

이마트 (139480)

소매/유통

이진협



02 3770 5659
jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	170,000원 (D)
현재주가 (8/11)	107,000원
상승여력	59%

시가총액	29,827억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	173억원
60일 평균 거래량	158,470주
52주 고	181,000원
52주 저	100,500원
외인지분율	27.49%
주요주주	정용진 외 1인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.9	(15.1)	(39.0)
상대	(4.6)	(12.8)	(22.2)
절대(달러환산)	2.4	(17.3)	(46.2)

2Q22 리뷰 : GPM 반등이 가장 중요한 포인트

2Q22 Review : GPM 턴어라운드 본격화

2분기 연결 매출액 71,473억원(+21.9% YoY), 영업적자 -123억원(적전 YoY)을 기록하여, 컨센서스(39억원)을 하회하는 실적을 기록하였다. 2분기는 보유세/재산세로 인해 실적의 깊이가 얕아 적자를 기록한 것이 크게 중요하지 않다는 판단이다.

더욱 주목되는 것은 할인점의 GPM 턴어라운드이다. 당분기 할인점의 GPM은 26.5%를 기록해 전년대비 0.35%p 개선되었다. 이는 2018년 이후 3년 만에 나타난 GPM의 개선이기에 의미가 크다. 이커머스 경쟁 완화에 따라 직접적인 경쟁 관계에 있었던 대형마트 사업자의 수익성의 턴어라운드가 시작된 것으로 판단하고 있다.

할인점의 2분기 기존점 성장률은 +3.8% YoY를 기록해. 전년도 기저부담(+8.3% YoY)에도 QoQ로 성장 폭을 확대하는 모습을 보였다. 할인점의 성장과 GPM의 턴어라운드가 본격화 되었음에도 별도 영업이익이 전년대비 감소한 것은 아쉬움이 남는 대목인 데, 동탄 트레이더스 오픈 등에 따른 인건비 증가와 SSG.Com향 지급 수수료의 증가에 기인한다.

연결 자회사의 실적은 당사 전망치 수준이었다. SSG.Com과 G마켓 등 이커머스 자회사는 스마일클럽 관련 일회성 비용(60억원)이 반영되며 부진했으나, 스타벅스의 실적은 1Q의 부진에서 회복하는 모습이었으며 이마트24, 프라퍼티, 조선포텔 등은 빠르게 실적이 개선되었다.

수익성 중심의 전략으로 SHIFT

할인점의 GPM 턴어라운드의 강도는 이커머스 경쟁 완화가 본격화되는 과정에서 더욱 강해질 것이라 기대한다. 이커머스 사업의 수익성 중심 사업구조는 하반기 본격화된다. CAPA 확대에 속도조절을 하면서, PP센터 등 물류 효율화를 진행할 계획이다. 또한 부의 수익성을 보인 3P 상품은 걷어내는 작업이 지속되고 있다. 이에 따라 SSG.Com의 성장성의 둔화가 불가피하지만, 산업 성장이 크게 둔화되는 상황에서 무리한 확장 정책을 유지하는 것보다 체질 개선 작업을 진행하는 것이 더욱 합리적인 전략이라 판단한다. 이를 통해 SSG.Com의 하반기 영업적자는 분기당 200억원 수준을 기록할 전망이다.

이 같은 변화는 상반기보다 하반기의 동사의 레버리지 확대를 기대케 하는 요인이다. 투자의견 BUY를 유지하며, 별도 판관비 전망치 조정에 따른 할인점 실적 하향을 반영해 목표주가를 17만원으로 하향한다. 차선후주 의견을 유지하겠다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q22P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	71,473	21.9	2.1	70,556	1.3
영업이익	-123	적전	적전	39	-415.8
세전계속사업이익	-824	적전	적전	-103	-698.9
지배순이익	-611	적전	적전	-177	-245.6
영업이익률 (%)	-0.2	적전	적전	0.1	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	-0.9	적전	적전	-0.3	-0.6 %pt

