COMPANY ANALYSIS

이마트 (139480)

21년은 오프라인에 주목하자

2021.2.18

매수
(유지)

목표가: 235,000원 ▲
상승여력: 30.2%

김명주 myoungjoo.kim@miraeasset.com **경민정** minjeong_kyeong@miraeasset.com

4Q20 Review

할인점 반등 확인. 다소 아쉬운 21년 가이던스

- 4Q20 연결기준 매출 5.7조원(+18.5%YoY), 영업이익 849억원(흑자전환) 기록. 양호한 할인점 실적으로 컨센서스 및 당사 추정치 소폭 상회
- 21년 가이던스 할인점 SSG 0.5% 수준. 총매출 1.2% 성장
- 이마트몰 배송 Capa 증가 10% 내외. 쓱닷컴 신장 22% 목표
- 21년도 온라인 식품 시장 +24.4%YoY 예상. 21년 기대보다 낮은 Capa 증설에 따라 이마트몰 20년과 같은 고성장은 어려울 것 (vs 20년 이마트몰 성장 50% 이상 추정)

21년은 온라인 보다는 오프라인

쓱 오프라인으로

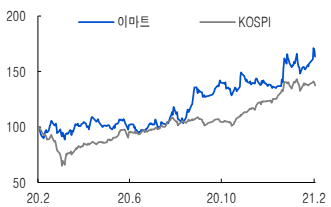
- 경쟁사이자 시장 재편 주체인 쿠팡의 상장(21년 PSR 1.5배~3배)은 SSG.COM 기업가치 인정의 계기이지 밸류에이션을 높이는 요인은 아니라 판단
- 21년도 이마트의 기업가치 상승은 1) 오프라인 채널 반등 -> 오프라인 EPS 개선과 2) 매장을 활용한 온라인 capa 증대 -> 온라인 시장 내 M/S 증대임
- 21년 온라인 침투율 37.4%. 금년부터 소매시장 내 오프라인 플랫폼/인프라의 가치는 더욱더 높아질 것
- 21년 기대치보다 낮은 이마트몰 Capa 증설은 아쉽지만 증가한 리뉴얼 매장 수는 매우 긍정적 (20년 9개 -> 21년 18개)

목표주가 및 투자의견

목표주가 22.5->23.5만원 소폭 상향, 투자의견 매수 유지

- 오프라인 부문 반등 고려하여 21년 EPS 8.8% 추정치 상향
- 21년 PER 13.6배에 거래 중. 밸류에이션 부담 존재하나 오프라인 개선에 따른 EPS 개선으로 추가적인 주가 상승 가능
- 금년은 이마트의 오프라인 매장 가치 높아지는 해가 될 것

Key data



현재주가(21/2/18,원)	180,500	시가총액(십억원)	5,032
영업이익(20,십억원)	237	발행주식수(백만주)	28
Consensus 영업이익(20F,십억원)	222	유동주식비율(%)	68.2
EPS 성장률(20,%)	69.7	외국인 보유비중(%)	31.6
P/E(20,x)	10.6	베타(12M) 일간수익률	0.65
MKT P/E(20F,x)	21.7	52주 최저가(원)	97,900
KOSPI	3,086.66	52주 최고가(원)	189,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	6.2	46.2	64.8
상대주가	3.7	11.2	18.0

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	15,515	17,049	19,063	22,033	24,123	25,624
영업이익 (십억원)	585	463	151	237	438	489
영업이익률 (%)	3.8	2.7	0.8	1.1	1.8	1.9
순이익 (십억원)	616	450	234	397	370	427
EPS (원)	22,101	16,150	8,391	14,239	13,273	15,319
ROE (%)	7.7	5.5	2.8	4.5	4.1	4.5
P/E (배)	12.3	11.3	15.2	10.6	13.6	11.8
P/B (배)	0.9	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.6	1.3	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

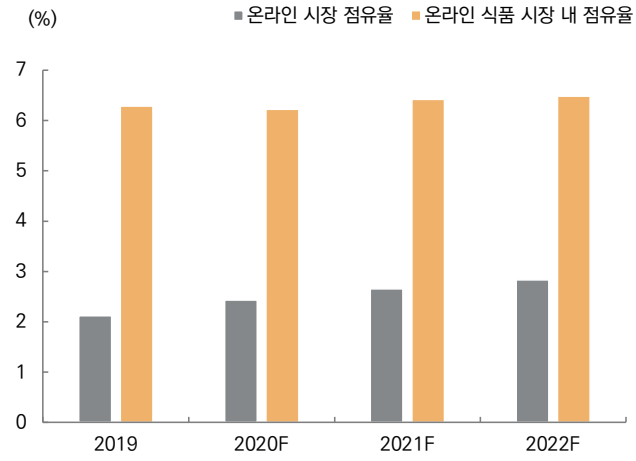
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

