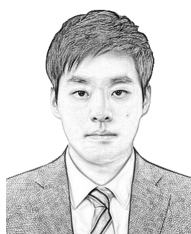


# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com

02-3773-9180

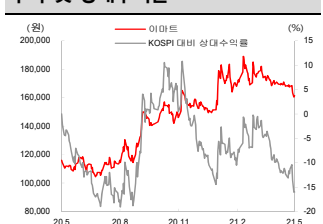
## Company Data

자본금	139 십억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,502 십억원
주요주주	
정용진(와1)	28.56%
국민연금공단	12.18%
외국인지분률	31.60%
배당수익률	12.0%

## Stock Data

주가(21/05/07)	161,500 원
KOSPI	3197.2 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	189,000 원
52주 최저가	104,500 원
60일 평균 거래대금	44 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.0%	-6.8%
6개월	10.6%	-16.4%
12개월	39.2%	-16.0%

이마트 (139480/KS | 중립(하향) | T.P 180,000 원(상향))

## SSG닷컴이 멈췄다

마켓컬리가 ESR 의 테넌트가 되면서 전국 단위 새벽 배송을 시작한 가운데 동사는 네오 확보가 불투명해 거래액의 성장이 멈춘 상황임. PP 센터 활용도 높일 수 있지만 자동화 설비로 가동되는 네오에 비하면 역부족. 1Q21 SSG닷컴 거래액을 기준으로 추정한 2021년 거래액으로 새롭게 추정한 동사의 적정 주가는 180,000 원 수준으로 추정돼 목표주가를 상향함. 그러나 상승 여력이 크지 않아 투자 의견은 중립으로 하향함

## SSG닷컴이 멈췄다

지난 2020 년 하반기 동사 경쟁사로 볼 수 있는 마켓컬리가 ESR 의 물류센터를 임차하며 전국 단위로 새벽 배송 서비스를 확대한 가운데 동사의 핵심 이커머스 포트폴리오인 SSG닷컴은 최근 난항을 겪는 중임. SK 증권 리서치센터 미래산업분석팀이 지난 2020년 11 월 4 일 발간한 'Smart Commerce\_쿠팡, 네 번째 이야기: 이마트는 월마트인가' 자료를 통해 언급했던 물류센터 확보가 어려워 SSG닷컴의 핵심 시설인 네오(NEO) 증설이 어렵고 SSG닷컴의 거래액 정체 가능성이 현실화되고 있음. PP 센터 활용도를 높일 수 있지만 자동화 설비로 가동되는 네오에 비하면 아직 역부족인 상황임

## 투자 의견 중립으로 하향, 목표주가 180,000 원으로 상향

이전 보고서에서 동사가 밝힌 PP 센터 대상 추가 인력 투입 계획에 의거해 낙관론, 비관론, 평균론으로 동사 기업가치를 산정한 바 있음. 당시 밝혔던 낙관적 시나리오 상에서의 이마트 적정 주가는 190,000 원(시가총액 5.2 조원)이었고, 비관적 시나리오 상으로 150,000 원(시가총액 4.2 조원) 수준으로 평균 170,000 원(시가총액 4.7 조원)을 목표주가로 제시한 바 있음. 이후 2020 년 SSG닷컴 거래액은 3.8 조원 수준으로 확정되었고, 1Q21 SSG닷컴 거래액으로 추정한 2021 년 거래액은 4.2 조원 수준임. 이를 반영해 낙관적 시나리오 상에서의 이마트 적정 주가는 200,000 원(시가총액 5.6 조원), 비관적 시나리오 상으로 160,000 원(시가총액 4.4 조원), 평균 180,000 원(시가총액 5 조원)을 목표주가로 새롭게 제시함. 그러나 현재주가 대비 상승 여력이 크지 않아 투자 의견은 중립으로 하향함

