

이마트 (139480)

소매/유통

이진협



02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (I)
목표주가	285,000원 (I)
현재주가 (10/12)	203,500원
상승여력	40%

시가총액	56,727억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	227억원
60일 평균 거래량	107,425주
52주 고	317,500원
52주 저	188,000원
외인지분율	48.65%
주요주주	이명희 외 3 인 28.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	3.3	(6.9)	(7.1)
상대	9.1	(1.6)	6.4
절대(달러환산)	1.9	(8.4)	(8.0)

DNA가 다른 회사인데, 왜 때문에 싸죠?

투자 의견 BUY, 목표주가 28.5만원으로 커버리지 개시. 차선호주 제시

이마트에 대하여 투자 의견 BUY, 목표주가 28.5만원으로 커버리지 개시한다. 목표주가는 NAV Valuation으로 산정했다. 영업가치 Target EV/EBITDA Multiple은 8배를 적용했다. 하반기 실적부진 우려에 따라 Valuation De-Rating이 진행되었지만, 4분기를 기점으로 18년의 낮은 기저에 따른 실적 정상화가 Valuation 정상화로 이어질 것으로 전망된다. 이커머스 사업에 대한 구체적인 전략 발표가 추가적인 모멘텀으로 작용할 전망이다. 동사에 대해 차선호주 의견을 제시한다.

변화의 DNA를 가지고 있는 기업, 이마트

이마트는 이커머스에 가장 적극적으로 대응하면서, 유통업의 변화에 가장 잘 대응하고 있을 뿐만 아니라, 비어로쇼핑, 스타필드, 노브랜드샵 등의 신규 업태를 선보이며 국내 유통업의 구조적 변화를 주도하고 있다. 동사의 변화의 DNA는 Valuation Premium Factor이다.

이커머스 영역에서 오프라인 사업자의 근원적 경쟁력이 될 수 있는 옴니채널 구축과 신선식품 유통에 있어 가장 앞서나가고 있다. 옴니채널과 신선식품 유통을 위해서는 이커머스 플랫폼 고도화와 물류 고도화가 필요하다. 플랫폼의 경우 신세계와의 이커머스 플랫폼 통합으로 SSG닷컴을 론칭하고 이를 지속적으로 고도화하고 있다. 물류에 있어서는 이미 이마트는 2곳의 온라인 물류센터 NE.O를 운영하고 있으며, 이를 더욱 확대하고 고도화할 계획이다. 향후 이커머스트통합법인 신설로 이마트와 신세계의 물류통합도 진행될 것으로 기대된다. 무엇보다 이커머스 분할법인의 IT기업으로의 DNA 변화가 가능할 것으로 기대되는 것이 긍정적이다. 이커머스 사업에 있어 혁신을 추구하는 기업문화가 핵심이기 때문이다.

3Q18E Preview

3분기 동사는 연결매출액 4.57조원(+6.6% YoY), 연결 영업이익 2,080억원(+13.9% YoY)를 기록할 것으로 전망된다. 별도 총매출액은 4.03조원으로(+4.6% YoY), 영업이익은 1,950억원(-5.8% YoY)가 예상된다. 별도 총매출액의 성장은 할인점 매출액이 7~8월 부진(-4.4%, -2%)에도 추석효과로 인해(9월 +6.0%) 전년 대비 flat 수준의 성장률을 기록하고, 트레이더스와 이마트몰의 견조한 성장에 기인한다. 별도 매출액 증가에도 인건비 및 임차료 증가의 영향으로 별도기준 감익은 불가피해 보인다. 연결 기준으로는 프라퍼티와 조선포텔, 베트남 사업의 호조 및 개선에 따라 증익이 전망된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	45,688	6.6	14.5	44,743	2.1
영업이익	2,080	13.9	290.1	1,999	4.1
세전계속사업이익	2,111	-44.0	74.4	2,148	-1.7
지배순이익	1,371	-63.8	50.9	1,551	-11.6
영업이익률 (%)	4.6	+0.3 %pt	+3.3 %pt	4.5	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	3.0	-5.8 %pt	+0.7 %pt	3.5	-0.5 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	146,151	158,767	168,292	180,090
영업이익	5,686	5,669	5,541	5,899
지배순이익	3,762	6,161	4,297	3,973
PER	12.8	10.3	13.2	14.3
PBR	0.6	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.6	9.7	8.6	7.9
ROE	5.1	7.7	5.2	4.6

