

이마트 (139480)

소매/유통



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	210,000원 (M)
현재주가 (3/9)	112,500원
상승여력	87%

시가총액	31,360억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	223억원
60일 평균 거래량	193,033주
52주 고	182,500원
52주 저	99,300원
외인지분율	32.79%
주요주주	이명희 외 3 인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	(11.1)	(36.1)
상대	12.7	(5.0)	(30.1)
절대(달러환산)	(0.9)	(11.2)	(39.1)

코로나19, 이마트의 방향성을 더욱 분명하게 하다

투자의견 BUY, 목표주가 21만원, Top Pick 의견 유지

이마트에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 21만원을 유지하며 당사 유통업종 Top Pick 의견을 유지하는 바이다. 이마트의 주가를 결정하는 두 가지 Factor는 할인점의 기존점 성장을 턴어라운드와 SSG.Com의 성장성이 될 것이라 판단한다. 두 가지 Factor 모두, 코로나19 확산으로 인해 더욱 가시화 되었다. 여러 차례 강조하는 것이지만, 합산 기존점 성장률(오프라인+이커머스)의 턴어라운드는 Valuation Re-rating으로 이어질 수 있다.

쿠팡의 원치 않던(?) 호조, 이마트에게는 기회요인이 될 것

쿠팡이 수익성 위주로 경영전략을 선화할 수 밖에 없는 대외 환경 속에서 할인점의 기존점 성장률은 낮아진 Base를 딛고 턴어라운드 할 수 있을 것으로 기대되고 있던 상황이었다. 최근 코로나19 확산으로 이커머스 주문이 폭주하면서, 쿠팡 입장에서는 타의에 의해 불가피한 외형 성장을 할 수 밖에 없었던 상황이 만들어졌다. 주문 폭주에 따른 적자부담이 커진 쿠팡은 코로나19 사태가 진정되는 상황에서 더욱 수익성 위주로 사업을 영위할 것이라 전망된다.

이러한 경쟁 강도 완화 상황에서 이마트의 기존점 성장을 턴어라운드는 더욱 가시화될 수 있다고 판단된다. 또한, 객단가의 부담을 주던 신선식품물가지수 역신장세도 2020년이 들어서 + 전환하는 모습이 나타났다.

SSG.Com은 유입된 트래픽을 유지할 역량이 있다

SSG.Com은 코로나19 확산에 따른 이커머스 주문 폭증을 경험하고 있는 상황이다. 중요한 것은 코로나19 사태로 유입된 트래픽의 리텐션을 안정적으로 유지하느냐에 달렸다. 이번 사태는 식품/생필품 카테고리에 소비자 수요가 집중된 상황이었다. 이러한 카테고리는 대형마트 중심의 온라인몰이 확실히 강점을 가지고 있는 상품군이다. SSG.Com의 상품 경쟁력이 소비자에게 부각될 수 있었을 것이라 판단된다. 또한 코로나19 사태에 앞서 우연히 NEO.3를 완공하여 경쟁사 대비 수도권에서는 비교적 안정적으로 배송의 정시성을 지킨 것 역시, 소비자에게 긍정적인 인상을 주었을 것이라 기대된다. 상품 경쟁력과 배송 경쟁력이 2019년 대비 2020년 SSG.Com에 대한 소비자 만족도를 높인 요인들이었기 때문에 충분히 트래픽 리텐션을 유지할 수 있는 역량이 있을 것이라 판단된다. 이에 따라 코로나19 확산은 SSG.Com의 성장성을 더욱 확대시키는 계기가 될 것이다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	48,770	6.4	0.9	49,553	-1.6
영업이익	901	21.3	흑전	756	19.2
세전계속사업이익	1,338	44.0	40.2	977	37.0
지배순이익	1,013	49.0	25.2	645	56.9
영업이익률 (%)	1.8	+0.2 %pt	흑전	1.5	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.1	+0.6 %pt	+0.4 %pt	1.3	+0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	155,149	170,491	190,629	201,260
영업이익	5,849	4,628	1,506	3,432
지배순이익	6,161	4,502	2,340	3,066
PER	10.3	14.8	15.2	10.4
PBR	0.8	0.8	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.6	10.8	6.6	5.2
ROE	7.7	5.5	2.8	3.5

