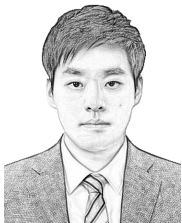


# SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com.kr

02-3773-9180

## Company Data

자본금	139 십억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	4,627 십억원
주요주주	
정용진(와1)	28.56%
국민연금공단	9.63%
외국인지분률	33.90%
배당수익률	1.20%

## Stock Data

주가(21/10/28)	166,000 원
KOSPI	3009.55 pt
52주 Beta	0.99
52주 최고가	189,000 원
52주 최저가	142,000 원
60일 평균 거래대금	30 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.1%	0.8%
6개월	-1.8%	3.8%
12개월	11.8%	-12.9%

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

## 이베이코리아 + SSG닷컴 가치 성장은 물류에 달림

동사는 이베이코리아 지분 80%, W 컨셉 등 M&A 에 열을 올리고 있어 향후 GMV와 기업가치 상승 전망됨. 그러나 NEO 를 비롯한 물류 캐파 증설이 수반되지 않는다면 GMV 성장률이 기대에 미치지 못할 수 있음. 이는 이베이코리아 딜을 통해 물류 역량이 없는 이커머스 밸류에이션이 대내외적으로 검증된 것에서도 알 수 있음. 이에 아직 물류 캐파 확장이 공격적이지 않은 동사 투자 의견 중립, 목표주가 180,000 원 유지함

## NEO 를 비롯한 물류 캐파 증설이 관건

동사는 2021 년 공격적인 M&A 행보를 보이고 있음. 이베이코리아 지분 약 80%를 3.4 조원에 인수했고 자회사인 SSG닷컴이 국내 온라인 편집샵 2 위인 W 컨셉을 2,650 억원에 인수함. 이외에도 SK 와이번스 지분 100%와 스타벅스코리아 지분 추가 인수 등이 있었음. 이를 위한 재원을 확보하는 차원에서 이마트 본사와 성수점을 약 1 조원 수준에 매각함. 동사의 강점이라고 할 수 있는 음식료품 셀렉션에 이어 대표적인 버티컬 셀렉션에 속하는 패션 포트폴리오를 늘리고자 W 컨셉을 인수한 부분은 상당히 긍정적으로 평가함. 3Q21 기준 SSG닷컴 GMV 는 YoY +27.6% 성장한 것으로 추정되는데 W 컨셉은 성장률을 더욱 높일 것임. 그러나 NEO 의 증설이 이뤄지고 있지 않기 때문에 사실상 Full Capa 수준인 NEO 發 GMV 성장률은 더뎠을 것으로 추정됨. 향후 SSG닷컴의 상장이 계획되어 있다는 점에서 음식료품 GMV 성장을 위해서는 NEO 의 증설은 반드시 필요해 보임. 그리고 이베이코리아 인수를 통해 생필품 셀렉션도 강화되었기 때문에 NEO 수준이 아니더라도 물류 캐파 증설이 필요해진 상황임. 이베이코리아 지분 80%가 가격이 3.4 조원인 것은 이베이코리아 전체 가치를 약 4.25 조원 수준으로 본 것이며 이는 GMV 대비 약 80% 가량의 할인인 반영되었음을 암시함. 물류 캐파 없이는 가치를 높게 줄 수 없다는 것을 확인시켜준 달임. W 컨셉 인수로 버티컬 셀렉션을 늘린 것도 결국 물류에 대한 대응이 있어야 꾸준한 성장 가능할 것임

## 투자의견 중립, 목표주가 180,000 원 유지

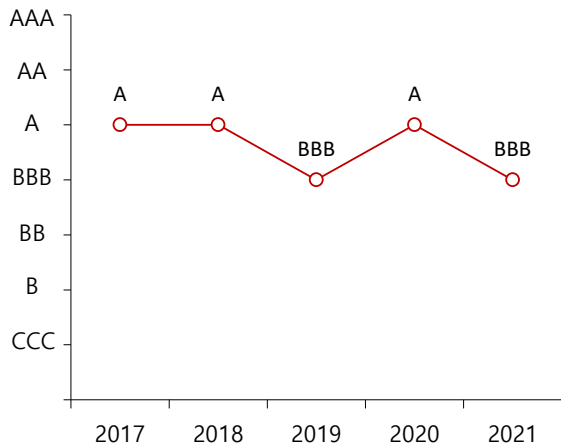
물류 캐파 증설이 다소 아쉽다는 점에서 투자의견 중립, 목표주가 180,000 원을 유지함