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	십억원	17,049	19,063	22,033	23,333	24,785	26,539
yoy	%	9.9	11.8	15.6	5.9	6.2	7.1
영업이익	십억원	463	151	237	428	565	746
yoy	%	-20.9	-67.5	57.4	80.4	32.2	32.0
EBITDA	십억원	993	1,033	1,223	1,065	1,234	1,448
세전이익	십억원	585	282	622	526	662	845
순이익(지배주주)	십억원	450	234	362	398	501	639
영업이익률%	%	2.7	0.8	1.1	1.8	2.3	2.8
EBITDA%	%	5.8	5.4	5.6	4.6	5.0	5.5
순이익률	%	2.8	1.2	1.7	1.7	2.0	2.4
EPS(계속사업)	원	15,529	8,391	12,979	14,264	17,960	22,941
PER	배	11.8	15.2	11.7	11.3	9.0	7.0
PBR	배	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	9.3	9.6	8.7	10.2	8.8	7.4
ROE	%	5.5	2.8	4.1	4.3	5.2	6.3
순차입금	십억원	3,381	4,890	4,834	4,856	4,800	4,741
부채비율	%	89.2	106.7	112.8	106.6	106.1	104.4

## 이마트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2019	2020	2021E
매출액	3,466	3,237	3,860	3,651	3,638	3,453	4,046	3,730	19,063	22,033	23,333
YoY	4.3%	4.9%	9.7%	13.1%	5.0%	6.7%	4.8%	2.2%	11.8%	15.6%	5.9%
이마트(별도)	339	313	334	309	346	320	342	316	13,155	14,214	14,867
YoY	13.8%	1.2%	4.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	0.0%	8.0%	4.6%
이마트 에브리데이	354	403	444	425	399	447	484	468	1,230	1,295	1,325
YoY	25.5%	19.1%	21.9%	15.0%	12.6%	11.0%	8.9%	10.2%	4.7%	5.3%	2.3%
이마트24	307	312	337	339	371	374	404	406	1,355	1,626	1,798
YoY	73.9%	50.0%	48.6%	45.1%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%	30.5%	20.1%	10.6%
SSG.COM	51	51	52	51	45	45	46	45	844	1,294	1,556
YoY	9.6%	1.2%	-2.4%	-11.6%	-11.6%	-11.6%	-11.6%	-11.6%		53.3%	20.2%
영업이익	48	-47	151	85	119	75	104	131	151	237	428
YoY	-34.8%	적지	30.1%	흑전	144.8%	흑전	-31.4%	53.8%	-67.4%	57.4%	80.3%
영업이익률	0.9%	-0.9%	2.6%	1.5%	2.1%	1.3%	1.7%	2.2%	0.8%	1.1%	1.8%
이마트(별도)	85	-15	140	84	78	45	68	88	251	295	279
YoY	-20.0%	적지	11.1%	233.1%	-8.4%	흑전	-51.5%	4.0%	-48.7%	17.5%	-5.3%
OPM	2.5%	-0.5%	3.6%	2.3%	2.2%	1.3%	1.7%	2.4%	1.9%	2.1%	1.9%
이마트 에브리데이	11	6	5	5	12	6	5	5	15	28	28
YoY	470.0%	37.8%	-25.4%	182.4%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	188.7%	81.0%	2.3%
OPM	3.4%	2.0%	1.6%	1.6%	3.4%	2.0%	1.6%	1.6%	1.2%	2.1%	2.1%
이마트24	-8	-5	2	-10	-1	-1	-1	-1	-28	-22	-4
YoY	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지
OPM	-2.3%	-1.3%	0.4%	-2.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-2.1%	-1.3%	-0.2%
SSG.COM	-20	-14	-3	-10	-4	-4	-4	-4	-82	-47	-16
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM	-6.4%	-4.4%	-0.9%	-3.1%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-9.7%	-3.6%	-1.0%

