

이마트 (139480)

소매/유통

이진협



02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	300,000원 (M)
현재주가 (9/28)	169,500원
상승여력	77%

시가총액	47,250억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	313억원
60일 평균 거래량	184,391주
52주 고	189,000원
52주 저	141,500원
외인지분율	35.32%
주요주주	정용진 외 1인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	3.4	19.8
상대	(3.7)	10.2	(10.8)
절대(달러환산)	(6.0)	(1.4)	18.7

열차가 언제 출발할 지 모른다

국민지원금 영향에 따른 9월 실적 부진 전망

9월 국민지원금이 지급이 됨에 따라 할인점의 실적이 다소 부진할 수 밖에 없을 것으로 전망된다. 당사는 9월 이마트의 기존점성장률을 -5% YoY 수준으로 전망하고 있다. 지난해에 비해 이른 추석에 따른 영향이 -1~2%p 수준으로 추정되는 바, 국민지원금 지급에 따른 할인점 부진은 -3~4%p 일 것이다. 9월 국민지원금에 대한 우려로 인하여 동사의 주가는 눌려있는 상황이라고 판단된다.

국민지원금의 영향으로 3Q21 기존점성장률은 상반기의 8% 수준 대비 낮은 +2.5% YoY를 기록할 것으로 전망되며, 동사의 3Q21 영업이익은 1,638억원(+8.3% YoY) 수준을 기록해 컨센서스(1,778억원)을 소폭 하회할 것으로 전망된다.

이마트 열차, 언제 출발할 지 모른다

국민지원금 영향으로 9월과 3분기 실적이 부진할 것으로 전망되기는 하나, 중요한 것은 추석이 지남에 따라 국민지원금의 영향은 정점을 지나고 있다는 점이다. 지난해에도 재난지원금의 영향이 재난지원금이 지급된 5월까지만 큰 영향을 끼쳤다. 특히 올해 9월의 경우 수요가 큰 추석으로 인해 지원금의 소진 속도는 더욱 빠를 수 있다고 판단된다.

국민지원금 영향에서 벗어날 경우, 동사의 주가는 본격적으로 우상향 할 수 있을 것으로 전망된다. 할인점은 10월부터 정상 영업환경으로 돌아갈 것이다. 특히 10월은 전년과 휴일 수는 동일하나, 지난해 10월 연휴 2일은 매출이 작은 추석 당일과 익일이기 때문에 캘린더 효과가 우호적이다. 9월 27일 스타벅스커피코리아의 인수가 마무리됨에 따라 최대주주로 등극하여, 4분기부터 스타벅스커피코리아의 실적이 연결로 편입될 수 있을 전망이다. SSG.Com의 상장 작업은 본격화되고 있다. 상장 작업이 진행됨에 따라서 플랫폼으로 진화하고 있는 SSG.Com의 가치가 부각될 수 있을 것으로 전망된다. 이외에도 이마트24의 연간 BEP 달성에 따른 재평가 가능성, 미국법인의 호조, 실적의 부담으로 작용했던 조선호텔의 실적 개선 등 역시 주가에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대된다.

결론적으로 마지막 고비라고 할 수 있는 우려 요인은 정점을 지나고 있다. 언제든 출발할 수 있는 열차에 선제적으로 탑승할 필요가 있다. 투자 의견 BUY와 목표주가 30만원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	64,474	9.1	9.9	65,072	-0.9
영업이익	1,638	8.3	2,060.1	1,778	-7.9
세전계속사업이익	1,677	14.5	-74.1	2,030	-17.4
지배순이익	1,236	9.3	-74.1	1,414	-12.6
영업이익률 (%)	2.5	-0.1 %pt	+2.4 %pt	2.7	-0.2 %pt
지배순이익률 (%)	1.9	0	-6.2 %pt	2.2	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	190,629	220,330	245,851	260,630
영업이익	1,507	2,372	4,343	5,636
지배순이익	2,339	3,618	7,961	4,475
PER	17.4	9.6	5.9	10.6
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.7	7.6	7.3	6.4
ROE	2.8	4.0	8.6	4.6