표 1. 이마트 목표 주가 산정 (원, %, X)

오프라인	21년 순이익	PER (X)	가치	
	392	12.3	179,372	21년 오프라인 부문 순이익(연결 순이익에서 쓱닷컴 부문 차감) 17년도 배수 적용. 이유는 21년도 할인점 예상 성장률이(+1.8%YoY) 17년도와(+1.4%YoY) 유사하기 때문
온라인	**21년 매출**	**PSR (X)**	**가치**	
	1,696	1.8	56,730	오카도 흑자전환 전 2개년(12~13년) 평균 PSR 배수 SSG.COM 22년 흑자전환 예상
		목표주가	**235,000**	SSG.COM 지분율 50.1% 보유
		현재주가	180,500	
		Upside (%)	30.2	

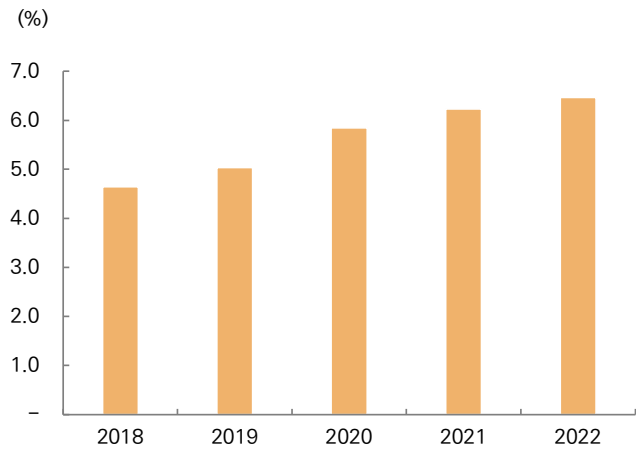
주: 주식 수 자사주 제외 26,964,179주
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. SSG.COM 온라인 시장 내 점유율



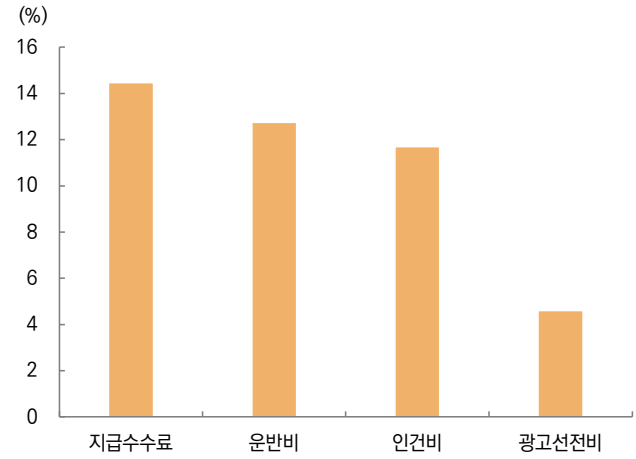
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 이마트 소매시장 내 점유율



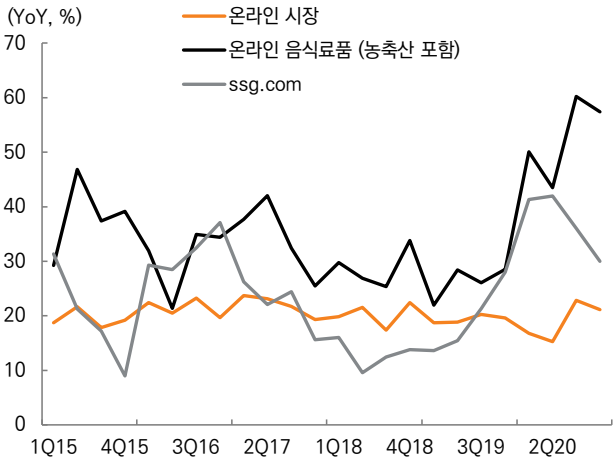
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. SSG.COM 주요 비용/매출 비율 (19년 기준)



