
2019년 오프라인 방어와 비용 효율화에 집중  
장기적 관점에서 접근, 목표주가 23만원으로 하향

### Facts : 온라인 경쟁으로 인한 매출 부진의 타격 극대화

4분기 영업이익은 부진한 할인점 매출 영향으로 전년동기대비 59% 감소한 614억원을 기록했다. 할인점 기존점매출이 8% 감소했고, 의류를 포함한 시즌상품을 할인판매하며 총이익률도 0.4%p 하락했다. 알려진 바이긴 하지만 인건비 인상분까지 더해지며 이익 타격이 컸다. 트레이더스도 이전 대비 낮은 기존점매출 증가율 2.4%를 기록하며 비용효율 악화로 영업이익률이 0.5%p 하락했다. 온라인사업부 역시 외형은 20% 증가했으나 광고집행으로 손실 폭이 확대되었다. 연결자회사는 레스케이프 호텔 손실이 반영된 조선히otel과 원가 상승이 있었던 신세계푸드를 제외하고 모두 이익이 증가하거나 손실 폭이 축소되었다.

### Pros & cons : 2019년 오프라인 방어와 비용 효율화에 집중

2019년 가이던스는 할인점 총매출 8.2% 증가, 트레이더스 매출 30.6% 증가한 별도총매출 5.1% 증가로 제시했다. 할인점 매출은 오프라인 할인점 매출과 온라인 매출이 포함된 수치로, 오프라인 할인점 기존점매출 증가율은 0%가 목표다. 2019년 주요 사업전략은 이탈하는 고객을 방어하기 위한 최저가 상품 제공, 점포 디지털화와 SKU(Stock Keeping Unit) 축소를 통한 비용 효율화, 오프라인 점포의 온라인 거점화로 갈수록 심화되는 온라인 경쟁에 다방면으로 대응하기 위한 전략이다. 특히 오프라인 점포에서 비식품 진열공간을 줄이고 온라인 배송센터로 활용하는 방안은 대형마트가 공통적으로 추진 중인 전략으로, 비용 효율화 효과를 가장 먼저 기대할 수 있는 부분이다.

### Action : 장기적 관점에서 접근, 목표주가 23만원으로 하향

2019년에도 온라인 경쟁이 지속되어 쉽지 않은 영업 환경이나, 우려가 기반영원만큼 하락 폭은 제한적으로 판단해 매수 의견을 유지한다. 다만 2019년에도 오프라인 할인점에 대한 우려는 지속되고 있어, 할인점 가치 하향을 반영해 SotP 방식으로 산출한 목표주가를 23만원으로 12% 하향한다. 3월 온라인 법인 출범에 따라 목표주가 산정방식을 변경할 예정이다. 오프라인 비용 효율화와 온라인 사업터어라운드 가시화될 때 모멘텀을 예상하며, 장기적 관점에서 매수 추천한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

목표주가: 230,000원(하향)

### Stock Data

KOSPI(2/14)	2,226
주가(2/14)	182,000
시가총액(십억원)	5,073
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	317,500/172,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,984
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/47.4
주요주주(%)	이명희 외 3인 28.1
	국민연금 10.0

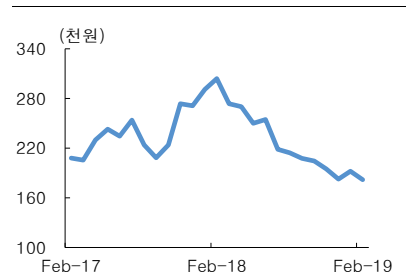
### Valuation 지표

	2017A	2018P	2019F
PER(x)	12.5	11.8	11.1
PBR(x)	0.9	0.6	0.6
ROE(%)	7.7	5.1	5.2
DY(%)	0.6	1.1	1.1
EV/EBITDA(x)	10.9	9.1	8.6
EPS(원)	21,621	15,489	16,382
BPS(원)	295,750	309,676	324,494

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.7)	(14.2)	(36.4)
KOSPI 대비(%p)	(13.5)	(12.7)	(28.3)