자료: 유안타증권

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	44,103	43,269	155,355	168,284	175,156
YoY	2.3%	2.9%	7.5%	10.6%	10.8%	9.6%	4.8%	8.5%	5.9%	8.3%	4.1%
할인점	27,807	25,520	30,445	28,510	30,019	27,871	31,423	30,752	112,282	120,065	123,915
트레이더스	6,771	6,614	8,010	7,610	8,387	8,005	8,980	8,411	29,005	33,783	35,018
전문점	2,871	2,991	3,156	3,323	3,211	2,995	3,251	3,655	12,341	13,112	14,423
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	40,355	39,591	142,137	153,944	160,268
매출총이익	9,241	8,627	10,228	9,398	10,088	9,440	10,627	10,264	37,494	40,418	41,868
영업이익	855	-150	1,401	844	1,130	59	1,417	1,161	2,950	3,767	4,367
YoY	-20.0%	110.9%	11.1%	233.6%	32.2%	-139.4%	1.1%	37.6%	17.5%	27.7%	15.9%
영업이익률	2.3%	-0.4%	3.3%	2.1%	2.7%	0.2%	3.2%	2.7%	1.9%	2.2%	2.5%

주 : 영업이익률은 총매출액 대비 기준

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (연결기준)

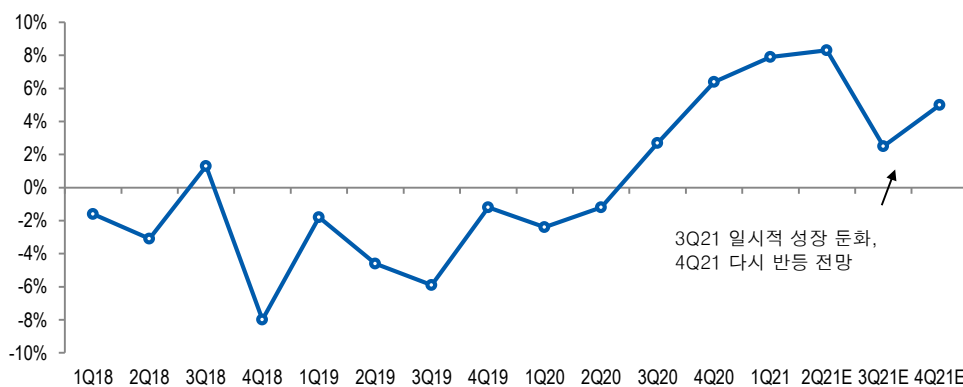
(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
순매출액	52,108	51,880	59,077	57,265	58,958	58,647	64,474	63,772	220,330	245,851	260,630
YoY	13.6%	13.3%	16.7%	18.5%	13.1%	13.0%	9.1%	11.4%	15.6%	11.6%	6.0%
이마트	34,660	32,373	38,598	36,506	38,381	35,618	40,355	39,591	142,137	153,944	160,268
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	4,667	5,091	12,940	16,625	22,311
이마트24	3,542	4,030	4,443	4,247	4,230	4,795	5,290	5,001	16,262	19,315	21,990
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	1,638	1,396	2,371	4,343	5,636
YoY	-34.9%	58.5%	30.1%	-949.0%	154.5%	-116.0%	8.3%	64.5%	57.4%	83.2%	29.8%
이마트	855	-150	1,401	844	1,130	59	1,417	1,161	2,950	3,767	4,367
신세계푸드	-40	24	45	48	51	82	84	78	77	295	275
에브리데이(SM 마트 포	114	62	53	48	45	68	64	55	277	231	259
SSG.Com	-197	-137	-31	-104	-31	-265	-297	-245	-469	-838	-801
이마트24	-80	-52	17	-104	-53	8	79	-20	-219	14	126
프라퍼티	28	-85	22	11	56	-71	60	27	-24	72	85
조선호텔	-148	-180	-146	-233	-203	-192	-126	-98	-707	-619	-198
영업이익률	0.9%	-0.9%	2.6%	1.5%	2.1%	0.1%	2.5%	2.2%	1.1%	1.8%	2.2%
이마트	2.5%	-0.5%	3.6%	2.3%	2.9%	0.2%	3.5%	2.9%	2.1%	2.4%	2.7%
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%	-6.4%	-4.8%	-3.6%	-5.0%	-3.6%
이마트24	-2.3%	-1.3%	0.4%	-2.4%	-1.3%	0.2%	1.5%	-0.4%	-1.3%	0.1%	0.6%
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%	-16.0%	-13.0%	-47.5%	-22.3%	-6.5%

