

이마트(139480)

4Q18 Preview: 변화는 진행 중

4분기 영업이익은 컨센서스 8% 하회

추석시점 차이와 온라인채널 확대에 의한 할인점 매출 부진으로 4분기 영업이익은 전년동기대비 21% 감소한 1,334억원으로 추정한다. 할인점 기존점매출 감소와 인건비 증가 및 전문점 출점 지속으로 별도 기준 이익이 26% 감소하는 영향이 크다. 트레이더스는 신규점포의 빠른 안정화로 영업이익이 36% 증가하나 온라인 광고비 집행이 4분기에도 이어져 35억원 적자를 기록할 전망이다. 이마트24 적자 폭이 축소되고 프라퍼티도 흑자전환 하는 점은 긍정적이다.

2019년 전문점 출점 마무리와 할인점 기저효과 기대

노브랜드 전문점 출점은 2019년 마무리될 전망이다. 당분간은 출점 비용과 영업 손실이 지속되나 신규점포가 1년 내에 흑자로 전환하고 이후에는 가맹점 형태로 출점할 계획인 만큼 출점 마무리 이후 이익 기여도는 높을 것이다. 2018년에 노브랜드 외에도 부츠, PK마켓 출점 비용과 손실이 확대되었던 만큼 2019년 개선 여지는 충분하다. 할인점 영업시간 단축으로 인한 기저가 형성된 만큼 2019년 0% 이상의 기존점매출 증가율을 기록한다면 전문점과 트레이더스 이익 기여 및 이마트24와 온라인 손실 폭 축소를 연결 기준 증익이 가능하다.

기준시점 이동으로 목표주가 하향하나 온라인 사업 기대는 여전

이마트에 대해 매수 의견을 유지하나 목표주가를 260,000원으로 16% 하향한다. 목표주가 산출 기준시점을 2019년으로 이동하고 할인점과 트레이더스에 적용한 목표배수를 하향 조정했다(표 2). 소비경기 침체로 인한 매출 둔화와 지속적인 비용 증가가 부담이다. 그러나 2019F PER 11.2배로 밸류에이션 부담을 덜었고, 2019년 3월 온라인 합작법인 출범 이후 온라인 사업 확대에 대한 기대감은 충분하다. 외부 투자(1차 0.7조원, 2차 0.3조원 예정)를 유치해 온라인 전용 물류센터 확충에 나선 만큼 외형 성장이 기대된다. 온라인 시장 전반의 경쟁이 심화되고 있으나 이마트는 기존 식품 경쟁력을 바탕으로 취급 상품 확대, 새벽배송 개시 등 온라인 사업을 확장하고 있는 만큼 성장 기반은 충분하다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	14,615	569	376	13,173	(19.3)	1,025	13.9	8.9	0.7	5.1	0.8
2017A	15,877	567	616	21,621	64.1	1,049	12.5	10.9	0.9	7.7	0.6
2018F	16,807	535	494	17,736	(18.0)	1,015	10.9	9.0	0.6	5.8	0.9
2019F	17,645	577	497	17,841	0.6	1,065	11.2	8.6	0.6	5.6	0.9
2020F	18,621	619	512	18,369	3.0	1,114	10.9	8.1	0.6	5.5	0.9

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 260,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(1/10)	2,063
주가(1/10)	193,500
시가총액(십억원)	5,394
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저가(원)	317,500/180,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	19,360
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.9/48.9
주요주주(%)	이명희 외 3인 28.1
	국민연금 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	5.4	(21.0)	(30.5)
KOSPI 대비(%p)	5.0	(11.0)	(13.1)

