

이마트 (139480)

소매/유통

이진협



02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견

BUY (M)

목표주가

300,000원 (M)

현재주가 (12/30)

151,000원

상승여력

99%

시가총액	42,092억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	170억원
60일 평균 거래량	106,980주
52주 고	189,000원
52주 저	143,000원
외인지분율	33.30%
주요주주	정용진 외 1인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.6	(8.2)	(0.3)
상대	0.7	(5.4)	(3.8)
절대(달러환산)	5.5	(8.6)	(8.9)

SSG.Com 상장 이후에도 이마트를 봐야 하는 이유

핵심 자회사 상장에 대한 우려

2022년에는 동사의 핵심 자회사인 SSG.Com의 상장이 예정되어 있다. 최근 핵심 자회사의 상장에 따른 상장 자회사 디스카운트 우려가 시장에서 부각되고 있고, 이와 같은 우려에 대해서 이마트도 자유롭지는 못한 상황임은 분명하다. SSG.Com의 상장에 따라 모회사 이마트의 주요 투자 포인트였던 SSG.Com의 성장의 훼손이 불가피하고, 상장 자회사의 가치에 대해 지주회사 할인 50% 수준의 적용이 필요하다는 의견이 커지고 있기 때문이다.

그럼에도 불구하고 모회사 이마트를 봐야하는 이유

그럼에도 이마트를 봐야하는 이유는 분명하다. 우선 **지주회사 할인율에 관한 부분인 데, 할인율 50%를 적용하기 이전에 SSG.Com의 가치를 우선적으로 반영할 필요가 있다.** SSG.Com을 제외한 동사의 2022년 지배순이익 전망치는 6,000억원 수준이다. 컨센서스를 고려하더라도 5,000억원 수준이다. 보수적으로 P/E 8배를 적용하더라도, 적정가치는 4조~4.8조원으로 현재 동사의 시가총액 수준이다. 지주사 할인을 고려하기 이전에 SSG.Com의 가치 반영부터 필요하다. 또한, 이마트와 SSG.Com은 전략은 **할인점의 PP센터의 확장**을 통해서 온라인 그로서리 시장에 대응한다는 것이다. 이에 SSG.Com의 상장에도 온라인 그로서리 시장의 성장의 수혜는 동사의 몫으로 남아 있다는 점을 간과해서는 안된다. 마지막으로 SSG.Com의 상장 이후 동사의 또 다른 이커머스 자회사인 이베이코리아와 SSG.Com의 합병을 추진할 가능성이 높다고 판단한다. 양 사간의 시너지 도출을 위해 조직 통합이 요구되기 때문이다. 이 경우, 모회사인 이마트는 이베이코리아에 대한 지분율이 80%로 SSG.Com의 지분율 50% 보다 높기 때문에 합병 SSG.Com에 대한 지배력을 양 사간의 합병을 통해 높일 수 있게 된다. 이는 모회사의 주주가치에 있어서 분명히 긍정적이다.

4Q21 실적 부진 전망하나, 2022년 Top Pick 의견 유지

동사의 4Q21 영업이익은 1,657억원(+95.3% YoY)을 전망한다. 스타벅스 연결 편입효과를 제외하면, 829억원(-2.4% YoY) 소폭 감익할 것으로 예상된다. 할인점의 기존점성장률은 +1% YoY를 전망한다. 4Q21 실적 부진할 것으로 전망되나, 2022년 유통업종 Top Pick 의견을 유지한다. 물가 상승에 따른 대형마트의 수혜와 SSG.Com의 상장 모멘텀이 본격화 될 것으로 전망되기 때문이다. 투자의견 BUY 목표주가 30만원을 유지한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	4Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	66,967	16.9	6.1	68,512	-2.3
영업이익	1,657	95.3	52.6	1,475	12.4
세전계속사업이익	1,427	흑전	-88.8	3,957	-63.9
지배순이익	1,003	흑전	-89.3	2,191	-54.2
영업이익률 (%)	2.5	+1.0 %pt	+0.8 %pt	2.2	+0.3 %pt
지배순이익률 (%)	1.5	흑전	-13.3 %pt	3.2	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

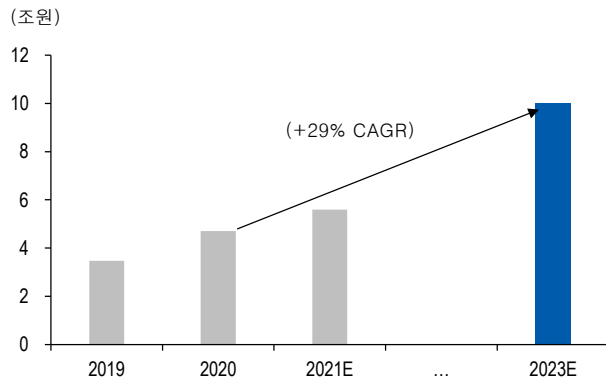
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	190,629	220,330	247,691	287,293
영업이익	1,507	2,372	4,052	8,328
지배순이익	2,339	3,618	16,016	5,453
PER	17.4	9.6	2.6	7.7
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.7	7.6	4.9	3.3
ROE	2.8	4.0	16.5	5.2

