

이마트 (139480)

소매/유통



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	285,000원 (M)
현재주가 (11/20)	191,500원
상승여력	49%

시가총액	53,382억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	208억원
60일 평균 거래량	101,773주
52주 고	317,500원
52주 저	188,000원
외인지분율	48.71%
주요주주	이명희 외 3 인 28.06%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(8.8)	(9.9)	(24.0)
상대	(5.6)	(2.7)	(7.8)
절대(달러환산)	(8.5)	(10.3)	(25.9)

Valuation Call : 사야할 시점입니다

Valuation Call! 연초 1.0배 수준까지 상승했던 이마트의 12MF P/B가 0.6배 수준으로 하락했다. 1) 인건비와 임차료 등 고정비의 부담으로 별도단의 이익 감익이 당분간 지속된다는 점과 2) PEER Group인 롯데쇼핑의 이익모멘텀에 따른 수급 쏠림 등이 주요 원인이라 판단된다. 이에 따라 롯데쇼핑 대비 Valuation Premium(P/B 기준)도 약 16%까지 낮아졌다. 역사적 최저점 수준을 하회한 것이다.

동사는 1)오프라인 사업자 중 이커머스 영역에서 가장 적극적으로 대응하고 있는 사업자이며, 2)스타필드, 노브랜드샵, 삐에로쇼핑 등 신규 업태를 선보이는 등 국내 유통업의 구조적 변화를 주도하는 사업자이다. 3)또한, 노브랜드와 센텐스의 사례를 통해 확인할 수 있듯이 유통업태의 해외진출을 이끌어 낼 수 있는 역량 또한 가졌다. 이에 따라 동사에 대해 Valuation Premium은 분명히 부여되어야 한다. 별도단의 감익이 동사의 Valuation Premium을 훼손시키는 Factor는 아니다. 이마트의 현 Valuation 수준에서 적극적으로 매수할 것을 권고하는 바이다.

별도 기준의 감익, 2019년 상반기를 기점으로 마무리될 전망 별도 기준의 감익이 나타난 이유는 앞서도 밝힌 바와 같이 고정비의 부담이 나타나고 있기 때문이다. 인건비의 경우는 이미 19년 최저임금(8,350원)보다 높은 수준으로 지급되고 있기 때문에, 19년 인건비 증가율은 둔화될 것이다. 전문점의 공격적 출점은 19년까지 지속될 예정이나, 기존점이 이익이 올라오고 있는 상황이기 때문에 이를 통해 상쇄할 수 있을 전망이다. 할인점의 영업시간 단축으로 상대적으로 낮아진 기저 역시, 19년 실적에 긍정적으로 작용할 수 있다. 4분기 실적 역시, 창립 25주년 프로모션으로 추석시점 차에 따른 부담을 상당부분 해소할 수 있을 것으로 전망된다.

SSG.Com 출범은 분명한 호재 SSG.com 출범이 호재인 지에 대한 의문이 제기되고 있는 상황이다. 이커머스 영역에서의 경쟁력 확보를 위한 동사의 변화에 대해서 시장은 분명히 기대감을 갖고 있지만, 일각에서는 온라인전용물류센터(NE.O) 신축에 따른 감가상각비 부담이 동사의 이익을 훼손할 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 동사는 투자유치를 받은 1조원을 활용해 온라인 전용 물류센터를 5곳 이상 신설할 계획이다.

당사는 1)이마트몰과는 다르게 신세계몰이 흑자를 내는 사업자라는 점과 2)현재 이마트몰의 감가상각비가 온라인 전용 물류센터 매출액의 2% 수준에 불과하다는 점 3)SSG.Com에 투자한 재무적 투자자가 5년 이후 EXIT을 한다는 점에서 감가상각비의 대한 우려는 과도하다고 판단한다. 당사의 시뮬레이션을 통해서도 성장성이 충분히 확보된다면, 감가상각비는 동사의 손익에 부담으로 작용하지 않을 것이라는 것을 확인할 수 있다.(cf. 당사의 시뮬레이션은 극단적인 상황을 가정)

