

2019. 1. 4



▲ **유통/화장품**

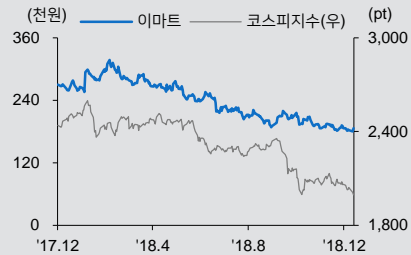
Analyst **양지혜**  
02. 6098-6667  
jihye.yang@meritz.co.kr

**Trading Buy**

|                    |                   |
|--------------------|-------------------|
| <b>적정주가 (12개월)</b> | <b>220,000 원</b>  |
| <b>현재주가 (1.3)</b>  | <b>186,500 원</b>  |
| <b>상승여력</b>        | <b>18.0%</b>      |
| KOSPI              | 1,993.70pt        |
| 시가총액               | 51,988억원          |
| 발행주식수              | 2,788만주           |
| 유통주식비율             | 71.90%            |
| 외국인비중              | 48.79%            |
| 52주 최고/최저가         | 317,500원/180,000원 |
| 평균거래대금             | 163.3억원           |
| <b>주요주주(%)</b>     |                   |
| 이명희 외 3 인          | 28.06             |
| 국민연금               | 9.99              |

|                 |            |            |             |
|-----------------|------------|------------|-------------|
| <b>주가상승률(%)</b> | <b>1개월</b> | <b>6개월</b> | <b>12개월</b> |
| 절대주가            | -3.9       | -24.9      | -28.3       |
| 상대주가            | 2.8        | -14.4      | -10.5       |

**주가그래프**



| (십억원) | 매출액      | 영업이익  | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|----------|-------|------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|----------|
| 2017  | 15,876.7 | 566.9 | 616.1      | 22,101         | 64.5    | 295,657 | 12.3    | 0.9     | 10.9          | 7.7     | 83.2     |
| 2018E | 17,163.7 | 531.7 | 462.4      | 16,589         | -25.3   | 310,497 | 11.0    | 0.6     | 8.6           | 5.5     | 80.5     |
| 2019E | 19,674.5 | 555.5 | 408.2      | 14,642         | -11.7   | 323,389 | 12.7    | 0.6     | 8.3           | 4.6     | 81.5     |
| 2020E | 21,012.3 | 577.1 | 433.8      | 15,562         | 6.3     | 337,202 | 12.0    | 0.6     | 7.9           | 4.7     | 79.7     |
| 2021E | 22,020.9 | 574.2 | 446.2      | 16,007         | 2.9     | 351,460 | 11.7    | 0.5     | 7.6           | 4.6     | 77.2     |

# 이마트 139480

## 온라인 통합법인에 쏠린 눈

- ✓ 4Q 연결기준 매출액 4.34조원, 영업이익 1,302억원 전망
- ✓ 할인점 기준점성장률 -6% 수준 추산, 트레이더스와 온라인몰은 양호한 성장 예상
- ✓ 온라인 통합법인 성장동력 강화 vs. 쿠팡과의 가격할인 경쟁 심화
- ✓ 2019년 실적 추정치 조정과 함께 삼성생명 지분가치 감소 반영
- ✓ 투자의견 Trading buy 유지, 적정주가 220,000원으로 하향

### 4Q 연결기준 매출액 4.34 조원, 영업이익 1,302 억원 전망

이마트의 연결기준 매출액은 4,34조원 (+0.8% YoY), 영업이익 1,302억원 (-8.0% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 4,31조원, 영업이익 1,475억원) 대비 하회할 전망이다. 4분기 할인점 기준점성장률은 -6% 수준으로 추산되며 국내 소비경기 둔화와 함께 9월 추석효과 선반영과 지난해 12월 높은 기저 영향으로 기존사업은 크게 부진할 전망이다. 트레이더스와 온라인몰 (거래금액 기준)은 각각 +25%, +20.5% YoY의 양호한 성장이 예상되며 연결 자회사로는 조신히otel과 신세계푸드 부진에도 신세계프라퍼티 (스타필드 등)의 호실적이 기대된다.

### 온라인 통합법인 성장동력 강화 vs. 쿠팡과의 가격할인 경쟁 심화

신세계그룹은 지난해 10월 어피니티사모펀드 등으로부터 1조원을 투자받는 계약을 체결하였으며 물류 인프라 투자 등을 통해 온라인 사업 경쟁력을 강화할 전망이다. 한편 쿠팡 또한 지난해 11월 손정의 소프트뱅크 회장이 주도하는 비전펀드로부터 20억 달러 (약 2조원)를 투자받은 이후 물류센터 확장 뿐만 아니라 로켓배송의 한도를 없애고 상품 카테고리를 전방위적으로 확대하며 공격적인 영업을 시작하고 있다. 쿠팡의 공세는 기존 오프라인 할인점에도 위협이 될 수 있겠다.

### 투자의견 Trading buy 유지, 적정주가 220,000 원으로 하향

이마트에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 2019년 실적 추정치 조정과 함께 삼성생명 지분가치 감소를 반영하여 적정주가를 220,000원으로 하향한다. 내수 소비 부진과 온라인 채널과의 경쟁 심화로 오프라인 할인점 부진이 지속되고 있는 가운데 미국 슈퍼마켓 인수 등 신규 투자 확대도 지속되고 있다. 3월 온라인 통합법인 출범 이후 온라인 사업의 구체적인 사업 전략과 실적 회복 여부에 따라 주가 방향성 전환 여부가 결정될 것으로 판단한다.

