

이마트 (139480)

온라인 매출 확대, 수익성에도 긍정적

온라인 매출 확대로 할인점 효율화

코로나19 사태에도 불구하고 1~2월 이마트 할인점 기준점 매출은 YoY -1% 수준 선전한 것으로 파악되고 있다. 2015년 메르스 당시 매출(기준점 YoY -6%)과 최근 성수/마포점 등 휴점까지 감안하면 놀라운 수치다. 1) 온라인 매출 확대(PP센터)가 오프라인 점포 효율화에 기여하고 있고, 2) 생필품 수요 증가가 온라인 공급을 넘어 오프라인 매장 트래픽 재유입으로 이어지고 있기 때문이다.

실적 연속성과 수익성 측면에도 긍정적

2가지 우려가 있을 수 있다. 첫째, 코로나 사태가 끝나도 이런 실적 개선이 이어질 지 여부다. 이마트는 지난 4분기 이미 두 가지 긍정적 시그널을 보여줬다. 1) 할인점 기준점 성장률이 YoY -1.2%를 기록하면서 오프라인 실적이 바닥을 지났음을, 2) 쓱닷컴 매출이 YoY 28% 증가하면서 식품 온라인 시장 점유율이 상승하고 있음을 입증했다. 전년도 빅베스와 구조조정 효과로 2020년 이마트 연결 영업이익은 500억 원 가까이 증가할 것으로 예상된다. 코로나19 사태로 실적 턴어라운드라 빨라야 2분기부터 가능할 것으로 보였으나, 최근 기대 이상 선전으로 실적 회복 가시성이 높아진 것이다.

둘째, 쓱닷컴 수익성에 대한 우려다. 뉴스에 의하면 쿠팡의 경우 매출이 증가할수록 손실이 커지는 상황이라고 한다. 실질적으로 배송비가 무료이기 때문이다. 특히, 새벽배송은 비용 부담이 더 크다. 이마트는 4만원 이상만 무료 배송이며, 특별한 회원제 서비스도 없다. 오히려, 차량 1대당 배송 물량이 증가하면서 효율성이 개선되고 있다. 특별한 마케팅 비용 없이 모든 배송 슬롯 품질이 나타나고 있다. 쓱닷컴 분기별 300억원 내외 영업손실 폭이 상당히 축소될 수 있다.

이베이코리아 매각, 이마트에게는 우호적 이슈

5조원에 매각될 가능성은 낮다. 전년도 11번가 매각 때도 큰 시각차를 보였다. 다만, 이런 이슈는 국내 온라인 유통시장 재편의 단초가 될 수 있다. 쿠팡은 2021년 상장을 위해 시장 점유율 확대를 위한 '사전 정지작업'이 필요하고, 비전 펀드는 M&A를 선택할 수도 있다. 수요(M&A)와 공급(매각)이 만났기 때문에 어떤 방식이든 결과가 나올 것이라고 본다. 이마트에게는 우호적인 이슈다. 시장 재편에 따른 '역마진' 마케팅 경쟁 완화는 이마트 실적 턴어라운드 가능성을 높이기 때문이다. 지속적인 비중확대 전략이 유효하다.

Update

BUY

| TP(12M): 135,000원 | CP(3월 4일): 113,000원

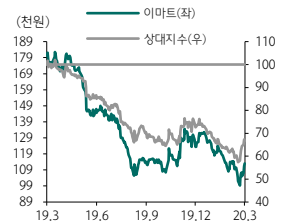
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,059.33
52주 최고/최저(원)	182,500/9,300
시가총액(십억원)	3,150.0
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	27,875.8
60일 평균 거래량(천주)	186.6
60일 평균 거래대금(십억원)	21.7
19년 배당금(예상, 원)	2,000
19년 배당수익률(예상, %)	1.57
외국인지분율(%)	32.69
주요주주 지분율(%)	
이명희 외 3인	28.56
국민연금공단	12.74
추가상승률	1M 6M 12M
절대	2.7 (0.9) (37.2)
상대	7.6 (4.3) (33.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	18,934.5	20,388.0
영업이익(십억원)	203.4	264.5
순이익(십억원)	194.5	242.9
EPS(원)	6,729	8,470
BPS(원)	319,844	325,211

