

쿠팡이 계속 달릴 수 없다면... 목표주가는 Sum-of-parts 방식으로 산출했으며 19년 예상 실적 기준 P/E 15배에 해당한다. 이마트 영업기체에 대한 Target P/E는 할인점 부문의 저성장성을 반영하여 10배를 적용했고 삼성생명 가치는 전일 종가대비 30%의 할인율을 적용했다. 온라인 사업부문의 가치는 추정 지분 가치를 이전과 동일하게 반영했다(1.4조원). 한편 쿠팡의 18년 매출액은 64.7%YoY 성장한 44,228억원을 기록했다. 쿠팡의 생존 가능성이 높아졌고 오프라인 유통에 가장 위협적인 존재라는 점은 충분히 확인됐다. 경이로운 매출액에도 불구하고 18년 쿠팡의 영업적자는 10,970억원(17년 6,389억원)을 기록했다. 하반기 소비심리 회복과 함께 쿠팡의 공격성이 다소 약화될 것으로 전망한다.

도표 1. 이마트 별도 기준 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

별도기준	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
총매출	37,242	35,330	40,787	35,883	37,032	36,590	42,489	39,353	144,706	149,242	155,465	160,418
이마트	29,054	27,267	31,571	27,331	28,385	26,776	31,034	28,682	114,879	114,102	110,042	109,101
트레이더스	4,587	4,524	5,373	4,616	5,514	5,836	6,985	6,113	2,842	5,639	6,271	7,067
전문점/기타	3,601	3,539	3,843	3,936	3,133	3,978	4,470	4,559	26,985	29,501	39,152	44,250
순매출액	32,877	31,080	36,169	31,357	33,235	32,188	37,679	33,863	124,507	131,483	136,965	141,329
영업이익	1,616	546	1,984	748	1,446	644	2,131	1,126	6,332	6,384	4,893	5,347
이마트	1,474	407	1,780	736	1,277	428	1,800	974	6,312	5,975	4,397	4,480
트레이더스	130	161	244	91	160	210	321	140	353	505	626	831
전문점/기타	12	-22	-40	-79	9	6	9	11	-333	-96	-130	35
OP마진	4.3	1.5	4.9	2.1	3.9	1.8	5.0	2.9	4.4	4.3	3.1	3.3
이마트	5.1	1.5	5.6	2.7	4.5	1.6	5.8	3.4	5.5	5.2	4.0	4.1
트레이더스	2.8	3.6	4.5	2.0	2.9	3.6	4.6	2.3	12.4	9.0	10.0	11.8

자료: DB금융투자, 감사보고서, 이마트

도표 2. 이마트 연결 기준 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

연결기준	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
순매출액	41,065	39,894	47,272	42,260	47,245	47,946	54,354	50,632	155,149	170,491	200,176	207,700
이마트	32,877	31,080	36,169	31,357	33,235	32,188	37,679	33,863	124,507	131,483	136,965	141,329
신세계조선호텔	428	461	482	546	437	470	492	557	1,800	1,917	1,955	1,994
신세계푸드	3,179	3,103	3,370	3,133	3,243	3,165	3,437	3,579	12,076	12,785	13,424	14,095
위드미	2,076	2,557	2,875	2,870	2,470	3,017	3,306	3,348	6,840	10,378	12,142	13,235
프라퍼티	407	404	430	447	411	408	434	451	1,110	1,688	1,705	1,722
에브리데이	2,793	2,938	3,143	2,875	2,849	2,997	3,206	2,933	11,331	11,749	11,984	12,224
영업이익	1,535	533	1,946	614	1,435	632	2,116	1,097	5,849	4,628	5,281	5,552
이마트	1,616	546	1,984	748	1,446	644	2,131	1,126	6,384	4,893	5,347	5,555
신세계조선호텔	-9	-12	-39	-17	-7	-9	-25	-39	7	-76	-80	-76
신세계푸드	100	69	56	48	105	75	62	27	298	274	269	282
위드미	-124	-96	-74	-102	-105	-86	-67	-19	-547	-396	-277	-263
프라퍼티	26	57	28	-2	29	40	31	39	-211	108	138	155
에브리데이	2	16	49	-14	2	16	44	-2	22	53	61	67
세전이익	1,669	1,211	2,533	437	1,575	787	2,271	1,242	7,997	5,849	5,876	6,187
당기순이익	1,296	951	1,947	395	1,213	606	1,749	956	6,080	4,589	4,524	4,764
지배주주순이익	1,183	908	1,916	495	1,150	560	1,719	895	6,161	4,502	4,324	4,553

자료: DB금융투자, 감사보고서, 이마트

도표 3. 이마트 목표주가 산출 근거

(단위: 억원, %)

	평가가치	주당가치	목표주가 산출 근거
이마트 별도	43,798	157,120	19년 예상 실적*Target P/E 10배 적용
삼성생명	7,048	25,284	전일종가(85,600원) 30%할인을 적용
온라인사업	14,000	50,223	DB추정 온라인분할후 지분가치 적용
합산가치	64,847	232,627	19년 예상 실적 기준 P/E 15배 수준

자료: DB금융투자

도표 4. 쿠팡 연결기준 요약 손익 계산서

(단위: 억원, %)

	2015	2016	2017	2018
매출액	11,338	19,159	26,846	44,228
매출총이익	1,447	3,896	5,181	7,501
GP%	12.8	20.3	19.3	17.0
판매비	6,917	9,549	11,570	18,471
판매비율	61.0	49.8	43.1	41.8
영업이익	-5,470	-5,653	-6,389	-10,970
OP%	-48.2	-29.5	-23.8	-24.8
세전이익	-5,261	-5,618	-6,735	-11,108
당기순이익	-5,261	-5,618	-6,735	-11,131