**표1 4Q18 Earnings Preview**

| (십억원)   | 4Q18E   | 4Q17    | (% YoY) | 3Q18    | (% QoQ) | 컨센서스    | (% diff.) |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 매출액     | 4,340.6 | 4,304.4 | 0.8     | 4,727.2 | -8.2    | 4,307.7 | 0.8       |
| 영업이익    | 130.2   | 141.6   | -8.0    | 194.6   | -33.1   | 147.5   | -11.7     |
| 지배주주순이익 | 61.7    |         |         | 191.6   | -67.8   | 100.2   | -38.4     |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표2 추정치 변경 내역**

| (십억원)   | 수정 전     |          | 수정 후     |          | 변화율 (%) |       |
|---------|----------|----------|----------|----------|---------|-------|
|         | 2018E    | 2019E    | 2018E    | 2019E    | 2018E   | 2019E |
| 매출액     | 17,148.6 | 18,703.8 | 17,163.6 | 19,674.5 | 0.1     | 5.2   |
| 영업이익    | 531.2    | 585.8    | 531.7    | 555.5    | 0.1     | -5.2  |
| 지배주주순이익 | 462.1    | 431.6    | 462.4    | 408.2    | 0.1     | -5.4  |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

**표3 이마트 적정주가 산출**

| (십억원)                   | 비고             |
|-------------------------|----------------|
| 본업 NOPLAT               | 433.3          |
| 멀티플 (X)                 | 15.0           |
| 온라인 GMV                 | 1,615          |
| 멀티플 (X)                 | 1.0            |
| 영업가치                    | 8,114          |
| 연결순차입금                  | 3,095          |
| 삼성생명 (지분율 5.88%)        | 663            |
| 관계기업 (하남스퀘어, 스타벅스코리아 등) | 473            |
| 자산가치                    | -1,958         |
| <b>기업가치</b>             | <b>6,155</b>   |
| 주식수 (천주)                | 27,876         |
| 적정주가 (원)                | 220,813        |
| <b>메리츠증권증권 적정주가 (원)</b> | <b>220,000</b> |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