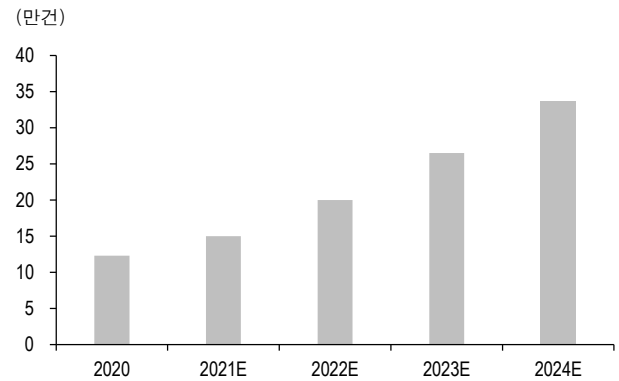
자료: 유안타증권

SSG.Com GMV 추이 및 전망



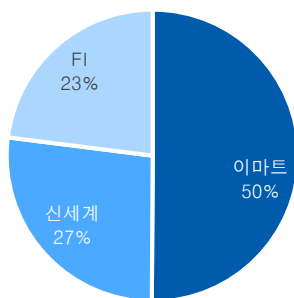
자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

SSG.Com의 배송 CAPA 전망



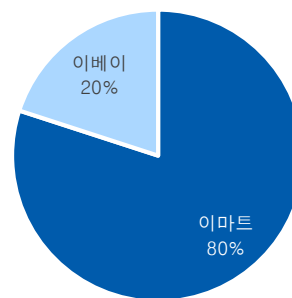
자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

SSG.Com 주주 구성 (IPO 이후 지분율 축소 전망)



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이베이코리아 주주 구성



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
총매출액	37,867	35,538	42,069	39,881	41,972	38,940	43,352	40,206	155,355	164,470	175,367
YoY	2.3%	2.9%	7.5%	10.6%	10.8%	9.6%	3.0%	0.8%	5.9%	5.9%	6.6%
할인점	27,807	25,520	30,445	28,510	30,019	27,871	31,109	29,126	112,282	118,125	125,722
트레이더스	6,771	6,614	8,010	7,610	8,387	8,005	9,053	7,724	29,005	33,169	34,386
전문점	2,871	2,991	3,156	3,323	3,211	2,995	3,124	2,906	12,341	12,236	13,459
기타	418	413	458	438	355	69	66	450	1,727	940	1,800
순매출액	34,660	32,373	38,598	36,506	38,381	35,618	39,667	36,788	142,137	150,454	160,461
매출총이익	9,241	8,627	10,228	9,398	10,088	9,440	10,402	9,517	37,494	39,447	41,599
영업이익	855	-150	1,401	844	1,130	59	1,049	628	2,950	2,866	4,266
YoY	-20.0%	110.9%	11.1%	233.6%	32.2%	-139.4%	-25.1%	-25.6%	17.5%	-2.8%	48.9%
영업이익률	2.3%	-0.4%	3.3%	2.1%	2.7%	0.2%	2.4%	1.6%	1.9%	1.7%	2.4%