## 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	11.6	9.2	7.2
PBR	배	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	배	9.3	9.6	8.7	10.3	8.9	7.5
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 ESG 하이라이트

### 이마트의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>이마트 종합 등급</b>	<b>BBB</b>	<b>C</b>	<b>23.9</b>
환경(Environment)	32.0	C	16.7
사회(Social)	38.1	D	8.8
지배구조(Governance)	61.1	A-	51.8
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
롯데쇼핑	BBB	C	29.2
GS 리테일	BBB	D-	22.5
신세계	A	D+	27.8

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 이마트 ESG 평가

최근 공표된 한국기업지배구조원(KCGS) 2021 년 ESG 평가에 따르면 이마트는 A 등급으로 ESG 에 상당한 노력을 기울이고 있다. 예컨대 최근 이마트는 강화인삼농협, 농협경제지주와 협력해 오는 21 일부터 27 일까지 강화도에서 재배한 6 년근 햇 세척인삼 11 톤을 정사가 대비 20% 할인하는 '강화 인삼 할인전'을 진행해 농가 돕기를 추진 중이다. 또한 이마트와 환경부는 지난 9 월 자원순환의 날을 맞아 '스트레치필름 회수 및 재활용 확대 공동 선언' 협약식을 열고 물류 포장용 스트레치필름 재활용 시범 사업을 추진하기로 했다.

자료: SK 증권

### OO 기업의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
2021.8.11	사회적채권	50,000	2.35

자료: KRX, SK 증권

### 이마트의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.12	사회 (Social)	신세계 취업규칙에 소지품·신체 검사...관계 법령 저촉
2021.10.5	사회 (Social)	마트 검품파트에 척추장애인 배치...장애인 차별 논란
2021.8.31	사회 (Social)	제주 한 대형마트, 코로나 감염자 나와도 방역 허술 눈총
2021.8.10	사회 (Social)	개인 휴대폰인데...이마트 정보열람 동의 추진, 임직원 반발
2021.6.21	사회 (Social)	이마트, 노브랜드 가맹점 모집 잠정 중단
2021.5.22	사회 (Social)	이마트 제천점 소고기서 기생충 같은 이물질 발견

자료: 주요 언론사, SK 증권

## 이마트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2019	2020	2021E
매출액	5,211	5,188	5,908	5,726	5,896	5,865	6,237	5,959	19,063	22,033	23,957
YoY	4.3%	4.9%	9.7%	13.1%	10.7%	10.0%	2.0%	-0.5%	11.8%	15.6%	8.7%
이마트(별도)	3,466	3,237	3,860	3,651	3,838	3,562	3,935	3,634	13,155	14,214	14,969
YoY	13.8%	1.2%	4.4%	2.3%	-6.9%	2.9%	2.9%	2.9%	0.0%	8.0%	5.3%
이마트 에브리데이	339	313	334	309	315	322	344	318	1,230	1,295	1,300
YoY	25.5%	19.1%	21.9%	15.0%	19.4%	19.0%	17.5%	19.5%	4.7%	5.3%	0.4%
이마트24	354	403	444	425	423	480	522	508	1,355	1,626	1,932
YoY	73.9%	50.0%	48.6%	45.1%	9.8%	12.1%	20.0%	20.0%	30.5%	20.1%	18.8%
SSG.COM	307	312	337	339	337	350	404	406	844	1,294	1,497
YoY	9.6%	1.2%	-2.4%	-11.6%	-2.5%	2.5%	2.5%	2.5%		53.3%	15.7%
영업이익	48	-47	151	85	123	8	123	146	151	237	401
YoY	-34.8%	적지	30.1%	흑전	154.4%	흑전	-18.5%	72.6%	-67.4%	57.4%	68.9%
영업이익률	0.9%	-0.9%	2.6%	1.5%	2.1%	0.1%	2.0%	2.5%	0.8%	1.1%	1.7%
이마트(별도)	85	-15	140	84	113	6	108	127	251	295	354
YoY	-20.0%	적지	11.1%	233.1%	32.2%	흑전	-23.1%	50.8%	-48.7%	17.5%	19.9%
OPM	2.5%	-0.5%	3.6%	2.3%	2.9%	0.2%	2.7%	3.5%	1.9%	2.1%	2.4%
이마트 에브리데이	11	6	5	5	5	7	5	5	15	28	22
YoY	470.0%	37.8%	-25.4%	182.4%	-60.5%	9.7%	2.9%	2.9%	188.7%	81.0%	-21.7%
OPM	3.4%	2.0%	1.6%	1.6%	1.4%	2.1%	1.6%	1.6%	1.2%	2.1%	1.7%
이마트24	-8	-5	2	-10	-5	1	-1	-1	-28	-22	-7
YoY	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	적지
OPM	-2.3%	-1.3%	0.4%	-2.4%	-1.3%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-2.1%	-1.3%	-0.3%
SSG.COM	-20	-14	-3	-10	-3	-27	-7	-7	-82	-47	-44
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM	-6.4%	-4.4%	-0.9%	-3.1%	-0.9%	-7.6%	-1.8%	-1.8%	-9.7%	-3.6%	-3.0%