### 주가추이



자료: FnGuide

허나래

narae.heo@truefriend.com

〈표 1〉 4분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	3,942.6	4,106.5	3,989.4	4,727.2	4,226.0	(10.6)	7.2	4,247.6
영업이익	149.3	153.5	53.3	194.6	61.4	(68.4)	(58.9)	133.4
영업이익률(%)	3.8	3.7	1.3	4.1	1.5			3.1
세전이익	157.3	166.9	121.1	253.3	46.1	(81.8)	(70.7)	136.2
순이익	84.0	118.3	90.9	191.6	51.9	(72.9)	(38.2)	91.2

자료: 한국투자증권

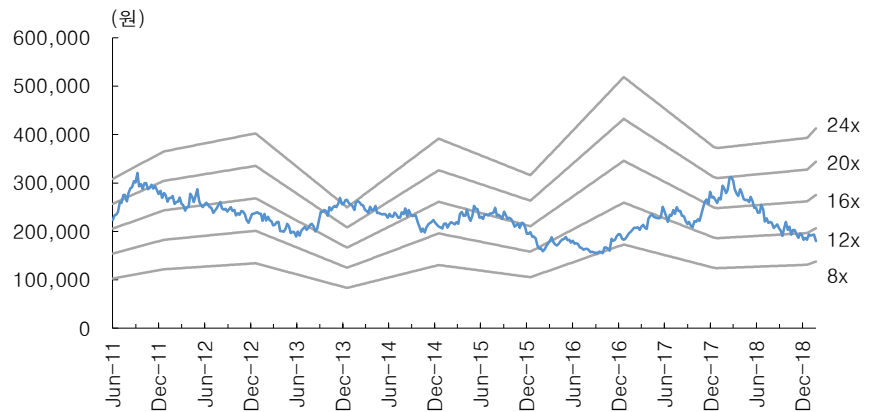
〈표 2〉 이마트 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	4,106	3,989	4,727	4,226	4,407	4,371	5,032	4,851	14,615	15,877	16,413	18,661
YoY	9.7	4.8	10.3	8.7	7.3	9.6	6.4	14.8	7.1	8.6	3.4	13.7
이마트	3,288	3,108	3,617	3,136	3,360	3,170	3,730	2,868	11,631	12,451	13,148	13,128
1) 할인점	2,565	2,393	2,842	2,199	2,552	2,373	2,828	2,127	9,719	10,052	10,000	9,881
2) 트레이더스	405	401	484	370	473	468	560	391	1,025	1,309	1,660	1,892
3) 온라인	268	263	273	280	335	329	342	350	719	904	1,084	1,356
신세계푸드	318	310	337	313	331	323	351	326	1,069	1,208	1,279	1,330
에브리데이	279	294	314	288	285	300	321	293	1,051	1,133	1,175	1,198
조선호텔	43	46	48	55	45	48	51	57	711	542	192	201
이마트 24	208	256	288	287	264	326	366	365	378	684	1,038	1,322
프라퍼티	41	40	43	45	45	44	47	49	5	111	169	186
베트남	16	14	15	17	19	17	18	21	42	52	62	75
신세계건설	195	282	287	321	191	276	281	314			1,084	1,063
매출원가	2,979	2,892	3,468	2,477	3,197	3,169	3,692	3,437	10,506	11,355	11,816	13,494
매출총이익	1,128	1,097	1,259	1,112	1,210	1,202	1,340	1,414	4,109	4,521	4,596	5,167
판매관리비	974	1,044	1,065	1,051	1,054	1,142	1,128	1,326	3,540	3,954	4,134	4,650
영업이익	154	53	195	61	156	60	212	88	569	567	463	516
YoY	(4.1)	(3.8)	6.5	(63.6)	1.6	12.5	9.0	43.8	12.9	(0.3)	(18.4)	11.6
영업이익률	4.1	1.5	4.8	1.7	4.1	1.7	5.1	2.4	4.2	3.9	3.1	3.4
이마트	162	55	198	71	151	56	200	69	547	567	463	516
1) 할인점	147	41	178	74	138	38	171	64	633	638	486	477
2) 트레이더스	13	16	24	9	16	20	30	11	35	51	63	77
3) 온라인	0	(3)	(5)	(9)	(3)	(1)	(1)	(6)	(37)	(13)	(16)	(10)
신세계푸드	10	7	6	5	10	7	6	5	21	30	27	28
에브리데이	0	2	5	(1)	0	2	5	(1)	(8)	2	5	5
조선호텔	(1)	(1)	(4)	(2)	(2)	(2)	(4)	0	(10)	(18)	(8)	(8)
이마트 24	(12)	(10)	(7)	(10)	(9)	(8)	(4)	(2)	(35)	(52)	(40)	(24)
프라퍼티	3	6	2	(0)	4	5	3	4	(23)	(21)	10	15
베트남	(1)	(1)	(0)	0	0	0	0	0	(5)	(4)	(2)	0
신세계건설	1	5	7	9	4	1	8	9	52	25	22	22
세전이익	167	121	253	46	182	86	238	114	507	751	587	621
지배주주순이익	118	91	192	63	134	63	175	84	376	616	464	456
YoY	(8.8)	275.6	(49.3)	(24.4)	13.1	(30.3)	(8.6)	32.5	(17.3)	63.8	(24.7)	(1.7)