자료: DB금융투자, 연결감사보고서

도표 5. 쿠팡 연결기준 요약 대차대조표

(단위: 억원)

	2015	2016	2017	2018
자산총계	10,672	10,203	10,726	18,376
현금 등	7,115	4,309	3,027	7,812
재고자산	1,046	1,478	2,885	4,573
유형자산	1,665	3,604	3,496	4,001
부채총계	6,428	7,022	13,337	18,345
매입채무	1,971	2,479	4,488	6,442
장기차입금	495	420	2,961	2,969
자본총계	4,244	3,181	-2,611	31
주식발행초과금	11,249	15,744	16,606	30,141
결손금	-6,468	-12,086	-18,821	-29,952

자료: DB금융투자, 연결감사보고서

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,895	2,286	2,394	2,546	2,749
현금및현금성자산	223	284	277	324	422
매출채권및기타채권	459	596	643	683	724
재고자산	1,011	1,123	1,178	1,222	1,264
비유동자산	14,171	14,468	14,744	15,047	15,375
유형자산	9,800	10,404	10,712	11,024	11,355
무형자산	377	288	261	242	229
투자자산	2,669	2,432	2,427	2,437	2,447
자산총계	16,067	16,754	17,138	17,593	18,124
유동부채	4,214	4,998	4,991	5,027	5,112
매입채무및기타채무	1,935	2,358	2,371	2,427	2,532
단기차입금및단기차채	402	545	535	525	515
유동성장기부채	1,026	1,119	1,109	1,099	1,089
비유동부채	3,081	2,898	2,893	2,891	2,894
사채및장기차입금	2,197	2,120	2,110	2,105	2,105
부채총계	7,295	7,896	7,884	7,918	8,006
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	2,465	2,773	3,149	3,549	3,970
비지배주주지분	530	685	705	726	748
자본총계	8,771	8,857	9,254	9,675	10,117

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	898	770	1,016	1,145	1,254
당기순이익	628	476	452	476	498
현금유출이없는비용및수익	478	579	792	849	894
유형및무형자산상각비	482	530	662	719	765
영업관련자산부채변동	-89	-296	-93	-38	11
매출채권및기타채권의감소	-82	60	-47	-40	-41
재고자산의감소	-81	-163	-55	-44	-42
매입채무및기타채무의증가	60	43	13	56	105
투자활동현금흐름	-622	-817	-859	-937	-1,002
CAPEX	-723	-895	-943	-1,012	-1,083
투자자산의순증	-98	285	58	46	50
재무활동현금흐름	-121	103	-163	-160	-155
사채및차입금의 증가	-178	139	-25	-22	-17
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-59	-82	-56	-56	-56
기타현금흐름	2	4	0	0	0
현금의증가	157	60	-7	48	98
기초현금	66	224	284	277	324
기말현금	223	284	277	324	422

자료: 이마트, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	15,515	17,049	20,018	20,770	21,491
매출원가	11,140	12,453	14,653	15,183	15,689
매출총이익	4,375	4,596	5,365	5,587	5,803
판매비	3,790	4,133	4,837	5,032	5,223
영업이익	585	463	528	555	579
EBITDA	1,067	993	1,190	1,274	1,344
영업외손익	214	122	59	63	67
금융손익	-27	-29	-31	-32	-34
투자손익	53	37	53	56	60
기타영업외손익	188	114	37	39	41
세전이익	800	585	587	619	647
중단사업이익	20	17	0	0	0
당기순이익	628	476	452	476	498
자배주주지분순이익	616	450	432	455	476
비지배주주지분순이익	12	26	20	21	22
총포괄이익	633	19	452	476	498
증감률(%YoY)					
매출액	6.2	9.9	17.4	3.8	3.5
영업이익	2.9	-20.9	14.1	5.1	4.3
EPS	63.8	-26.9	-3.9	5.3	4.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	22,101	16,150	15,514	16,338	17,091
BPS	295,657	293,169	306,684	321,023	336,115
DPS	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiple(배)					
P/E	12.3	11.3	11.5	11.0	10.5
P/B	0.9	0.6	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA	10.7	9.2	7.6	7.0	6.6
수익성(%)					
영업이익률	3.8	2.7	2.6	2.7	2.7
EBITDA마진	6.9	5.8	5.9	6.1	6.3
순이익률	4.0	2.8	2.3	2.3	2.3
ROE	7.7	5.5	5.2	5.2	5.2
ROA	4.0	2.9	2.7	2.7	2.8
ROIC	4.8	3.9	4.2	4.3	4.3
안정성및기타					
부채비율(%)	83.2	89.1	85.2	81.8	79.1
이자보상배율(배)	6.0	5.7	6.4	6.8	7.1
배당성향(배)	7.8	11.7	12.3	11.7	11.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정중하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

이마트 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
17/02/06	Buy	260,000	-19.0	-9.4	19/02/15	Buy	220,000	-19.5	-17.0
17/04/17	Buy	285,000	-17.5	-10.9	19/04/18	Buy	230,000	-	-
17/08/30	Buy	295,000	-17.7	-0.2					
18/01/29	Buy	365,000	-22.5	-13.0					
18/05/11	Buy	346,000	-35.1	-19.9					
18/11/09	Buy	298,000	-36.2	-33.1					
19/01/28	Buy	256,000	-29.1	-24.6					

주: *표는 담당자 변경