이에 따라 당사는 SSG.Com의 출범은 동사에 호재로 작용하는 이벤트라고 판단한다

Quarterly earning forecasts

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	44,041	13.3	-6.8	42,348	4.0
영업이익	1,393	-17.4	-28.4	1,484	-6.1
세전계속사업이익	1,610	1.4	-36.4	1,526	5.5
지배순이익	950	13.1	-50.4	1,174	-19.1
영업이익률 (%)	3.2	-1.1 %pt	-0.9 %pt	3.5	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.2	0	-1.8 %pt	2.8	-0.6 %pt

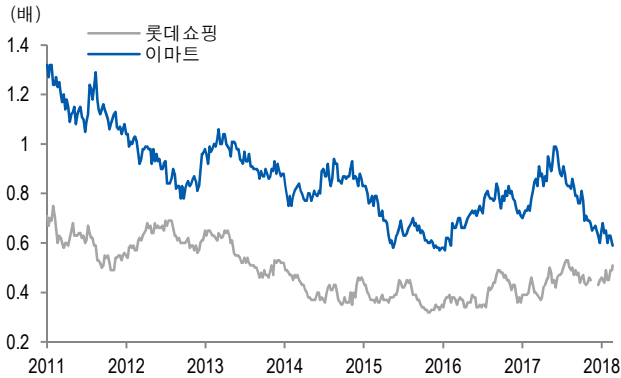
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		146,151	158,767	172,271	188,455
영업이익		5,686	5,669	5,408	6,114
지배순이익		3,762	6,161	4,955	5,419
PER		12.8	10.3	10.8	9.9
PBR		0.6	0.8	0.6	0.6
EV/EBITDA		8.6	9.7	8.2	7.3
ROE		5.1	7.7	5.9	6.2

자료: 유안타증권

이마트와 롯데쇼핑 P/B(12MF Fwd) 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

이마트의 롯데쇼핑 대비 Valuation Premium 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

SSG.Com의 감가상각비 시뮬레이션

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
SSG.Com 총매출액	13,015	16,946	20,603	19,595	21,468	25,332	29,385	33,499	37,518	41,270
이마트 온라인	6,625	8,386	10,504	11,653	13,111	15,471	17,946	20,459	22,914	25,205
신세계 온라인	6,390	8,560	10,099	7,943	8,357	9,861	11,438	13,040	14,605	16,065
SSG.com 총매출액 YoY	20.4%	30.2%	21.6%	-4.9%	9.6%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	10.0%
SSG.com 매출총이익		2,152	3,642	4,123	5,121	6,118	7,156	8,191	9,193	10,133
이마트 온라인		1,362	2,366	2,899	3,591	4,284	5,006	5,727	6,425	7,081
신세계 온라인		1,010	1,276	1,224	1,529	1,834	2,150	2,465	2,768	3,052
SSG.com GPM		12.7%	17.7%	21.0%	23.9%	24.2%	24.4%	24.5%	24.5%	24.6%
이마트 온라인		16.2%	22.5%	24.9%	27.4%	27.7%	27.9%	28.0%	28.0%	28.1%
신세계 온라인		11.8%	12.6%	15.4%	18.3%	18.6%	18.8%	18.9%	19.0%	19.0%
SSG.com 영업이익	75	-456	-137	-26	96	220	332	412	499	591
이마트 온라인	185	-366	-125	-76	3	81	148	189	235	283
신세계 온라인	-110	-90	-12	50	93	139	184	223	265	307
건물 및 설비 CAPEX					1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
상각 대상 자산가치						1,960	3,840	5,680	5,440	7,140
감가상각비(내용연수 20년)						60	120	180	240	320
감가상각비 YoY							100.0%	50.0%	33.3%	33.3%
SSG.com 영업이익(신규설비 감가상각 고려)	75	-456	-137	-26	96	160	212	232	259	266
OPM	0.6%	-2.7%	-0.7%	-0.1%	0.4%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
SSG.com 영업이익 YoY	흑전	적전	적지	적지	흑전	66.8%	32.4%	9.4%	11.6%	2.4%