| 표4 이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준) |                 |                |                |                |                |                 |                |                |                |                |                 |
|------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| (십억원)                        | 2017            | 1Q18           | 2Q18           | 3Q18           | 4Q18E          | 2018E           | 1Q19E          | 2Q19E          | 3Q19E          | 4Q19E          | 2019E           |
| <b>매출액</b>                   | <b>15,876.7</b> | <b>4,106.5</b> | <b>3,989.4</b> | <b>4,727.2</b> | <b>4,340.6</b> | <b>17,163.6</b> | <b>4,683.4</b> | <b>4,705.4</b> | <b>5,369.9</b> | <b>4,915.8</b> | <b>19,674.5</b> |
| 증가율 (% YoY)                  | 7.4             | 9.7            | 8.5            | 13.9           | 0.8            | 8.1             | 14.0           | 17.9           | 13.6           | 13.3           | 14.6            |
| 이마트                          | 12,450.7        | 3,287.7        | 3,108.0        | 3,616.9        | 3,316.4        | 13,329.0        | 3,517.8        | 3,170.2        | 3,725.4        | 3,382.8        | 13,796.2        |
| SSG닷컴 (온라인)                  |                 |                |                |                |                |                 |                | 290.8          | 314.4          | 312.9          | 918.0           |
| 에브리데이                        | 1,133.1         | 279.3          | 293.8          | 314.3          | 278.2          | 1,165.6         | 287.7          | 302.6          | 323.7          | 286.5          | 1,200.5         |
| 신세계 푸드                       | 1,169.4         | 317.9          | 310.3          | 337.0          | 331.1          | 1,278.8         | 348.3          | 331.1          | 348.3          | 331.1          | 1,358.8         |
| 조선호텔                         | 321.6           | 42.8           | 46.1           | 48.2           | 44.6           | 181.7           | 44.9           | 48.4           | 50.6           | 46.8           | 190.7           |
| 이마트24                        | 684.1           | 207.6          | 255.7          | 287.5          | 249.3          | 1,000.1         | 269.9          | 332.4          | 373.8          | 324.1          | 1,300.2         |
| 신세계 프라퍼티                     | 111.0           | 40.7           | 40.4           | 40.0           | 55.0           | 176.1           | 46.8           | 46.5           | 46.0           | 63.3           | 202.5           |
| 베트남 법인                       | 52.0            | 15.6           | 13.9           | 15.4           | 16.0           | 60.9            | 17.9           | 16.0           | 17.7           | 18.4           | 70.0            |
| 미국 법인 (신규)                   |                 |                |                |                |                |                 | 150.0          | 167.5          | 170.0          | 150.0          | 637.5           |
| 신세계건설                        |                 |                |                | 287.1          | 250.0          | 537.1           | 250.0          | 250.0          | 300.0          | 300.0          | 1,100.0         |
| <b>비중(%)</b>                 |                 |                |                |                |                |                 |                |                |                |                |                 |
| 이마트                          | 78.4            | 80.1           | 77.9           | 76.5           | 76.4           | 77.7            | 75.1           | 67.4           | 69.4           | 68.8           | 70.1            |
| SSG닷컴 (온라인)                  |                 |                |                |                |                |                 |                | 6.2            | 5.9            | 6.4            | 4.7             |
| 에브리데이                        | 7.1             | 6.8            | 7.4            | 6.6            | 6.4            | 6.8             | 6.1            | 6.4            | 6.0            | 5.8            | 6.1             |
| 신세계 푸드                       | 7.4             | 7.7            | 7.8            | 7.1            | 7.6            | 7.5             | 7.4            | 7.0            | 6.5            | 6.7            | 6.9             |
| 조선호텔                         | 2.0             | 1.0            | 1.2            | 1.0            | 1.0            | 1.1             | 1.0            | 1.0            | 0.9            | 1.0            | 1.0             |
| 이마트24                        | 4.3             | 5.1            | 6.4            | 6.1            | 5.7            | 5.8             | 5.8            | 7.1            | 7.0            | 6.6            | 6.6             |
| 신세계 프라퍼티                     | 0.7             | 1.0            | 1.0            | 0.8            | 1.3            | 1.0             | 1.0            | 1.0            | 0.9            | 1.3            | 1.0             |
