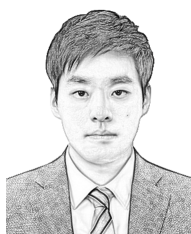


SK COMPANY Analysis



Analyst

유승우

yswbest@sk.com.kr

02-3773-9180

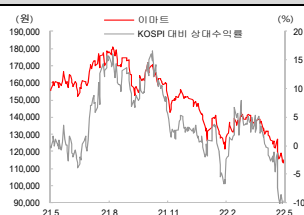
Company Data

자본금	139 십억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	3,206 십억원
주요주주	
정용진(외1)	28.56%
국민연금공단	10.38%
외국인지분률	28.10%
배당수익률	1.70%

Stock Data

주가(22/05/27)	115,000 원
KOSPI	2638.05 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	181,000 원
52주 최저가	113,500 원
60일 평균 거래대금	20 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.5%	-11.5%
6개월	-24.6%	-16.1%
12개월	-26.1%	-11.3%

이마트 (139480/KS | 매수(상향) | T.P 145,000 원(하향))

SSG 닷컴 상장 지연은 오히려 호재

금리 인상, 엔데믹 국면이 이커머스 가치에 악재로 반영되고 있어 동사의 SSG 닷컴 상장도 올해에서 내년으로 순연되는 분위기임. 이는 SSG 닷컴에게는 일부 악재로 작용할 수 있으나 SSG 닷컴 영향으로 주가가 올려왔던 동사에게는 오히려 호재임. 이에 그간의 주가 낙폭 과대를 감안해 투자의견을 매수로 상향함. 하지만 SSG 닷컴의 고성장으로 동사 기업가치에서 SSG 닷컴 비중이 높아진 점을 감안해 목표주가는 145,000 원으로 하향함

이커머스 가치 하락세

최근 세계적으로 이커머스 기업들의 가치가 하락세에 있음. 금리 인상으로 성장주들에 대한 할인이 반영되는 것과 더불어 코로나 19가 엔데믹 국면으로 접어들어 따라서 상대적으로 이커머스 성장률이 둔화되는 상황이며 오프라인 유통 채널의 매력도가 부각되기 때문임. 동사가 주력하고 있는 SSG 닷컴의 가치에는 이러한 흐름이 악재로 작용할 수 밖에 없음

SSG 닷컴 상장 지연은 오히려 호재

당연히 상장을 앞두고 있는 SSG 닷컴의 가치도 하락세인 것으로 짐작할 수 있음. 이에 동사는 SSG 닷컴의 상장을 기존 목표인 올해 상반기에서 내년으로 잠정 연기한 것으로 파악되고 있음. 하지만 이는 동사 기업가치에 일부 호재로 작용할 전망이다. SSG 닷컴의 가치가 동사의 가치보다 높게 평가되며 상대적으로 동사 주가가 하락 압력을 받았던 경향이 있었기 때문임

투자의견 매수로 상향, 목표주가는 180,000 원 → 145,000 원으로 하향

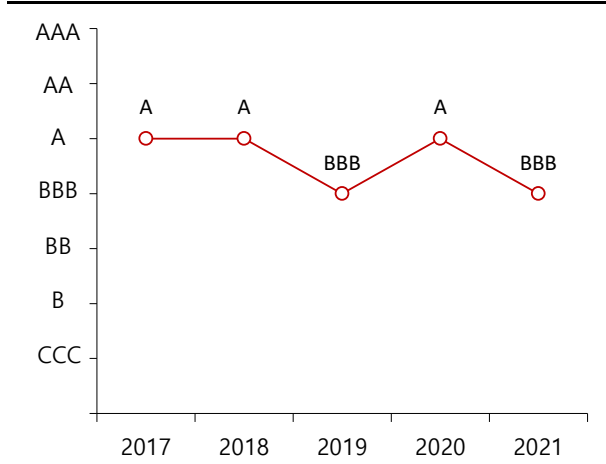
이에 주가 낙폭이 과도했다는 점에서 투자의견을 매수로 상향함. 하지만 목표주가는 기존 180,000 원에서 145,000 원으로 19.4% 하향함. SSG 닷컴이 선전하며 GMV가 고속 성장한 영향으로 P/GMV 0.5 배를 적용한 SSG 닷컴의 가치가 이전 보고서 작성시보다 상승함. SSG 닷컴은 올해 7 조원 안팎의 GMV를 기록할 것으로 보임. 이에 상대적으로 동사 오프라인 가치가 하락해 목표주가 하향 불가피함