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	십억원	15,514.9	17,049.1	19,062.9	19,883.2	20,825.4
영업이익	십억원	584.9	462.8	150.6	194.0	268.4
세전이익	십억원	799.7	585.0	282.2	219.7	309.7
순이익	십억원	616.1	450.2	234.0	182.2	256.8
EPS	원	22,101	16,150	8,395	6,535	9,213
증감률	%	63.7	(26.9)	(48.0)	(22.2)	41.0
PER	배	12.26	11.30	15.19	17.29	12.27
PBR	배	0.92	0.62	0.43	0.37	0.36
EV/EBITDA	배	10.74	9.21	10.51	8.35	7.14
ROE	%	7.73	5.49	2.83	2.16	2.99
BPS	원	295,750	293,262	299,658	304,259	311,537
DPS	원	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 박중대
02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서연정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

이베이코리아 매각, 쿠팡 2021년
상장 위한 M&A 가능성, 수요/공급
균정적

이베이코리아 매각, 국내 온라인 유통시장 재편의 단초 가능성

온라인 유통업체는 특별한 유형자산이 없기 때문에 사업가치만을 따져야 한다. 온라인 유통시장은 절대적 시장 점유율을 갖고 있지 않으면 구조적으로 이익을 내기 힘든 완전 경쟁시장이다. 따라서, 매각 가격을 크게 낮추지 않는 한 '매각'보다 '합병' 형태로 이베이가 경영권을 넘기고 한국 시장에서 철수할 가능성도 배제할 수 없다. 아무튼, 이런 이슈는 국내 온라인 유통시장 재편의 단초가 될 수 있다. 쿠팡은 2021년 나스닥 상장을 목표로 하고 있다고 한다. 하지만, 현재 시장 점유율(약 13% 추정) 상태로 성공적 상장을 기대하기 어렵다. 애매한 1위 사업자이기 때문이다. 시장 점유율 35% 이상 절대적 1위 사업자 지위라면 PSR 4배도 적용 받을 수 있지만, 그렇지 못할 경우 투자자들의 평가는 상당히 인색할 가능성이 크다. 전술한 바와같이 절대적 시장점유율을 확보하지 못하면 구조적으로 이익을 창출할 수 없기 때문이다. 따라서, 쿠팡은(엄격히 말하면 비전펀드) 2020년, 내년 상장을 위한 사전 정지작업으로 시장 재편을 도모할 가능성이 크다. 시장 점유율 상승을 위한 M&A인데, '인수'보다는 '합병'이 빠르고, 비용도 적게 소요된다.

이마트에게는 우호적 이슈

실적 턴어라운드 가시성 상승,
주가 모멘텀 긍정적

이베이와 비전펀드의 세부 방식은 다르지만 근본적인 방향은 일치한다. 수요(M&A)와 공급(매각)이 만났기 때문에 어떤 방식이든 결과가 나올 것이라고 본다. 시장 재편이 이뤄질 경우, 이제 시장 점유율 확대를 위한 공격적 '역마진' 마케팅 경쟁은 완화될 것으로 예상된다.

이마트에게는 우호적인 이슈다. 최소한 식품 카테고리의 경우, 쿠팡이 제로 마진으로 판매하는 가격에서도 이마트는 3~4% 영업이익률을 기대할 수 있다. 압도적인 물류 인프라와 매입 역량 때문이다. 이마트의 실적 턴어라운드 가시성이 높아지면 주가 모멘텀에도 커질 수 있다.

