

이마트 (139480)

소매/유통



이진협

02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (U)
현재주가 (8/27)	178,000원
상승여력	69%

시가총액	49,619억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	361억원
60일 평균 거래량	216,794주
52주 고	189,000원
52주 저	114,500원
외인지분율	35.31%
주요주주	정용진 외 1 인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	6.9	14.5	55.5
상대	10.3	15.6	16.3
절대(달러환산)	5.2	9.5	57.6

플랫폼으로 진화하는 SSG.Com

SSG.Com 가치 상향으로 목표주가 30만원 상향

SSG.Com의 가치를 4조원에서 5.4조원으로 상향한 것을 반영하여, 동사의 목표주가를 기존 28만원에서 30만원으로 상향한다. SSG.Com에 적용한 P/GMV(21E) Multiple을 0.9배로 상향하여 적용한 결과이다. 해당 Multiple은 앞선 산업 자료에서 당사가 제시한 컬리의 적정 Multiple 범위의 하단을 적용한 것으로 보수적으로 SSG.Com의 가치를 평가한 것이다.

SSG.Com은 현재 1P 중심의 사업자에서 3P로의 확장을 꾀하고 있다. 이마트 2Q21 실적발표회에서 23년 SSG.Com의 목표 GMV를 10조원(+29% CAGR)로 제시하며, 23년까지 그로 서리부문(1P)을 2배, 라이프스타일부문(3P)을 3배 성장시키겠다고 밝혔다. 또한 2022년 하반기부터는 150만 SKU를 대상으로 한 풀필먼트 서비스를 시작하겠다고 밝혔다.

3P로의 확장은 이커머스 시장에 대해 기존 유통 마진에서 이익을 창출하겠다는 유통업체로서의 접근 방식에서 광고 수익 등 셀러 서비스 수익 등 플랫폼 수익을 창출하고자 하는 플랫폼 사업자의 접근 방식으로 변화를 의미한다. 즉, 유통업체에서 플랫폼으로의 진화가 시작되었다는 것이다. 플랫폼의 관점에서 인터넷 플랫폼 사업자들의 이커머스 시장 진출과 확대가 가속화되고 있는 현 상황에서 기존의 유통업의 방식을 통해서는 경쟁에서 승리할 수 없다. 변화가 요구되고, SSG.Com은 그 변화를 진행 중인 것이다. 이마트의 이베이코리아 인수도 이러한 관점에서 평가할 필요가 있다.

Valuation의 관점에서는 플랫폼 수익의 추가적인 확보를 통해 미래 기대 수익성을 높일 수 있어 Valuation의 확대가 가능하다는 판단이다. 이러한 변화의 선두 주자는 Walmart이며, Walmart의 변화에 대해 시장은 분명히 긍정적으로 평가하고 있다.

SSG.Com 외의 퍼즐 조각도 맞춰지는 중

할인점과 트레이더스 등 별도부문의 기존점성장률의 반등은 지속되고 있으며, 4분기 연결 편입될 것으로 예상되는 스타벅스코리아의 지분가치 재평가도 기대할 수 있다. 이마트24, 미국 법인 등의 성장은 지속되고 있고, 조선호텔의 적자도 대규모 출점이 마무리됨에 따라 저점을 통과했다고 판단된다. 무엇보다도 SSG.Com의 상장 작업이 진행되고 있는 바에 따라 이마트에 대한 적극적인 매수가 필요한 시점이라 판단한다. 당사 유통업 Top pick 의견을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	66,350	12.3	13.1	64,811	2.4
영업이익	2,053	35.8	2,601.9	1,786	15.0
세전계속사업이익	2,070	41.4	-68.0	2,070	0.0
지배순이익	1,526	35.0	-68.0	1,451	5.2
영업이익률 (%)	3.1	+0.5 %pt	+3.0 %pt	2.8	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	2.3	+0.4 %pt	-5.8 %pt	2.2	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

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	6.1	10.7
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.7	7.6	4.9	4.5
ROE	2.8	4.0	8.9	4.8

자료: 유안타증권

이마트 SOTP Valuation					(단위: 억원)
	21E	Target EV/EBITDA		비고	
별도 EBITDA	9,089	4			
별도 영업가치	36,357				
	적정가치	지분율	자산가치	비고	
삼성생명	148,000	5.9%	8,732	시가총액	
신세계 I&C	3,836	35.7%	1,367	시가총액	
신세계건설	1,682	42.7%	718	시가총액	
신세계푸드	3,857	46.9%	1,808	시가총액	
네이버	695,655	0.2%	1,391	시가총액	
상장자 가치	9,812		30%	할인	
SSG.Com	53,870	50.1%	26,989	21년 예상 GMV 대비 P/GMV 0.9배 적용	
스타벅스코리아	36,386	50.0%	18,193	21년 순이익 x PER 20배 적용	
신세계프라퍼티	14,308	100.0%	14,308	장부가액	
신세계조선호텔	5,969	99.9%	5,963	장부가액	
이마트에브리데이	3,133	99.3%	3,111	장부가액	
이마트24	1,206	100.0%	1,206	장부가액	
자산가치	79,582				
순차입금	31,105		2Q21 연결기준		
현금성자산	8,941				
단기차입금	14,590				
장기차입금	25,456				
적정 시가총액	84,834				
발행주식수	27,788		자사주 제외		
적정 주당가치	305,287				

자료: 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (별도기준)										(단위: 억원)		
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	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