자료: 유안타증권

[표 1] 이마트 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
총매출액	37,031	34,531	39,127	36,044	38,108	36,158	39,984	37,950	148,747	146,733	152,201
YoY	-0.6%	-2.3%	-2.9%	0.4%	2.9%	4.7%	2.2%	5.3%	2.8%	-1.4%	3.7%
할인점	28,385	25,784	29,557	26,667	28,139	26,325	29,442	27,683	111,521	110,393	111,589
트레이더스	5,513	5,578	6,264	6,019	6,594	6,464	7,038	6,731	19,100	23,374	26,827
전문점	2,616	2,611	2,735	2,765	2,825	2,820	2,954	2,986	12,078	10,727	11,585
기타	517	558	571	593	550	550	550	550	2,349	2,239	2,200
순매출액	33,233	30,864	35,172	32,279	33,535	31,819	35,186	33,396	131,484	131,548	133,937
매출총이익	9,233	8,689	9,683	8,666	9,344	9,010	9,801	9,285	38,098	36,271	37,440
영업이익	1,068	-71	1,261	253	1,089	322	1,358	968	4,894	2,511	3,736
YoY	-33.9%	-113.0%	-36.4%	-66.2%	1.9%	-553.5%	7.7%	282.5%	-23.3%	-48.7%	48.8%
영업이익률	2.9%	-0.2%	3.2%	0.7%	2.9%	0.9%	3.4%	2.6%	3.3%	1.7%	2.5%

주 : 영업이익률은 총매출액 대비 기준
 자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 이마트 실적 추이 및 전망 (연결기준)