자료: 유안타증권

[표 21] 이마트 NAV Valuation

(단위: 억원, x 배, 천주, 원)

	18E	19E	12MF EBITDA	Target EV/EBITDA	비고
EBITDA	10,855	11,740	11,592	8	
영업가치	92,738				
	적정가치	지분율	자산가치		
삼성생명	180,600	5.9%	10,655		시가총액
신세계건설	1,098	32.4%	356		시가총액
신세계 I&C	2,537	29.0%	736		시가총액
스타벅스코리아	23,846	50.0%	11,923		12MF 순이익 1,179 억원 x PER 20배 적용
자산가치	18,936				20% 할인
순차입금	32,640				2Q18, 연결기준
현금성자산	2,811				
단기차입금	12,111				
장기차입금	23,339				
적정 시가총액	79,034				
발행주식수	27,864				자사주 제외
적정 주당가치	283,639				

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 22] 이마트 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
총매출액	35,463	34,125	38,529	36,589	37,242	35,049	40,290	36,894	144,706	149,475	157,246
YoY	5.5%	8.7%	4.2%	8.7%	5.0%	2.7%	4.6%	0.8%	6.7%	3.3%	5.2%
할인점	28,975	27,556	31,099	29,198	29,054	26,987	31,072	28,127	116,828	115,240	116,006
트레이더스	3,519	3,562	4,104	4,028	4,587	4,524	5,373	4,747	15,213	19,231	23,795
온라인	2,438	2,512	2,778	2,776	3,037	2,967	3,230	3,470	10,504	12,704	15,245
기타	531	495	548	587	564	571	615	550	2,161	2,300	2,200
순매출액	30,561	29,139	33,222	31,585	32,877	31,080	35,965	32,651	124,507	132,573	139,162
매출총이익	9,189	8,869	9,900	9,450	9,554	9,059	10,469	9,529	37,408	38,611	40,718
영업이익	1,841	828	2,070	1,645	1,616	546	1,950	1,355	6,384	5,466	5,465
YoY	-2.4%	25.3%	-9.2%	9.3%	-12.2%	-34.1%	-5.8%	-17.7%	0.8%	-14.4%	0.0%
영업이익률	5.2%	2.4%	5.4%	4.5%	4.3%	1.6%	4.8%	3.7%	4.4%	3.7%	3.5%

주: 영업이익률은 총매출액 대비 기준

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

[표 23] 이마트 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
순매출액	38,988	38,068	42,840	39,811	41,065	39,894	45,688	41,646	159,707	168,292	180,090
YoY	7.4%	10.2%	6.2%	8.8%	5.3%	4.8%	6.6%	4.6%	8.1%	5.4%	7.0%
이마트	30,561	29,139	33,222	31,585	32,877	31,080	35,965	32,651	124,507	132,573	139,162
신세계푸드	2,848	3,030	3,211	2,987	3,179	3,103	3,383	3,247	12,076	12,912	14,203
에브리데이	2,740	2,888	2,976	2,727	2,793	2,938	3,036	2,782	11,331	11,548	11,750
이마트24	1,301	1,706	2,052	1,781	2,076	2,557	3,112	2,662	6,840	10,407	13,885
프라퍼티	161	172	329	448	407	404	412	453	1,110	1,676	1,760
조선호텔	1,528	1,469	1,530	891	428	461	476	532	5,418	1,897	1,973
해외(베트남)	580	397	382	258	156	139	146	155	1,617	596	674
영업이익	1,601	554	1,827	1,687	1,535	533	2,080	1,392	5,669	5,541	5,899
YoY	2.6%	17.9%	-14.9%	30.5%	-4.1%	-3.8%	13.9%	-17.5%	3.7%	-2.3%	6.5%
이마트	1,841	828	2,070	1,645	1,616	546	1,950	1,355	6,384	5,466	5,465
신세계푸드	48	85	93	72	100	69	86	75	298	330	379
에브리데이	-3	10	33	-18	2	16	43	-10	22	51	87
이마트24	-127	-102	-114	-174	-124	-96	-111	-133	-517	-464	-343
프라퍼티	-28	-125	-45	-13	26	57	62	68	-211	213	282
조선호텔	-52	-65	-17	-47	-9	-12	29	5	-181	13	23
해외(베트남)	-56	-63	-182	-7	-8	-5	-5	-4	-308	-22	-9
영업이익률	4.1%	1.5%	4.3%	4.2%	3.7%	1.3%	4.6%	3.3%	3.5%	3.3%	3.3%
이마트	6.0%	2.8%	6.2%	5.2%	4.9%	1.8%	5.4%	4.1%	5.1%	4.1%	3.9%
신세계푸드	1.7%	2.8%	2.9%	2.4%	3.1%	2.2%	2.5%	2.3%	2.5%	2.6%	2.7%
에브리데이	-0.1%	0.3%	1.1%	-0.7%	0.1%	0.5%	1.4%	-0.4%	0.2%	0.4%	0.7%
이마트24	-9.8%	-6.0%	-5.6%	-9.8%	-6.0%	-3.8%	-3.6%	-5.0%	-7.6%	-4.5%	-2.5%
프라퍼티	-17.4%	-72.7%	-13.7%	-2.9%	6.4%	14.1%	15.0%	15.0%	-19.0%	12.7%	16.0%
조선호텔	-3.4%	-4.4%	-1.1%	-5.3%	-2.1%	-2.6%	6.0%	1.0%	-3.3%	0.7%	1.2%
해외(베트남)	-9.7%	-15.9%	-47.6%	-2.7%	-5.1%	-3.6%	-3.1%	-2.6%	-19.0%	-3.6%	-1.3%