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	십억원	19,063	22,033	24,933	28,525	30,859	32,505
yoy	%	11.8	15.6	13.2	14.4	8.2	5.3
영업이익	십억원	151	237	317	179	167	56
yoy	%	-67.5	57.4	33.6	-43.7	-6.7	-66.5
EBITDA	십억원	1,033	1,223	1,454	1,607	1,931	1,751
세전이익	십억원	282	622	2,114	1,353	247	161
순이익(지배주주)	십억원	234	362	1,571	998	185	120
영업이익률%	%	0.8	1.1	1.3	0.6	0.5	0.2
EBITDA%	%	5.4	5.6	5.8	5.6	6.3	5.4
순이익률	%	1.2	1.7	6.4	3.5	0.6	0.4
EPS(계속사업)	원	8,391	12,979	56,348	35,793	6,647	4,311
PER	배	15.2	11.7	2.7	3.2	17.3	26.7
PBR	배	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	배	9.6	8.7	10.6	8.9	6.8	6.9
ROE	%	2.8	4.1	16.3	9.4	1.7	1.1
순차입금	십억원	4,890	4,834	8,957	8,735	7,628	6,684
부채비율	%	106.7	112.8	152.0	155.0	164.2	171.9

ESG 하이라이트

이마트의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
이마트 종합 등급	BBB	C-	34.3
환경(Environment)	393	C-	15.9
사회(Social)	326	C-	12.2
지배구조(Governance)	588	C-	74.7
<비교업체 종합 등급>			
롯데쇼핑	BBB	C+	38.9
GS 리테일	BBB	D	32.1
신세계	BBB	D	39.6

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 이마트 ESG 평가

전반적으로 ESG 에 많은 관심과 좋은 평가를 받고 있다. 이마트에서 탄소중립을 실천하면 자동으로 포인트가 적립된다. 이마트는 환경부, 한국환경공단과 기업이 함께 참여하는 '탄소중립 실천 포인트제'에 동참해 탄소중립을 실천하면 자동으로 포인트가 적립되는 시스템을 오픈했다. 먼저 '탄소중립 실천포인트' 홈페이지에 가입한 후 이마트에서 '탄소중립 실천포인트'가 연계된 상품을 구매하거나 모바일영수증을 발급받고 신세계포인트를 적립하면 자동으로 '탄소중립 실천 포인트'가 쌓인다.

자료: SK 증권

이마트의 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
2022.05.17	사회 (Social)	입점 사고, 신세계아이파크몰 대책 미적
2022.05.05	사회 (Social)	시화이마트 폐점저지 범대위, "성담유통 경영상 위기 폐점 근거 취약" 주장 나와
2022.04.01	사회 (Social)	이마트 시화점 사실상 운영중단... 조정 결렬 노조 파업 단행
2022.03.29	사회 (Social)	이마트, 공정위 조사 받아...불공정거래 여부 관련
2022.03.20	사회 (Social)	시흥시 "이마트 시화점 폐점, 상생 경영 고민해달라" 당부
2022.03.03	사회 (Social)	이마트 시화점, 경영악화로 5 월 폐점...주민·노조 반발 거세