주 : 2018년과 2019년 총매출액 성장률 둔화는 특정매입 상품의 위수탁판매로의 전환에 기인

[주요 가정]

- 1) 5년 간 CAPEX 1 조원을 모두 활용하여 물류센터 5 곳을 확보한다.
- 2) 물류센터 한 곳당 2,000 억원의 CAPEX가 투입되며, 토지 400 억원, 건물 및 설비 1,600 억원의 CAPEX가 소요된다.
- 3) 내용연수는 20년으로 가정한다(이마트의 경우 건물 25~50년, 기계장치 5~30년)
- 4) 투자는 2019년부터 개시하며, 감가상각비는 2020년부터 발생한다.
- 5) 감가상각 기준은 정액법이다.

자료: 이마트, 신세계, 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (별도 기준)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
총매출액	35,463	34,125	38,529	36,589	37,242	35,049	40,292	37,350	144,706	149,933	157,212
YoY	5.5%	8.7%	4.2%	8.7%	5.0%	2.7%	4.6%	2.1%	6.7%	3.6%	4.9%
할인점	28,975	27,556	31,099	29,198	29,054	26,987	31,571	28,707	116,828	116,319	117,088
트레이더스	3,519	3,562	4,104	4,028	4,587	4,524	5,373	5,179	15,213	19,663	24,813
온라인	2,438	2,512	2,778	2,776	3,037	2,967	2,734	2,915	10,504	11,653	13,111
기타	531	495	548	587	564	571	614	550	2,161	2,299	2,200
순매출액	30,561	29,139	33,222	31,585	32,877	31,080	36,169	33,615	124,507	133,741	141,491
매출총이익	9,189	8,869	9,900	9,450	9,554	9,059	10,442	9,610	37,408	38,665	40,749
영업이익	1,841	828	2,070	1,645	1,616	546	1,984	1,428	6,384	5,574	5,949
YoY	-2.4%	25.3%	-9.2%	9.3%	-12.2%	-34.1%	-4.2%	-13.2%	0.8%	-12.7%	6.7%
영업이익률	5.2%	2.4%	5.4%	4.5%	4.3%	1.6%	4.9%	3.8%	4.4%	3.7%	3.8%

