

이마트 (139480)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	280,000원 (M)
현재주가 (8/12)	169,000원
상승여력	66%

시가총액	47,110억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	336억원
60일 평균 거래량	205,603주
52주 고	189,000원
52주 저	114,500원
외인지분율	34.37%
주요주주	정용진 외 1인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	9.4	8.0	34.7
상대	10.7	6.4	2.1
절대(달러환산)	8.0	4.6	37.5

2Q21 리뷰 : 퍼즐 조각이 맞춰져 가는 중

2Q21 Review : 할인점과 SSG.Com의 수익성 부진

2분기 연결매출액 58,647억원(+13.0% YoY), 영업이익 76억원(흑전 YoY)을 기록하여, 컨센서스(199억원)을 하회하는 실적을 기록하였다. 할인점의 GPM 훼손과 SSG.Com의 적자 확대가 실적 부진으로 이어졌다.

별도기준 총매출액은 38,940억원(+9.6% YoY), 영업이익 58억원(흑전 YoY)을 기록했다. 당분기 할인점의 기존점성장률은 +8.3%를 기록해 지난 3Q20부터 기존점성장률 반등 폭을 키워나가고 있다(3Q20 +2.7% → +6.4% → +7.9% → +8.3%). 할인점의 수익성은 예상보다 부진했는데, GPM이 0.4%p 하락한 것이 부담이었다. 상품 믹스의 악화와 함께 가격 재투자를 통해 매출 볼륨을 끌어올리고자 하는 방향성에 기인한 것으로 당분간 GPM의 하방 압력은 지속될 것으로 전망된다.

SSG.Com의 2Q21 GMV 성장률 +19% YoY를 기록해, 1Q21보다 끌어올린 모습이었다. SSG.Com 역시 그동안의 보수적인 성장전략을 탈피해 수익성보다는 성장을 중심으로 하는 스탠스로 전환을 하는 모습이다. 이에 따른 반대급부로 2Q21 영업적자는 전년대비 확대된 -265억원(-128억원 YoY)을 기록했다.

퍼즐 조각을 맞춰나가는 중

할인점의 기존점 성장을 턴어라운드 하는 하반기에도 지속될 수 있을 전망이다. 수요 확대와 가공식품 판가 인상 행렬이 긍정적이다. 트레이더스의 이익 비중 증가, 전문점 적자 축소는 별도 부분의 영업이익 성장을 이끌 것이다. 2021년 트레이더스의 이익 비중은 30% 수준으로 증가할 전망이다.

또 하나의 축인 SSG.Com은 보다 적극적인 M/S 확대 전략을 취할 전망이다. 동사는 2023년까지 GMV 10조원(+29% CAGR)을 달성한다는 계획이다. 이를 위해 우려 요인을 작용했던 배송 CAPA의 확대 속도를 높여 올해 연말기준 기존 13.5만건의 배송 CAPA를 15만건으로 빠르게 확대하기로 결정하였으며, 내년에는 풀필먼트 서비스까지 계획하고 있다. 이는 이베이 코리아와의 시너지 창출할 수 있는 영역이다. 가능성이 제기되고 있는 유통산업법 개정안이 통과될 경우, SSG.Com의 사업확장 속도는 더욱 빨라질 수 있을 전망이다.

(다음페이지에 계속)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	58,647	13.0	-0.5	58,014	1.1
영업이익	76	흑전	-93.8	199	-61.9
세전계속사업이익	6,477	24.5	331.4	1,228	427.3
지배순이익	4,764	50.8	422.1	856	456.9
영업이익률 (%)	0.1	흑전	-2.0 %pt	0.3	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	8.1	+2.0 %pt	+6.6 %pt	1.5	+6.6 %pt