| 베트남 법인                       | 0.3             | 0.4            | 0.3            | 0.3            | 0.4            | 0.4             | 0.4            | 0.3            | 0.3            | 0.4            | 0.4             |
| 미국 법인 (신규)                   |                 |                |                |                |                |                 | 3.2            | 3.6            | 3.2            | 3.1            | 3.2             |
| 신세계건설                        |                 |                |                | 6.1            | 5.8            | 3.1             | 5.3            | 5.3            | 5.6            | 6.1            | 5.6             |
| <b>매출총이익</b>                 | <b>4,521.3</b>  | <b>1,127.7</b> | <b>1,097.1</b> | <b>1,259.1</b> | <b>1,172.0</b> | <b>4,656</b>    | <b>1,287.9</b> | <b>1,289.3</b> | <b>1,423.0</b> | <b>1,327.3</b> | <b>5,327</b>    |
| 증가율(% YoY)                   | 10.0            | 7.3            | 6.3            | 7.9            | 0.8            | 3.0             | 14.2           | 17.5           | 13.0           | 13.3           | 14.4            |
| 매출총이익률(%)                    | 28.5            | 27.5           | 27.5           | 26.6           | 27.0           | 27.1            | 27.5           | 27.4           | 26.5           | 27.0           | 27.1            |
| <b>판관비</b>                   | <b>3,954.4</b>  | <b>974.2</b>   | <b>1,043.8</b> | <b>1,064.5</b> | <b>1,041.7</b> | <b>4,124</b>    | <b>1,128.7</b> | <b>1,235.2</b> | <b>1,213.6</b> | <b>1,194.5</b> | <b>4,772</b>    |
| 증가율(% YoY)                   | 11.7            | 10.3           | 7.9            | 10.4           | 2.0            | 4.3             | 15.9           | 18.3           | 14.0           | 14.7           | 15.7            |
| 판관비율(%)                      | 24.9            | 23.7           | 26.2           | 22.5           | 24.0           | 24.0            | 24.1           | 26.3           | 22.6           | 24.3           | 24.3            |
| <b>영업이익</b>                  | <b>566.9</b>    | <b>153.5</b>   | <b>53.3</b>    | <b>194.6</b>   | <b>130.2</b>   | <b>531.7</b>    | <b>159.2</b>   | <b>54.1</b>    | <b>209.4</b>   | <b>132.7</b>   | <b>555.5</b>    |
| 증가율(% YoY)                   | -0.3            | -8.4           | -18.0          | -4.1           | -8.0           | -6.2            | 3.7            | 1.5            | 7.6            | 1.9            | 4.5             |
| 영업이익률(%)                     | 3.6             | 3.7            | 1.3            | 4.1            | 3.0            | 3.1             | 3.4            | 1.2            | 3.9            | 2.7            | 2.8             |
| 이마트                          | 638.4           | 161.6          | 54.6           | 198.4          | 135.7          | 550.3           | 161.5          | 53.8           | 193.9          | 138.2          | 547.4           |
| SSG닷컴 (온라인)                  |                 |                |                |                |                |                 |                | -5.0           | -5.0           | -7.0           | -20.0           |
| 에브리데이                        | 2.2             | 0.2            | 1.6            | 4.9            | 0.0            | 6.7             | 2.0            | 0.0            | 2.0            | 0.0            | 4.0             |
| 신세계 푸드                       | 29.8            | 10.0           | 6.9            | 5.6            | 6.5            | 37.4            | 6.7            | 8.9            | 9.0            | 8.8            | 37.4            |
| 조선호텔                         | -11.5           | -0.9           | -1.2           | -3.9           | -3.0           | -9.0            | -3.0           | -3.0           | -3.0           | -3.0           | -12.0           |
| 이마트24                        | -51.7           | -12.4          | -9.6           | -7.4           | -7.0           | -36.4           | -9.0           | -7.0           | -6.0           | -5.0           | -27.0           |
| 신세계 프라퍼티                     | -21.1           | 2.6            | 5.7            | 2.8            | 3.0            | 14.1            | 3.0            | 5.0            | 4.0            | 4.0            | 16.0            |
| 베트남 법인                       | -3.7            | -0.8           | -0.5           | -0.3           | -0.5           | -2.1            | -0.5           | -0.5           | -0.5           | -0.5           | -2.0            |
| 미국 법인 (신규)                   |                 |                |                |                |                |                 | 1.5            | 3.4            | 3.4            | 3.0            | 11.3            |
| 신세계건설                        |                 |                |                | 6.8            | 5.0            | 11.8            | 5.0            | 5.0            | 5.0            | 5.0            | 20.0            |