자료: 유안타증권

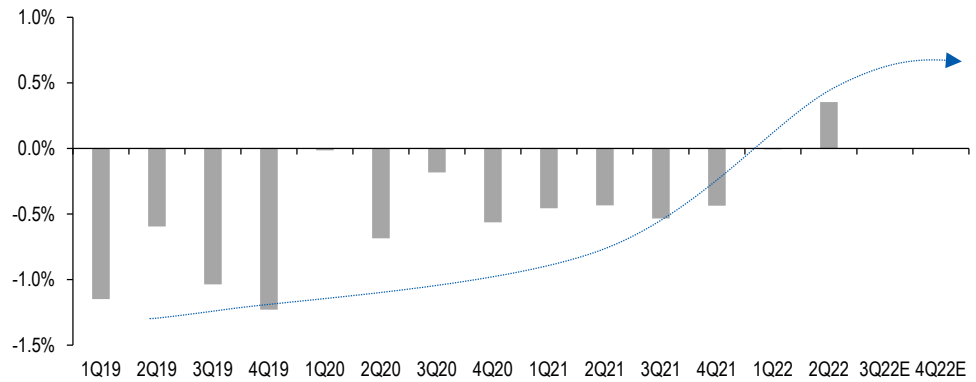
Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	220,330	249,327	286,615	297,436
영업이익	2,372	3,168	3,078	5,178
지배순이익	3,618	15,707	8,951	2,740
PER	9.6	2.9	3.3	10.9
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	7.6	10.4	6.4	5.7
ROE	4.0	16.2	8.4	2.5

자료: 유안타증권

이마트 할인점의 전년대비 GPM 변동(%p YoY) 추이 및 전망



자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(단위: 억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22P	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
순매출액	58,958	58,647	63,119	68,603	70,035	71,473	73,768	71,338	249,327	286,615	297,436
YoY	13.1%	13.0%	6.8%	19.8%	18.8%	21.9%	16.9%	4.0%	13.2%	15.0%	3.8%
이마트	38,381	35,618	39,667	36,770	38,757	36,184	41,707	38,563	150,436	155,211	161,387
에브리데이	3,150	3,222	3,401	3,149	3,320	3,385	3,425	3,171	12,922	13,301	13,394
SSG.Com	3,371	3,495	3,865	4,211	4,250	4,231	4,647	4,802	14,942	17,930	21,854
SCK 컴퍼니				6,583	6,021	6,659	7,214	7,438	6,583	27,332	31,268
G마켓글로벌				1,184	3,163	3,373	3,440	3,523	1,184	13,499	14,849
이마트24	4,230	4,795	5,178	4,976	4,842	5,360	5,827	5,605	19,179	21,634	23,962
프라퍼티	499	524	524	783	596	756	576	626	2,330	2,555	2,631
조선호텔	517	717	841	1,032	907	1,165	1,262	1,393	3,107	4,727	5,199
영업이익	1,232	76	1,086	761	344	-123	1,874	983	3,155	3,077	5,178
YoY	154.5%	-116.0%	-28.2%	-10.4%	-72.1%	-261.8%	72.5%	29.1%	33.1%	-2.5%	68.3%
이마트	1,130	59	1,049	422	917	-191	1,520	583	2,660	2,829	3,301
에브리데이	45	68	86	26	55	55	69	33	225	212	240
SSG.Com	-31	-265	-382	-402	-257	-405	-200	-204	-1,080	-1,066	-715
SCK 컴퍼니				575	290	475	613	669	575	2,048	2,713
G마켓글로벌				43	-194	-182	-138	-123	43	-637	-529
이마트24	-53	8	46	-35	-4	43	81	-11	-34	109	192
프라퍼티	56	-71	16	201	-88	88	46	103	202	149	310
조선호텔	-203	-192	-60	-37	-72	14	63	98	-492	103	258
영업이익률	2.1%	0.1%	1.7%	1.1%	0.5%	-0.2%	2.5%	1.4%	1.3%	1.1%	1.7%

주 : 이마트 영업이익률은 순매출액 기준

자료: 이마트, 유안타증권 리서치센터

이마트 SOTP Valuation				(단위: 억원)
	12MF	Target EV/EBITDA		비고
별도 EBITDA	8,364	4		
별도 영업가치	34,293			
	적정가치	지분율	자산가치	비고
삼성생명	125,400	5.9%	7,399	시가총액
신세계 I&C	2,597	35.7%	926	시가총액
신세계건설	1,096	42.7%	468	시가총액
신세계푸드	2,420	46.9%	1,134	시가총액
네이버	543,822	0.2%	1,088	시가총액
상장사 가치	7,710			30% 할인
SSG.Com	39,023	45.6%	17,795	P/GMV 0.9배 적용, 30% 할인
스타벅스코리아	30,715	67.5%	20,732	12MF 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	70,826			
순차입금	61,676			2Q22 연결기준
현금성자산	8,052			
단기차입금	24,290			
장기차입금	45,438			
적정 시가총액	43,443			
발행주식수	25,964			자사주 제외
적정 주당가치	167,321			