주 : 영업이익률은 총매출액 대비 기준

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2017	2018E	2019E
순매출액	38,988	38,068	42,840	39,811	41,065	39,894	47,272	44,041	159,707	172,272	188,455
YoY	7.4%	10.2%	6.2%	8.8%	5.3%	4.8%	10.3%	10.6%	8.1%	7.9%	9.4%
이마트	30,561	29,139	33,222	31,585	32,877	31,080	36,169	33,615	124,507	133,741	141,491
신세계푸드	2,848	3,030	3,211	2,987	3,179	3,103	3,370	3,209	12,076	12,861	14,147
에브리데이(SM 마트)	2,740	2,888	2,976	2,727	2,793	2,938	3,143	2,782	11,331	11,656	11,859
이마트24	1,301	1,706	2,052	1,781	2,076	2,557	2,875	2,603	6,840	10,111	13,407
프라퍼티	161	172	329	448	407	404	430	473	1,110	1,714	1,800
조선호텔	1,528	1,469	1,530	891	428	461	482	532	5,418	1,903	1,979
해외(베트남)	580	397	382	258	156	139	154	155	1,617	604	683
신세계건설							2,871	2,871		5,742	11,889
영업이익	1,601	554	1,827	1,687	1,535	533	1,946	1,393	5,669	5,407	6,114
YoY	2.6%	17.9%	-14.9%	30.5%	-4.1%	-3.8%	6.5%	-17.4%	3.7%	-4.6%	13.1%
이마트	1,841	828	2,070	1,645	1,616	546	1,984	1,428	6,384	5,574	5,949
신세계푸드	48	85	93	72	100	69	56	67	298	292	336
에브리데이(SM 마트)	-3	10	33	-18	2	16	49	-10	22	57	94
이마트24	-127	-102	-114	-174	-124	-96	-74	-104	-517	-398	-263
프라퍼티	-28	-125	-45	-13	26	57	28	31	-211	142	126
조선호텔	-52	-65	-17	-47	-9	-12	-39	5	-181	-55	-47
해외(베트남)	-56	-63	-182	-7	-8	-5	-3	-2	-308	-18	-1
신세계건설							68	68		136	280
영업이익률	4.1%	1.5%	4.3%	4.2%	3.7%	1.3%	4.1%	3.2%	3.5%	3.1%	3.2%
이마트	6.0%	2.8%	6.2%	5.2%	4.9%	1.8%	5.5%	4.2%	5.1%	4.2%	4.2%
신세계푸드	1.7%	2.8%	2.9%	2.4%	3.1%	2.2%	1.7%	2.1%	2.5%	2.3%	2.4%
에브리데이(SM 마트)	-0.1%	0.3%	1.1%	-0.7%	0.1%	0.5%	1.6%	-0.4%	0.2%	0.5%	0.8%
이마트24	-9.8%	-6.0%	-5.6%	-9.8%	-6.0%	-3.8%	-2.6%	-4.0%	-7.6%	-3.9%	-2.0%
프라퍼티	-17.4%	-72.7%	-13.7%	-2.9%	6.4%	14.1%	6.5%	6.5%	-19.0%	8.3%	7.0%
조선호텔	-3.4%	-4.4%	-1.1%	-5.3%	-2.1%	-2.6%	-8.1%	1.0%	-3.3%	-2.9%	-2.4%
해외(베트남)	-9.7%	-15.9%	-47.6%	-2.7%	-5.1%	-3.6%	-1.9%	-1.4%	-19.0%	-3.0%	-0.2%
신세계건설							2.4%	2.4%		2.4%	2.4%

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	172,271	188,455	198,969
매출원가	105,061	113,554	125,321	136,630	144,253
매출충이익	41,090	45,213	46,950	51,825	54,716
판매비	35,404	39,544	41,542	45,712	47,990
영업이익	5,686	5,669	5,408	6,114	6,726
EBITDA	10,251	10,487	10,925	11,994	12,645
영업외손익	-618	1,844	1,613	1,726	1,570
외환관련손익	-211	794	-303	0	0
이자손익	-870	-764	-544	-469	-317
관계기업관련손익	185	547	505	867	939
기타	278	1,267	1,953	1,328	948
법인세비용차감전순이익	5,068	7,514	7,020	7,840	8,296
법인세비용	1,375	1,917	1,840	2,226	2,386
계속사업순이익	3,692	5,596	5,180	5,614	5,910
중단사업순이익	124	683	-53	0	0
당기순이익	3,816	6,279	5,128	5,614	5,910
지배지분순이익	3,762	6,161	4,955	5,419	5,706
포괄순이익	3,868	6,335	2,825	5,614	5,910
지배지분포괄이익	3,825	6,218	2,637	5,485	5,783

주: 영업이익 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	21,453	24,849	28,690
현금및현금성자산	658	2,232	3,103	5,452	8,494
매출채권 및 기타채권	3,820	4,595	4,284	4,511	4,689
재고자산	9,795	10,114	11,507	12,328	12,950
비유동자산	136,892	141,713	140,269	142,150	143,734
유형자산	97,092	97,999	99,030	100,284	101,151
관계기업 등 자본관련자산	4,730	5,238	6,791	7,658	8,597
기타투자자산	20,433	21,451	18,576	18,576	18,576
자산총계	154,301	160,665	161,722	166,999	172,424
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	84,499	89,375	94,412
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	29,001	33,876	38,913
비지배지분	4,280	5,297	5,620	5,972	6,312
자본총계	81,242	87,714	90,119	95,347	100,723
순차입금	35,589	33,582	30,855	28,506	25,465
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	8,180	9,468	9,957
당기순이익	3,816	6,279	5,128	5,614	5,910
감가상각비	4,319	4,553	5,252	5,640	5,698
외환손익	345	-760	302	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-185	-547	-505	-867	-939
자산부채의 증감	-2,132	-890	-3,288	-2,603	-2,424
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	250	254	269
현금의 증감	24	1,574	866	2,349	3,041
기초 현금	634	658	2,232	3,103	5,452
기말 현금	658	2,232	3,103	5,452	8,494
NOPLAT	5,686	5,669	5,408	6,114	6,726
FCF	573	922	-3,804	-3,039	-2,078

