

이마트(139480)

3QPre: 절대적 저평가 탈출 분기점

3분기 영업이익 YoY 6% 증익 전망

이마트의 연결기준 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 6.1%, 5.6% 성장한 4조 5,470억원, 2,140억원 수준이 가능할 전망이다. 추석 기간 차 영향 오프라인 기준점 성장률이 1%(7월 -4%, 8월 -1%, 9월 7%)로 회복하면서 고정비 부담을 완화하고, 이마트몰과 트레이더스가 각각 YoY 17%, 28% 성장하면서 외형 성장과 이익 개선을 견인할 전망이다. 이마트24와 프라퍼티 영업이익이 각각 YoY 24억원, 102억원 증가하면서 수익 개선 기여도가 클 것으로 보인다. 조선호텔은 면세점 사업을 신세계에 양도하면서 흑자전환이 예상된다(영업이익 18억원, YoY +35억원).

2018년 대형마트 업종 부진 vs 이마트 MS 확대

대형마트 업종은 설상가상의 해를 보내고 있다. 영업시간 단축과 온라인 채널의 식료품 시장 가파른 침투로 기준점 성장률이 소매판매나 백화점 대비 현저히 낮은 상태다. 반면, 최저임금 상승으로 고정비 부담이 커지면서 상반기 이마트 별도 영업이익은 YoY 19%나 감익했다. 다만, 이마트를 대형마트 시장 둔화와 동일시 하거나, 감익을 추세적으로 볼 수 없다. 이마트의 시장점유율은 가파르게 상승하고 있으며(상반기 대형마트 YoY 1%, 이마트 YoY 5%), 이마트몰과 트레이더스, 노브랜드로 한국 유통을 선도하고 있다는 사실도 여전하다. 문제는 언제 사업구조 개선이 실적으로 가시화(YoY 추세적 증익 전환)될 것인가에 있다. 영업시간과 인건비 기저효과를 감안하면 추세적 증익은 2019년 1분기부터일 가능성이 크다. 2019년 이마트몰은 흑자전환이 예상되며, 트레이더스 이익 비중은 13%까지 상승, 2019년 연결 영업이익은 6,740억원(YoY 18%)까지 크게 증가할 것으로 추정한다.

12MF PER 11배 절대적 저평가

주가 측면에서 3분기 증익이 전환점이 될 수 있다. 2019년 상반기 증익 가능성이 커지면서 실적 불확실성 완화와 투자 심리 회복을 기대할 수 있다. 이마트몰 성장률 회복(배송 Capa 부족 우려 해소, 10월 예상), 온라인 통합몰 법인 설립(식품 온라인 사업 가치 확인, 12월 예상)이 순차적으로 주가 모멘텀이 될 수 있다. 글로벌 유통업체들 주가를 보면, '식품'+ '온라인'+ '대형마트' 세 단어의 교집합은 PER 20배 이상의 높은 밸류에이션 프리미엄 요인으로 작용하고 있다. 이마트에 대한 저점 매수가 유효하다.

Earnings Preview

BUY

ITP(12M): 280,000원 | CP(9월 27일): 197,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,355.43		
52주 최고/최저(원)	317,500/188,000		
시가총액(십억원)	5,491.5	매출액(십억원)	16,536.3
시가총액비중(%)	0.46	영업이익(십억원)	566.0
발행주식수(천주)	27,875.8	순이익(십억원)	477.8
60일 평균 거래량(천주)	99.6	EPS(원)	16,714
60일 평균 거래대금(십억원)	21.4	BPS(원)	307,410
18년 배당금(예상, 원)	1,750		
18년 배당수익률(예상, %)	0.89		
외국인지분율(%)	48.58		
주요주주비율(%)			
이명희 외 3인	28.06		
국민연금	9.98		
추가상승률	1M 6M 12M		
절대	(6.6) (26.9) (5.3)		
상대	(8.9) (23.9) (4.6)		

