

이마트는 네이버와 무엇을 할 수 있을까?

매수
(유지)목표가: 235,000원
상승여력: 32.8%

김명주 myoungjoo.kim@miraeasset.com

경민정 minjeong_kyeong@miraeasset.com

네이버-이마트 지분 교환?

네이버-이마트 지분 교환 관련 언론 보도

- **언론에 따르면 네이버와 이마트가 지분을 교환할 계획인 것으로 알려짐**
- 약 2,500억원 규모이며 세부 사항 협상 중인 것으로 알려짐 <https://bit.ly/3vgoCbR>
- 과거 네이버는 CJ그룹(대한통운, ENM 등)과 미래에셋대우 등과 지분 교환을 진행
- 또한 네이버는 커머스 강화를 위해 1) 4PL 회사와 2) 이륜차 배송업체 등에 투자

예상 시너지 방안

쓱닷컴 오픈마켓 비즈니스 강화 및 오프라인 매장 효율성 향상 가능

- 실제 지분 교환 및 전략적 협업 등이 있을 경우 네이버의 기술력 활용 및 네이버가 투자한 회사 등과의 제휴 기대 가능
- 이를 통해서 **이마트의 1) 온라인 플랫폼 거래금액 증가 및 2) 오프라인 부문 효율성 향상 가능 할 것**
- 물류/풀필먼트 회사와의 제휴로 쓱닷컴 내 셀러 입점 편의성 증대 가능
- 이륜차 회사 등과의 협업은 오프라인 매장 객수 회복에 기여 가능 할 것

투자 의견 및 밸류에이션

목표주가 23.5만원, 투자 의견 매수 유지

- 21년 PER 13배로 밸류에이션 부담 존재
- **네이버와의 실제 지분 교환 후 전략적 제휴 발생 시 이마트의 온오프라인 두 부문 모두의 기업 가치를 높이는 계기가 될 것**
- 쿠팡의 상장은 경쟁사의 상장. 중장기적으로 이마트의 위협 요인 될 가능성 존재
- 상장 후 오프라인 인프라 확대에 힘쓸 것. 2~3년간 대규모 물류센터 약5~6개 건립 예정
- 네이버와의 지분 교환을 통한 소매시장 내 커머스 연합 결성 시 쿠팡의 중장기적 위협에 대비 가능할 것

Key data



현재주가(21/3/9, 원)	177,000	시가총액(십억원)	4,934
영업이익(20,십억원)	237	발행주식수(백만주)	28
Consensus 영업이익(20F,십억원)	222	유동주식비율(%)	68.2
EPS 성장률(20,%)	69.7	외국인 보유비중(%)	30.7
P/E(20,x)	10.6	베타(12M) 일간수익률	0.73
MKT P/E(20F,x)	20.8	52주 최저가(원)	97,900
KOSPI	2,976.12	52주 최고가(원)	189,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.5	28.3	57.3
상대주가	7.3	2.4	3.3

Earnings and valuation metrics

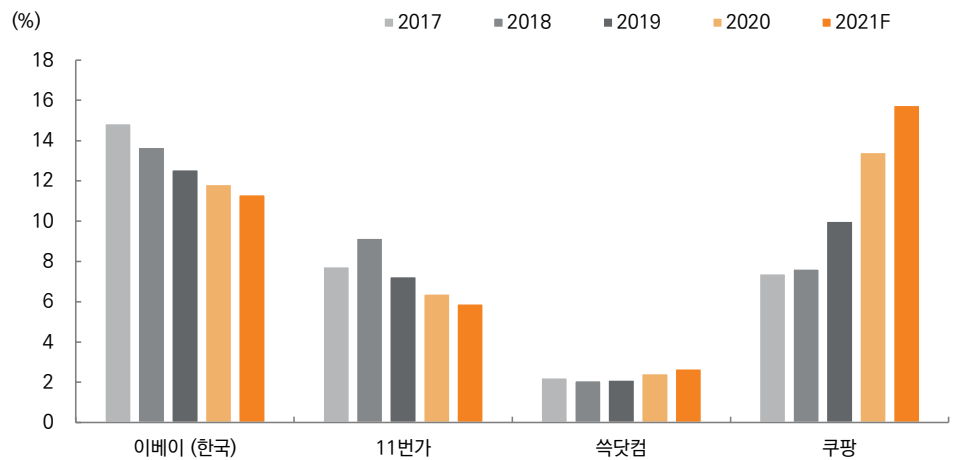
결산기 (12월)	2017	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액 (십억원)	15,515	17,049	19,063	22,033	24,123	25,624
영업이익 (십억원)	585	463	151	237	438	489
영업이익률 (%)	3.8	2.7	0.8	1.1	1.8	1.9
순이익 (십억원)	616	450	234	397	370	427
EPS (원)	22,101	16,150	8,391	14,239	13,273	15,319
ROE (%)	7.7	5.5	2.8	4.5	4.1	4.5
P/E (배)	12.3	11.3	15.2	10.6	13.3	11.6
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