자료: 주요 언론사, SK 증권

이마트 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022E
매출액	5,896	5,865	6,312	6,860	7,004	6,839	7,418	7,266	22,033	24,933	28,525
YoY	10.7%	10.0%	3.0%	0.7%	1.0%	0.6%	1.2%	1.2%	15.6%	13.2%	14.4%
이마트(별도)	3,838	3,562	3,977	3,677	3,876	3,583	4,025	3,722	14,214	15,054	15,207
YoY	-6.9%	2.9%	1.7%	1.8%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	8.0%	5.9%	1.0%
이마트 에브리데이	315	322	340	315	332	340	358	332	1,295	1,292	1,362
YoY	19.4%	19.0%	16.5%	17.2%	14.5%	13.9%	13.1%	12.9%	5.3%	-0.2%	5.4%
이마트24	423	480	518	498	484	546	586	562	1,626	1,918	2,177
YoY	9.8%	12.1%	14.8%	24.4%	26.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.1%	17.9%	13.5%
SSG.COM	337	350	387	421	425	419	464	505	1,294	1,494	1,814
YoY	-2.5%	2.5%	1.2%	52.9%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%	53.3%	15.5%	21.4%
영업이익	123	8	109	77	34	-13	76	81	237	317	179
YoY	154.4%	흑전	-28.2%	-8.9%	-72.0%	적전	-30.1%	5.0%	57.4%	33.6%	-43.6%
영업이익률	2.1%	0.1%	1.7%	1.1%	0.5%	-0.2%	1.0%	1.1%	1.1%	1.3%	0.6%
이마트(별도)	113	6	105	42	92	-44	34	38	295	266	120
YoY	32.2%	흑전	-25.1%	-50.0%	-18.9%	적전	-67.4%	-9.9%	17.5%	-9.8%	-54.9%
OPM	2.9%	0.2%	2.6%	1.1%	2.4%	-1.2%	0.8%	1.0%	2.1%	1.8%	0.8%
이마트 에브리데이	5	7	9	3	6	7	9	3	28	23	24
YoY	-60.5%	9.7%	62.3%	-45.8%	22.2%	5.4%	5.4%	5.4%	81.0%	-18.8%	8.8%
OPM	1.4%	2.1%	2.5%	0.8%	1.7%	2.1%	2.5%	0.8%	2.1%	1.7%	1.8%
이마트24	-5	1	5	-4	-0	5	5	7	-22	-3	16
YoY	적지	흑전	170.6%	적지	적지	489.2%	5.5%	흑전	적지	적지	흑전
OPM	-1.3%	0.2%	0.9%	-0.7%	-0.1%	0.9%	0.8%	1.2%	-1.3%	-0.2%	0.7%
SSG.COM	-3	-27	-38	-40	-26	-10	-11	-12	-47	-108	-57
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
OPM	-0.9%	-7.6%	-9.9%	-9.5%	-6.0%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-3.6%	-7.2%	-3.2%

자료: 이마트, SK 증권

이마트 추정치 변경

	추정치 변경 전		추정치 변경 후		변동 폭	
	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E	2Q22E	2022E
매출액(십억원)	5,959	24,785	6,839	30,859	14.8%	24.5%
영업이익(십억원)	146	565	-13	167	적전	-70.4%
목표주가(원)	180,000		145,000		-19.4%	