주 : 영업이익률은 총매출액 대비 기준

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
순매출액	52,108	51,880	59,077	57,265	58,958	58,647	63,119	66,967	220,330	247,691	287,293
YoY	13.6%	13.3%	16.7%	18.5%	13.1%	13.0%	6.8%	16.9%	15.6%	12.4%	16.0%
이마트	34,660	32,373	38,598	36,506	38,381	35,618	39,667	36,788	142,137	150,454	160,461
에브리데이	3,385	3,130	3,343	3,094	3,150	3,222	3,401	3,156	12,952	12,929	13,019
SSG.Com	3,069	3,118	3,368	3,385	3,371	3,495	3,865	4,714	12,940	15,445	21,888
스타벅스								6,374		6,374	27,091
이마트24	3,542	4,030	4,443	4,247	4,230	4,795	5,178	4,994	16,262	19,197	21,844
프라퍼티	512	511	518	512	499	524	524	538	2,053	2,085	2,147
조선호텔	338	312	393	444	517	717	841	755	1,487	2,830	3,113
영업이익	484	-474	1,512	849	1,232	76	1,086	1,657	2,371	4,051	8,328
YoY	-34.9%	58.5%	30.1%	-949.0%	154.5%	-116.0%	-28.2%	95.2%	57.4%	70.9%	105.6%
이마트	855	-150	1,401	844	1,130	59	1,049	628	2,950	2,866	4,266
에브리데이	114	62	53	48	45	68	86	55	277	254	282
SSG.Com	-197	-137	-31	-104	-31	-265	-382	-359	-469	-1,037	-1,304
스타벅스								829		829	3,197
이마트24	-80	-52	17	-104	-53	8	46	-20	-219	-19	87
프라퍼티	28	-85	22	11	56	-71	16	11	-24	12	23
조선호텔	-148	-180	-146	-233	-203	-192	-60	-23	-707	-478	31
영업이익률	0.9%	-0.9%	2.6%	1.5%	2.1%	0.1%	1.7%	2.5%	1.1%	1.6%	2.9%
이마트	2.5%	-0.5%	3.6%	2.3%	2.9%	0.2%	2.6%	1.7%	2.1%	1.9%	2.7%
에브리데이	3.4%	2.0%	1.6%	1.6%	1.4%	2.1%	2.5%	1.8%	2.1%	2.0%	2.2%
SSG.Com	-6.4%	-4.4%	-0.9%	-3.1%	-0.9%	-7.6%	-9.9%	-7.6%	-3.6%	-6.7%	-6.0%
스타벅스								13.0%		13.0%	11.8%
이마트24	-2.3%	-1.3%	0.4%	-2.4%	-1.3%	0.2%	0.9%	-0.4%	-1.3%	-0.1%	0.4%
프라퍼티	5.5%	-16.6%	4.2%	2.1%	11.2%	-13.5%	3.1%	2.0%	-1.2%	0.6%	1.1%
조선호텔	-43.8%	-57.7%	-37.2%	-52.5%	-39.3%	-26.8%	-7.1%	-3.0%	-47.5%	-16.9%	1.0%

주 : 이마트 영업이익률은 순매출액 기준

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	247,691	287,293	304,258
매출원가	141,705	162,242	181,660	208,287	220,587
매출총이익	48,924	58,088	66,031	79,005	83,671
판매비	47,418	55,717	61,979	70,677	73,840
영업이익	1,507	2,372	4,052	8,328	9,831
EBITDA	10,333	12,234	14,963	20,223	21,379
영업외손익	1,315	3,846	18,084	-571	-620
외환관련손익	-385	631	-846	82	82
이자손익	-1,051	-1,243	-1,489	-1,555	-1,555
관계기업관련손익	738	710	828	208	209
기타	2,012	3,748	19,592	694	644
법인세비용차감전순이익	2,821	6,218	22,136	7,757	9,212
법인세비용	583	2,592	5,858	2,017	2,395
계속사업순이익	2,238	3,626	16,278	5,740	6,817
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,238	3,626	16,278	5,740	6,817
지배지분순이익	2,339	3,618	16,016	5,453	6,476
포괄순이익	1,081	3,543	16,134	4,587	5,664
지배지분포괄이익	1,216	3,574	15,893	4,450	5,494

주: 영업이익 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	12,031	3,917	2,975
당기순이익	0	0	1,056	5,740	6,817
감가상각비	8,492	9,466	10,362	11,047	10,720
외환손익	139	-634	853	-82	-82
중속, 관계기업관련손익	-738	-710	-815	-198	-200
자산부채의 증감	-2,174	2,059	984	2,967	1,699
기타현금흐름	2,438	3,679	-409	-15,557	-15,979
투자활동 현금흐름	-10,051	-783	-24,932	-18,165	-18,221
투자자산	-7,288	-766	-14,968	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-9,548	-5,198	-6,961	-8,000	-8,000
유형자산 감소	10,826	9,326	7,041	0	0
기타현금흐름	-4,041	-4,145	-10,043	-10,165	-10,221
재무활동 현금흐름	5,810	-8,701	5,097	-18,312	-8,153
단기차입금	0	0	-1,000	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-859	-4,379	11,589	-11,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,042	-1,071	-1,498	-1,514	-1,653
기타현금흐름	7,712	-3,250	-3,994	-4,798	-4,500
연결범위변동 등 기타	56	-53	3,654	28,029	28,220
현금의 증감	3,973	4,323	-4,150	-4,531	4,821
기초 현금	2,837	6,810	11,133	6,983	2,452
기말 현금	6,810	11,133	6,983	2,452	7,273
NOPLAT	1,507	2,372	4,052	8,328	9,831
FCF	-1,391	8,662	5,069	-4,083	-5,025