1. 예상 시너지 방안: 쓱닷컴 오픈마켓 강화

- 1) 쿠팡의 풀필먼트 서비스 강화와 2) 최근 온라인 유통 채널 다양화(ex 카카오 커머스 등)로 셀러 확보 또한 플랫폼 경쟁력 확보 요인
- 1) 4PL 회사 등과의 협업과 2) 네이버의 기술력 등을 통해 쓱닷컴 입점 셀러의 배송 편의성 및 판매 효율성 등을 높여줄 수 있을 것
- 일부 제품에 대해서는 합배송(직매입 제품+오픈마켓 제품) 또한 기대 가능
- 오픈마켓 비즈니스 강화는 쓱닷컴의 1) 거래금액 증가 및 2) 손익 개선에 긍정적

그림 1. 온라인 시장 내 점유율 추정



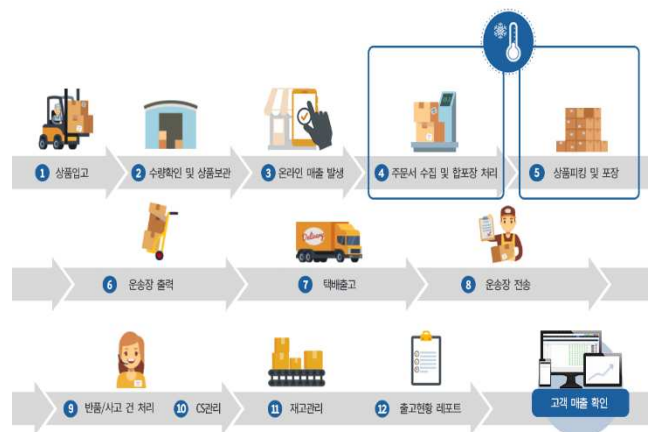
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 위킵 풀필먼트 서비스



자료: 구글이미지, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 아워박스 풀필먼트 서비스

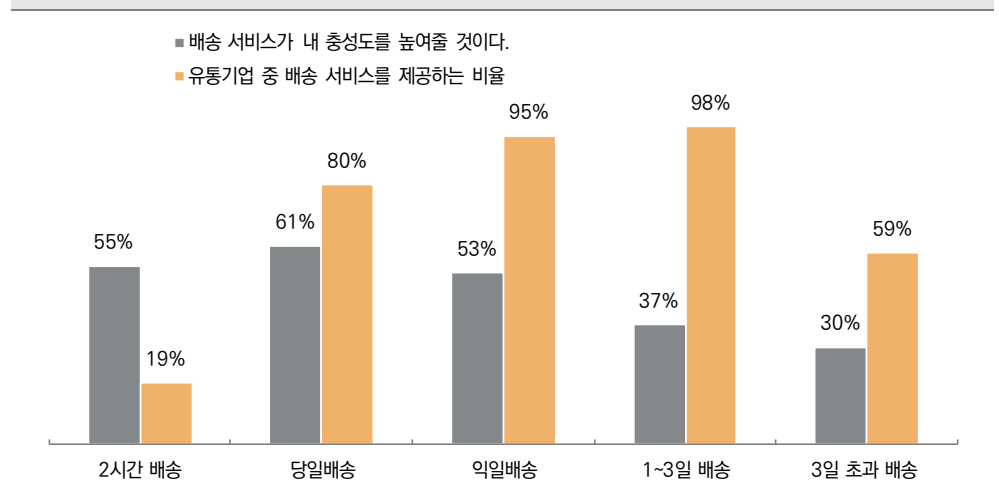


자료: 구글이미지, 미래에셋대우 리서치센터

2. 예상 시너지 방안: 오프라인 매장 효율성 향상 및 객수 증가

- 네이버의 기술력 등을 통해 매장 내 소비자 구매 동선 효율화 및 제품 배치(assortment) 효율화 등 기대 가능
- 이륜차 업체 등과의 협업을 통해서 매장을 통한 빠른 배송 서비스 제공 가능 할 것
- 매장을 활용한 빠른 배송 서비스 제공 시 1) 매장 활용도 향상 및 2) 매장 객수 증가 가능

그림 4. 빠른 배송에 따른 소비자 충성도 증가



자료: Capgemini Research Institute, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 아마존 프라임나우