자료: SSG.COM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 쓱닷컴 성장 vs. 온라인 시장



자료: 이마트, 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 이마트 4분기 실적 (십억원, %, %p)

	4Q19	3Q20	4Q20			성장률	
			발표치	추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,833	5,908	5,727	5,561	5,624	18.5	-3.1
영업이익	**-10**	**151**	**85**	**72**	**70**	**흑전**	**-43.8**
영업이익률 (%)	-0.2	2.6	1.5	1.3	1.2	1.7	-1.1
순이익	81	113	-116	58	62	적전	적전

자료: 이마트, Dataguide, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 이마트 연간 실적 변경 (십억원, %, %p)

	변경전		변경후		변동률		변경사유
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F	
매출액	23,864	25,381	24,123	25,624	1.1	1.0	
영업이익	**401**	**473**	**438**	**489**	**9.4**	**3.5**	
영업이익률(%)	1.5	1.6	1.8	1.9	0.3	0.3	
순이익	340	406	370	427	8.8	5.2	

주: 연결기준

자료: Dataguide, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 이마트 실적 추정 (별도) (십억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
총매출액	**3,703**	**3,453**	**3,913**	**3,604**	**3,787**	**3,554**	**4,207**	**3,988**	**4,080**	**3,731**	**4,296**	**3,940**	**14,673**	**15,536**	**16,047**	**16,810**
할인점	2,839	2,579	2,956	2,667	2,781	2,552	3,045	2,851	2,955	2,634	3,077	2,756	11,040	11,228	11,423	11,662
트레이더스	551	558	626	602	671	661	801	761	800	767	869	804	2,337	2,895	3,239	3,756
순매출액	3,324	3,086	3,517	3,228	3,466	3,237	3,860	3,651	3,771	3,431	3,955	3,646	13,155	14,214	14,802	15,568
매출총이익	**923**	**869**	**968**	**867**	**924**	**863**	**1,023**	**940**	**989**	**916**	**1,044**	**934**	**3,627**	**3,749**	**3,883**	**4,036**
할인점	760	704	791	703	744	680	809	735	789	717	821	725	2,958	2,968	3,052	3,110
트레이더스	95	96	107	101	115	114	140	132	138	132	151	139	399	500	560	653
영업이익	**107**	**-7**	**126**	**25**	**85**	**-15**	**140**	**84**	**109**	**10**	**140**	**73**	**251**	**295**	**332**	**357**
할인점	114	-4	130	43	85	-24	114	67	93	8	118	67	282	241	286	299
트레이더스	14	14	16	5	18	15	30	22	22	18	32	23	49	84	95	112
YoY 증가율																
총매출액	-0.6	-1.5	-4.1	0.5	2.3	2.9	7.5	10.6	7.7	5.0	2.1	-1.2	-1.5	5.9	3.3	4.8
순매출액	1.1	-0.7	-2.8	2.9	4.3	4.9	9.7	13.1	8.8	6.0	2.5	-0.1	0.1	8.0	4.1	5.2
매출총이익	-3.4	-4.1	-7.3	-4.2	0.1	-0.7	5.6	8.4	7.0	6.2	2.0	-0.6	-4.8	3.4	3.6	3.9
영업이익	-33.9	적전	-36.4	-66.2	-20.0	적지	11.1	233.6	27.2	-168.4	-0.1	-13.7	-48.7	17.5	12.5	7.5