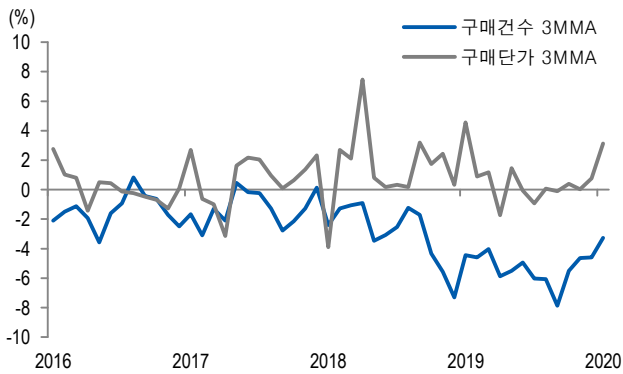
(단위: 억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E
순매출액	45,854	45,810	50,633	48,332	48,770	48,581	52,698	51,210	170,491	190,629	201,260
YoY	11.7%	14.8%	7.1%	14.4%	6.4%	6.0%	4.1%	6.0%	6.8%	11.8%	5.6%
이마트	33,233	30,864	35,172	32,279	33,535	31,819	35,186	33,396	131,484	131,548	133,937
신세계푸드	3,166	3,274	3,373	3,387	3,348	3,462	3,623	3,591	12,785	13,200	14,023
에브리데이(SM 마트 포함)	2,975	3,094	3,203	3,025	3,020	3,140	3,251	3,070	11,749	12,297	12,481
SSG.Com	1,765	2,078	2,266	2,333	2,856	2,703	3,001	3,350		8,442	11,910
이마트24	2,823	3,384	3,644	3,694	3,496	4,171	4,460	4,507	10,378	13,545	16,634
프라퍼티	467	505	531	579	490	530	558	608	1,688	2,082	2,186
조선호텔	453	499	524	614	467	514	540	632	1,917	2,090	2,153
해외(베트남)	189	171	183	206	223	202	216	243	622	749	884
GFH	1,286	1,955	1,788	1,740	1,350	2,053	1,877	1,827		6,769	7,107
영업이익	743	-299	1,162	-100	901	192	1,375	964	4,628	1,506	3,432
YoY	-51.6%	-156.1%	-40.3%	-116.3%	21.3%	-164.2%	18.3%	-	-18.4%	-67.5%	127.9%
이마트	1,068	-71	1,261	253	1,089	322	1,358	968	4,894	2,511	3,736
신세계푸드	32	72	62	54	53	83	79	73	273	220	287
에브리데이(SM 마트 포함)	20	45	71	17	29	55	82	26	53	153	193
SSG.Com	-108	-113	-235	-362	-185	-205	-185	-138		-818	-713
이마트24	-93	-64	-22	-103	-80	-37	18	-36	-396	-282	-135
프라퍼티	36	24	37	27	40	28	42	31	109	124	141
조선호텔	-56	-56	-24	11	-44	-53	-19	18	-77	-125	-98
해외(베트남)	-7	-3	-4	1	2	3	4	6	-15	-13	16
GFH	-6	-5	-11	13	-3	-4	-4	15		-9	5
영업이익률	1.6%	-0.7%	2.3%	-0.2%	1.8%	0.4%	2.6%	1.9%	2.7%	0.8%	1.7%
이마트	3.2%	-0.2%	3.6%	0.8%	3.2%	1.0%	3.9%	2.9%	3.7%	1.9%	2.8%
신세계푸드	1.0%	2.2%	1.8%	1.6%	1.6%	2.4%	2.2%	2.0%	2.1%	1.7%	2.0%
에브리데이(SM 마트 포함)	0.7%	1.5%	2.2%	0.6%	1.0%	1.8%	2.5%	0.9%	0.5%	1.2%	1.5%
SSG.Com	-6.1%	-5.4%	-10.4%	-15.5%	-6.5%	-7.6%	-6.2%	-4.1%		-9.7%	-6.0%
이마트24	-3.3%	-1.9%	-0.6%	-2.8%	-2.3%	-0.9%	0.4%	-0.8%	-3.8%	-2.1%	-0.8%
프라퍼티	7.7%	4.8%	7.0%	4.7%	8.2%	5.3%	7.5%	5.2%	6.5%	6.0%	6.5%
조선호텔	-12.4%	-11.2%	-4.6%	1.8%	-9.4%	-10.2%	-3.6%	2.8%	-4.0%	-6.0%	-4.5%
해외(베트남)	-3.7%	-1.8%	-2.2%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	-2.4%	-1.7%	1.8%
GFH	-0.5%	-0.3%	-0.6%	0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	0.8%		-0.1%	0.1%

주 : 이마트 영업이익률은 순매출액 기준

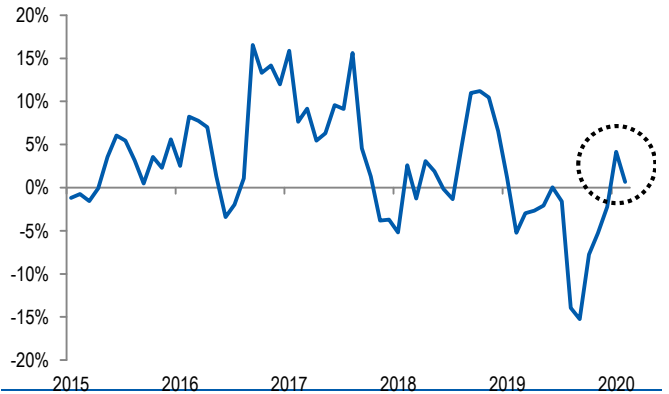
자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 대형마트 기준점성장률의 분해 - 구매건수와 구매단가 3MMA