주가추이



자료: FnGuide

허나래

narae.heo@truefriend.com

<표 1> 이마트 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	4,106	3,989	4,727	3,984	4,339	4,305	4,967	4,034	14,615	15,877	16,807	17,645
YoY	9.7	4.8	10.3	2.5	5.7	7.9	5.1	1.3	7.1	8.6	5.9	5.0
이마트	3,288	3,108	3,617	2,849	3,344	3,154	3,713	2,851	11,631	12,451	12,744	13,063
1) 할인점	2,565	2,393	2,842	2,199	2,552	2,373	2,828	2,127	9,719	10,052	10,000	9,881
2) 트레이더스	405	401	484	370	473	468	560	391	1,025	1,309	1,660	1,892
3) 온라인	268	263	273	280	319	313	325	333	719	904	1,084	1,290
신세계푸드	318	310	337	318	331	323	351	331	1,069	1,208	1,284	1,335
에브리데이	279	294	314	302	285	300	321	308	1,051	1,133	1,190	1,213
조선히otel	43	46	48	47	45	48	51	49	711	542	184	193
이마트 24	208	256	288	252	274	337	379	332	378	684	1,003	1,322
프라퍼티	41	40	43	42	45	44	47	47	5	111	167	183
베트남	16	14	15	18	19	17	18	21	42	52	62	75
매출원가	2,979	2,892	3,468	2,822	3,147	3,121	3,644	2,843	10,506	11,355	12,161	12,755
매출총이익	1,128	1,097	1,259	1,162	1,192	1,184	1,323	1,192	4,109	4,521	4,646	4,890
판매관리비	974	1,044	1,065	1,029	1,027	1,127	1,111	1,048	3,540	3,954	4,111	4,313
영업이익	154	53	195	133	165	57	212	143	569	567	535	577
YoY	(4.1)	(3.8)	6.5	(20.9)	7.2	7.0	9.0	7.6	12.9	(0.3)	(5.7)	7.9
영업이익률	4.1	1.5	4.8	3.8	4.3	1.6	5.1	4.0	4.2	3.9	3.6	3.8
이마트	162	55	198	122	159	55	201	132	547	567	535	577
1) 할인점	147	41	178	114	144	38	174	113	633	638	536	547
2) 트레이더스	13	16	24	14	15	18	28	16	35	51	68	77
3) 온라인	0	(3)	(5)	(4)	0	(1)	(1)	3	(37)	(13)	(11)	1
신세계푸드	10	7	6	4	10	7	6	5	21	30	27	28
에브리데이	0	2	5	(4)	0	2	5	(4)	(8)	2	2	2
조선히otel	(1)	(1)	(4)	(3)	(2)	(2)	(4)	(1)	(10)	(18)	(9)	(10)
이마트 24	(12)	(10)	(7)	(12)	(11)	(9)	(5)	(4)	(35)	(52)	(41)	(29)
프라퍼티	3	6	2	2	4	4	3	6	(23)	(21)	12	17
베트남	(1)	(1)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(0)	(5)	(4)	(2)	(1)
세전이익	167	121	253	131	189	82	237	168	507	751	672	676
지배주주순이익	118	91	192	93	139	60	174	124	376	616	494	497
YoY	(8.8)	275.6	(49.3)	11.3	17.7	(33.8)	(9.1)	32.3	(17.3)	63.8	(19.8)	0.6

자료: 한국투자증권

<표 2> 이마트 SOTP valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

구분	추정가치	비고
영업가치	(A) 7,366	
할인점	4,940	할인점 폐점과 기존점매출 감소 감안해 미국 할인점 Target의 EV/Sales 0.6배를 20% 할인 적용
트레이더스	1,135	신규 출점과 창고형 매장 성장성을 감안해 미국 Costco의 EV/Sales 0.6배 적용
온라인	1,290	온라인 물적분할 후 성장성을 감안해 EV/Sales 1.0배 적용
투자자산가치	(B) 2,835	
삼성생명	774	지분율 5.88%, 20% 할인
신세계푸드	147	지분율 54.7%, 20% 할인
신세계조선히otel	144	장부가액
이마트에브리데이	121	장부가액
신세계프라퍼티	936	장부가액
신세계엘엔비	18	장부가액
이마트 해외	125	장부가액
기타	570	장부가액
순차입금	(C) 3,068	2019년말 기준
적정가치	(A) + (B) - (C) 7,133	
유통주식 수	27.9	
적정주가	255,991	
목표주가	260,000	

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	2,062	2,164	2,284
현금성자산	66	223	236	248	262
매출채권및기타채권	382	459	486	511	539
재고자산	980	1,011	1,126	1,182	1,248
비유동자산	13,689	14,171	14,722	15,137	15,591
투자자산	2,516	2,669	2,941	3,088	3,258
유형자산	9,709	9,800	9,978	10,157	10,335
무형자산	401	377	399	419	442
자산총계	15,430	16,067	16,783	17,301	17,875
유동부채	4,001	4,214	4,502	4,642	4,881
매입채무및기타채무	1,836	1,935	2,048	2,150	2,269
단기차입금및단기사채	451	402	412	422	432
유동성장기부채	938	1,026	996	966	966
비유동부채	3,305	3,081	3,044	2,953	2,803
사채	2,163	1,819	1,719	1,569	1,369
장기차입금및금융부채	324	441	456	471	471
부채총계	7,306	7,295	7,546	7,594	7,684
지배주주지분	7,696	8,242	8,692	9,146	9,615
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	2,910	3,359	3,822
비지배주주지분	428	530	545	561	577
자본총계	8,124	8,771	9,238	9,707	10,191