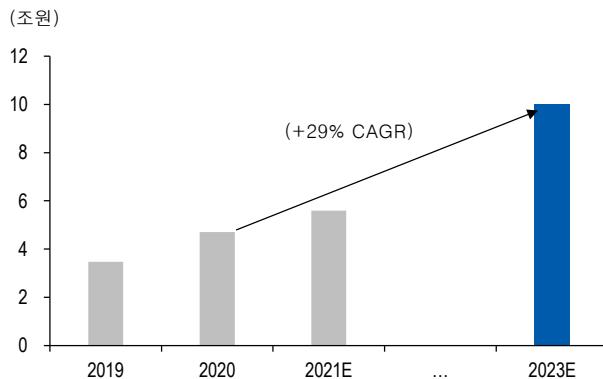
자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (연결기준)										(단위: 억원)		
	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	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

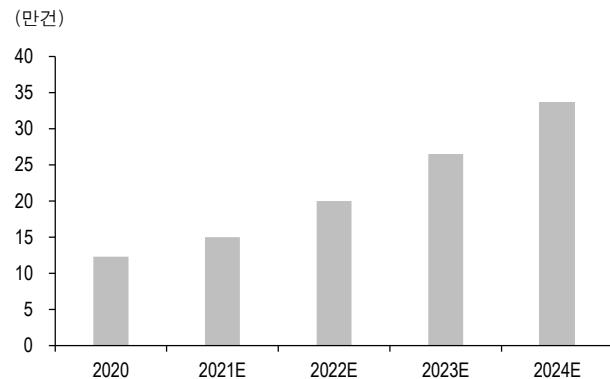
자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

SSG.Com GMV 추이 및 전망



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

SSG.Com의 배송 CAPA 전망



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 온라인 성장 하반기 추진 전략

【 21년 하반기 추진 전략 (On-line) 】

“ 온라인 에코시스템 플랫폼 구축 ”

주요 추진 전략

Vertical	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Grocery (장보기) 2배 성장 by 2023 ✓ Lifestyle (비장보기) 3배 성장 by 2023
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

실행 계획

[상품] 카테고리별 핵심 상품 & 서비스 강화

- 장보기 : 프리미엄 그로서리 강화 및 저녁배송 확대
- 비장보기 : 패션/뷰티/유아동/신려집중육성, Top-Tier 브랜드 협업

[사업 시너지]

- 이베이 PMI 추진, W컨셉 협업 본격화, 네이버 장보기몰 입점

[물류 & 배송]

- ① 지속성장을 위한 CAPA 적극 확대 (현행비+30천), 가동율 UP
 - PP센터 (+20천) : 자동화 장비 설치된 대형PP 확대(13개점)
 - NEO센터 (+10천) : 운영시간 확대 등
 - 충청권 새벽배송 확대 (7월) / 고객 선호시간대 CAPA 확대
- ② 라이프스타일 카테고리 물류투자 (의일배송, 150만SKU대상)

[對 고객] 충성 고객 확보, 고객 경험 개선

- UI, UX 개선 (쇼핑 완결성 제고)
- 마케팅 고도화 : 상품차별화를 위한 구색, 품질기반
- 라이브커머스 Biz 확대

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
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	
판관비	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	
종단사업순손익	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 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
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	
증속, 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 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

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

재무상태표		(단위: 억원)				
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
관계기업등 지분관련자산	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

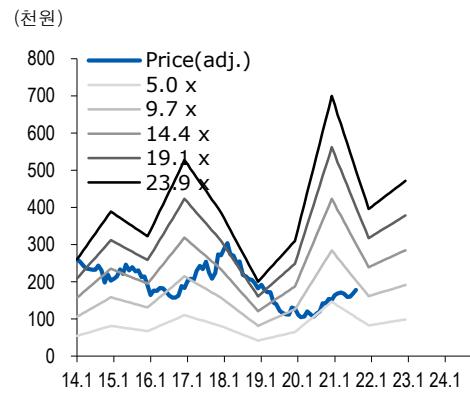
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F

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	6.1	10.7	9.0
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.7	7.6	4.9	4.5	4.1
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

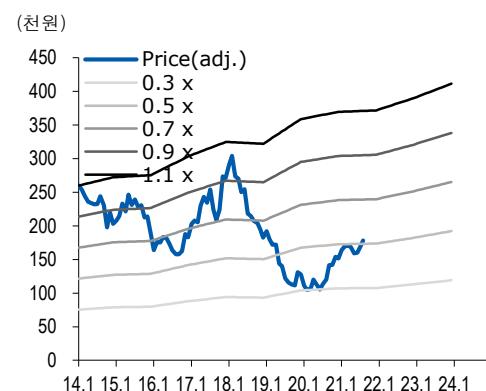
재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2019A	2020A	2021F	2022F	2023F

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

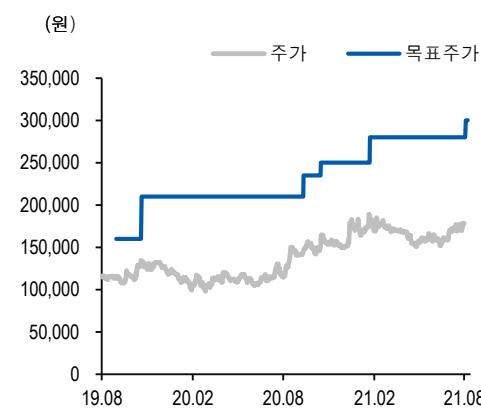
P/E band chart



P/B band chart



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-30	BUY	300,000	1년		
2021-02-18	BUY	280,000	1년	-40.42	-33.93
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: 괴리를 = (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)	92.0
Hold(중립)	8.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-25

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 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.