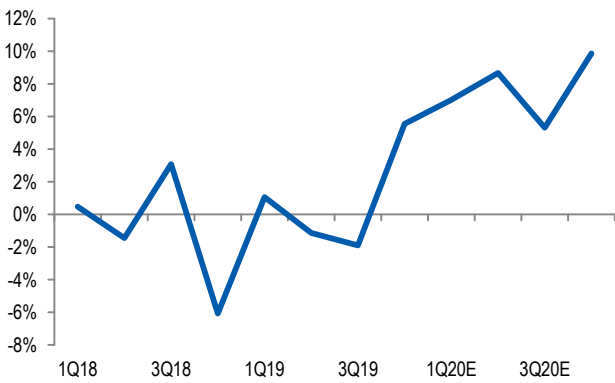
자료: 산업통상자원부, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 신선식품물가지수 추이



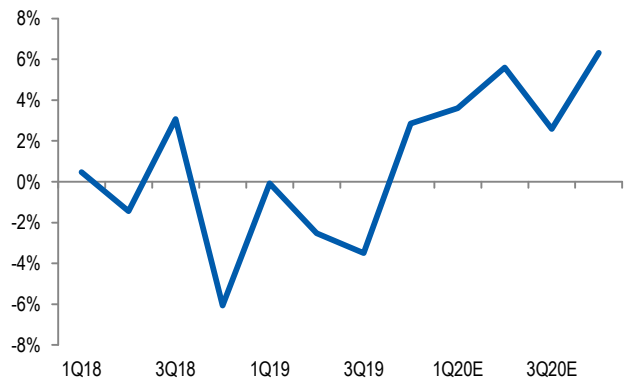
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 이마트 할인점과 쓱닷컴의 합산 기준점성장률 추이 및 전망 (당사 추정)



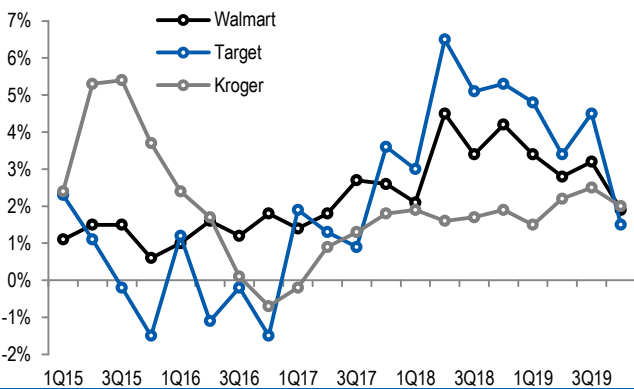
주: SSG.Com의 GMV 증가분을 할인점의 기준점성장률로 치환
자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 이마트 할인점과 이마트몰의 합산 기준점성장률 추이 및 전망 (당사 추정)



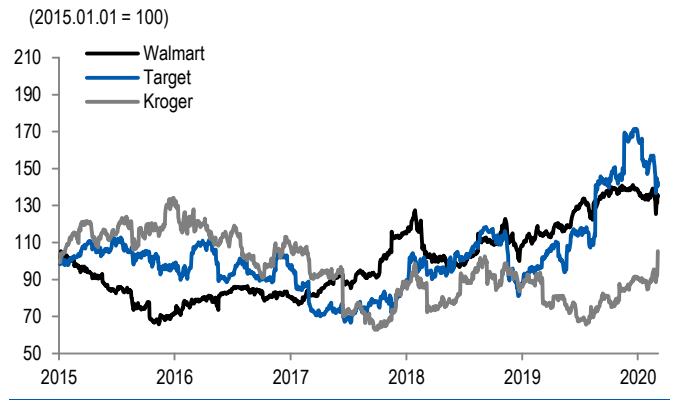
주: SSG.Com의 GMV 증가분을 할인점의 기준점성장률로 치환하였으며, 신세계를 대비 이마트몰 성장을 20% 할증하였음
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 북미 대형마트 3사의 기준점성장률 추이