1분기 연결 영업이익 580억원,
YoY 22% 감소 전망

표 1. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	4,585	4,581	5,063	4,833	19,063	4,646	4,867	5,408	4,963	19,883
이마트	2,839	2,578	2,956	2,667	11,039	2,810	2,553	2,985	2,469	10,817
전문점	262	261	274	277	1,073	262	352	342	339	1,295
트레이더스	551	558	626	602	2,337	551	658	733	695	2,638
SSG.COM	177	208	227	233	844	221	256	272	265	1,013
영업이익	74	-30	116	-10	151	58	-28	123	42	194
이마트	114	-4	130	43	282	98	-5	128	41	263
전문점	-23	-19	-21	-24	-87	-18	-21	-17	-8	-65
트레이더스	14	14	16	5	49	12	18	21	10	61
SSG.COM	-11	-11	-24	-36	-82	-22	-20	-22	-17	-81
세전이익	93	-38	132	96	282	64	-21	129	48	220
지배주주귀속 순익	68	-25	110	81	234	53	-18	107	40	182
영업이익률(%)	1.6	-0.7	2.3	-0.2	0.8	1.2	-0.6	2.3	0.8	1.0
이마트	4.0	-0.2	4.4	1.6	2.6	3.5	-0.2	4.3	1.7	2.4
전문점	-8.7	-7.2	-7.7	-8.7	-8.1	-7.0	-6.0	-5.0	-2.4	-5.0
트레이더스	2.4	2.6	2.5	0.9	2.1	2.2	2.7	2.8	1.5	2.3
SSG.COM	-6.1	-5.4	-10.4	-15.5	-9.7	-10.0	-8.0	-8.0	-6.3	-8.0
세전이익률(%)	2.0	-0.8	2.6	2.0	1.5	1.4	-0.4	2.4	1.0	1.1
순이익률(%)	1.5	-0.5	2.2	1.7	1.2	1.1	-0.4	2.0	0.8	0.9
매출액(YoY,%)	11.7	14.8	7.1	14.4	11.8	1.3	6.2	6.8	2.7	4.3
이마트	4.1	1.7	0.5	6.3	3.1	-1.0	-1.0	1.0	-7.4	-2.0
전문점	45.9	37.0	26.0	19.8	31.2	0.0	35.0	25.0	22.7	20.7
트레이더스	20.2	23.3	16.6	30.4	22.4	0.0	18.0	17.0	15.5	12.8
SSG.COM						25.0	23.0	20.0	13.5	20.0
영업이익(YoY,%)	-51.6	적전	-40.3	적전	-67.5	-22.3	적지	5.5	흑전	28.8
이마트	-29.5	적전	-32.9	-56.9	-44.7	-14.0	적지	-1.0	-3.2	-6.9
전문점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
트레이더스	4.7	-10.6	-36.1	-41.6	-22.0	-10.2	24.3	29.1	97.0	24.1
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	-44.3	적전	-48.0	118.5	-51.8	-31.0	적지	-2.2	-49.8	-22.2
순이익(YoY,%)	-42.6	적전	-42.4	63.5	-48.0	-21.7	적지	-3.0	-50.9	-22.2

자료: 이마트, 하나금융투자

표 2. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2020년 매출은 YoY 4% 성장한
19조 8,830억원, 영업이익은
YoY 29% 증가한 1,940억원 추정

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,049	19,063	19,883	20,825	21,730
이마트	10,710	11,039	10,817	10,817	10,817
이마트몰	818	1,073	1,295	1,490	1,683
트레이더스	1,910	2,337	2,638	2,914	3,125
SSG.COM		844	1,013	1,185	1,363
영업이익	463	151	194	268	298
이마트	510	282	263	281	281
이마트몰	-74	-87	-65	-45	-50
트레이더스	63	49	61	73	84
SSG.COM		-82	-81	-59	-41
세전이익	585	282	220	310	355
순이익	476	224	174	246	282
지배주주귀속 순익	450	234	182	257	295
적정시가총액	7,428	3,861	3,006	4,237	4,864
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	266	139	108	152	174
적정PER(배)	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
EPS(원)	16,150	8,395	6,535	9,213	10,574
영업이익률(%)	2.7	0.8	1.0	1.3	1.4
매출 (YoY,%)	9.3	11.8	4.3	4.7	4.3
영업이익 (YoY,%)	-25.5	-67.5	28.8	38.3	11.1
지배순이익 (YoY,%)	-26.9	-48.0	-22.2	41.0	14.8