자료: 유안타증권

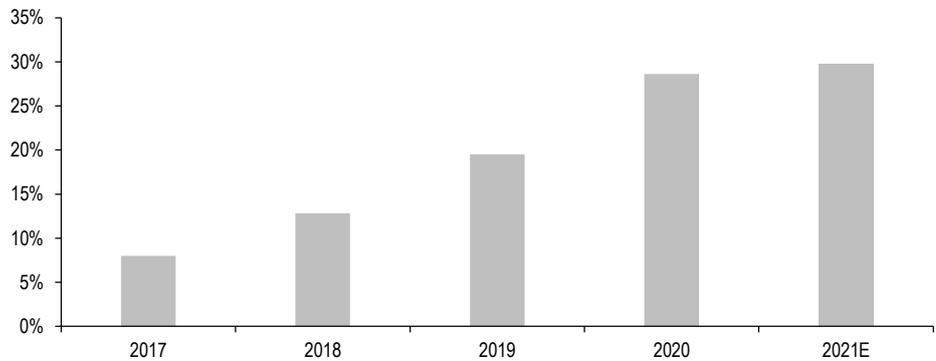
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	190,629	220,330	247,037	262,061
영업이익	1,507	2,372	4,683	5,820
지배순이익	2,339	3,618	8,179	4,624
PER	17.4	9.6	5.8	10.2
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.7	7.6	4.7	4.3
ROE	2.8	4.0	8.9	4.8

자료: 유안타증권

또한 스타벅스코리아의 연결 편입 효과로 인해 스타벅스코리아의 지분가치가 재평가되는 과정 하에 있으며, SSG.Com 상장 추진에 따른 모멘텀은 확대되고 있다. 기타 연결 자회사들의 실적도 턴어라운드 하고 있다. 이마트24는 2Q21에도 흑자전환하여, 올해 연간 BEP의 가능성을 높였으며, 미국법인의 수익성은 확대되고 있다. 실적 부담으로 작용하던 조선호텔의 경우, 순차적인 출점 사이클이 마무리되며 실적의 점진적인 턴어라운드가 예상된다.

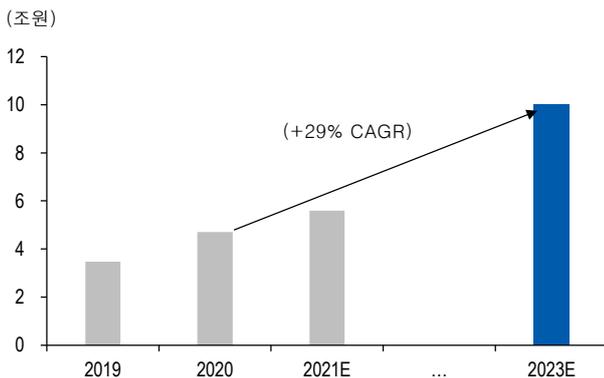
한 마디로 정리하면, 퍼즐 조각이 맞춰지고 있다. 투자 의견 BUY와 목표주가 28만원을 유지하며, 당사 유통업종 Top pick 의견 또한 유지하겠다. 적극적인 매수가 필요한 시점이다.

별도기준 트레이더스 이익 비중 추이



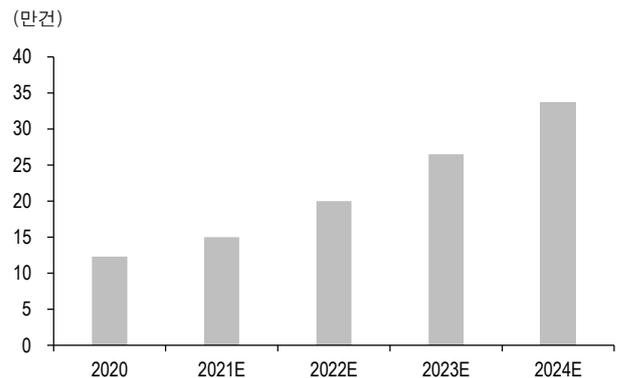
자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