자료: 유안타증권 리서치센터

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액	220,330	249,327	286,615	297,436	278,616	
매출원가	162,242	181,835	205,797	215,641	201,996	
매출총이익	58,088	67,492	80,817	81,795	76,619	
판매비	55,717	64,324	77,739	76,617	70,534	
영업이익	2,372	3,168	3,078	5,178	6,086	
EBITDA	12,234	14,540	17,790	19,336	19,771	
영업외손익	3,846	17,969	9,129	-1,280	-59	
외환관련손익	631	-896	-268	-37	-37	
이자손익	-1,243	-1,662	-2,166	-2,166	-2,166	
관계기업관련손익	710	839	207	204	206	
기타	3,748	19,688	11,356	719	1,939	
법인세비용차감전순손익	6,218	21,137	12,207	3,898	6,027	
법인세비용	2,592	5,246	3,253	1,013	1,567	
계속사업순손익	3,626	15,891	8,954	2,884	4,460	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	3,626	15,891	8,954	2,884	4,460	
지배지분순이익	3,618	15,707	8,951	2,740	4,326	
포괄순이익	3,543	15,395	9,479	3,409	4,985	
지배지분포괄이익	3,574	15,132	9,497	3,307	4,835	

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

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	13,860	9,871	6,077	1,883	4,017
당기순이익	0	0	896	2,884	4,460
감가상각비	9,466	10,635	12,525	11,987	11,530
외환손익	-634	524	259	37	37
중속, 관계기업관련손익	-710	-839	-203	-201	-202
자산부채의 증감	2,059	-2,562	-1,226	-6,444	-6,533
기타현금흐름	3,679	2,114	-6,173	-6,382	-5,275
투자활동 현금흐름	-783	-39,012	-9,523	-9,600	-9,600
투자자산	-631	-1,649	-3,210	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-5,198	-9,687	-10,325	-8,000	-8,000
유형자산 감소	9,326	10,348	11	0	0
기타현금흐름	-4,280	-38,024	4,002	-1,600	-1,600
재무활동 현금흐름	-8,701	27,904	-14,822	-2,852	-2,992
단기차입금	0	0	-1,000	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-4,379	33,017	-14,007	-2,000	-2,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,071	-1,015	-1,032	-1,012	-1,079
기타현금흐름	-3,250	-4,097	1,217	1,160	1,087
연결범위변동 등 기타	-53	206	17,810	12,473	12,004
현금의 증감	4,323	-1,031	-457	1,904	3,429
기초 현금	6,810	11,133	10,102	9,645	11,549
기말 현금	11,133	10,102	9,645	11,549	14,978
NOPLAT	2,372	3,168	3,078	5,178	6,086
FCF	8,662	184	-4,248	-6,117	-3,983