주 : 이마트 영업이익률은 순매출액 기준

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 할인점 기준점성장률 추이 및 전망



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

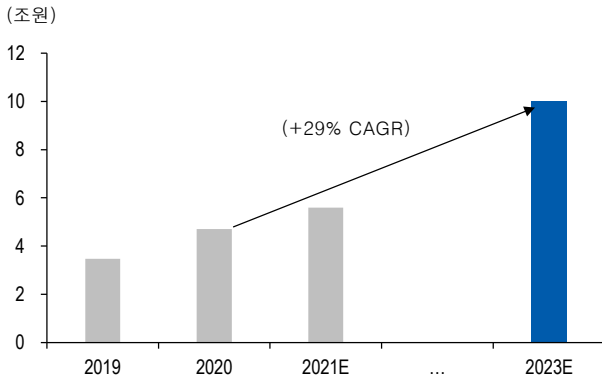
스타벅스커피코리아의 최대주주 변동 공시

최대주주 등의 주식보유 변동

기업집단명 신세계 회사명 주식회사 스타벅스커피코리아 공시일자 2021년 09월 27일 관련법규 공정거래법											
주주명	동일인과의 관계	변동일	주식의 종류 (보통주/우선주)	변동 전		증감		변동 후		취득/처분	
				주식수	지분율 (A)	주식수	지분율 (B=C-A)	주식수	지분율 (C)	금액	단가
(주)이마트	계열회사	2021.09.24	보통주	2,000,000	50.0%	700,000	17.5%	2,700,000	67.5%	485,974,125,000	694,248.75
자기주식	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
동일인 및 동일인 관련자 소계(A)	-	-	보통주	2,000,000	50.0%	700,000	17.5%	2,700,000	67.5%	-	-
			우선주	-	-	-	-	-	-		
			합 계	2,000,000	50.0%	700,000	17.5%	2,700,000	67.5%		
Starbucks Coffee International	기타(해외)	2021.09.24	보통주	2,000,000	50.0%	-2,000,000	-50.0%	0	-	-1,388,497,500,000	694,248.75
Aofin Investment Pte Ltd.	기타(해외)	2021.09.24	보통주	-	-	1,300,000	32.5%	1,300,000	32.5%	902,523,375,000	694,248.75
동일인족이 아닌 최대출자자 소계(B)	-	-	보통주	2,000,000	50.0%	-700,000	-17.5%	1,300,000	32.5%	-	-
			우선주	-	-	-	-	-	-		
			합 계	2,000,000	50.0%	-700,000	-17.5%	1,300,000	32.5%		
기타 소계(C)	-	-	보통주	-	-	-	-	-	-	-	-
			우선주	-	-	-	-	-	-		
			합 계	-	-	-	-	-	-		
전체 합계 (A+B+C)	-	-	보통주	4,000,000	100.0%	0	-	4,000,000	100.0%	-	-
			우선주	-	-	-	-	-	-		
			합 계	4,000,000	100.0%	0	-	4,000,000	100.0%		

