

이마트(139480)

온라인 결실까지 오프라인 방어가 중요

영업이익 4% 감소해 컨센서스 부합
온라인 수익성 개선까지 오프라인 방어가 중요
2019년 다시 증익 기대, 온라인 사업 구체화시 모멘텀

Facts : 영업이익 4% 감소해 컨센서스 부합

3분기 연결 매출은 14% 증가, 영업이익은 4% 감소해 추정치와 컨센서스에 부합했다. 추석 시점 차이로 오프라인 기존점매출이 2.6% 늘어났고, 신세계건설이 연결자회사로 편입되었다. 점포 수를 빠르게 늘리고 있는 이마트24와 프라퍼티가 두 자릿수 매출 증가율을 기록했다. 온라인 매출 증가율은 16%를 기록해 온라인업계 평균을 하회했는데, 추석 시점 차이로 오프라인이 호조를 보인 반대급부이다. 영업적자 역시 2016년 4분기 이후 가장 큰 규모인데, TV광고 집행에 따른 판촉비 증가 때문이다.

Pros & cons : 온라인 수익성 개선까지 오프라인 방어가 중요

이마트가 신성장동력으로 꼽는 온라인사업이 내년 신세계와의 합작법인 출범을 앞두고 있다. 외부 자금을 활용한 물류센터 투자가 예정되어 있는 만큼 기대감이 높다. 차별적인 플랫폼을 구축하고 재구매율을 높여 온라인 성장성과 수익성을 확보할 때까지 오프라인 이익 방어가 필요하다. 이마트24에서 손실 폭이 감소하고 있고 프라퍼티 이익이 빠르게 안정화되고 있는 점이 긍정적이다. 이마트24는 월 평균 100개 이상의 출점을 지속해 점포수가 3,500개에 도달하며 영업적자를 전년 대비 40억원 줄였다. 편의점업계 평균 대비 빠른 속도로 무난한 출점을 지속하고 있는 만큼 매 분기 적자폭은 줄어들 전망이다. 프라퍼티 역시 새로운 쇼핑 트렌드에 부합하는 포맷으로 이익 지속에 무리가 없다.

Action : 2019년 다시 증익 전망, 온라인 사업 구체화시 모멘텀

매수 의견과 SOTP 방식으로 산출한 목표주가 31만원을 유지한다(기준시점 2019년으로 이동, 표 3). 2018년 감익은 피할 수 없으나 노브랜드를 포함한 신규출점 점포가 안정화되고 할인점 비용절감 노력이 효과를 보이는 2019년 다시 증익을 기대한다. 손익 이외에 온라인법인 합병기일이 2019년 3월로 예정되어 있어 관련 내용이 구체화되는 시점에 또 한 번 모멘텀을 전망한다.

하 회 부 합 상 회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 310,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(11/9)	2,086
주가(11/9)	202,500
시가총액(십억원)	5,645
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	317,500/188,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	21,913
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/48.8
주요주주(%)	이명희 외 3 인 28.1
	국민연금 10.0

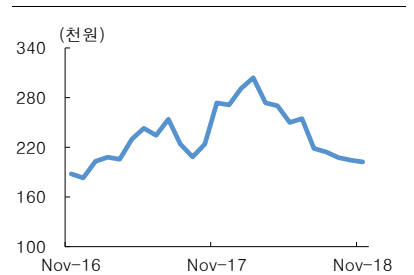
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	12.5	9.7	8.8
PBR(x)	0.9	0.6	0.6
ROE(%)	7.7	6.6	6.8
DY(%)	0.6	0.9	0.9
EV/EBITDA(x)	10.9	8.9	8.2
EPS(원)	21,621	20,288	22,252
BPS(원)	295,750	314,475	335,164

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(5.8)	(21.2)	(12.9)
KOSPI 대비(%p)	1.6	(6.6)	5.3