SSG.Com GMV 추이 및 전망



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

SSG.Com의 배송 CAPA 전망



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

스타벅스커피코리아 실적 전망 및 추가 자본 취득에 따른 이마트 지배순이익 영향

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	비고
매출액	12,635	15,223	18,695	19,086	23,124	26,820	30,055	
YoY	26.0%	20.5%	22.8%	2.1%	21.2%	16.0%	12.1%	
점포 수	1,141	1,262	1,378	1,508	1,630	1,730	1,830	
영업이익	1,144	1,428	1,751	1,644	2,180	2,579	2,922	
OPM	9.1%	9.4%	9.4%	8.6%	9.4%	9.6%	9.7%	
순이익	904	1,120	1,329	996	1,630	1,934	2,192	
NPM	7.2%	7.4%	7.1%	5.2%	7.0%	7.2%	7.3%	
이마트 추가 인식 지배순이익					75	338	384	스타벅스코리아 지배순이익 * 17.5%
이자비용					30	119	119	전액 차입 가정(이자율 2.5% 가정)
지배순이익 증분					45	220	265	

자료: 스타벅스커피코리아, 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 온라인 성장 하반기 추진 전략

【 21년 하반기 추진 전략 (On-line) 】

“ 온라인 에코시스템 플랫폼 구축 ”

	주요 추진 전략	실행 계획
Vertical	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Grocery (장보기) 2배 성장 by 2023 ✓ Lifestyle (비장보기) 3배 성장 by 2023 	<p>[상품] 카테고리별 핵심 상품 & 서비스 강화</p> <ul style="list-style-type: none"> • 장보기 : 프리미엄 그로서리 강화 및 저녁배송 확대 • 비장보기: 패션/뷰티/유아동/인테리어용품, Top-Tier 브랜드 협업 <p>[사업 시너지]</p> <ul style="list-style-type: none"> • 이베이 PMI 추진, W컨셉 협업 본격화, 네이버 장보기몰 입점 <p>[물류 & 배송]</p> <p>① 지속성장을 위한 CAPA 적극 先확대 (연년비+30천), 가동률 UP</p> <ul style="list-style-type: none"> • PP센터 (+20천) : 자동화 장비 설치된 대형PP 확대(13개점) • NEO센터 (+10천) : 운영시간 확대 등 • 충청권 새벽배송 확대 (7월) / 고객 선호시간대 CAPA 확대 <p>② 라이프스타일 카테고리 물류투자 (익일배송, 150만SKU대상)</p>
Horizontal	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 사업간 연계 시너지 창출 	
Infra	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Grocery 물류 CAPA 확대 ✓ Lifestyle 상품 익일배송 체계 구축 	
고객 / 마케팅	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 고객 Lock In 강화 ✓ 전략 MD 마케팅 고도화 	<p>[對 고객] 충성 고객 확보, 고객 경험 개선</p> <ul style="list-style-type: none"> • UI, UX 개선 (쇼핑 완결성 제고) • 마케팅 고도화 : 상품차별화를 위한 구색, 품질기반 • 라이브커머스 Biz 확대

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
총매출액	37,867	35,538	42,069	39,881	41,972	38,940	46,173	42,515	155,355	169,600	176,729
YoY	2.3%	2.9%	7.5%	10.6%	10.8%	9.6%	9.8%	6.6%	5.9%	9.2%	4.2%
할인점	27,807	25,520	30,445	28,510	30,019	27,871	33,614	30,399	112,282	121,903	125,108
트레이더스	6,771	6,614	8,010	7,610	8,387	8,005	8,638	8,011	29,005	33,040	35,155
전문점	2,871	2,991	3,156	3,323	3,211	2,995	3,472	3,655	12,341	13,333	14,666
기타	418	413	458	438	355	66	450	450	1,727	1,321	1,800
순매출액	34,660	32,373	38,598	36,506	38,381	35,618	42,249	38,901	142,137	155,149	161,707
매출총이익	9,241	8,627	10,228	9,398	10,088	9,440	11,191	10,101	37,494	40,820	42,263
영업이익	855	-150	1,401	844	1,130	59	1,824	1,060	2,950	4,072	4,684
YoY	-20.0%	110.9%	11.1%	233.6%	32.2%	-139.4%	30.2%	25.6%	17.5%	38.1%	15.0%
영업이익률	2.3%	-0.4%	3.3%	2.1%	2.7%	0.2%	3.9%	2.5%	1.9%	2.4%	2.7%