자료: 이마트, 메리츠증권증권 리서치센터

| 표5 이마트 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준) |                 |                |                |                |                |                 |                |                |                |                |                 |
|------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| (십억원)                        | 2017            | 1Q18           | 2Q18           | 3Q18           | 4Q18E          | 2018E           | 1Q19E          | 2Q19E          | 3Q19E          | 4Q19E          | 2019E           |
| <b>총매출액</b>                  | <b>14,470.6</b> | <b>3,724.2</b> | <b>3,504.9</b> | <b>4,029.2</b> | <b>3,667.8</b> | <b>14,926.1</b> | <b>3,756.5</b> | <b>3,363.4</b> | <b>3,877.4</b> | <b>3,499.6</b> | <b>14,496.8</b> |
| 기존사업                         | 11,682.8        | 2,905.4        | 2,755.6        | 3,157.1        | 2,832.2        | 11,650.3        | 2,876.3        | 2,783.2        | 3,204.5        | 2,860.5        | 11,724.5        |
| 신사업                          | 2,787.8         | 818.8          | 749.3          | 872.1          | 835.5          | 3,275.7         | 880.1          | 580.3          | 672.9          | 639.0          | 2,772.3         |
| 이마트 물                        | 1,050.4         | 303.7          | 296.7          | 273.4          | 272.0          | 1,145.8         | 297.6          |                |                |                |                 |
| 트레이더스                        | 1,521.3         | 458.7          | 452.4          | 537.3          | 503.5          | 1,951.9         | 527.5          | 520.3          | 617.9          | 579.0          | 2,244.7         |
| 기타                           | 216.1           | 56.4           | 0.2            | 61.4           | 60.0           | 178.0           | 55.0           | 60.0           | 55.0           | 60.0           | 230.0           |
| <b>순매출액</b>                  | <b>12,450.7</b> | <b>3,287.7</b> | <b>3,108.0</b> | <b>3,616.9</b> | <b>3,316.4</b> | <b>13,329.0</b> | <b>3,517.8</b> | <b>3,170.2</b> | <b>3,725.4</b> | <b>3,382.8</b> | <b>13,796.2</b> |
| 매출총이익                        | 3,740.8         | 955.4          | 905.9          | 1,044.2        | 942.6          | 3,848.1         | 961.7          | 864.4          | 1,000.4        | 899.4          | 3,725.8         |
| 판관비                          | 3,102.4         | 793.8          | 851.3          | 845.8          | 806.9          | 3,297.8         | 800.1          | 810.6          | 806.5          | 761.2          | 3,178.4         |
| <b>영업이익</b>                  | <b>638.4</b>    | <b>161.6</b>   | <b>54.6</b>    | <b>198.4</b>   | <b>135.7</b>   | <b>550.3</b>    | <b>161.5</b>   | <b>53.8</b>    | <b>193.9</b>   | <b>138.2</b>   | <b>547.4</b>    |
| 기존사업                         | 596.8           | 147.4          | 40.7           | 178.0          | 127.4          | 493.5           | 138.1          | 36.2           | 166.6          | 117.3          | 458.2           |
| 신사업                          | 41.6            | 14.2           | 13.9           | 20.4           | 8.3            | 56.8            | 23.5           | 17.6           | 27.2           | 21.0           | 89.3            |
| 이마트 물                        | (12.5)          | 2.0            | (2.8)          | (4.9)          | (5.4)          | (11.1)          | (3.0)          |                |                |                |                 |
| 트레이더스                        | 51.2            | 13.0           | 16.1           | 24.4           | 16.1           | 69.6            | 18.5           | 19.2           | 28.4           | 23.2           | 89.3            |
| 기타                           | 2.9             | (0.8)          | 0.6            | 0.9            | (2.4)          | (1.7)           | 8.0            | (1.6)          | (1.2)          | (2.2)          | 3.0             |
| 수익성 (%)                      |                 |                |                |                |                |                 |                |                |                |                |                 |
| 매출총이익                        | 25.9            | 25.7           | 25.8           | 25.9           | 25.7           | 25.8            | 25.6           | 25.7           | 25.8           | 25.7           | 25.7            |
| 판관비                          | 21.4            | 21.3           | 24.3           | 21.0           | 22.0           | 22.1            | 21.3           | 24.1           | 20.8           | 21.8           | 21.9            |
| 영업이익                         | 4.4             | 4.3            | 1.6            | 4.9            | 3.7            | 3.7             | 4.3            | 1.6            | 5.0            | 4.0            | 3.8             |
| 기존사업                         | 5.1             | 5.1            | 1.5            | 5.6            | 4.5            | 4.2             | 4.8            | 1.3            | 5.2            | 4.1            | 3.9             |
| 신사업                          | 1.5             | 1.7            | 1.9            | 2.3            | 1.0            | 1.7             | 2.7            | 3.0            | 4.0            | 3.3            | 3.2             |
| 이마트 물                        | -1.2            | 0.7            | -0.9           | -1.8           | -2.0           | -1.0            | -1.0           |                |                |                |                 |
| 트레이더스                        | 3.4             | 2.8            | 3.6            | 4.5            | 3.2            | 3.6             | 3.5            | 3.7            | 4.6            | 4.0            | 4.0             |
| 기타                           | 1.3             | -1.4           | 300.0          | 1.5            | -4.0           | -1.0            | 14.5           | -2.7           | -2.2           | -3.7           | 1.3             |
| 성장률 (% YoY)                  |                 |                |                |                |                |                 |                |                |                |                |                 |
| 총매출액                         | 6.7             | 5.0            | 2.7            | 4.6            | 0.2            | 3.1             | 0.9            | -4.0           | -3.8           | -4.6           | -2.9            |
| 기존사업                         | 3.1             | 0.3            | 0.0            | 1.5            | -3.0           | -0.3            | -1.0           | 1.0            | 1.5            | 1.0            | 0.6             |
| 신사업                          | 25.0            | 26.2           | 14.1           | 17.4           | 13.0           | 17.5            | 7.5            | -22.6          | -22.8          | -23.5          | -15.4           |
| 이마트 물                        | 25.3            | 24.6           | 18.1           | -1.6           | -2.0           | 9.1             | -2.0           |                |                |                |                 |
| 트레이더스                        | 27.2            | 30.3           | 27.0           | 30.9           | 25.0           | 28.3            | 15.0           | 15.0           | 15.0           | 15.0           | 15.0            |
| 기타                           | 10.0            | 6.2            | -99.6          | 12.0           | 2.2            | -17.6           | -2.5           | 29900.0        | -10.4          | 0.0            | 29.2            |
| 순매출액                         | 7.0             | 7.6            | 6.7            | 8.9            | 5.0            | 7.1             | 7.0            | 2.0            | 3.0            | 2.0            | 3.5             |
| 매출총이익                        | 6.8             | 4.0            | 2.1            | 5.5            | -0.3           | 2.9             | 0.7            | -4.6           | -4.2           | -4.6           | -3.2            |
| 판관비                          | 8.1             | 8.0            | 5.9            | 8.0            | 3.4            | 6.3             | 0.8            | -4.8           | -4.6           | -5.7           | -3.6            |
| 영업이익                         | 0.8             | -12.3          | -34.1          | -4.2           | -17.5          | -13.8           | 0.0            | -1.4           | -2.3           | 1.9            | -0.5            |
| 기존사업                         | -5.5            | -15.7          | -43.9          | -7.8           | -18.5          | -17.3           | -6.3           | -11.1          | -6.4           | -8.0           | -7.2            |
| 신사업                          | 2211.1          | 54.3           | 36.3           | 45.7           | 0.7            | 36.4            | 65.2           | 26.9           | 33.5           | 153.7          | 57.3            |