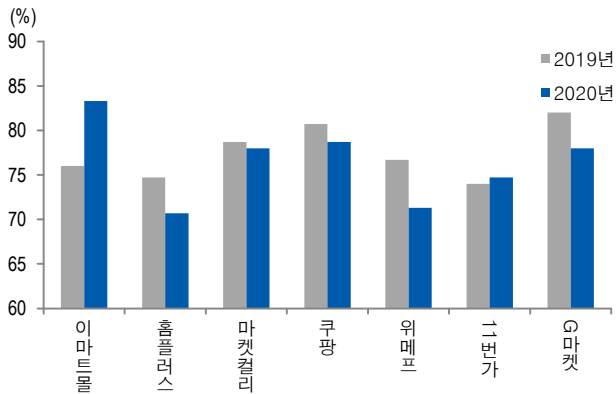
자료: 각 사, 유안타증권 리서치센터

[그림 6] 북미 대형마트 3사의 주가수익률 추이



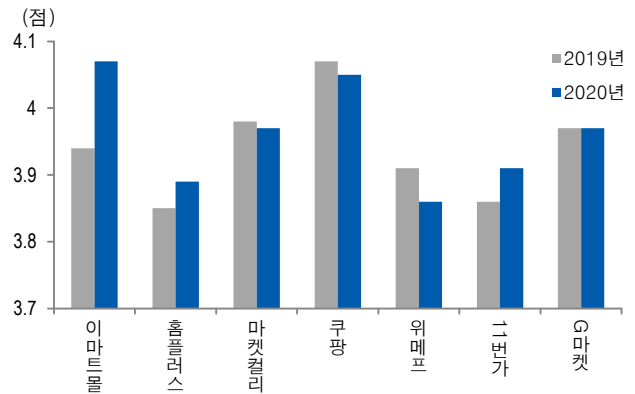
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] 각 온라인몰 별 만족도 (매우 만족과 만족의 비율)



자료: 오픈서베이, 유안타증권 리서치센터

[그림 8] 각 온라인몰 별 만족도 (평균)



자료: 오픈서베이, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 각 온라인몰 별 만족 이유

(단위: %)

	이마트몰	홈플러스	마켓컬리	쿠팡	위메프	11번가	G마켓	네이버쇼핑
배송시간 지정	24.8	27.4	31.6	35.6	4.7	2.7	13.7	1.6
이벤트/프로모션	8.8	14.2	6.8	0.8	43.9	34.8	23.1	5.7
빠른 배송	16.8	15.1	15.4	39.8	15.9	4.5	9.4	4.1
편리한 사이트/앱	8.8	8.5	2.6	4.2	5.6	14.3	10.3	23.6
편리한 결제	4.8	5.7	1.7	7.6	7.5	11.6	12.0	24.4
멤버십 혜택	7.2	4.7		0.8	6.5	20.5	17.9	8.1
품질/신선도	12.0	10.4	18.8	4.2	3.7	2.7	0.9	6.5
특별한 제품	6.4	5.7	16.2	2.5	0.9	4.5	2.6	16.3
포장/배송상태	7.2	3.8	6.0	3.4	5.6	1.8	4.3	2.4
교환/환불 용이	2.4	4.7	0.9	0.8	2.8		2.6	2.4