자료: 유안타증권

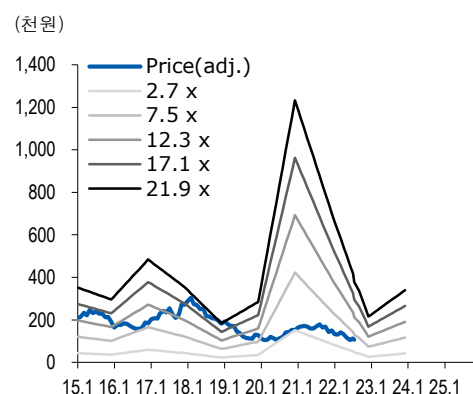
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표			(단위: 억원)		
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	40,630	51,884	47,214	52,391	57,131
현금및현금성자산	11,133	10,102	9,645	11,549	14,978
매출채권 및 기타채권	7,782	16,459	8,945	10,539	11,794
재고자산	12,618	15,586	15,853	17,532	17,588
비유동자산	182,775	260,537	262,080	257,722	253,839
유형자산	96,674	100,067	99,426	95,439	91,909
관계기업등 지분관련자산	7,509	5,639	5,471	5,672	5,874
기타투자자산	21,245	27,710	28,272	28,272	28,272
자산총계	223,404	312,421	309,294	310,113	310,970
유동부채	59,882	98,170	94,269	94,186	92,045
매입채무 및 기타채무	29,549	41,916	28,687	29,605	28,464
단기차입금	4,015	13,601	11,677	10,677	9,677
유동성장기부채	7,977	12,060	9,618	9,618	9,618
비유동부채	58,557	90,249	83,406	81,406	79,406
장기차입금	4,110	14,337	14,371	13,371	12,371
사채	16,985	26,836	16,464	15,464	14,464
부채총계	118,438	188,418	177,675	175,592	171,451
지배지분	90,737	102,595	109,740	112,469	116,718
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,766	42,766	42,766	42,766
이익잉여금	30,711	45,780	54,065	56,269	59,993
비지배지분	14,229	21,407	21,879	22,051	22,801
자본총계	104,966	124,003	131,619	134,521	139,518
순차입금	43,592	83,377	62,659	57,755	51,325
총차입금	62,758	100,805	82,992	79,992	76,992

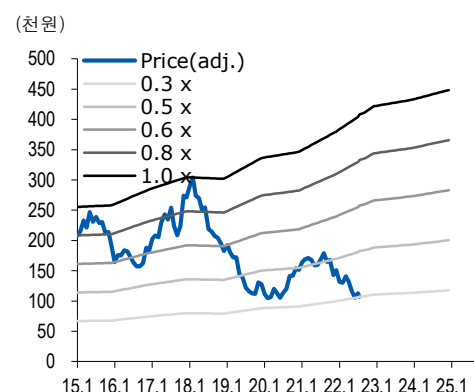
Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	12,979	56,348	32,109	9,830	15,520
BPS	336,509	369,202	409,655	419,844	435,703
EBITDAPS	43,889	52,159	63,819	69,366	70,926
SPS	790,399	894,420	1,028,184	1,067,003	999,489
DPS	2,000	2,000	2,000	2,250	2,500
PER	9.6	2.9	3.3	10.9	6.9
PBR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2
EV/EBITDA	7.6	10.4	6.4	5.7	5.3
PSR	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	
매출액 증가율 (%)	15.6	13.2	15.0	3.8	-6.3	
영업이익 증가율 (%)	57.4	33.6	-2.8	68.2	17.5	
지배순이익 증가율 (%)	54.7	334.2	-43.0	-69.4	57.9	
매출총이익률 (%)	26.4	27.1	28.2	27.5	27.5	
영업이익률 (%)	1.1	1.3	1.1	1.7	2.2	
지배순이익률 (%)	1.6	6.3	3.1	0.9	1.6	
EBITDA 마진 (%)	5.6	5.8	6.2	6.5	7.1	
ROIC	1.5	2.0	1.5	2.6	3.1	
ROA	1.7	5.9	2.9	0.9	1.4	
ROE	4.0	16.2	8.4	2.5	3.8	
부채비율 (%)	112.8	151.9	135.0	130.5	122.9	
순차입금/자기자본 (%)	48.0	81.3	57.1	51.4	44.0	
영업이익/금융비용 (배)	1.4	1.5	1.1	1.9	2.3	

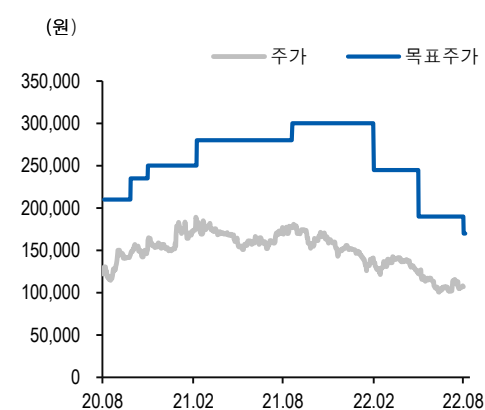
P/E band chart



P/B band chart



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-08-12	BUY	170,000	1년		
2022-05-13	BUY	190,000	1년	-42.46	-33.16
2022-02-11	BUY	245,000	1년	-45.30	-41.84
2021-08-30	BUY	300,000	1년	-47.75	-39.67
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)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-08-09

※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.