주: 2018년 5월부터 이마트물 매출인식 관련 회계기준변경, 2019년 2분기부터 연결법인으로 반영 예정  
 자료: 이마트, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 이마트 월별 실적 추이

| (십억원)       | 2017년          |                |                |                | 2018년          |                |                |                |                |                |                |                |                |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|             | 11월            | 12월            | 01월            | 02월            | 03월            | 04월            | 05월            | 06월            | 07월            | 08월            | 09월            | 10월            | 11월            |
| <b>총매출액</b> | <b>1,115.7</b> | <b>1,285.6</b> | <b>1,210.7</b> | <b>1,332.5</b> | <b>1,180.9</b> | <b>1,120.7</b> | <b>1,202.4</b> | <b>1,181.6</b> | <b>1,310.8</b> | <b>1,276.6</b> | <b>1,460.0</b> | <b>1,145.6</b> | <b>1,152.7</b> |
| 할인점         | 883.1          | 1,013.8        | 937.8          | 1052.2         | 915.1          | 864.2          | 927.2          | 907.1          | 1,010.0        | 975.5          | 1,140.2        | 869.3          | 879.3          |
| 트레이더스       | 116.5          | 152.2          | 148.9          | 165.5          | 144.4          | 142            | 154.3          | 156.1          | 173.4          | 171.2          | 192.7          | 144.2          | 142.3          |
| 온라인         | 97.0           | 98.4           | 104.4          | 96.6           | 102.7          | 96.6           | 100.8          | 99.3           | 107.1          | 109.4          | 106.5          | 111.2          | 112.0          |
| 기타          | 19.1           | 21.2           | 19.6           | 18.2           | 18.7           | 17.9           | 20.1           | 19.1           | 20.3           | 20.5           | 20.6           | 20.9           | 19.1           |
| 증가율 (% YoY) |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 총매출액        | 6.3            | 9.8            | (14.1)         | 29.6           | 6.6            | 2.3            | 1.1            | 4.8            | 0.8            | 3.2            | 11.1           | (8.9)          | 3.3            |
| 할인점         | 3.7            | 6.5            | (19.6)         | 26.0           | 2.1            | (2.5)          | (3.8)          | 0.2            | (4.4)          | (2.0)          | 7.8            | (15.0)         | (0.4)          |
| 트레이더스       | 15.3           | 28.8           | 5.4            | 63.2           | 32.1           | 26.3           | 24.1           | 30.6           | 27.2           | 29.9           | 35.5           | 7.5            | 22.1           |
| 온라인         | 23.5           | 22.4           | 24.9           | 28.6           | 20.7           | 22.3           | 18.3           | 14.1           | 18.3           | 19.8           | 10.9           | 35.3           | 15.5           |
| 기타          | 7.5            | 4.8            | 4.4            | 10.3           | 5.1            | 5.9            | 21.8           | 18.6           | 15.3           | 7.9            | 12.0           | 13.6           | 0.0            |
| 비중 (%)      |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 할인점         | 79.2           | 78.9           | 77.5           | 79.0           | 77.5           | 77.1           | 77.1           | 76.8           | 77.1           | 76.4           | 78.1           | 75.9           | 76.3           |
| 트레이더스       | 10.4           | 11.8           | 12.3           | 12.4           | 12.2           | 12.7           | 12.8           | 13.2           | 13.2           | 13.4           | 13.2           | 12.6           | 12.3           |
| 온라인         | 8.7            | 7.7            | 8.6            | 7.2            | 8.7            | 8.6            | 8.4            | 8.4            | 8.2            | 8.6            | 7.3            | 9.7            | 9.7            |
| 기타          | 1.7            | 1.6            | 1.6            | 1.4            | 1.6            | 1.6            | 1.7            | 1.6            | 1.5            | 1.6            | 1.4            | 1.8            | 1.7            |
| <b>매출액</b>  | <b>963.8</b>   | <b>1,123.3</b> | <b>1,070.5</b> | <b>1,179.3</b> | <b>1,037.8</b> | <b>985.1</b>   | <b>1,065.4</b> | <b>1,057.3</b> | <b>1,171.9</b> | <b>1,151.8</b> | <b>1,293.2</b> | <b>1,000.7</b> | <b>1,009.8</b> |
| 증가율 (% YoY) | 8.2            | 12.0           | (12.2)         | 33.3           | 9.1            | 5.6            | 5.2            | 9.3            | 5.1            | 7.7            | 13.7           | (6.6)          | 4.8            |
| 기준점성장률 (%)  |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 오프라인        | 0.5            | 3.2            |                | 25.3           | 1.7            | (3.3)          | (3.8)          | 0.8            | (2.9)          | 0.6            | 10.1           | (15.2)         | (0.3)          |
| 할인점         | (0.2)          | 2.7            |                | 24.0           | 0.7            | (4.4)          | (4.6)          | (0.3)          | (3.9)          | (0.8)          | 8.7            | (16.5)         | (1.3)          |
| 트레이더스       | 7.4            | 7.3            |                | 35.0           | 8.9            | 4.4            | 1.9            | 7.7            | 4.2            | 10.6           | 20.4           | (5.3)          | 7.1            |
| 사업부별 누계 성장률 |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 오프라인        |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
| 기준점         | 0.3            | 0.6            |                | (1.6)          | (0.6)          | (1.2)          | (1.7)          | (1.3)          | (1.6)          | (1.3)          | 0.0            | (1.5)          | (1.4)          |
| 할인점         | 2.8            | 3.1            |                | (0.6)          | 0.3            | (0.4)          | (1.1)          | (0.9)          | (1.4)          | (1.5)          | (0.6)          | (0.9)          | (1.2)          |
| 기준점         | (1.0)          | (0.6)          |                | (2.6)          | (1.6)          | (2.2)          | (2.7)          | (2.3)          | (2.6)          | (2.3)          | (1.0)          | (2.7)          | (2.5)          |
| 트레이더스       | 27.1           | 27.2           |                | 29.6           | 30.4           | 29.4           | 28.3           | 28.7           | 28.4           | 28.6           | 29.5           | 27.1           | 26.7           |
| 기준점         | 12.8           | 12.3           |                | 6.1            | 7.0            | 6.3            | 5.4            | 5.8            | 5.5            | 6.2            | 7.9            | 6.5            | 6.6            |
| 온라인몰        | 25.5           | 25.2           |                | 26.6           | 24.6           | 24.0           | 22.8           | 21.3           | 20.8           | 20.7           | 19.5           | 21.0           | 20.5           |