Stock Price



Financial Data

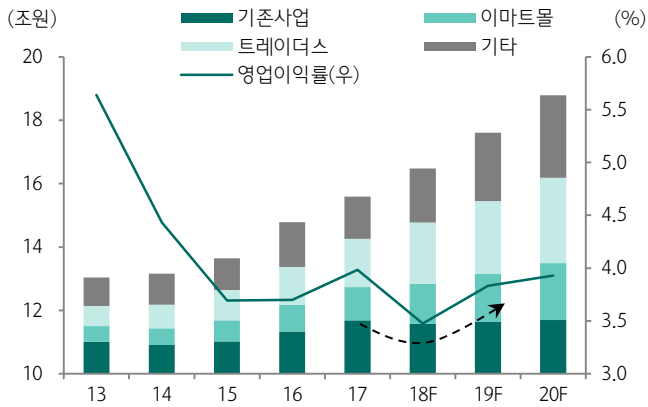
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	14,615.1	15,876.7	16,482.6	17,604.3	18,794.7
영업이익	십억원	568.6	566.9	572.5	674.4	738.7
세전이익	십억원	506.8	751.4	698.3	723.6	802.1
순이익	십억원	376.2	616.1	513.8	532.5	590.2
EPS	원	13,497	22,101	18,433	19,102	21,174
증감률	%	(17.3)	63.7	(16.6)	3.6	10.8
PER	배	13.56	12.26	10.69	10.31	9.30
PBR	배	0.66	0.92	0.63	0.60	0.56
EV/EBITDA	배	8.87	10.92	8.39	7.12	6.13
ROE	%	5.12	7.73	6.06	5.95	6.24
BPS	원	276,181	295,750	312,434	329,787	349,211
DPS	원	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

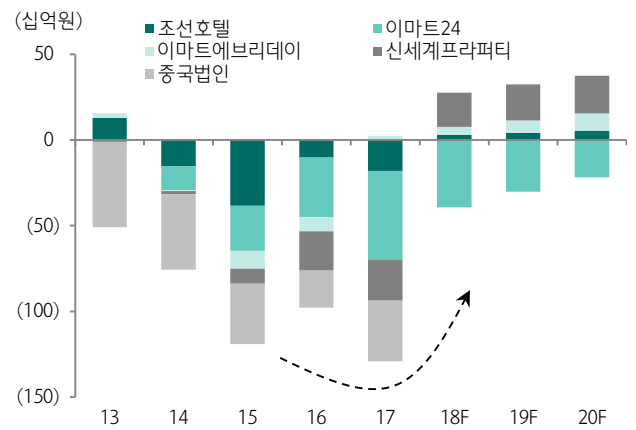
RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

그림 1. 이마트 기존사업과 신규사업 실적 추이



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 2. 이마트 부진 사업 합산 영업손실 추이



자료: 이마트, 하나금융투자

표1. 이마트분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결기준 매출액과 영업이익은 각각 전년 동기 대비 6.1%, 5.6% 증가한 4조 5,470억원, 2,140억원 추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017년	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2018년
매출액	3,744	3,677	4,284	3,887	15,592	4,106	3,989	4,547	3,840	16,483
이마트	2,898	2,756	3,110	2,920	11,683	2,905	2,699	3,110	2,864	11,578
이마트몰	244	251	278	278	1,050	304	297	325	335	1,260
트레이더스	352	356	410	403	1,521	459	453	525	499	1,935
영업이익	168	65	203	185	621	154	53	214	151	573
이마트	175	73	193	156	597	147	41	180	129	498
이마트몰	(4)	(4)	(2)	(3)	(13)	0	(3)	3	(1)	0
트레이더스	12	14	15	10	51	13	16	20	18	67
세전이익	181	42	377	159	759	167	121	229	182	698
순이익	132	26	381	90	628	125	95	178	126	524
지배주주귀속 순이익	130	24	378	84	616	118	91	171	134	514
영업이익률(%)	4.5	1.8	4.7	4.8	4.0	3.7	1.3	4.7	3.9	3.5
세전이익률(%)	4.8	1.1	8.8	4.1	4.9	4.1	3.0	5.0	4.7	4.2
순이익률(%)	3.5	0.7	8.9	2.3	4.0	3.0	2.4	3.9	3.3	3.2

자료: 이마트, 하나금융투자

표 2. 이마트연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

‘식품’+‘온라인’+‘대형마트’ 세 단어의
교집합은 PER 20배 이상의 높은
밸류에이션 프리미엄 요인으로
작용 중, 이마트 12MF PER 11배,
저점 매수 유효

	2016	2017	2018F	2018F	2020F
매출액	14,778	15,592	16,483	17,604	18,795
이마트	11,334	11,683	11,578	11,636	11,691
이마트몰	839	1,050	1,260	1,508	1,797
트레이더스	1,196	1,521	1,935	2,303	2,702
영업이익	547	621	573	674	739
이마트	631	597	498	535	549
이마트몰	(37)	(13)	0	15	27
트레이더스	35	51	67	88	108
세전이익	482	759	698	724	802
순이익	382	628	524	543	602
지배주주귀속 순익	376	616	514	532	590
적정시가총액	5,643	9,241	7,708	7,987	8,854
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	202	332	276	287	318
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	13,496	22,101	18,433	19,102	21,174
영업이익률(%)	3.7	4.0	3.5	3.8	3.9
매출 (YoY,%)	8.3	5.5	5.7	6.8	6.8
영업이익 (YoY,%)	8.6	13.5	(7.8)	17.8	9.5
지배순이익 (YoY,%)	79.0	63.8	(16.6)	3.6	10.8