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

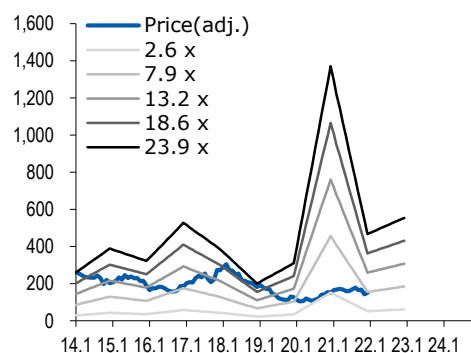
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	36,499	40,630	56,920	54,060	61,770
현금및현금성자산	6,810	11,133	6,983	2,452	7,273
매출채권 및 기타채권	6,840	7,782	11,339	11,940	13,851
재고자산	12,792	12,618	14,882	15,951	16,929
비유동자산	174,448	182,775	214,385	210,688	207,340
유형자산	100,037	96,674	97,802	94,755	92,036
관계기업 등 지분관련자산	8,363	7,509	6,113	6,311	6,511
기타투자자산	17,644	21,245	27,316	27,316	27,316
자산총계	210,948	223,404	271,305	264,748	269,110
유동부채	54,063	59,882	80,931	81,021	81,018
매입채무 및 기타채무	25,968	29,549	28,485	29,575	30,572
단기차입금	3,000	4,015	4,069	3,069	2,069
유동성장기부채	10,608	7,977	16,599	16,599	16,599
비유동부채	54,818	58,557	70,879	59,879	58,879
장기차입금	3,332	4,110	2,818	1,818	818
사채	21,231	16,985	21,257	11,257	11,257
부채총계	108,880	118,438	151,810	140,900	139,897
지배지분	88,087	90,737	103,383	107,127	111,756
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	46,011	50,908	56,689
비지배지분	13,981	14,229	16,112	16,721	17,457
자본총계	102,067	104,966	119,495	123,848	129,213
순차입금	45,505	43,592	15,818	8,349	1,528
총차입금	61,501	62,758	44,747	32,747	30,747

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	8,391	12,979	57,456	19,563	23,231
BPS	326,681	336,509	372,036	385,511	402,167
EBITDAPS	37,066	43,889	53,677	72,548	76,694
SPS	683,850	790,399	888,552	1,030,616	1,091,478
DPS	2,000	2,000	2,000	2,500	3,000
PER	17.4	9.6	2.6	7.7	6.5
PBR	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.7	7.6	4.9	3.3	2.9
PSR	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	11.8	15.6	12.4	16.0	5.9
영업이익 증가율 (%)	-67.4	57.4	70.9	105.5	18.0
지배순이익 증가율 (%)	-48.0	54.7	342.7	-66.0	18.8
매출총이익률 (%)	25.7	26.4	26.7	27.5	27.5
영업이익률 (%)	0.8	1.1	1.6	2.9	3.2
지배순이익률 (%)	1.2	1.6	6.5	1.9	2.1
EBITDA 마진 (%)	5.4	5.6	6.0	7.0	7.0
ROIC	1.3	1.5	2.9	5.6	6.7
ROA	1.2	1.7	6.5	2.0	2.4
ROE	2.8	4.0	16.5	5.2	5.9
부채비율 (%)	106.7	112.8	127.0	113.8	108.3
순차입금/자기자본 (%)	51.7	48.0	15.3	7.8	1.4
영업이익/금융비용 (배)	1.0	1.4	2.1	4.0	4.8

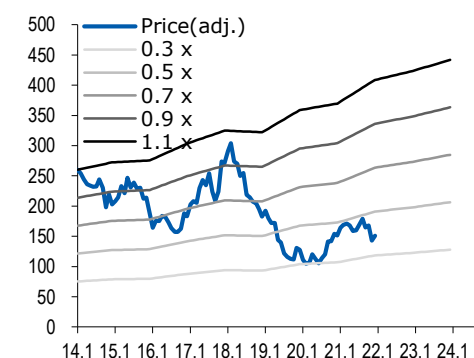
P/E band chart

(천원)



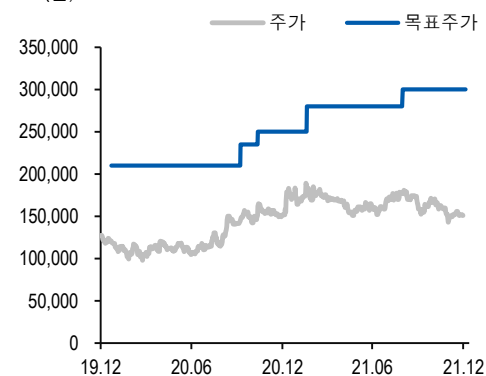
P/B band chart

(천원)



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-01-03	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

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)	93.3
Hold(중립)	6.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-12-29

※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.