주 : 이마트 영업이익률은 순매출액 기준

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	146,151	158,767	168,292	180,090	190,722
매출원가	105,061	113,554	122,028	130,565	138,274
매출총이익	41,090	45,213	46,264	49,525	52,449
판매비	35,404	39,544	40,723	43,626	45,850
영업이익	5,686	5,669	5,541	5,899	6,599
EBITDA	10,251	10,487	10,855	11,740	12,820
영업외손익	-618	1,844	929	220	360
외환관련손익	-211	794	-303	0	0
이자손익	-870	-764	-545	-558	-528
관계기업관련손익	185	547	402	749	859
기타	278	1,267	1,374	29	29
법인세비용차감전순이익	5,068	7,514	6,470	6,119	6,959
법인세비용	1,375	1,917	1,917	1,958	2,254
계속사업순이익	3,692	5,596	4,553	4,161	4,705
중단사업순이익	124	683	-53	0	0
당기순이익	3,816	6,279	4,500	4,161	4,705
지배지분순이익	3,762	6,161	4,297	3,973	4,493
포괄순이익	3,868	6,335	2,197	4,161	4,705
지배지분포괄이익	3,825	6,218	2,027	4,060	4,603

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	17,409	18,952	20,650	22,582	25,512
현금및현금성자산	658	2,232	3,110	4,043	6,161
매출채권 및 기타채권	3,820	4,595	4,100	4,316	4,497
재고자산	9,795	10,114	10,882	11,665	12,295
비유동자산	136,892	141,713	140,370	142,171	143,374
유형자산	97,092	97,999	99,234	100,528	101,093
관계기업등 지분관련자산	4,730	5,238	6,688	7,436	8,295
기타투자자산	20,433	21,451	18,576	18,576	18,576
자산총계	154,301	160,665	161,020	164,754	168,886
유동부채	40,014	42,140	39,851	39,851	39,851
매입채무 및 기타채무	18,361	19,348	15,998	15,998	15,998
단기차입금	4,514	4,019	5,046	5,046	5,046
유동성장기부채	9,382	10,256	7,066	7,066	7,066
비유동부채	33,045	30,811	31,752	31,801	31,851
장기차입금	2,884	3,780	3,711	3,711	3,711
사채	21,632	18,189	19,628	19,628	19,628
부채총계	73,059	72,951	71,603	71,651	71,701
지배지분	76,962	82,417	83,841	87,271	91,095
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	41,935	41,935	41,935
이익잉여금	19,579	24,649	28,342	31,772	35,596
비지배지분	4,280	5,297	5,576	5,832	6,090
자본총계	81,242	87,714	89,417	93,102	97,185
순차입금	35,589	33,582	30,848	29,915	27,797
총차입금	38,774	36,872	35,538	35,538	35,538