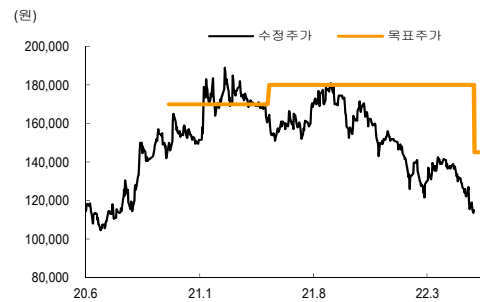
자료: SK 증권

이마트 기업가치 추정

단위: 십억원	2018	2019	2020	2021	2022.05.27
시가총액	5,087	3,554	4,223	4,209	3,164
SSG 닷컴 GMV	1,648	3,475	4,696	5,718	7,030
GMV Target Multiple 할인율	50%	50%	50%	50%	50%
SSG 닷컴 지분율	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG 닷컴 가치	413	870	1,176	1,432	1,761
이마트 오프라인 가치	4,675	2,684	3,047	2,777	1,403
평균적 시나리오					
PP 센터 인력 투입 평균			SSG 닷컴 기타 GMV 성장률 10.5%		
단위: 십억원	2021	2022	2023	2024	2025
NEO Capa(만건/일)	6.8	7.9	7.9	7.9	7.9
PP 센터 Capa(만건/일)	5.2	6.7	8.2	9.7	11.2
SSG 닷컴 NEO GMV(추정)	1,258	2,461	2,461	2,461	2,461
SSG 닷컴 PP 센터 GMV(추정)	1,487	2,109	2,344	2,773	3,202
SSG 닷컴 기타 GMV(추정)	2,973	2,461	3,008	3,677	4,494
GMV Target Multiple 할인율	50%	50%	50%	50%	50%
SSG 닷컴 지분율	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%	50.1%
SSG 닷컴 가치	1,432	1,761	1,957	2,232	2,544
이마트 오프라인 가치	2,777	1,403	1,403	1,403	1,403
이마트 가치	4,209	3,164	3,360	3,635	3,947
발행주식수(천주)					27,876
목표주가(원)					145,000
현재주가(원)					115,000
상승여력					26.1%

자료: SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.05.30	매수	145,000원	6개월		
2021.10.29	중립	180,000원	6개월	-15.73%	0.56%
2021.05.10	중립	180,000원	6개월	-8.53%	0.56%
2020.11.04	매수	170,000원	6개월	-1.93%	11.18%



Compliance Notice

- 작성자(유승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 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 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 5월 30일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	4,063	5,188	6,330	7,808	9,028
현금및현금성자산	1,113	1,010	1,418	2,582	3,583
매출채권및기타채권	777	1,645	1,742	1,891	1,995
재고자산	1,262	1,559	1,651	1,792	1,890
비유동자산	18,277	26,054	27,610	27,558	27,557
장기금융자산	1,318	1,655	2,859	2,859	2,859
유형자산	9,667	10,007	9,894	9,458	9,178
무형자산	1,655	7,778	7,725	7,412	7,111
자산총계	22,340	31,242	33,940	35,366	36,584
유동부채	5,988	9,817	11,162	11,708	12,068
단기금융부채	1,595	3,085	3,929	3,864	3,799
매입채무 및 기타채무	2,156	2,442	2,587	2,808	2,962
단기충당부채	11	24	25	27	29
비유동부채	5,856	9,025	9,469	10,270	11,060
장기금융부채	5,077	7,514	7,293	7,415	7,537
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	150	236	249	271	286
부채총계	11,844	18,842	20,632	21,978	23,128
지배주주지분	9,074	10,260	10,963	11,033	11,092
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,277	4,277	4,277	4,277
기타자본구성요소	194	279	105	105	105
자기주식	-106	-10	-86	-86	-86
이익잉여금	3,071	4,578	5,509	5,641	5,761
비지배주주지분	1,423	2,141	2,345	2,355	2,364
자본총계	10,497	12,400	13,308	13,388	13,456
부채외자본총계	22,340	31,242	33,940	35,366	36,584