자료: 이마트, SK 증권

## 이마트 기업가치 추정(이전 보고서 평균적 시나리오)

단위: 십억원	2016	2017	2018	2019	2020
시가총액	5,099	7,551	5,085	3,438	4,126
SSG 닷컴 GMV			1,648	2,858	3,780
GMV Target Multiple 할인율			50%	50%	50%
SSG 닷컴 지분율			50.1%	50.1%	50.1%
SSG 닷컴 가치			413	716	947
이마트 오프라인 가치	5,099	7,551	4,672	2,722	3,179
평균적 시나리오					
PP 센터 인력 투입 평균			SSG 닷컴 기타 GMV 성장률 10.5%		
단위: 십억원	2020	2021	2022	2023	2024
SSG 닷컴 NEO 비중	22%				
SSG 닷컴 PP 센터 비중	26%				
NEO Capa(만건/일)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
PP 센터 Capa(만건/일)	5.2	6.7	8.2	9.7	11.2
SSG 닷컴 NEO GMV(추정)	832	832	832	832	832
SSG 닷컴 PP 센터 GMV(추정)	983	1,266	1,550	1,833	2,117
SSG 닷컴 기타 GMV(추정)	1,966	2,173	2,401	2,654	2,934
GMV Target Multiple 할인율	50%	50%	50%	50%	50%
SSG 닷컴 지분율	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG 닷컴 가치	947	1,070	1,198	1,332	1,474
이마트 오프라인 가치	3,179	3,179	3,179	3,179	3,179
이마트 가치	4,126	4,248	4,377	4,511	4,652
발행주식수(천주)					27,876
목표주가(원)					170,000

자료: SK 증권

## 이마트 기업가치 추정(낙관적 시나리오)

단위: 십억원	2017	2018	2019	2020	2021.0.07
시가총액	7,551	5,085	3,438	4,126	4,502
SSG 닛컴 GMV		1,648	2,858	3,917	4,172
GMV Target Multiple 할인율		50%	50%	50%	50%
SSG 닛컴 지분율		50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG 닛컴 가치		413	716	981	1,045
이마트 오프라인 가치	7,551	4,672	2,722	3,144	3,457
낙관적 시나리오					
PP 센터 인력 투입 낙관			SSG 닛컴 기타 GMV 성장을 19.3%		
단위: 십억원	2021	2022	2023	2024	2025
SSG 닛컴 NEO 비중	22%				
SSG 닛컴 PP 센터 비중	26%				
NEO Capa(만건/일)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
PP 센터 Capa(만건/일)	5.2	8.2	11.2	14.2	17.2
SSG 닛컴 NEO GMV(추정)	918	918	918	918	918
SSG 닛컴 PP 센터 GMV(추정)	1,085	1,711	2,336	2,962	3,588
SSG 닛컴 기타 GMV(추정)	1,914	2,307	2,781	3,351	4,038
GMV Target Multiple 할인율	50%	50%	50%	50%	50%
SSG 닛컴 지분율	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG 닛컴 가치	981	1,236	1,512	1,811	2,140
이마트 오프라인 가치	3,457	3,457	3,457	3,457	3,457
이마트 가치	4,438	4,693	4,969	5,268	5,97
발행주사수(천주)					27,876
목표주가(원)					200,000
현재주가(원)					161,500
상승여력					23.8%

자료: SK 증권

## 이마트 기업가치 추정(비관적 시나리오)

단위: 십억원	2017	2018	2019	2020	2021.05.07
시가총액	7,551	5,085	3,438	4,126	4,502
SSG 닛컴 GMV		1,648	2,858	3,780	4,172
GMV Target Multiple 할인율		50%	50%	50%	50%
SSG 닛컴 지분율		50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG 닛컴 가치		413	716	947	1,045
이마트 오프라인 가치	7,551	4,672	2,722	3,179	3,457
비관적 시나리오					
PP 센터 인력 투입 비관			SSG 닛컴 기타 GMV 성장률 1.7%		
단위: 십억원	2021	2022	2023	2024	2025
SSG 닛컴 NEO 비중	22%				
SSG 닛컴 PP 센터 비중	26%				
NEO Capa(만건/일)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
PP 센터 Capa(만건/일)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
SSG 닛컴 NEO GMV(추정)	918	918	918	918	918
SSG 닛컴 PP 센터 GMV(추정)	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
SSG 닛컴 기타 GMV(추정)	1,777	1,808	1,839	1,871	1,903
GMV Target Multiple 할인율	50%	50%	50%	50%	50%
SSG 닛컴 지분율	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG 닛컴 가치	947	955	962	970	978
이마트 오프라인 가치	3,457	3,457	3,457	3,457	3,457
이마트 가치	4,404	4,411	4,419	4,427	4,435
발행주사수(천주)					27,876
목표주가(원)					160,000
현재주가(원)					161,500
상승여력					-0.9%