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

이마트 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
순매출액	52,108	51,880	59,077	57,265	58,958	58,647	66,350	63,082	220,330	247,038	262,061
YoY	13.6%	13.3%	16.7%	18.5%	13.1%	13.0%	12.3%	10.2%	15.6%	12.1%	6.1%
이마트	34,660	32,373	38,598	36,506	38,381	35,618	42,249	38,901	142,137	155,149	161,707
신세계푸드	3,050	3,118	3,209	3,072	3,200	3,324	3,389	3,342	12,449	13,256	13,521
에브리데이(SM 마트 포	3,385	3,130	3,343	3,094	3,150	3,222	3,376	3,125	12,952	12,873	12,963
SSG.Com	3,069	3,118	3,368	3,385	3,371	3,495	4,847	5,091	12,940	16,804	22,526
이마트24	3,542	4,030	4,443	4,247	4,230	4,795	5,092	5,001	16,262	19,117	21,765
프라퍼티	512	511	518	512	499	524	544	538	2,053	2,105	2,168
조선호텔	338	312	393	444	517	717	786	755	1,487	2,775	3,052
영업이익	484	-474	1,512	849	1,232	76	2,053	1,321	2,371	4,683	5,820
YoY	-34.9%	58.5%	30.1%	-949.0%	154.5%	-116.0%	35.8%	55.6%	57.4%	97.5%	24.3%
이마트	855	-150	1,401	844	1,130	59	1,824	1,060	2,950	4,072	4,684
신세계푸드	-40	24	45	48	51	82	85	78	77	296	276
에브리데이(SM 마트 포	114	62	53	48	45	68	64	55	277	231	259
SSG.Com	-197	-137	-31	-104	-31	-265	-247	-204	-469	-746	-787
이마트24	-80	-52	17	-104	-53	8	70	-20	-219	5	114
프라퍼티	28	-85	22	11	56	-71	60	27	-24	72	85
조선호텔	-148	-180	-146	-233	-203	-192	-157	-113	-707	-665	-332
영업이익률	0.9%	-0.9%	2.6%	1.5%	2.1%	0.1%	3.1%	2.1%	1.1%	1.9%	2.2%
이마트	2.5%	-0.5%	3.6%	2.3%	2.9%	0.2%	4.3%	2.7%	2.1%	2.6%	2.9%
신세계푸드	-1.3%	0.8%	1.4%	1.6%	1.6%	2.5%	2.5%	2.3%	0.6%	2.2%	2.0%
에브리데이(SM 마트 포	3.4%	2.0%	1.6%	1.6%	1.4%	2.1%	1.9%	1.8%	2.1%	1.8%	2.0%
SSG.Com	-6.4%	-4.4%	-0.9%	-3.1%	-0.9%	-7.6%	-5.1%	-4.0%	-3.6%	-4.4%	-3.5%
이마트24	-2.3%	-1.3%	0.4%	-2.4%	-1.3%	0.2%	1.4%	-0.4%	-1.3%	0.0%	0.5%
프라퍼티	5.5%	-16.6%	4.2%	2.1%	11.2%	-13.5%	11.0%	5.0%	-1.2%	3.4%	3.9%
조선호텔	-43.8%	-57.7%	-37.2%	-52.5%	-39.3%	-26.8%	-20.0%	-15.0%	-47.5%	-24.0%	-10.9%