자료: 이마트, SK 증권

## 이마트 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E	3Q21E	2021E
매출액(십억원)	6,046	23,333	6,237	23,957	3.15%	2.67%
영업이익(십억원)	104	428	123	401	18.3%	-6.3%
목표주가(원)	180,000		180,000		0%	

자료: SK 증권

## 이마트 기업가치 추정(이전)

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
평균적 시나리오					
PP 센터 인력 투입 평균			SSG 닛컴 기타 GMV 성장률 11.1%		
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	6.7	8.2	9.7	11.2
SSG 닛컴 NEO GMV(추정)	918	918	918	918	918
SSG 닛컴 PP 센터 GMV(추정)	1,085	1,398	1,711	2,023	2,336
SSG 닛컴 기타 GMV(추정)	1,777	1,975	2,195	2,439	2,710
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	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

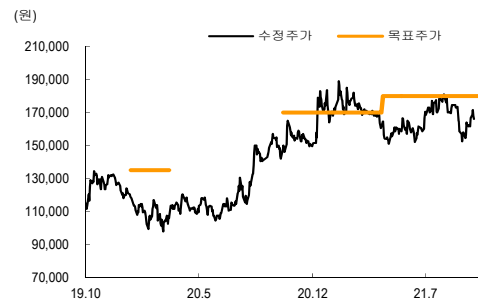
자료: SK 증권

## 이마트 기업가치 추정(현재)

단위: 십억원	2017	2018	2019	2020	2021.05.07
시가총액	7,551	5,085	3,438	4,126	4,627
SSG 닛컴 GMV		1,648	2,858	3,780	5,429
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	1,360
이마트 오프라인 가치	7,551	4,672	2,722	3,179	3,267
평균적 시나리오					
PP 센터 인력 투입 평균			SSG 닛컴 기타 GMV 성장률 10.5%		
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	6.7	8.2	9.7	11.2
SSG 닛컴 NEO GMV(추정)	1,194	1,194	1,194	1,194	1,194
SSG 닛컴 PP 센터 GMV(추정)	1,412	1,819	2,226	2,633	3,040
SSG 닛컴 기타 GMV(추정)	1,174	1,435	1,754	2,144	2,621
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	1,114	1,296	1,496	1,717
이마트 오프라인 가치	3,267	3,267	3,267	3,267	3,267
이마트 가치	4,214	4,382	4,564	4,763	4,985
발행주식수(천주)					27,876
목표주가(원)					180,000
현재주가(원)					166,000
상승여력					8.4%

자료: SK 증권

일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.10.29	중립	180,000원	6개월		
2021.05.10	중립	180,000원	6개월	-8.53%	0.56%
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%



### 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 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 10월 29일 기준)

매수	89.15%	중립	10.85%	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
무형자산감가상각비	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	4.5	4.0	3.5
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