주: 신세계건설은 2018년 3분기부터 연결 편입  
 자료: 한국투자증권

[그림 1] 2019F PER 11배



자료: 한국투자증권

〈표 3〉 이마트 SOTP valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

구분	추정가치	비고
영업가치 (A)	6,641	
할인점	4,150	할인점 폐점과 기존점매출 감소 감안해 미국 할인점 Target의 EV/Sales 0.6배를 30% 할인 적용
트레이더스	1,135	신규 출점과 창고형 매장 성장성을 감안해 미국 Costco의 EV/Sales 0.6배 적용
온라인	1,356	온라인 성장성을 감안해 EV/Sales 1.0배 적용
투자자산가치 (B)	2,835	
삼성생명	774	지분율 5.88%, 20% 할인
신세계푸드	147	지분율 54.7%, 20% 할인
신세계조선호텔	144	장부가액
이마트에브리데이	121	장부가액
신세계프라퍼티	936	장부가액
신세계엘앤비	18	장부가액
이마트 해외	125	장부가액
기타	570	장부가액
순차입금 (C)	3,068	2019년말 기준
적정가치 (A) + (B) - (C)	6,408	
유통주식 수	27.9	
적정주가	229,958	
목표주가	230,000	

자료: 한국투자증권

## 기업개요

2011년 5월 1일 대형마트의 전문성 제고 및 핵심 경쟁력의 강화 목적으로 (주)신세계와의 인적분할을 통해 설립됨. 2017년 12월 기준 국내 이마트 159개 운영중이며, 종속회사 영위 사업부문으로는 크게 유통업, 호텔-리조트업, 식음료업, 해외사업 등이 있음. 롯데마트, 홈플러스와 함께 국내 대형마트 주요 3사에 속함.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,741	1,895	2,013	2,289	2,303
현금성자산	66	223	231	262	264
매출채권및기타채권	382	459	475	540	543
재고자산	980	1,011	1,100	1,250	1,258
비유동자산	13,689	14,171	14,610	15,423	15,634
투자자산	2,516	2,669	2,872	3,265	3,285
유형자산	9,709	9,800	9,978	10,157	10,335
무형자산	401	377	389	443	445
자산총계	15,430	16,067	16,624	17,713	17,937
유동부채	4,001	4,214	4,427	5,107	5,033
매입채무및기타채무	1,836	1,935	2,000	2,274	2,288
단기차입금및단기사채	451	402	412	422	432
유동성장기부채	938	1,026	996	966	966
비유동부채	3,305	3,081	3,024	3,005	2,811
사채	2,163	1,819	1,719	1,569	1,369
장기차입금및금융부채	324	441	456	471	471
부채총계	7,306	7,295	7,451	8,112	7,843
지배주주지분	7,696	8,242	8,630	9,043	9,519
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
기타자본	339	321	321	321	321
이익잉여금	1,958	2,465	2,848	3,255	3,726
비지배주주지분	428	530	543	558	574
자본총계	8,124	8,771	9,173	9,600	10,093