자료: 오픈서베이, 유안타증권 리서치센터

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	155,149	170,491	190,629	201,260	212,798
매출원가	111,401	124,528	141,705	145,913	154,278
매출총이익	43,748	45,963	48,924	55,346	58,519
판매비	37,899	41,335	47,418	51,914	53,724
영업이익	5,849	4,628	1,506	3,432	4,796
EBITDA	10,667	9,928	10,468	13,437	14,640
영업외손익	2,148	1,221	1,316	621	768
외환관련손익	785	-224	-1,012	-965	-965
이자손익	-724	-543	-1,014	-909	-909
관계기업관련손익	534	371	733	1,017	1,119
기타	1,554	1,618	2,609	1,477	1,523
법인세비용차감전순이익	7,997	5,850	2,822	4,053	5,564
법인세비용	1,917	1,261	583	892	1,224
계속사업순이익	6,080	4,589	2,239	3,161	4,340
중단사업순이익	200	173	0	0	0
당기순이익	6,279	4,762	2,239	3,161	4,340
지배지분순이익	6,161	4,502	2,340	3,066	4,209
포괄순이익	6,335	188	575	-684	495
지배지분포괄이익	6,218	-42	569	-663	480

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	18,952	22,856	44,577	44,655	40,966
현금및현금성자산	2,232	2,837	10,258	6,043	1,059
매출채권 및 기타채권	4,595	5,960	12,000	13,031	13,384
재고자산	10,114	11,230	13,809	17,070	18,012
비유동자산	141,713	144,683	174,119	174,151	174,446
유형자산	97,999	104,039	104,675	102,922	101,326
관계기업 등 자본관련자산	5,238	7,183	8,364	10,402	12,540
기타투자자산	21,451	17,140	16,855	16,855	16,855
자산총계	160,665	167,539	218,696	218,806	215,412
유동부채	42,140	49,983	66,211	66,575	65,393
매입채무 및 기타채무	19,348	23,581	33,145	33,509	32,327
단기차입금	4,019	5,448	2,366	2,366	2,366
유동성장기부채	10,256	11,191	10,797	10,797	10,797
비유동부채	30,811	28,981	52,031	52,423	52,480
장기차입금	3,780	3,391	25,065	25,065	25,065
사채	18,189	17,807	0	0	0
부채총계	72,951	78,964	118,242	118,998	117,873
지배지분	82,417	81,723	87,992	86,674	84,598
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	42,370	42,370	42,370
이익잉여금	24,649	27,727	28,675	31,202	32,970
비지배지분	5,297	6,852	12,462	13,134	12,940
자본총계	87,714	88,575	100,454	99,808	97,539
순차입금	33,582	33,568	21,228	25,443	30,427
총차입금	36,872	38,288	38,234	38,234	38,234

현금흐름표					
(단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	8,982	7,698	17,613	10,659	13,052
당기순이익	0	0	684	3,161	4,340
감가상각비	4,553	5,029	8,702	9,752	9,597
외환손익	-760	152	761	965	965
종속, 관계기업 관련손익	-547	-487	-733	-1,017	-1,119
자산부채의 증감	-890	-2,964	6,166	-3,377	-1,954
기타현금흐름	6,626	5,968	2,034	1,175	1,223
투자활동 현금흐름	-6,218	-8,168	-14,655	-10,025	-9,970
투자자산	297	-1,423	-5,502	-1,020	-1,020
유형자산 증가 (CAPEX)	-7,228	-8,946	-8,542	-8,000	-8,000
유형자산 감소	1,297	2,028	1,339	0	0
기타현금흐름	-584	173	-1,950	-1,005	-950
재무활동 현금흐름	-1,214	1,028	6,072	-1,275	-1,315
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-1,373	1,715	-1,181	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-589	-818	-1,293	-1,275	-1,315
기타현금흐름	748	131	8,545	0	0
연결범위변동 등 기타	24	40	-1,608	-3,573	-6,751
현금의 증감	1,574	599	7,421	-4,214	-4,984
기초 현금	658	2,238	2,837	10,258	6,043
기말 현금	2,232	2,837	10,258	6,043	1,059
NOPLAT	5,849	4,628	1,506	3,432	4,796
FCF	1,146	-2,979	7,780	1,305	3,630