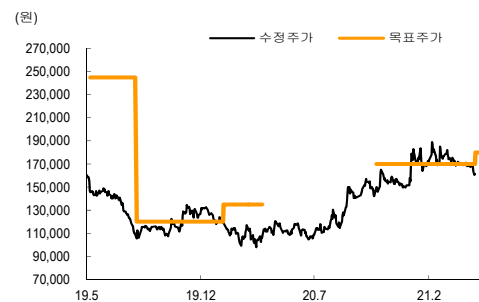
자료: SK 증권

## 이마트 기업가치 추정(평균적 시나리오)

단위: 십억원	2017	2018	2019	2020	2021.05.07
시가총액	7,551	5,085	3,438	4,126	4,502
SSG닷컴 GMV		1,648	2,858	3,780	4,172
GMV Target Multiple 할인율		50%	50%	50%	50%
SSG닷컴 지분율		50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG닷컴 가치		413	716	947	1,045
이마트 오프라인 가치	7,551	4,672	2,722	3,179	3,457
평균적 시나리오					
PP 센터 인력 투입 평균			SSG닷컴 기타 GMV 성장률 10.5%		
단위: 십억원	2021	2022	2023	2024	2025
SSG닷컴 NEO 비중	22%				
SSG닷컴 PP 센터 비중	26%				
NEO Capa(만건/일)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
PP 센터 Capa(만건/일)	5.2	6.7	8.2	9.7	11.2
SSG닷컴 NEO GMV(추정)	918	918	918	918	918
SSG닷컴 PP 센터 GMV(추정)	1,085	1,398	1,711	2,023	2,336
SSG닷컴 기타 GMV(추정)	1,777	1,975	2,195	2,439	2,710
GMV Target Multiple 할인율	50%	50%	50%	50%	50%
SSG닷컴 지분율	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG닷컴 가치	947	1,075	1,208	1,348	1,494
이마트 오프라인 가치	3,457	3,457	3,457	3,57	3,457
이마트 가치	4,404	4,532	4,665	4,805	4,951
발행주식수(천주)					27,876
목표주가(원)					180,000
현재주가(원)					161,500
상승여력					11.5%

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.05.10	중립	180,000원	6개월		
2020.11.04	매수	170,000원	6개월	-1.93%	11.18%
2020.04.06	담당자 변경				
2020.01.22	중립	135,000원	6개월	-11.71%	16.30%
2019.08.12	중립	120,000원	6개월	0.09%	12.08%
2019.05.17	매수	245,000원	6개월	-44.11%	-39.18%



### Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021 년 5 월 10 일 기준)

매수	91.06%	중립	8.94%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	3,650	4,063	3,625	3,882	4,115
현금및현금성자산	681	1,113	454	567	625
매출채권및기타채권	682	777	800	850	911
재고자산	1,279	1,262	1,299	1,381	1,480
<b>비유동자산</b>	17,445	18,277	18,752	19,341	20,100
장기금융자산	963	1,318	1,318	1,318	1,318
유형자산	10,004	9,667	9,863	10,057	10,378
무형자산	1,319	1,655	1,649	1,643	1,637
<b>자산총계</b>	21,095	22,340	22,377	23,223	24,216
<b>유동부채</b>	5,406	5,988	6,112	6,332	6,677
단기금융부채	1,657	1,595	1,590	1,525	1,525
매입채무 및 기타채무	1,848	2,156	2,220	2,360	2,529
단기충당부채	10	11	12	13	13
<b>비유동부채</b>	5,482	5,856	5,432	5,620	5,692
장기금융부채	4,789	5,077	4,600	4,722	4,722
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	120	150	154	164	176
<b>부채총계</b>	10,888	11,844	11,544	11,953	12,369
<b>지배주주지분</b>	8,809	9,074	9,413	9,854	10,433
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
기타자본구성요소	204	194	194	194	194
자기주식	-106	-106	-106	-106	-106
이익잉여금	2,794	3,071	3,415	3,860	4,444
비지배주주지분	1,398	1,423	1,420	1,417	1,414
<b>자본총계</b>	10,207	10,497	10,833	11,270	11,847
<b>부채외자본총계</b>	21,095	22,340	22,377	23,223	24,216