자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

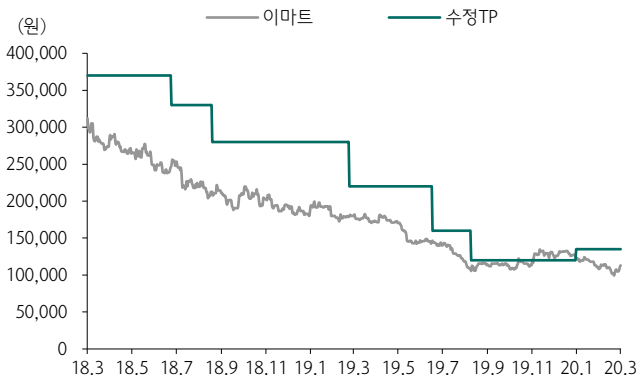
손익계산서		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
매출액	15,514.9	17,049.1	19,062.9	19,883.2	20,825.4	
매출원가	11,140.1	12,452.8	14,170.5	14,614.1	15,390.0	
매출총이익	4,374.8	4,596.3	4,892.4	5,269.1	5,435.4	
판매비	3,789.9	4,133.5	4,741.8	5,075.0	5,167.0	
영업이익	584.9	462.8	150.6	194.0	268.4	
금융손익	(26.9)	(29.1)	(70.5)	(46.3)	(42.2)	
종속/관계기업손익	53.4	37.1	73.5	77.2	87.4	
기타영업외손익	188.4	114.1	128.5	(5.3)	(3.9)	
세전이익	799.7	585.0	282.2	219.7	309.7	
법인세	191.7	126.1	58.3	45.4	64.0	
계속사업이익	608.0	458.9	223.9	174.3	245.7	
중단사업이익	20.0	17.3	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	627.9	476.2	223.9	174.3	245.7	
비배주주지분 순이익	11.9	26.0	(10.2)	(7.9)	(11.1)	
지배주주순이익	616.1	450.2	234.0	182.2	256.8	
지배주주지분포괄이익	621.8	(4.2)	(50.1)	(39.0)	(54.9)	
NOPAT	444.7	363.1	119.5	153.9	212.9	
EBITDA	1,066.7	992.8	646.1	659.1	743.9	
성장성(%)						
매출액증가율	6.2	9.9	11.8	4.3	4.7	
NOPAT증가율	7.3	(18.3)	(67.1)	28.8	38.3	
EBITDA증가율	4.1	(6.9)	(34.9)	2.0	12.9	
영업이익증가율	2.9	(20.9)	(67.5)	28.8	38.4	
(지배주주)순이익증가율	63.8	(26.9)	(48.0)	(22.1)	40.9	
EPS증가율	63.7	(26.9)	(48.0)	(22.2)	41.0	
수익성(%)						
매출총이익률	28.2	27.0	25.7	26.5	26.1	
EBITDA이익률	6.9	5.8	3.4	3.3	3.6	
영업이익률	3.8	2.7	0.8	1.0	1.3	
계속사업이익률	3.9	2.7	1.2	0.9	1.2	
투자지표						
주당지표(원)						
EPS	22,101	16,150	8,395	6,535	9,213	
BPS	295,750	293,262	299,658	304,259	311,537	
CFPS	39,672	37,841	28,507	23,993	26,994	
EBITDAPS	38,266	35,616	23,179	23,646	26,685	
SPS	556,572	611,608	683,851	713,276	747,078	
DPS	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000	
주가지표(배)						
PER	12.3	11.3	15.2	17.3	12.3	
PBR	0.9	0.6	0.4	0.4	0.4	
PCFR	6.8	4.8	4.5	4.7	4.2	
EV/EBITDA	10.7	9.2	10.5	8.3	7.1	
PSR	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2	
재무비율(%)						
ROE	7.7	5.5	2.8	2.2	3.0	
ROA	3.9	2.7	1.4	1.1	1.5	
ROIC	4.8	3.9	1.3	1.8	2.7	
부채비율	83.2	89.1	84.3	87.2	82.2	
순부채비율	38.4	38.0	28.6	18.8	16.7	
이자보상배율(배)	6.0	5.7	2.0	3.0	4.8	