주 : 이마트 영업이익률은 순매출액 기준
 자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	190,629	220,330	247,037	262,061	276,080
매출원가	141,705	162,242	180,408	189,994	200,158
매출총이익	48,924	58,088	66,629	72,067	75,922
판매비	47,418	55,717	61,946	66,246	68,982
영업이익	1,507	2,372	4,683	5,820	6,939
EBITDA	10,333	12,234	15,738	16,875	17,701
영업외손익	1,315	3,846	6,690	452	530
외환관련손익	-385	631	-477	-55	-55
이자손익	-1,051	-1,243	-1,367	-1,367	-1,367
관계기업관련손익	738	710	1,083	1,177	1,305
기타	2,012	3,748	7,452	697	647
법인세비용차감전순손익	2,821	6,218	11,373	6,273	7,470
법인세비용	583	2,592	2,942	1,505	1,793
계속사업순손익	2,238	3,626	8,431	4,767	5,677
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,238	3,626	8,431	4,767	5,677
지배지분순이익	2,339	3,618	8,179	4,624	5,507
포괄순이익	1,081	3,543	9,126	5,462	6,372
지배지분포괄이익	1,216	3,574	8,776	5,298	6,181

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	8,158	13,860	24,855	16,161	18,093
당기순이익	0	0	7,410	4,767	5,677
감가상각비	8,492	9,466	10,627	10,635	10,352
외환손익	139	-634	464	55	55
중속, 관계기업관련손익	-738	-710	-1,054	-1,148	-1,276
자산부채의 증감	-2,174	2,059	2,532	-2,799	-1,517
기타현금흐름	2,438	3,679	4,876	4,651	4,802
투자활동 현금흐름	-10,051	-783	-18,157	-12,093	-12,057
투자자산	-7,288	-766	-7,405	-2,000	-2,000
유형자산 증가 (CAPEX)	-9,548	-5,198	-7,482	-8,000	-8,000
유형자산 감소	10,826	9,326	194	0	0
기타현금흐름	-4,041	-4,145	-3,463	-2,093	-2,057
재무활동 현금흐름	5,810	-8,701	-853	-3,510	-3,548
단기차입금	0	0	-1,000	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-859	-4,379	301	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,042	-1,071	-1,071	-1,227	-1,310
기타현금흐름	7,712	-3,250	917	-283	-238
연결범위변동 등 기타	56	-53	-7,209	-645	-762
현금의 증감	3,973	4,323	-1,364	-87	1,727
기초 현금	2,837	6,810	11,133	9,769	9,682
기말 현금	6,810	11,133	9,769	9,682	11,408
NOPLAT	1,507	2,372	4,683	5,820	6,939
FCF	-1,391	8,662	17,373	8,161	10,093

자료: 유안타증권

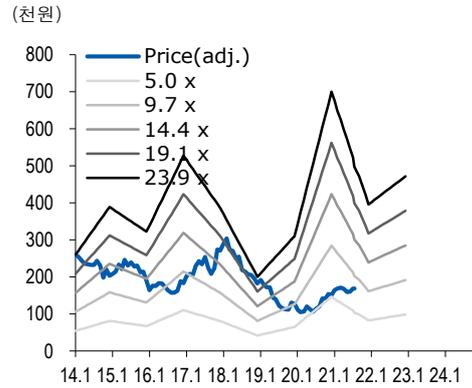
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	36,499	40,630	44,987	47,755	52,062
현금및현금성자산	6,810	11,133	9,769	9,682	11,408
매출채권 및 기타채권	6,840	7,782	8,538	10,575	12,311
재고자산	12,792	12,618	14,018	14,836	15,681
비유동자산	174,448	182,775	187,788	187,882	188,397
유형자산	100,037	96,674	93,968	91,333	88,981
관계기업 등 지분관련 자산	8,363	7,509	10,163	13,311	16,587
기타투자자산	17,644	21,245	24,011	24,011	24,011
자산총계	210,948	223,404	232,776	235,637	240,459
유동부채	54,063	59,882	65,312	63,829	63,381
매입채무 및 기타채무	25,968	29,549	27,133	26,651	27,202
단기차입금	3,000	4,015	1,963	963	-37
유동성장기부채	10,608	7,977	10,815	10,815	10,815
비유동부채	54,818	58,557	58,768	57,768	56,768
장기차입금	3,332	4,110	20,118	19,118	18,118
사채	21,231	16,985	0	0	0
부채총계	108,880	118,438	124,080	121,597	120,149
지배지분	88,087	90,737	94,039	98,663	104,087
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	43,738	43,738	43,738
이익잉여금	27,943	30,711	31,997	35,927	40,655
비지배지분	13,981	14,229	14,657	15,377	16,224
자본총계	102,067	104,966	108,696	114,040	120,310
순차입금	45,505	43,592	12,277	10,365	6,638
총차입금	61,501	62,758	33,145	31,145	29,145