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	7,356	8,982	8,262	8,142	9,123
당기순이익	3,816	6,279	4,500	4,161	4,705
감가상각비	4,319	4,553	5,048	5,600	6,000
외환손익	345	-760	302	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-185	-547	-402	-749	-859
자산부채의 증감	-2,132	-890	-2,478	-2,556	-2,435
기타현금흐름	1,194	347	1,292	1,685	1,713
투자활동 현금흐름	-9,161	-6,218	-7,165	-6,821	-6,500
투자자산	-72	297	-1,525	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-6,002	-7,228	-10,024	-10,694	-10,365
유형자산 감소	394	1,297	3,862	3,800	3,800
기타현금흐름	-3,481	-584	522	72	65
재무활동 현금흐름	1,846	-1,214	-400	-552	-686
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-3,079	-1,373	15	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-520	-589	-804	-860	-985
기타현금흐름	5,445	748	389	308	299
연결범위변동 등 기타	-17	24	175	164	181
현금의 증감	24	1,574	873	933	2,118
기초 현금	634	658	2,232	3,110	4,043
기말 현금	658	2,232	3,110	4,043	6,161
NOPLAT	5,686	5,669	5,541	5,899	6,599
FCF	573	922	-3,289	-3,398	-2,118

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

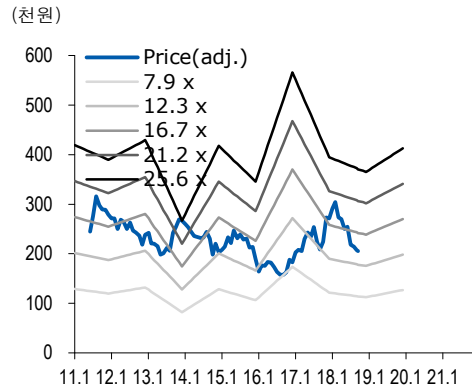
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

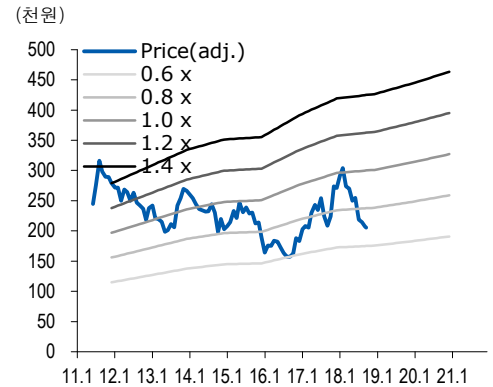
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	13,497	22,101	15,414	14,254	16,117
BPS	276,203	295,780	300,890	313,200	326,924
EBITDAPS	36,772	37,621	38,939	42,114	45,989
SPS	524,292	569,550	603,720	646,044	684,185
DPS	1,500	1,750	1,950	2,400	2,900
PER	12.8	10.3	13.2	14.3	12.6
PBR	0.6	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.6	9.7	8.6	7.9	7.1
PSR	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	7.1	8.6	6.0	7.0	5.9
영업이익 증가율 (%)	12.9	-0.3	-2.3	6.5	11.9
지배순이익 증가율 (%)	-17.3	63.8	-30.3	-7.5	13.1
매출총이익률 (%)	28.1	28.5	27.5	27.5	27.5
영업이익률 (%)	3.9	3.6	3.3	3.3	3.5
지배순이익률 (%)	2.6	3.9	2.6	2.2	2.4
EBITDA 마진 (%)	7.0	6.6	6.4	6.5	6.7
ROIC	4.6	4.7	4.3	4.2	4.6
ROA	2.5	3.9	2.7	2.4	2.7
ROE	5.1	7.7	5.2	4.6	5.0
부채비율 (%)	89.9	83.2	80.1	77.0	73.8
순차입금/자기자본 (%)	46.2	40.7	36.8	34.3	30.5
영업이익/금융비용 (배)	5.0	5.6	6.5	5.9	5.8

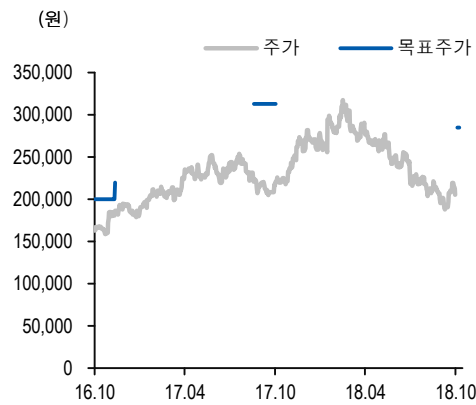
P/E band chart



P/B band chart



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-15	BUY	285,000	1년		
2018-08-30	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-34.71	-29.87
2017-08-30	BUY	313,000	1년	-20.90	1.44
2016-11-22	BUY	220,000	1년	-0.78	15.45
2016-10-13	BUY	200,000	1년	-14.77	-7.50

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.1
Buy(매수)	84.7
Hold(중립)	13.6
Sell(비중 축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-10

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외