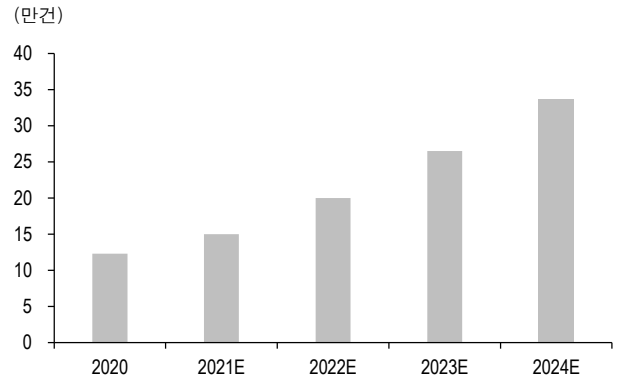
자료: 스타벅스커피코리아, 유안타증권 리서치센터

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	실행 계획
Vertical	✓ Grocery (장보기) 2배 성장 by 2023 ✓ Lifestyle (비장보기) 3배 성장 by 2023	[상품] 카테고리별 핵심 상품 & 서비스 강화 • 장보기 : 프리미엄 그로서리 강화 및 저녁배송 확대 • 비장보기: 패션/뷰티/유아동/반려동물용품, Top-Tier 브랜드 협업 [사업 시너지] • 이베이 PMI 추진, W컨셉 협업 본격화, 네이버 장보기몰 입점 [물류 & 배송] ① 지속성장을 위한 CAPA 적극 先확대 (전년비+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 (익일배송, 150만SKU대상) [고객] 충성 고객 확보, 고객 경험 개선 • UI, UX 개선 (쇼핑 완결성 제고) • 마케팅 고도화 : 상품차별화를 위한 구색, 품질기반 • 라이브커머스 Biz 확대
Horizontal	✓ 사업간 연계 시너지 창출	
Infra	✓ Grocery 물류 CAPA 확대 ✓ Lifestyle 상품 익일배송 체계 구축	
고객 / 마케팅	✓ 고객 Lock In 강화 ✓ 전략 MD 마케팅 고도화	

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서				(단위: 억원)	
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	190,629	220,330	245,851	260,630	274,579
매출원가	141,705	162,242	179,548	188,957	199,070
매출총이익	48,924	58,088	66,303	71,673	75,509
판매비	47,418	55,717	61,960	66,038	68,896
영업이익	1,507	2,372	4,343	5,636	6,614
EBITDA	10,333	12,234	15,230	16,762	17,444
영업외손익	1,315	3,846	6,735	435	513
외환관련손익	-385	631	-403	1	1
이자손익	-1,051	-1,243	-1,453	-1,482	-1,482
관계기업관련손익	738	710	1,024	1,149	1,277
기타	2,012	3,748	7,566	767	717
법인세비용차감전순손익	2,821	6,218	11,077	6,071	7,127
법인세비용	583	2,592	2,871	1,457	1,710
계속사업순손익	2,238	3,626	8,206	4,614	5,416
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,238	3,626	8,206	4,614	5,416
지배지분순이익	2,339	3,618	7,961	4,475	5,254
포괄순이익	1,081	3,543	9,156	5,648	6,451
지배지분포괄이익	1,216	3,574	8,892	5,479	6,257

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	8,158	13,860	6,754	19,072	18,319
당기순이익	0	0	2,355	4,614	5,416
감가상각비	8,492	9,466	10,423	10,646	10,362
외환손익	139	-634	390	-1	-1
중속, 관계기업관련손익	-738	-710	-1,017	-1,148	-1,276
자산부채의 증감	-2,174	2,059	-8,349	1,219	-85
기타현금흐름	2,438	3,679	2,951	3,742	3,903
투자활동 현금흐름	-10,051	-783	-16,344	-15,555	-15,478
투자자산	-7,288	-766	-9,497	-1,946	-1,946
유형자산 증가 (CAPEX)	-9,548	-5,198	-6,920	-8,000	-8,000
유형자산 감소	10,826	9,326	6,951	0	0
기타현금흐름	-4,041	-4,145	-6,877	-5,609	-5,532
재무활동 현금흐름	5,810	-8,701	-241	-7,559	-7,336
단기차입금	0	0	-1,000	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-859	-4,379	5,481	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,042	-1,071	-1,361	-1,517	-1,600
기타현금흐름	7,712	-3,250	-3,360	-4,042	-3,735
연결범위변동 등 기타	56	-53	7,752	7,813	7,398
현금의 증감	3,973	4,323	-2,078	3,770	2,903
기초 현금	2,837	6,810	11,133	9,054	12,825
기말 현금	6,810	11,133	9,054	12,825	15,728
NOPLAT	1,507	2,372	4,343	5,636	6,614
FCF	-1,391	8,662	-166	11,072	10,319