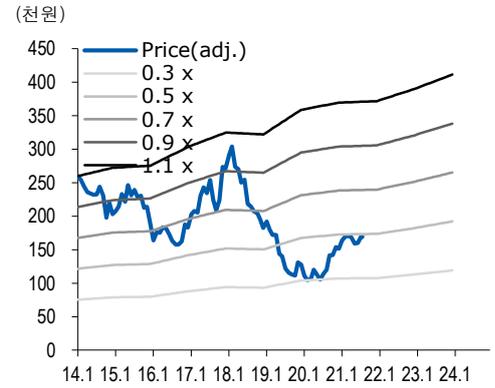
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	8,391	12,979	29,341	16,588	19,754
BPS	326,681	336,509	338,410	355,052	374,569
EBITDAPS	37,066	43,889	56,457	60,536	63,499
SPS	683,850	790,399	886,206	940,100	990,391
DPS	2,000	2,000	2,500	2,800	3,000
PER	17.4	9.6	5.8	10.2	8.6
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.7	7.6	4.7	4.3	4.0
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	11.8	15.6	12.1	6.1	5.3
영업이익 증가율 (%)	-67.4	57.4	97.5	24.3	19.2
지배순이익 증가율 (%)	-48.0	54.7	126.1	-43.5	19.1
매출총이익률 (%)	25.7	26.4	27.0	27.5	27.5
영업이익률 (%)	0.8	1.1	1.9	2.2	2.5
지배순이익률 (%)	1.2	1.6	3.3	1.8	2.0
EBITDA 마진 (%)	5.4	5.6	6.4	6.4	6.4
ROIC	1.3	1.5	3.8	4.8	5.7
ROA	1.2	1.7	3.6	2.0	2.3
ROE	2.8	4.0	8.9	4.8	5.4
부채비율 (%)	106.7	112.8	114.2	106.6	99.9
순차입금/자기자본 (%)	51.7	48.0	13.1	10.5	6.4
영업이익/금융비용 (배)	1.0	1.4	2.6	3.3	3.9

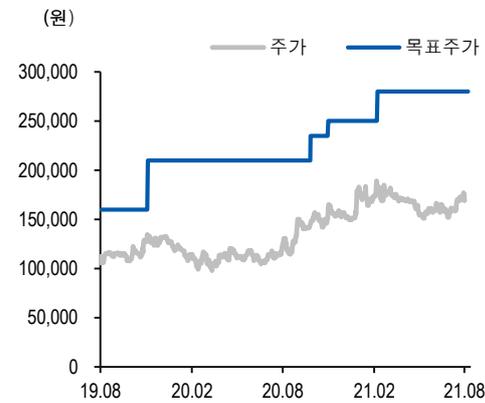
P/E band chart



P/B band chart



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-13	BUY	280,000	1년		
2021-02-18	BUY	280,000	1년		
2020-11-11	BUY	250,000	1년	-34.68	-24.40
2020-10-07	BUY	235,000	1년	-36.06	-33.19
2019-11-15	BUY	210,000	1년	-43.84	-28.57
2019-08-13	BUY	160,000	1년	-27.61	-15.94

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)	0.0
Buy(매수)	93.6
Hold(중립)	6.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-10

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 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.