자료: 이마트, 메리츠증권리서치센터

## 이마트 (139480)

### Income Statement

| (십억원)        | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>매출액</b>   | <b>15,876.7</b> | <b>17,163.7</b> | <b>19,674.5</b> | <b>21,012.3</b> | <b>22,020.9</b> |
| 매출액증가율 (%)   | 8.6             | 8.1             | 14.6            | 6.8             | 4.8             |
| 매출원가         | 11,355.4        | 12,507.8        | 14,347.0        | 15,308.2        | 16,073.6        |
| 매출총이익        | 4,521.3         | 4,655.9         | 5,327.5         | 5,704.1         | 5,947.3         |
| 판매관리비        | 3,954.4         | 4,124.2         | 4,772.0         | 5,127.0         | 5,373.1         |
| <b>영업이익</b>  | <b>566.9</b>    | <b>531.7</b>    | <b>555.5</b>    | <b>577.1</b>    | <b>574.2</b>    |
| 영업이익률        | 3.6             | 3.1             | 2.8             | 2.7             | 2.6             |
| 금융손익         | -30.8           | -56.0           | -53.9           | -49.4           | -36.5           |
| 중속/관계기업손익    | 54.7            | 60.0            | 65.0            | 70.0            | 75.0            |
| 기타영업외손익      | 160.5           | 90.0            | 0.0             | 0.0             | 0.0             |
| 세전계속사업이익     | 751.4           | 625.7           | 566.6           | 597.7           | 612.7           |
| 법인세비용        | 191.8           | 156.4           | 152.3           | 157.3           | 159.7           |
| <b>당기순이익</b> | <b>627.9</b>    | <b>469.2</b>    | <b>414.4</b>    | <b>440.4</b>    | <b>453.0</b>    |
| 지배주주지분 순이익   | 616.1           | 462.4           | 408.2           | 433.8           | 446.2           |

### Statement of Cash Flow

| (십억원)            | 2017          | 2018E          | 2019E           | 2020E          | 2021E          |
|------------------|---------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>898.2</b>  | <b>1,161.2</b> | <b>1,250.0</b>  | <b>1,130.0</b> | <b>1,105.9</b> |
| 당기순이익(손실)        | 627.9         | 469.2          | 414.4           | 440.4          | 453.0          |
| 유형자산상각비          | 455.3         | 470.6          | 491.5           | 501.4          | 510.3          |
| 무형자산상각비          | 26.5          | 22.9           | 18.3            | 14.6           | 11.7           |
| 운전자본의 증감         | -89.0         | 198.5          | 325.9           | 173.6          | 130.9          |
| <b>투자활동 현금흐름</b> | <b>-621.8</b> | <b>-924.9</b>  | <b>-1,138.8</b> | <b>-833.8</b>  | <b>-776.3</b>  |
| 유형자산의증가(CAPEX)   | -722.8        | -700.0         | -700.0          | -600.0         | -600.0         |
| 투자자산의감소(증가)      | -97.8         | -216.3         | -422.1          | -224.9         | -169.5         |
| <b>재무활동 현금흐름</b> | <b>-121.4</b> | <b>-207.8</b>  | <b>-226.8</b>   | <b>-207.7</b>  | <b>-208.0</b>  |
| 차입금의 증감          | -177.7        | -159.0         | -178.0          | -159.0         | -159.2         |
| 자본의 증가           | 0.0           | 0.0            | 0.0             | 0.0            | 0.0            |
| 현금의 증가(감소)       | 157.4         | 28.6           | -115.6          | 88.5           | 121.7          |
| 기초현금             | 65.8          | 223.2          | 251.8           | 136.2          | 224.7          |
| 기말현금             | 223.2         | 251.8          | 136.2           | 224.7          | 346.4          |

### Balance Sheet

| (십억원)        | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           | 2021E           |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>유동자산</b>  | <b>1,895.2</b>  | <b>1,999.1</b>  | <b>2,139.1</b>  | <b>2,363.8</b>  | <b>2,588.2</b>  |
| 현금및현금성자산     | 223.2           | 251.8           | 136.2           | 224.7           | 346.4           |
| 매출채권         | 379.8           | 367.5           | 421.3           | 450.0           | 471.5           |
| 재고자산         | 1,011.4         | 1,076.2         | 1,233.6         | 1,317.5         | 1,380.7         |
| <b>비유동자산</b> | <b>14,171.3</b> | <b>14,594.1</b> | <b>15,206.4</b> | <b>15,515.3</b> | <b>15,762.9</b> |
| 유형자산         | 9,799.9         | 10,029.2        | 10,237.8        | 10,336.4        | 10,426.1        |
| 무형자산         | 376.7           | 353.9           | 335.6           | 320.9           | 309.2           |
| 투자자산         | 2,668.9         | 2,885.2         | 3,307.3         | 3,532.1         | 3,701.7         |
| <b>자산총계</b>  | <b>16,066.5</b> | <b>16,593.2</b> | <b>17,345.5</b> | <b>17,879.2</b> | <b>18,351.1</b> |
| <b>유동부채</b>  | <b>4,214.0</b>  | <b>4,353.7</b>  | <b>4,710.5</b>  | <b>4,883.3</b>  | <b>4,998.8</b>  |
| 매입채무         | 941.1           | 991.2           | 1,136.1         | 1,213.4         | 1,271.6         |
| 단기차입금        | 401.9           | 391.9           | 361.9           | 351.9           | 341.9           |
| 유동성장기부채      | 1,025.6         | 975.6           | 925.6           | 875.6           | 825.6           |
| <b>비유동부채</b> | <b>3,081.1</b>  | <b>3,047.6</b>  | <b>3,077.5</b>  | <b>3,046.7</b>  | <b>2,998.9</b>  |
| 사채           | 1,818.9         | 1,768.9         | 1,718.9         | 1,668.9         | 1,618.9         |
| 장기차입금        | 378.0           | 328.0           | 278.0           | 228.0           | 178.0           |
| <b>부채총계</b>  | <b>7,295.1</b>  | <b>7,401.3</b>  | <b>7,788.1</b>  | <b>7,930.0</b>  | <b>7,997.7</b>  |
| <b>자본금</b>   | <b>139.4</b>    | <b>139.4</b>    | <b>139.4</b>    | <b>139.4</b>    | <b>139.4</b>    |
| 자본잉여금        | 4,237.0         | 4,237.0         | 4,237.0         | 4,237.0         | 4,237.0         |
| 기타포괄이익누계액    | 1,079.3         | 1,079.3         | 1,079.3         | 1,079.3         | 1,079.3         |
| 이익잉여금        | 2,464.9         | 2,878.6         | 3,238.0         | 3,623.0         | 4,020.5         |
| 비지배주주지분      | 529.7           | 536.5           | 542.8           | 549.4           | 556.2           |
| <b>자본총계</b>  | <b>8,771.4</b>  | <b>9,191.9</b>  | <b>9,557.5</b>  | <b>9,949.1</b>  | <b>10,353.4</b> |