주가추이



자료: FnGuide

허나래

narae.heo@truefriend.com

〈표 1〉 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	4,151.7	3,887.1	4,106.5	3,989.4	4,727.2	18.5	13.9	4,526.6
영업이익	203.0	168.7	153.5	53.3	194.6	264.9	(4.1)	201.9
영업이익률(%)	4.9	4.3	3.7	1.3	4.1			4.5
세전이익	404.7	158.8	166.9	121.1	253.3	109.2	(37.4)	210.3
순이익	378.3	84.0	118.3	90.9	191.6	110.9	(49.4)	152.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 이마트 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	3,744	3,807	4,284	3,887	4,107	3,989	4,727	3,799	14,615	15,877	16,622	17,661
YoY	3.1	10.2	6.2	11.1	9.7	4.8	10.3	(2.3)	7.1	8.6	4.7	6.3
이마트	3,056	2,914	3,322	3,159	3,288	3,108	3,108	3,158	11,631	12,451	12,661	13,139
1) 할인점	2,497	2,353	2,682	2,562	2,565	2,393	2,443	2,517	9,719	10,052	9,917	9,903
2) 트레이더스	303	304	354	353	405	401	416	438	1,025	1,309	1,660	1,946
3) 온라인	210	214	240	244	268	263	250	303	719	904	1,084	1,290
신세계푸드	285	303	321	299	318	310	337	323	1,069	1,208	1,288	1,365
에브리데이	274	289	298	273	279	294	314	302	1,051	1,133	1,190	1,249
조선호텔	40	147	153	89	43	46	48	47	711	542	184	193
이마트 24	130	171	205	178	208	256	288	320	378	684	1,070	1,457
프라퍼티	16	17	33	45	41	40	43	42	5	111	167	183
베트남	14	12	13	14	16	14	15	18	42	52	62	75
매출원가	2,799	2,734	3,075	2,748	2,979	2,892	3,468	2,516	10,506	11,355	11,855	12,577
매출총이익	1,100	1,073	1,209	1,139	1,128	1,097	1,259	1,284	4,109	4,521	4,767	5,084
판매관리비	939	1,018	1,027	971	974	1,044	1,065	1,129	3,540	3,954	4,211	4,472
영업이익	160	55	183	169	154	53	195	155	569	567	556	612
YoY	2.6	17.9	(14.9)	11.7	(4.1)	(3.8)	6.5	(8.1)	12.9	(0.3)	(1.8)	10.0
영업이익률	4.5	1.6	4.7	4.7	4.1	1.5	4.8	4.5	4.2	3.9	3.8	4.0
이마트	184	83	207	165	162	55	198	142	547	567	556	612
1) 할인점	175	73	193	156	147	41	178	135	633	638	557	582
2) 트레이더스	12	14	15	10	13	16	24	12	35	51	66	79
3) 온라인	(4)	(4)	(2)	(3)	0	(3)	(5)	(3)	(37)	(13)	(10)	7
신세계푸드	5	9	9	7	10	7	6	7	21	30	30	32
에브리데이	(0)	1	3	(2)	0	2	5	(4)	(8)	2	2	2
조선호텔	(5)	(7)	(2)	(5)	(1)	(1)	(4)	(0)	(10)	(18)	(6)	(6)
이마트 24	(13)	(10)	(11)	(17)	(12)	(10)	(7)	(7)	(35)	(52)	(36)	(18)
프라퍼티	(3)	(13)	(5)	(1)	3	6	2	2	(23)	(21)	12	22
베트남	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)	(1)	(5)	(4)	(2)	(1)
세전이익	173	42	377	159	167	121	253	219	507	751	760	834
지배주주순이익	130	24	378	84	118	91	192	165	376	616	565	620
YoY	7.8	160.9	155.9	(15.1)	(8.8)	275.6	(49.3)	96.0	(17.3)	63.8	(8.2)	9.7

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 이마트 SOTP valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

구분	추정가치	비고
영업가치 (A)	8,633	
할인점	5,942	할인점 폐점과 기존점매출 감소 감안해 미국 할인점 Target의 EV/Sales 0.6배 적용
트레이더스	1,401	신규 출점과 창고형 매장 성장성을 감안해 미국 Costco의 EV/Sales 0.6배에 20% 프리미엄 적용
온라인	1,290	온라인 물적분할 후 성장성을 감안해 EV/Sales 1.0배 적용
투자자산가치 (B)	3,202	
삼성생명	977	지분율 5.88%, 10% 할인
신세계푸드	311	지분율 54.7%, 10% 할인
신세계조선호텔	144	장부가액
이마트에브리데이	121	장부가액
신세계프라퍼티	936	장부가액
신세계엘앤비	18	장부가액
이마트 해외	125	장부가액
기타	570	장부가액
순차입금 (C)	3,061	2019년말 기준
적정가치 (A) + (B) - (C)	8,774	
유통주식 수	27.9	
적정주가	314,892	
목표주가	310,000	

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	2,039	2,166	2,292
현금성자산	66	223	234	248	263
매출채권및기타채권	382	459	481	511	541
재고자산	980	1,011	1,114	1,183	1,252
비유동자산	13,689	14,171	14,670	15,141	15,610
투자자산	2,516	2,669	2,909	3,091	3,270
유형자산	9,709	9,800	9,978	10,157	10,335
무형자산	401	377	394	419	443
자산총계	15,430	16,067	16,709	17,308	17,902
유동부채	4,001	4,214	4,370	4,461	4,562
매입채무및기타채무	1,836	1,935	2,026	2,152	2,278
단기차입금및단기사채	451	402	412	422	432
유동성장기부채	938	1,026	996	966	966
비유동부채	3,305	3,081	3,035	2,953	2,807
사채	2,163	1,819	1,719	1,569	1,369
장기차입금및금융부채	325	441	456	471	471
부채총계	7,306	7,295	7,404	7,415	7,369
지배주주지분	7,696	8,242	8,764	9,340	9,968
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	2,981	3,553	4,175
비지배주주지분	428	530	541	553	566
자본총계	8,124	8,771	9,304	9,893	10,533