자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

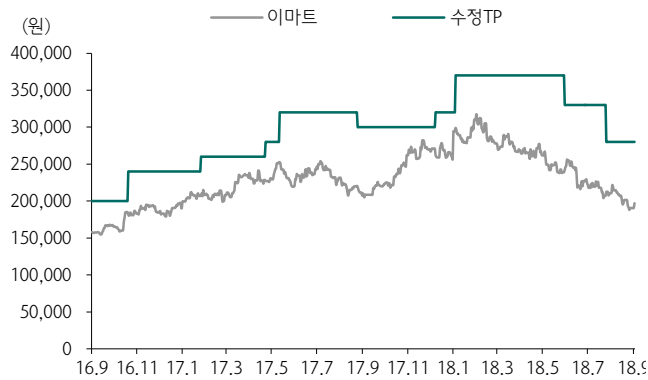
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	14,615.1	15,876.7	16,482.6	17,604.3	18,794.7
매출원가	10,506.1	11,355.4	11,851.0	12,622.3	13,457.0
매출총이익	4,109.0	4,521.3	4,631.6	4,982.0	5,337.7
판매비	3,540.4	3,954.4	4,059.1	4,307.6	4,599.0
영업이익	568.6	566.9	572.5	674.4	738.7
금융손익	(67.8)	(30.8)	(8.9)	(24.8)	(25.0)
중속/관계기업손익	18.5	54.7	63.1	76.1	89.4
기타영업외손익	(12.6)	160.5	71.6	(2.0)	(1.0)
세전이익	506.8	751.4	698.3	723.6	802.1
법인세	137.5	191.7	174.6	180.9	200.5
계속사업이익	369.2	559.6	523.7	542.7	601.6
중단사업이익	12.4	68.3	0.0	0.0	0.0
당기순이익	381.6	627.9	523.7	542.7	601.6
비배주주지분 손익	5.4	11.9	9.9	10.2	11.4
지배주주순이익	376.2	616.1	513.8	532.5	590.2
지배주주지분포괄이익	382.5	621.8	514.1	532.7	590.5
NOPAT	414.3	422.2	429.4	505.8	554.0
EBITDA	1,025.1	1,048.7	1,062.7	1,172.6	1,244.7
성장성(%)					
매출액증가율	7.1	8.6	3.8	6.8	6.8
NOPAT증가율	25.2	1.9	1.7	17.8	9.5
EBITDA증가율	9.3	2.3	1.3	10.3	6.1
영업이익증가율	12.9	(0.3)	1.0	17.8	9.5
(지배주주)순이익증가율	(17.3)	63.8	(16.6)	3.6	10.8
EPS증가율	(17.3)	63.7	(16.6)	3.6	10.8
수익성(%)					
매출총이익률	28.1	28.5	28.1	28.3	28.4
EBITDA이익률	7.0	6.6	6.4	6.7	6.6
영업이익률	3.9	3.6	3.5	3.8	3.9
계속사업이익률	2.5	3.5	3.2	3.1	3.2
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,497	22,101	18,433	19,102	21,174
BPS	276,181	295,750	312,434	329,787	349,211
CFPS	38,824	39,672	44,549	45,276	47,559
EBITDAPS	36,772	37,621	38,123	42,066	44,651
SPS	524,292	569,550	591,287	631,524	674,230
DPS	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
주가지표(배)					
PER	13.6	12.3	10.7	10.3	9.3
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
PCFR	4.7	6.8	4.4	4.4	4.1
EV/EBITDA	8.9	10.9	8.4	7.1	6.1
PSR	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
재무비율(%)					
ROE	5.1	7.7	6.1	6.0	6.2
ROA	2.5	3.9	3.2	3.3	3.6
ROIC	4.4	4.6	4.7	5.6	6.3
부채비율	89.9	83.2	74.4	67.6	63.7
순부채비율	43.8	38.4	31.2	23.7	15.3
이자보상배율(배)	5.0	5.6	6.3	8.8	11.9