### Key Financial Data

|                               | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당데이터(원)</b>               |         |         |         |         |         |
| SPS                           | 569,551 | 615,718 | 705,790 | 753,784 | 789,965 |
| EPS(지배주주)                     | 22,101  | 16,589  | 14,642  | 15,562  | 16,007  |
| CFPS                          | 39,672  | 42,156  | 40,547  | 41,724  | 42,015  |
| EBITDAPS                      | 37,621  | 36,775  | 38,215  | 39,213  | 39,325  |
| BPS                           | 295,657 | 310,497 | 323,389 | 337,202 | 351,460 |
| DPS                           | 1,750   | 1,750   | 1,750   | 1,750   | 1,750   |
| 배당수익률(%)                      | 0.6     | 1.0     | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| <b>Valuation(Multiple)</b>    |         |         |         |         |         |
| PER                           | 12.3    | 11.0    | 12.7    | 12.0    | 11.7    |
| PCR                           | 6.8     | 4.3     | 4.6     | 4.5     | 4.4     |
| PSR                           | 0.5     | 0.3     | 0.3     | 0.2     | 0.2     |
| PBR                           | 0.9     | 0.6     | 0.6     | 0.6     | 0.5     |
| EBITDA                        | 1,048.7 | 1,025.1 | 1,065.3 | 1,093.1 | 1,096.2 |
| EV/EBITDA                     | 10.9    | 8.6     | 8.3     | 7.9     | 7.6     |
| <b>Key Financial Ratio(%)</b> |         |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)                  | 7.7     | 5.5     | 4.6     | 4.7     | 4.6     |
| EBITDA 이익률                    | 6.6     | 6.0     | 5.4     | 5.2     | 5.0     |
| 부채비율                          | 83.2    | 80.5    | 81.5    | 79.7    | 77.2    |
| 금융비용부담률                       | 0.6     | 0.6     | 0.5     | 0.4     | 0.4     |
| 이자보상배율(x)                     | 5.6     | 5.5     | 6.0     | 6.6     | 6.9     |
| 매출채권회전율(x)                    | 46.7    | 45.9    | 49.9    | 48.2    | 47.8    |
| 재고자산회전율(x)                    | 15.9    | 16.4    | 17.0    | 16.5    | 16.3    |

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 1월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 1월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 1월 04일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업                     | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                       |
|------------------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급 | Buy  | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상          |
|                        | Trading Buy                                      | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
|                        | Hold   | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
|                        | Sell   | 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만          |
| <b>산업</b>              | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                       |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급       | Overweight (비중확대)                                |                                       |
|                        | Neutral (중립)                                     |                                       |
|                        | Underweight (비중축소)                               |                                       |

**투자의견 비율**

| 투자의견 | 비율    |
|------|-------|
| 매수   | 96.3% |
| 중립   | 3.8%  |
| 매도   | 0.0%  |

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**이마트 (139480) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천<br>확정일자 | 자료<br>형식 | 투자의견        | 적정주가<br>(원) | 담당자 | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|-------------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
|            |          |             |             |     | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2017.01.13 | 기업브리프    | Hold        | 200,000     | 양지혜 | 3.1     | 12.8   |                |
| 2017.04.12 | 기업브리프    | Trading Buy | 250,000     | 양지혜 | -6.7    | 1.0    |                |
| 2017.07.14 | 기업브리프    | Trading Buy | 250,000     | 양지혜 | -6.6    | 1.6    |                |
| 2017.09.11 | 기업브리프    | Trading Buy | 250,000     | 양지혜 | -7.6    | 4.8    |                |
| 2017.11.27 | 산업분석     | Trading Buy | 285,000     | 양지혜 | -6.2    | -1.1   |                |
| 2018.01.22 | 산업브리프    | Trading Buy | 300,000     | 양지혜 | -6.0    | 5.8    |                |
| 2018.05.11 | 기업브리프    | Trading Buy | 300,000     | 양지혜 | -12.1   | 5.8    |                |
| 2018.08.10 | 기업브리프    | Trading Buy | 270,000     | 양지혜 | -23.5   | -18.0  |                |
| 2018.11.12 | 기업브리프    | Trading Buy | 240,000     | 양지혜 | -19.8   | -19.2  |                |
| 2018.11.19 | 산업분석     | Trading Buy | 240,000     | 양지혜 | -21.5   | -18.8  |                |
| 2019.01.04 | 기업브리프    | Trading Buy | 220,000     | 양지혜 | -       | -      |                |