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	736	898	1,161	1,066	1,147
당기순이익	382	628	509	512	528
유형자산감가상각비	432	455	453	459	466
무형자산상각비	25	26	27	29	30
자산부채변동	(213)	(89)	205	103	163
기타	110	(122)	(33)	(37)	(40)
투자활동현금흐름	(916)	(622)	(966)	(835)	(879)
유형자산투자	(600)	(723)	(672)	(678)	(684)
유형자산매각	39	130	40	40	40
투자자산순증	(0)	28	(208)	(79)	(100)
무형자산순증	(17)	(23)	(49)	(48)	(53)
기타	(338)	(34)	(77)	(70)	(82)
재무활동현금흐름	185	(121)	(182)	(219)	(255)
자본의증가	174	76	0	0	0
차입금의순증	(308)	(137)	(118)	(155)	(190)
배당금지급	(52)	(59)	(49)	(49)	(49)
기타	371	(1)	(15)	(15)	(16)
기타현금흐름	(2)	2	0	0	0
현금의증가	2	157	13	12	14

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

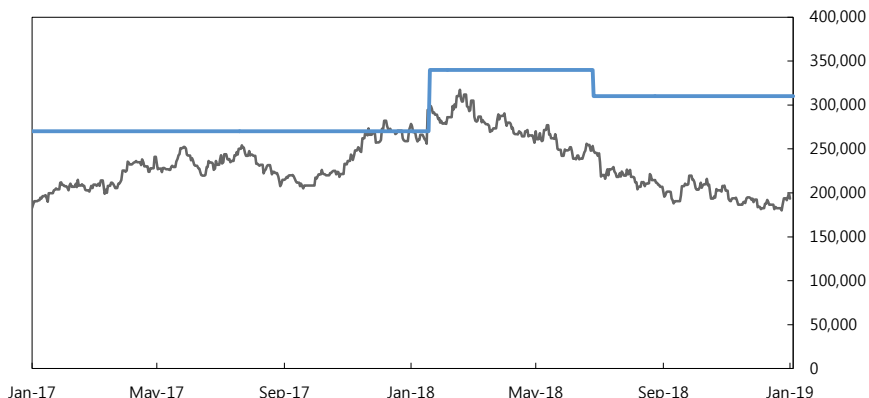
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	14,615	15,877	16,807	17,645	18,621
매출원가	10,506	11,355	12,161	12,755	13,456
매출총이익	4,109	4,521	4,646	4,890	5,165
판매관리비	3,540	3,954	4,111	4,313	4,546
영업이익	569	567	535	577	619
금융수익	105	153	109	111	112
이자수익	27	25	24	25	26
금융비용	173	183	149	145	175
이자비용	114	101	109	105	100
기타영업외손익	(13)	161	118	71	74
관계기업관련손익	19	55	59	62	66
세전계속사업이익	507	751	672	676	696
법인세비용	138	192	163	164	168
연결당기순이익	382	628	509	512	528
지배주주지분순이익	376	616	494	497	512
기타포괄이익	5	6	6	6	6
총포괄이익	387	633	515	518	533
지배주주지분포괄이익	382	622	500	502	517
EBITDA	1,025	1,049	1,015	1,065	1,114

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	13,173	21,621	17,736	17,841	18,369
BPS	276,181	295,750	311,922	328,198	345,003
DPS	1,500	1,750	1,750	1,750	1,750
성장성(%, YoY)					
매출증가율	7.1	8.6	5.9	5.0	5.5
영업이익증가율	12.9	(0.3)	(5.7)	7.9	7.2
순이익증가율	(17.3)	63.8	(19.8)	0.6	3.0
EPS증가율	(19.3)	64.1	(18.0)	0.6	3.0
EBITDA증가율	9.3	2.3	(3.2)	4.9	4.6
수익성(%)					
영업이익률	3.9	3.6	3.2	3.3	3.3
순이익률	2.6	3.9	2.9	2.8	2.7
EBITDA Margin	7.0	6.6	6.0	6.0	6.0
ROA	2.6	4.0	3.1	3.0	3.0
ROE	5.1	7.7	5.8	5.6	5.5
배당수익률	0.8	0.6	0.9	0.9	0.9
배당성향	11.1	7.9	9.9	9.8	9.5
안정성					
순차입금(십억원)	3,559	3,371	3,234	3,062	2,851
차입금/자본총계비율(%)	47.7	42.2	38.8	35.3	31.8
Valuation(X)					
PER	13.9	12.5	10.9	11.2	10.9
PBR	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.9	10.9	9.0	8.6	8.1

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
이마트 (139480)	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	-33.9	-20.8
	2019.01.10	매수	260,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2019년 1월 10일 현재 이마트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

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

투자등급 비율 (2018. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	0%

* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 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.