자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F	
유동자산	1,895.2	2,285.6	2,460.0	3,160.8	2,871.1	
금융자산	329.0	472.0	491.4	1,121.6	735.6	
현금성자산	223.2	283.7	280.8	902.0	505.5	
매출채권 등	459.5	596.0	608.0	620.1	649.5	
재고자산	1,011.4	1,123.0	1,255.6	1,309.7	1,371.7	
기타유동자산	95.3	94.6	105.0	109.4	114.3	
비유동자산	14,171.3	14,468.3	14,143.7	13,898.2	14,052.7	
투자자산	2,668.8	2,432.3	2,603.2	2,672.8	2,752.8	
금융자산	2,145.1	728.8	814.9	849.9	890.2	
유형자산	9,799.9	10,403.9	9,929.2	9,630.1	9,716.9	
무형자산	376.7	288.1	267.2	251.3	239.0	
기타비유동자산	1,325.9	1,344.0	1,344.1	1,344.0	1,344.0	
자산총계	16,066.5	16,753.9	16,603.7	17,059.0	16,923.8	
유동부채	4,214.0	4,998.3	5,259.3	5,724.7	6,023.2	
금융부채	1,440.0	1,673.9	1,551.3	1,472.7	1,573.3	
매입채무 등	1,934.8	2,358.1	2,636.7	3,032.2	3,175.9	
기타유동부채	839.2	966.3	1,071.3	1,219.8	1,274.0	
비유동부채	3,081.1	2,898.1	2,334.7	2,220.0	1,610.5	
금융부채	2,259.8	2,164.9	1,514.9	1,364.9	714.9	
기타비유동부채	821.3	733.2	819.8	855.1	895.6	
부채총계	7,295.1	7,896.4	7,594.0	7,944.7	7,633.7	
지배주주지분	8,241.7	8,172.3	8,350.7	8,478.8	8,681.8	
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4	
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	
자본조정	321.0	319.8	319.8	319.8	319.8	
기타포괄이익누계액	1,079.3	703.4	703.4	703.4	703.4	
이익잉여금	2,464.9	2,772.7	2,951.0	3,079.2	3,282.1	
비지배주주지분	529.7	685.2	659.1	635.4	608.3	
자본총계	8,771.4	8,857.5	9,009.8	9,114.2	9,290.1	
순금융부채	3,370.7	3,366.8	2,574.9	1,716.0	1,552.6	
현금흐름표						
영업활동 현금흐름	898.2	769.8	1,034.6	1,148.2	863.2	
당기순이익	627.9	476.2	223.9	174.3	245.7	
조정	359.3	590.0	495.5	465.1	475.4	
감가상각비	481.8	530.0	495.5	465.1	475.4	
외환거래손익	(76.0)	15.2	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	(54.7)	(93.0)	0.0	0.0	0.0	
기타	8.2	137.8	0.0	0.0	0.0	
영업활동 자산부채 변동	(89.0)	(296.4)	315.2	508.8	142.1	
투자활동 현금흐름	(621.8)	(816.8)	(209.1)	(244.6)	(656.3)	
투자자산감소(증가)	(97.8)	285.3	(186.8)	(85.5)	(95.9)	
유형자산감소(증가)	(593.1)	(691.7)	0.0	(150.0)	(550.0)	
기타	69.1	(410.4)	(22.3)	(9.1)	(10.4)	
재무활동 현금흐름	(121.4)	102.8	(828.4)	(282.5)	(603.4)	
금융부채증가(감소)	(177.7)	139.1	(772.6)	(228.6)	(549.4)	
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	115.2	45.5	(0.1)	(0.0)	(0.1)	
배당지급	(58.9)	(81.8)	(55.7)	(53.9)	(53.9)	
현금의 증감	157.4	59.9	(2.8)	621.1	(396.5)	
Unlevered CFO	1,105.9	1,054.9	794.7	668.8	752.5	
Free Cash Flow	175.4	(124.8)	534.6	498.2	(186.8)	

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이마트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.27	BUY	135,000		
20.1.2	Neutral	135,000	-15.81%	-8.15%
19.8.11	Neutral	120,000	0.14%	12.08%
19.6.19	BUY	160,000	-17.93%	-10.00%
19.2.25	BUY	220,000	-25.00%	-17.05%
18.8.21	BUY	280,000	-30.21%	-20.89%
18.6.26	BUY	330,000	-31.14%	-22.42%
18.4.2	BUY	370,000	-29.08%	-21.49%
18.1.29	BUY	320,000	-9.97%	-0.78%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.8%	10.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 3월 4일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 05일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2020년 03월 05일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.