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,740.9	1,895.2	1,894.0	1,999.5	2,276.0
금융자산	318.5	329.0	269.1	288.7	474.5
현금성자산	65.8	223.2	159.2	171.4	349.3
매출채권 등	382.0	459.5	477.0	486.6	496.3
재고자산	979.5	1,011.4	1,050.0	1,121.5	1,197.3
기타유동자산	60.9	95.3	97.9	102.7	107.9
비유동자산	13,689.2	14,171.3	14,233.0	14,323.3	14,567.4
투자자산	2,516.3	2,668.8	2,770.7	2,959.3	3,159.4
금융자산	2,043.3	2,145.1	2,226.9	2,378.5	2,539.3
유형자산	9,709.2	9,799.9	9,781.2	9,700.4	9,758.6
무형자산	400.5	376.7	355.2	337.7	323.6
기타비유동자산	1,063.2	1,325.9	1,325.9	1,325.9	1,325.8
자산총계	15,430.1	16,066.5	16,127.0	16,322.8	16,843.5
유동부채	4,001.4	4,214.0	4,419.3	4,714.1	5,271.4
금융부채	1,389.6	1,440.0	1,540.4	1,641.3	1,742.3
매입채무 등	1,836.1	1,934.8	2,008.7	2,145.4	2,467.2
기타유동부채	775.7	839.2	870.2	927.4	1,061.9
비유동부채	3,304.5	3,081.1	2,462.4	1,870.4	1,282.0
금융부채	2,487.8	2,259.8	1,609.8	959.8	309.8
기타비유동부채	816.7	821.3	852.6	910.6	972.2
부채총계	7,305.9	7,295.1	6,881.7	6,584.5	6,553.4
지배주주지분	7,696.2	8,241.7	8,706.7	9,190.4	9,731.9
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	338.9	321.0	321.0	321.0	321.0
기타포괄이익누계액	1,022.9	1,079.3	1,079.3	1,079.3	1,079.3
이익잉여금	1,957.9	2,464.9	2,930.0	3,413.7	3,955.2
비지배주주지분	428.0	529.7	538.6	547.8	558.1
자본총계	8,124.2	8,771.4	9,245.3	9,738.2	10,290.0
순금융부채	3,558.9	3,370.7	2,881.1	2,312.4	1,577.5
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	735.6	898.2	1,091.3	1,207.1	1,534.8
당기순이익	381.6	627.9	523.7	542.7	601.6
조정	567.2	359.3	490.2	498.3	505.9
감가상각비	456.5	481.8	490.2	498.2	506.0
외환거래손익	34.5	(76.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(18.5)	(54.7)	0.0	0.0	0.0
기타	94.7	8.2	0.0	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(213.2)	(89.0)	77.4	166.1	427.3
투자활동 현금흐름	(916.1)	(621.8)	(556.9)	(597.1)	(759.1)
투자자산감소(증가)	(106.1)	(97.8)	(102.9)	(189.6)	(201.2)
유형자산감소(증가)	(560.8)	(593.1)	(450.0)	(400.0)	(550.0)
기타	(249.2)	69.1	(4.0)	(7.5)	(7.9)
재무활동 현금흐름	184.6	(121.4)	(598.3)	(597.9)	(597.8)
금융부채증가(감소)	(237.1)	(177.7)	(549.5)	(549.1)	(549.1)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	473.7	115.2	0.0	0.0	0.1
배당지급	(52.0)	(58.9)	(48.8)	(48.8)	(48.8)
현금의 증감	2.4	157.4	(64.0)	12.1	177.9
Unlevered CFO	1,082.2	1,105.9	1,241.8	1,262.1	1,325.7
Free Cash Flow	135.4	175.4	141.3	307.1	484.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이마트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.21	BUY	280,000		
18.6.26	BUY	330,000	-30.58%	-22.42%
18.1.30	BUY	370,000	-25.86%	-14.19%
18.1.3	BUY	320,000	-16.81%	-7.97%
17.9.20	BUY	300,000	-19.54%	-6.00%
17.6.7	BUY	320,000	-27.38%	-20.63%
17.5.19	BUY	280,000	-15.65%	-9.82%
17.2.21	BUY	260,000	-16.06%	-7.31%
16.11.15	BUY	240,000	-19.95%	-11.67%
16.9.27	BUY	200,000	-18.01%	-7.50%
16.6.27	BUY	220,000	-26.38%	-20.91%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 - BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 - Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능
- 산업의 분류
 - Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 - Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 - Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.6%	5.5%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 9월 28일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 9월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박중대)는 2018년 9월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.