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	736	898	1,042	1,484	890
당기순이익	382	628	445	471	536
유형자산감가상각비	432	455	453	459	466
무형자산상각비	25	26	27	30	30
자산부채변동	(213)	(89)	157	548	(92)
기타	110	(122)	(40)	(24)	(50)
투자활동현금흐름	(916)	(622)	(855)	(1,234)	(633)
유형자산투자	(600)	(723)	(672)	(678)	(684)
유형자산매각	39	130	40	40	40
투자자산순증	(0)	28	(139)	(325)	53
무형자산순증	(17)	(23)	(39)	(84)	(33)
기타	(338)	(34)	(45)	(187)	(9)
재무활동현금흐름	185	(121)	(180)	(218)	(255)
자본의증가	174	76	0	0	0
차입금의순증	(308)	(137)	(118)	(155)	(190)
배당금지급	(52)	(59)	(49)	(49)	(49)
기타	371	(1)	(13)	(14)	(16)
기타현금흐름	(2)	2	0	0	0
현금의증가	2	157	8	32	2

주: K-IFRS (연결) 기준

## 손익계산서

(단위: 십억원)

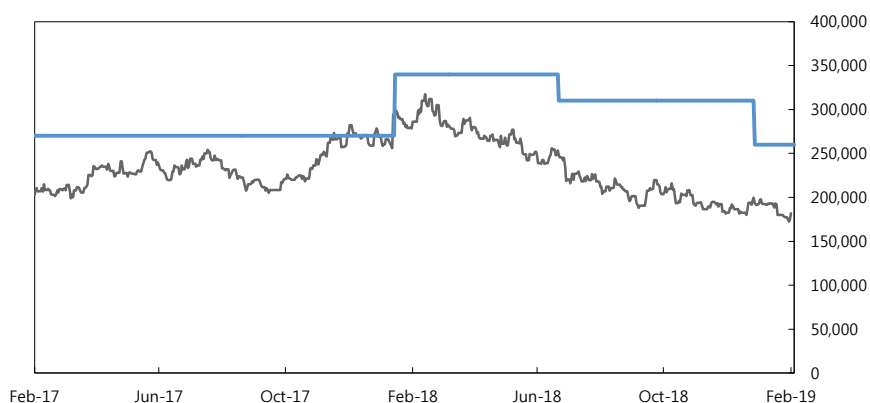
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,615	15,877	16,413	18,661	18,773
매출원가	10,506	11,355	11,816	13,494	13,464
매출총이익	4,109	4,521	4,596	5,167	5,309
판매관리비	3,540	3,954	4,107	4,650	4,683
영업이익	569	567	463	516	626
금융수익	105	153	109	111	113
이자수익	27	25	23	25	27
금융비용	173	183	149	145	175
이자비용	114	101	109	105	100
기타영업외손익	(13)	161	115	75	75
관계기업관련손익	19	55	58	64	68
세전계속사업이익	507	751	587	621	707
법인세비용	138	192	142	150	171
연결당기순이익	382	628	478	471	536
지배주주지분순이익	376	616	464	456	520
기타포괄이익	5	6	6	6	6
총포괄이익	387	633	450	476	541
지배주주지분포괄이익	382	622	437	462	525
EBITDA	1,025	1,049	969	1,006	1,122

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,173	21,621	15,489	16,382	18,654
BPS	276,181	295,750	309,676	324,494	341,584
DPS	1,500	1,750	2,000	2,000	2,000
성장성(% , YoY)					
매출증가율	7.1	8.6	3.4	13.7	0.6
영업이익증가율	12.9	(0.3)	(13.7)	5.6	21.2
순이익증가율	(17.3)	63.8	(29.9)	5.8	13.9
EPS증가율	(19.3)	64.1	(28.4)	5.8	13.9
EBITDA증가율	9.3	2.3	(7.6)	3.9	11.5
수익성(%)					
영업이익률	3.9	3.6	3.0	2.8	3.3
순이익률	2.6	3.9	2.6	2.4	2.8
EBITDA Margin	7.0	6.6	5.9	5.4	6.0
ROA	2.6	4.0	2.7	2.7	3.0
ROE	5.1	7.7	5.1	5.2	5.6
배당수익률	0.8	0.6	1.0	1.0	1.0
배당성향	11.1	7.9	11.3	10.7	9.4
안정성					
순차입금(십억원)	3,559	3,371	3,242	3,041	2,848
차입금/자본총계비율(%)	47.7	42.2	39.1	35.7	32.1
Valuation(X)					
PER	13.9	12.5	11.8	11.1	9.8
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.9	10.9	9.1	8.6	7.6

## 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	-27.6	-23.8
	2019.02.14	매수	230,000원	-	-



## Compliance notice

- 당사는 2019년 2월 14일 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
- 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 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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
- 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.