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	736	898	1,102	1,123	1,159
당기순이익	382	628	576	632	683
유형자산감가상각비	432	455	453	459	466
무형자산상각비	25	26	27	29	30
자산부채변동	(213)	(89)	85	41	21
기타	111	(123)	(40)	(39)	(42)
투자활동현금흐름	(916)	(622)	(914)	(892)	(893)
유형자산투자	(600)	(723)	(672)	(678)	(684)
유형자산매각	39	130	40	40	40
투자자산순증	(0)	28	(176)	(114)	(109)
무형자산순증	(17)	(23)	(45)	(53)	(55)
기타	(338)	(33)	(62)	(87)	(86)
재무활동현금흐름	185	(121)	(177)	(216)	(252)
자본의증가	174	76	0	0	0
차입금의순증	(308)	(137)	(118)	(155)	(190)
배당금지급	(52)	(59)	(49)	(49)	(49)
기타	371	(1)	(11)	(12)	(13)
기타현금흐름	(2)	2	0	0	0
현금의증가	2	157	10	15	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

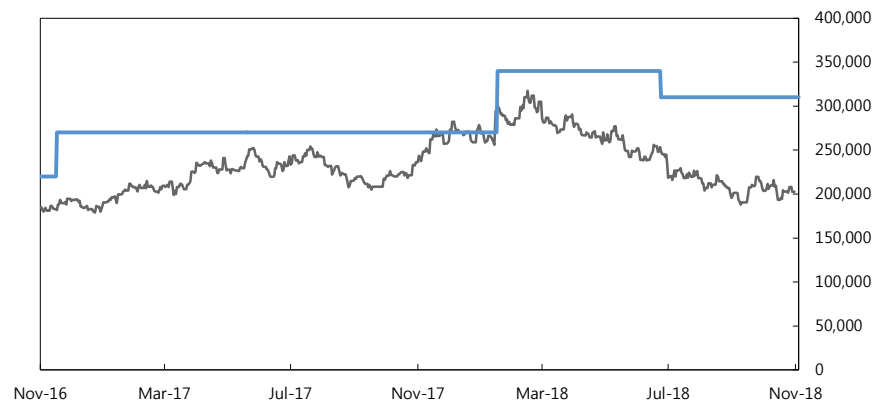
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,615	15,877	16,622	17,661	18,689
매출원가	10,506	11,355	11,855	12,577	13,262
매출총이익	4,109	4,521	4,767	5,084	5,426
판매관리비	3,540	3,954	4,211	4,472	4,730
영업이익	569	567	556	612	696
금융수익	105	153	132	134	136
이자수익	27	25	29	30	32
금융비용	173	183	137	133	164
이자비용	114	101	97	94	89
기타영업외손익	(13)	161	150	159	168
관계기업관련손익	19	55	59	62	66
세전계속사업이익	507	751	760	834	902
법인세비용	138	192	184	202	218
연결당기순이익	382	628	576	632	683
지배주주지분순이익	376	616	565	620	671
기타포괄이익	5	6	6	6	6
총포괄이익	387	633	582	638	689
지배주주지분포괄이익	382	622	571	625	676
EBITDA	1,025	1,049	1,036	1,100	1,192

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,173	21,621	20,288	22,252	24,065
BPS	276,181	295,750	314,475	335,164	357,664
DPS	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
성장성(%, YoY)					
매출증가율	7.1	8.6	4.7	6.3	5.8
영업이익증가율	12.9	(0.3)	(1.8)	10.0	13.6
순이익증가율	(17.3)	63.8	(8.2)	9.7	8.1
EPS증가율	(19.3)	64.1	(6.2)	9.7	8.1
EBITDA증가율	9.3	2.3	(1.2)	6.2	8.3
수익성(%)					
영업이익률	3.9	3.6	3.3	3.5	3.7
순이익률	2.6	3.9	3.4	3.5	3.6
EBITDA Margin	7.0	6.6	6.2	6.2	6.4
ROA	2.6	4.0	3.5	3.7	3.9
ROE	5.1	7.7	6.6	6.8	6.9
배당수익률	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9
배당성향	11.1	7.9	8.6	7.9	7.3
안정성					
순차입금(십억원)	3,559	3,371	3,238	3,061	2,850
차입금/자본총계비율(%)	47.7	42.2	38.5	34.6	30.7
Valuation(X)					
PER	13.9	12.5	9.7	8.8	8.1
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	8.9	10.9	8.9	8.2	7.4

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
이마트 (139480)	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	-19.8	-6.6
	2018.07.05	매수	310,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 12일 현재 이마트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 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 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	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 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.