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

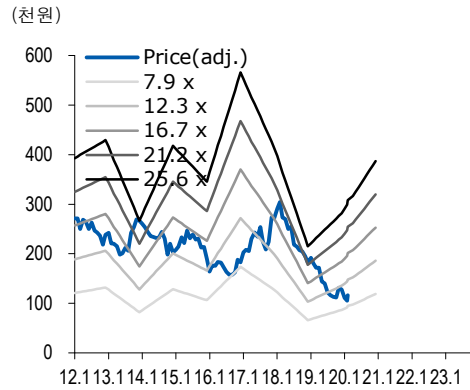
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

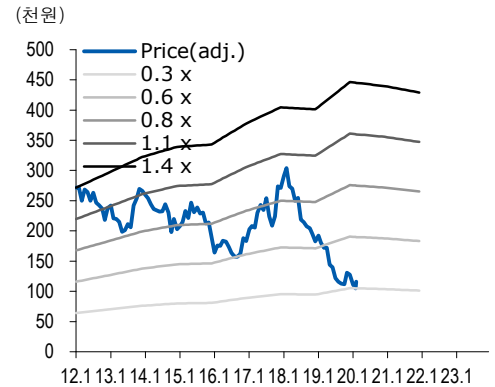
Valuation 지표					
(단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	22,101	16,150	8,395	10,999	15,101
BPS	295,780	293,291	326,329	321,442	313,744
EBITDAPS	38,266	35,616	37,554	48,202	52,518
SPS	556,572	611,608	683,851	721,986	763,378
DPS	1,750	2,000	2,000	2,150	2,250
PER	10.3	14.8	15.2	10.4	7.5
PBR	0.8	0.8	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.6	10.8	6.6	5.2	5.1
PSR	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1

재무비율					
(단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.2	9.9	11.8	5.6	5.7
영업이익 증가율 (%)	2.9	-20.9	-67.5	127.9	39.7
지배순이익 증가율 (%)	63.8	-26.9	-48.0	31.0	37.3
매출총이익률 (%)	28.2	27.0	25.7	27.5	27.5
영업이익률 (%)	3.8	2.7	0.8	1.7	2.3
지배순이익률 (%)	4.0	2.6	1.2	1.5	2.0
EBITDA 마진 (%)	6.9	5.8	5.5	6.7	6.9
ROIC	5.0	4.0	1.2	2.6	3.6
ROA	3.9	2.7	1.2	1.4	1.9
ROE	7.7	5.5	2.8	3.5	4.9
부채비율 (%)	83.2	89.1	117.7	119.2	120.8
순차입금/자기자본 (%)	40.7	41.1	24.1	29.4	36.0
영업이익/금융비용 (배)	6.0	5.7	1.0	2.5	3.5

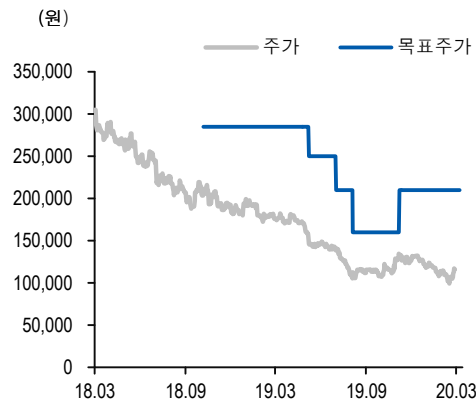
P/E band chart



P/B band chart



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-03-10	BUY	210,000	1년		
2019-11-15	BUY	210,000	1년		
2019-08-13	BUY	160,000	1년	-27.61	-15.94
2019-07-10	BUY	210,000	1년	-40.92	-32.86
2019-05-16	BUY	250,000	1년	-42.38	-40.40
2018-10-15	BUY	285,000	1년	-35.09	-24.21
2018-08-30	담당자변경 1년 경과 이후		1년	-34.71	-29.87
2017-08-30	BUY	313,000	1년	-20.90	1.44

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)	1.2
Buy(매수)	88.4
Hold(중립)	10.4
Sell(비중 축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-03-07

※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.