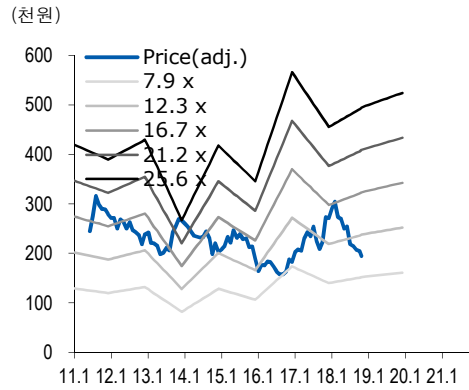
자료: 유안타증권

- 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

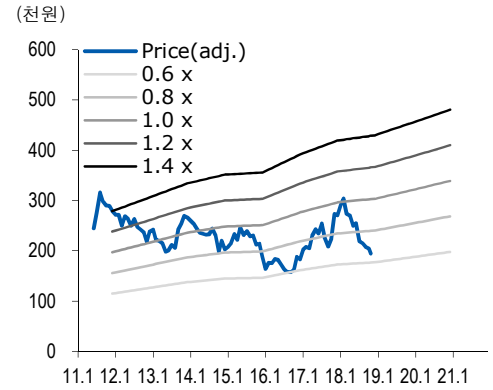
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	13,497	22,101	17,776	19,440	20,468
BPS	276,203	295,780	303,254	320,752	338,829
EBITDAPS	36,772	37,621	39,190	43,026	45,363
SPS	524,292	569,550	617,996	676,054	713,769
DPS	1,500	1,750	1,950	2,400	2,900
PER	12.8	10.3	10.8	9.9	9.4
PBR	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.6	9.7	8.2	7.3	6.7
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	8.5	9.4	5.6
영업이익 증가율 (%)	12.9	-0.3	-4.6	13.1	10.0
지배순이익 증가율 (%)	-17.3	63.8	-19.6	9.4	5.3
매출총이익률 (%)	28.1	28.5	27.3	27.5	27.5
영업이익률 (%)	3.9	3.6	3.1	3.2	3.4
지배순이익률 (%)	2.6	3.9	2.9	2.9	2.9
EBITDA 마진 (%)	7.0	6.6	6.3	6.4	6.4
ROIC	4.6	4.7	4.3	4.6	4.9
ROA	2.5	3.9	3.1	3.3	3.4
ROE	5.1	7.7	5.9	6.2	6.2
부채비율 (%)	89.9	83.2	79.5	75.1	71.2
순차입금/자기자본 (%)	46.2	40.7	36.5	31.9	27.0
영업이익/금융비용 (배)	5.0	5.6	6.4	6.2	5.9

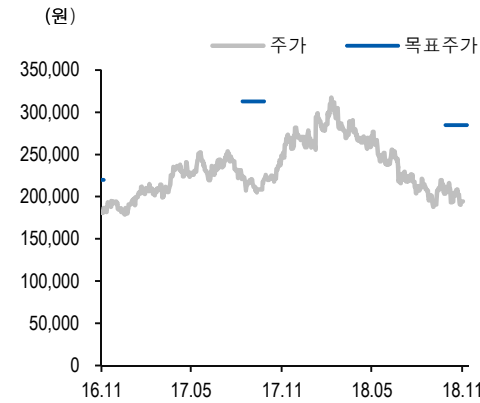
P/E band chart



P/B band chart



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-21	BUY	285,000	1년		
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)	1.7
Buy(매수)	84.1
Hold(중립)	13.6
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-18

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 이진협)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.