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

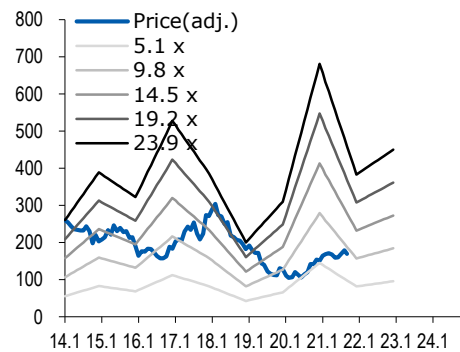
재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	36,499	40,630	47,681	52,764	58,267	
현금및현금성자산	6,810	11,133	9,054	12,825	15,728	
매출채권 및 기타채권	6,840	7,782	7,971	8,444	10,196	
재고자산	12,792	12,618	14,172	15,012	15,860	
비유동자산	174,448	182,775	192,370	192,338	192,730	
유형자산	100,037	96,674	94,069	91,423	89,062	
관계기업등 지분관련자산	8,363	7,509	10,085	13,180	16,402	
기타투자자산	17,644	21,245	24,443	24,443	24,443	
자산총계	210,948	223,404	240,051	245,102	250,997	
유동부채	54,063	59,882	64,412	64,935	65,472	
매입채무 및 기타채무	25,968	29,549	25,686	27,209	28,746	
단기차입금	3,000	4,015	2,911	1,911	911	
유동성장기부채	10,608	7,977	10,678	10,678	10,678	
비유동부채	54,818	58,557	65,652	64,652	63,652	
장기차입금	3,332	4,110	3,306	2,306	1,306	
사채	21,231	16,985	21,150	21,150	21,150	
부채총계	108,880	118,438	130,063	129,586	129,123	
지배지분	88,087	90,737	95,260	100,075	105,585	
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394	
자본잉여금	42,370	42,370	42,370	42,370	42,370	
이익잉여금	27,943	30,711	36,764	40,544	45,020	
비지배지분	13,981	14,229	14,728	15,441	16,288	
자본총계	102,067	104,966	109,988	115,516	121,874	
순차입금	45,505	43,592	49,815	44,044	39,141	
총차입금	61,501	62,758	72,032	70,032	68,032	

Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	8,391	12,979	28,559	16,055	18,847	
BPS	326,681	336,509	342,804	360,133	379,962	
EBITDAPS	37,066	43,889	54,634	60,131	62,578	
SPS	683,850	790,399	881,950	934,969	985,008	
DPS	2,000	2,000	2,500	2,800	3,000	
PER	17.4	9.6	5.9	10.6	9.0	
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	
EV/EBITDA	9.7	7.6	7.3	6.4	5.9	
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	11.6	6.0	5.4
영업이익 증가율 (%)	-67.4	57.4	83.1	29.8	17.3
지배순이익 증가율 (%)	-48.0	54.7	120.0	-43.8	17.4
매출총이익률 (%)	25.7	26.4	27.0	27.5	27.5
영업이익률 (%)	0.8	1.1	1.8	2.2	2.4
지배순이익률 (%)	1.2	1.6	3.2	1.7	1.9
EBITDA 마진 (%)	5.4	5.6	6.2	6.4	6.4
ROIC	1.3	1.5	3.4	4.4	5.3
ROA	1.2	1.7	3.4	1.8	2.1
ROE	2.8	4.0	8.6	4.6	5.1
부채비율 (%)	106.7	112.8	118.3	112.2	105.9
순차입금/자기자본 (%)	51.7	48.0	52.3	44.0	37.1
영업이익/금융비용 (배)	1.0	1.4	2.3	2.9	3.4

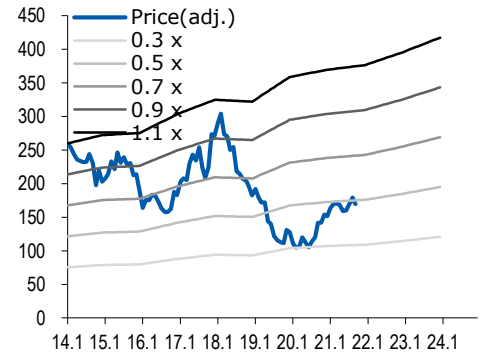
P/E band chart

(천원)



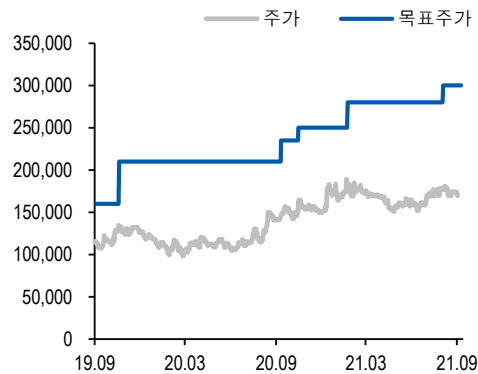
P/B band chart

(천원)



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-09-29	BUY	300,000	1년		
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: 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)	91.3
Hold(중립)	8.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-09-26

※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 투자사결정은 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.