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,029	1,438	946	1,056	1,217
당기순이익(손실)	282	622	398	501	640
비현금성항목등	931	816	666	732	808
유형자산감가상각비	849	947	614	646	680
무형자산상각비	33	40	23	22	22
기타	36	-92	-126	-126	-126
운전자본감소(증가)	-58	193	-28	-54	-64
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-9	-41	-23	-50	-61
재고자산감소(증가)	-157	20	-37	-82	-99
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	58	146	63	140	169
기타	50	67	-32	-62	-73
법인세납부	-126	-193	-90	-123	-168
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,011	31	-911	-788	-946
금융자산감소(증가)	-821	-125	-156	0	0
유형자산감소(증가)	127	389	-810	-840	-1,000
무형자산감소(증가)	-20	-16	-16	-16	-16
기타	-297	-217	72	69	71
<b>재무활동현금흐름</b>	374	-1,031	-694	-156	-212
단기금융부채증가(감소)	-67	18	-5	-65	0
장기금융부채증가(감소)	-331	-747	-477	122	0
자본의증가(감소)	-103	0	0	0	0
배당금의 지급	-104	-107	-54	-56	-56
기타	979	-196	-158	-157	-157
<b>현금의 증가(감소)</b>	397	432	-659	113	59
기초현금	284	681	1,113	454	567
기말현금	681	1,113	454	567	625
FCF	-419	1,532	114	194	195

자료 : 이마트, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	19,063	22,033	23,333	24,785	26,539
<b>매출원가</b>	14,170	16,224	17,190	18,311	19,567
<b>매출총이익</b>	4,892	5,809	6,144	6,474	6,972
매출총이익률 (%)	25.7	26.4	26.3	26.1	26.3
<b>판매비와관리비</b>	4,742	5,572	5,716	5,908	6,226
<b>영업이익</b>	151	237	428	565	746
영업이익률 (%)	0.8	1.1	1.8	2.3	2.8
<b>비영업손익</b>	131	385	98	96	98
순금융비용	105	124	98	100	98
외환관련손익	-39	63	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	74	104	71	71	71
<b>세전계속사업이익</b>	282	622	526	662	845
세전계속사업이익률 (%)	1.5	2.8	2.3	2.7	3.2
<b>계속사업법인세</b>	58	259	127	160	204
<b>계속사업이익</b>	224	363	398	501	640
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	224	363	398	501	640
순이익률 (%)	1.2	1.7	1.7	2.0	2.4
<b>지배주주</b>	234	362	398	501	639
지배주주귀속 순이익률(%)	1.23	1.64	1.7	2.02	2.41
<b>비지배주주</b>	-10	1	1	1	1
<b>총포괄이익</b>	108	354	390	493	632
<b>지배주주</b>	122	357	393	496	635
<b>비지배주주</b>	-13	-3	-3	-3	-3
<b>EBITDA</b>	1,033	1,223	1,065	1,234	1,448

## 주요투자지표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	11.8	15.6	5.9	6.2	7.1
영업이익	-67.5	57.4	80.4	32.2	32.0
세전계속사업이익	-51.8	120.4	-15.5	25.9	27.7
EBITDA	4.1	18.4	-13.0	15.9	17.4
EPS(계속사업)	-46.0	54.7	9.9	25.9	27.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.8	4.1	4.3	5.2	6.3
ROA	1.2	1.7	1.8	2.2	2.7
EBITDA마진	5.4	5.6	4.6	5.0	5.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	67.5	67.9	59.3	61.3	61.6
부채비율	106.7	112.8	106.6	106.1	104.4
순차입금/자기자본	47.9	46.1	44.8	42.6	40.0
EBITDA/이자비용(배)	6.9	7.4	6.7	7.8	9.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,391	12,979	14,264	17,960	22,941
BPS	315,997	325,504	337,677	353,488	374,278
CFPS	40,053	48,360	37,109	41,931	48,125
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.8	12.7	13.3	10.5	8.2
PER(최저)	12.6	7.5	10.6	8.4	6.6
PBR(최고)	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4
PCR	3.2	3.1	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA(최고)	11.6	9.0	11.0	9.4	8.0
EV/EBITDA(최저)	9.1	7.4	10.0	8.5	7.2