주: 20년 2Q 마곡 지구 매각 이익 약 5,500억원 반영
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 이마트 실적 추정 (연결) (십억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
매출액	**4,585**	**4,581**	**5,063**	**4,833**	**5,211**	**5,188**	**5,908**	**5,727**	**5,983**	**5,739**	**6,343**	**6,057**	**19,063**	**22,033**	**24,123**	**25,624**
이마트	3,324	3,086	3,517	3,228	3,466	3,237	3,860	3,651	3,771	3,431	3,955	3,646	13,155	14,214	14,802	15,568
에브리데이	298	309	320	303	339	313	334	309	326	322	340	315	1,230	1,295	1,304	1,323
이마트24	282	338	364	369	354	403	444	425	416	467	506	483	1,355	1,626	1,871	2,084
조선호텔	45	50	52	61	34	31	39	44	47	51	53	63	209	149	215	153
신세계푸드	317	327	337	339	305	307	321	307	325	328	342	328	1,320	1,240	1,323	1,343
SSG.COM	177	169	227	233	307	312	336	371	412	396	422	466	844	1,326	1,696	2,185
매출총이익	**1,150**	**1,173**	**1,340**	**1,230**	**1,344**	**1,377**	**1,590**	**1,498**	**1,538**	**1,489**	**1,677**	**1,577**	**4,892**	**5,809**	**6,281**	**6,708**
영업이익	**74**	**-30**	**116**	**-10**	**48.4**	**-47**	**151**	**85**	**117**	**31**	**183**	**107**	**151**	**237**	**438**	**489**
이마트	107	-7	126	25	85	-15	140	84	109	10	140	73	251	295	332	357
할인점	114	-4	130	43	85	-24	114	67	93	8	118	67	282	241	286	299
트레이더스	14	14	16	5	18	15	30	22	22	18	32	23	49	84	95	112
에브리데이	2	5	7	2	11	6	5	5	5	3	11	3	15	28	21.4	18
이마트24	-9	-6	-2	-10	-8	-5	2	-10	-8	-5	1	-3	-28	-22	-15	-2
조선호텔	-6	-6	-2	1	-15	-18	-15	-23	-13	-8	-2	1	-13	-71	-22.4	-41
신세계푸드	3	7	6	5	-4	2	5	5	3	6	5	4	22	8	17.8	21
SSG.COM	-11	-11	-23	-36	-20	-14	-3	-10	-7	-7	-4	-4	-83	-47	-22	13
세전이익	**93**	**-38**	**132**	**95**	**64**	**520**	**147**	**-109**	**151**	**43**	**201**	**125**	**282**	**622**	**519**	**599**
순이익(지배주주)	**68**	**-25**	**110**	**81**	**49**	**316**	**113**	**-116**	**107**	**30**	**143**	**89**	**234**	**362**	**370**	**427**
YoY 증가율																
매출액	11.7	14.8	7.1	14.4	13.6	13.3	16.7	18.5	14.8	10.6	7.4	5.8	11.8	15.6	9.5	6.2
영업이익	-51.6	적전	-40.3	적전	-34.9	적지	30.1	적전	142.6	-164.4	21.1	흑전	-67.4	57.4	84.9	11.5
순이익	-42.5	적전	-42.5	63.5	-28.2	흑전	2.5	적전	120.0	-90.4	26.5	흑전	-48.0	75.0	-9.6	15.4

주1: 중국이마트와 조선호텔 면세사업부는 중단산업으로 분리됨
주2: 20년 2Q 마곡 지구 매각 이익 약 5,500억원 반영
주3: 21년/22년 자산손상에 따른 감가상각비 절감 효과 200억원 반영
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