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동현금흐름	1,438	1,072	1,737	2,379	2,238
당기순이익(손실)	622	2,114	1,291	187	122
비현금성항목등	816	-488	393	1,743	1,629
유형자산감가상각비	947	1,063	1,191	1,436	1,380
무형자산상각비	40	74	237	329	315
기타	-92	-600	-1,262	-258	-258
운전자본감소(증가)	193	-256	-481	-126	-108
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-41	-22	-82	-149	-104
재고자산감소(증가)	20	-182	-86	-141	-98
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	146	-92	-61	222	154
기타	67	39	-252	-57	-60
법인세납부	-193	-298	534	574	595
투자활동현금흐름	31	-3,792	-668	-937	-1,011
금융자산감소(증가)	-112	70	-343	0	0
유형자산감소(증가)	389	45	-949	-1,000	-1,100
무형자산감소(증가)	-16	-24	-15	-15	-15
기타	-230	-3,883	639	78	104
재무활동현금흐름	-1,031	2,596	-584	-278	-226
단기금융부채증가(감소)	18	21	-124	-65	-65
장기금융부채증가(감소)	-747	2,986	-398	122	122
자본의증가(감소)	0	150	-75	0	0
배당금의 지급	-107	-102	-16	-54	0
기타	-196	-459	29	-282	-283
현금의 증가(감소)	432	-103	407	1,164	1,001
기초현금	681	1,113	1,010	1,418	2,582
기말현금	1,113	1,010	1,418	2,582	3,583
FCF	1,532	1,489	562	818	583

자료 : 이마트, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	22,033	24,933	28,525	30,859	32,505
매출원가	16,224	18,184	20,815	22,588	23,744
매출총이익	5,809	6,749	7,711	8,271	8,761
매출총이익률 (%)	26.4	27.1	27.0	26.8	27.0
판매비와관리비	5,572	6,432	7,532	8,104	8,705
영업이익	237	317	179	167	56
영업이익률 (%)	1.1	1.3	0.6	0.5	0.2
비영업손익	385	1,797	1,174	81	106
순금융비용	124	166	234	210	185
외환관련손익	63	-90	-37	-37	-37
관계기업투자등 관련손익	101	1,210	70	70	70
세전계속사업이익	622	2,114	1,353	247	161
세전계속사업이익률 (%)	2.8	8.5	4.7	0.8	0.5
계속사업법인세	259	525	353	60	39
계속사업이익	363	1,589	1,000	187	122
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	363	1,589	1,000	187	122
순이익률 (%)	1.7	6.4	3.5	0.6	0.4
지배주주	362	1,571	998	185	120
지배주주귀속 순이익률(%)	1.64	6.3	3.5	0.6	0.37
비지배주주	1	18	2	2	2
총포괄이익	354	1,540	946	134	69
지배주주	357	1,513	937	124	59
비지배주주	-3	26	9	9	9
EBITDA	1,223	1,454	1,607	1,931	1,751

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
성장성 (%)					
매출액	15.6	13.2	14.4	8.2	5.3
영업이익	57.4	33.6	-43.7	-6.7	-66.5
세전계속사업이익	120.4	239.9	-36.0	-81.7	-34.7
EBITDA	18.4	18.8	10.5	20.2	-9.3
EPS(계속사업)	54.7	334.2	-36.5	-81.4	-35.1
수익성 (%)					
ROE	4.1	16.3	9.4	1.7	1.1
ROA	1.7	5.9	3.1	0.5	0.3
EBITDA마진	5.6	5.8	5.6	6.3	5.4
안정성 (%)					
유동비율	67.9	52.9	56.7	66.7	74.8
부채비율	112.8	152.0	155.0	164.2	171.9
순차입금/자기자본	46.1	72.2	65.6	57.0	49.7
EBITDA/이자비용(배)	7.4	6.8	5.8	6.9	6.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	12,979	56,348	35,793	6,647	4,311
BPS	325,504	368,044	393,271	395,802	397,924
CFPS	48,360	97,142	87,039	69,941	65,138
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	12.7	3.4	4.2	22.6	34.9
PER(최저)	7.5	2.5	3.2	17.1	26.3
PBR(최고)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
PBR(최저)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	3.1	1.6	1.3	1.6	1.8
EV/EBITDA(최고)	9.0	11.3	9.5	7.3	7.5
EV/EBITDA(최저)	7.4	10.4	8.9	6.8	6.9