이마트 (139480)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**19,063**	**22,033**	**24,123**	**25,624**
매출원가	**14,170**	**16,224**	**17,842**	**18,916**
매출총이익	**4,893**	**5,809**	**6,281**	**6,708**
판매비와관리비	**4,742**	**5,572**	**5,843**	**6,219**
조정영업이익	**151**	**237**	**438**	**489**
영업이익	**151**	**237**	**438**	**489**
비영업손익	**131**	**406**	**81**	**110**
금융손익	-105	-142	-137	-118
관계기업등 투자손익	74	73	91	104
세전계속사업손익	282	643	519	599
계속사업법인세비용	58	224	130	150
계속사업이익	224	398	389	449
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**224**	**398**	**389**	**449**
지배주주	234	397	370	427
비지배주주	-10	1	19	22
총포괄이익	**108**	**155**	**389**	**449**
지배주주	122	161	391	451
비지배주주	-13	-6	-2	-2
EBITDA	1,033	1,196	1,367	1,373
FCF	-139	1,469	487	494
EBITDA 마진율 (%)	5.4	5.4	5.7	5.4
영업이익률 (%)	0.8	1.1	1.8	1.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.2	1.8	1.5	1.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**3,650**	**3,589**	**3,871**	**3,973**
현금 및 현금성자산	681	891	1,031	950
매출채권 및 기타채권	668	622	658	704
재고자산	1,279	1,494	1,581	1,692
기타유동자산	1,022	582	601	627
비유동자산	**17,445**	**19,157**	**19,141**	**19,203**
관계기업투자등	836	991	1,048	1,122
유형자산	10,004	10,032	9,941	9,894
무형자산	1,319	1,597	1,559	1,521
자산총계	**21,095**	**22,747**	**23,012**	**23,175**
유동부채	**5,406**	**6,761**	**6,664**	**6,397**
매입채무 및 기타채무	1,779	1,410	1,492	1,597
단기금융부채	1,657	1,802	1,622	1,248
기타유동부채	1,970	3,549	3,550	3,552
비유동부채	**5,482**	**5,672**	**5,699**	**5,735**
장기금융부채	4,789	4,988	4,988	4,988
기타비유동부채	693	684	711	747
부채총계	**10,888**	**12,433**	**12,363**	**12,131**
지배주주지분	**8,809**	**8,890**	**9,206**	**9,579**
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	2,794	3,125	3,441	3,814
비지배주주지분	**1,398**	**1,423**	**1,443**	**1,465**
자본총계	**10,207**	**10,313**	**10,649**	**11,044**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	**816**	**2,323**	**1,287**	**1,294**
당기순이익	224	398	389	449
비현금수익비용가감	931	362	815	780
유형자산감가상각비	849	920	890	847
무형자산상각비	33	38	38	37
기타	49	-596	-113	-104
영업활동으로인한자산및부채의변동	-217	1,337	-31	-40
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-70	-36	-47
재고자산 감소(증가)	-157	-182	-86	-112
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	58	1,413	82	105
법인세납부	-126	-108	-130	-150
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,005**	**-975**	**-856**	**-873**
유형자산처분(취득)	128	-39	-800	-800
무형자산감소(증가)	-20	-6	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-227	167	-56	-73
기타투자활동	-886	-1,097	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**581**	**-954**	**-234**	**-428**
장단기금융부채의 증가(감소)	2,608	-717	-180	-374
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-104	-84	-54	-54
기타재무활동	-1,923	-153	0	0
현금의 증가	**397**	**210**	**140**	**-81**
기초현금	284	681	891	1,031
기말현금	681	891	1,031	950

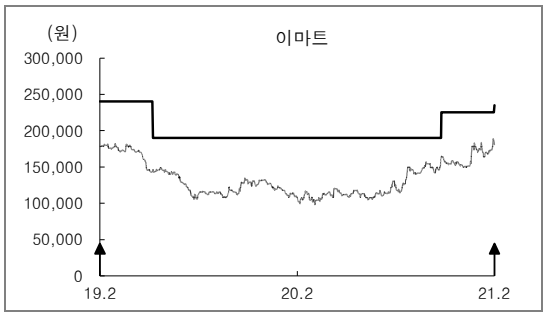
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020F	2021F	2022F
P/E (x)	15.2	10.6	13.6	11.8
P/CF (x)	3.1	5.6	4.2	4.1
P/B (x)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	10.0	9.4	8.6	8.4
EPS (원)	8,391	14,239	13,273	15,319
CFPS (원)	41,426	27,268	43,192	44,123
BPS (원)	319,802	322,713	334,051	347,435
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	24.1	13.6	13.8	12.0
배당수익률 (%)	1.6	1.3	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	11.8	15.6	9.5	6.2
EBITDA증가율 (%)	4.0	15.8	14.3	0.4
조정영업이익증가율 (%)	-67.4	57.0	84.8	11.6
EPS증가율 (%)	-48.0	69.7	-6.8	15.4
매출채권 회전율 (회)	38.2	38.4	37.7	37.6
재고자산 회전율 (회)	15.9	15.9	15.7	15.7
매입채무 회전율 (회)	12.3	12.5	12.3	12.2
ROA (%)	1.2	1.8	1.7	1.9
ROE (%)	2.8	4.5	4.1	4.5
ROIC (%)	1.1	0.8	3.0	3.4
부채비율 (%)	106.7	120.6	116.1	109.8
유동비율 (%)	67.5	53.1	58.1	62.1
순차입금/자기자본 (%)	53.2	54.6	49.8	45.4
조정영업이익/금융비용 (x)	1.0	1.5	3.2	4.1

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
이마트 (139480)				
2021.02.18	매수	235,000	-	-
2020.11.12	매수	225,000	-27.44	-16.00
2020.05.28	1년 경과 이후	190,000	-32.93	-14.74
2019.05.28	매수	190,000	-36.82	-21.58
2019.05.15	매수	240,000	-39.58	-38.96
2019.05.15	매수	240,000	-33.96	-33.96
2019.02.06	매수	240,000	-27.07	-23.96



* 괴리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
78.43%	11.76%	8.50%	1.31%

* 2020년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 이마트을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.