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 롯데마트 2시간 바로 배송

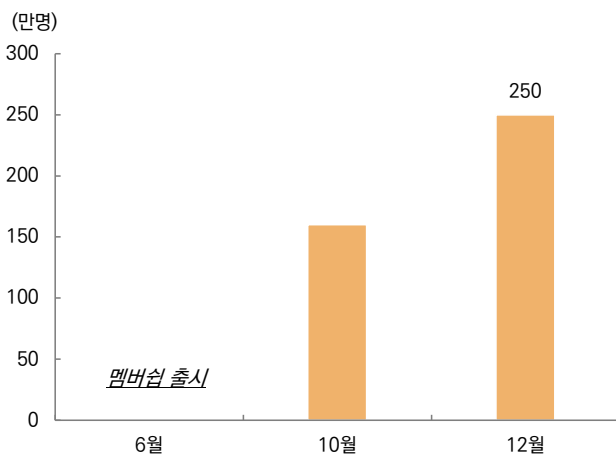


자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

3. 예상 시너지 방안: 독보적인 멤버십 서비스 제공

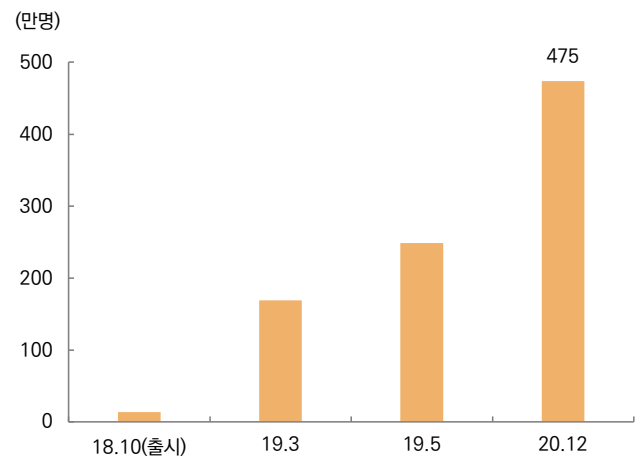
- 네이버의 온라인 플랫폼과 이마트의 오프라인 플랫폼을 아우르는 통합 서비스 제공 또한 기대 가능한 시너지 방안
- 통합 멤버십이 출시 될 경우 온오프라인 커머스/콘텐츠를 아우르는 서비스 제공 가능
- **쿠팡 대비 1) 콘텐츠(네이버 웹툰, 야구단 등) 및 2) 오프라인 유통 부문에서 강력한 차별화 우위 발생**
- 멤버십 가입자 수 증가 및 기존 고객 락인 발생할 것. 네이버-이마트 플랫폼 내 선구매 발생으로 이마트 온오프라인 객수 증가 기대 가능

그림 7. 네이버 플러스 멤버십 가입자 수



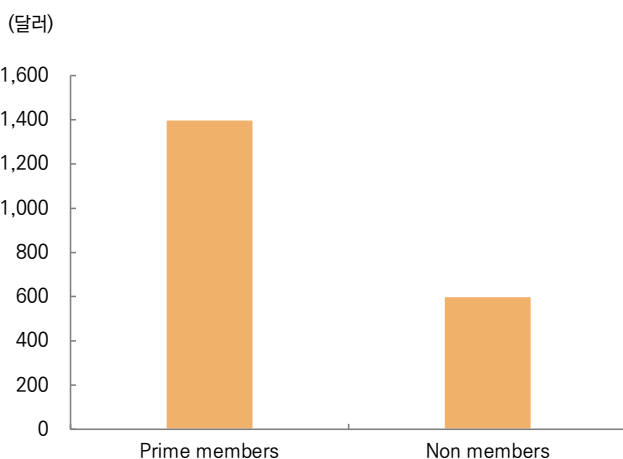
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 쿠팡 로켓와우 가입자 수



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

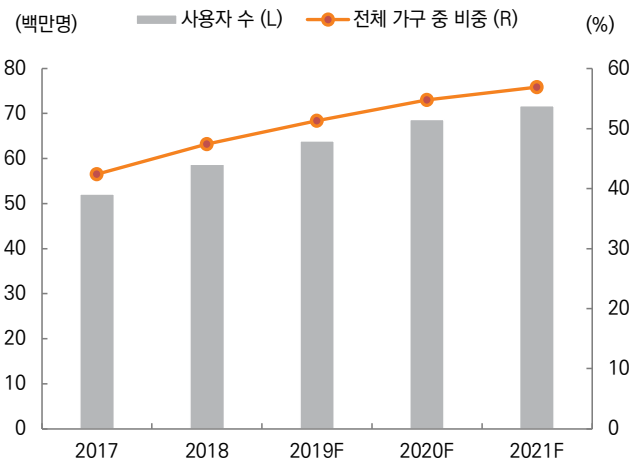
그림 9. 아마존 프라임 vs 비멤버 연간 지출 금액 비교



주: 2019년 기준

자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 미국 내 아마존 프라임 사용자 수



주: 2019.2월 기준

자료: eMarketer, 미래에셋대우 리서치센터

이마트 (139480)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2019	2020	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	2020	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	2020	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

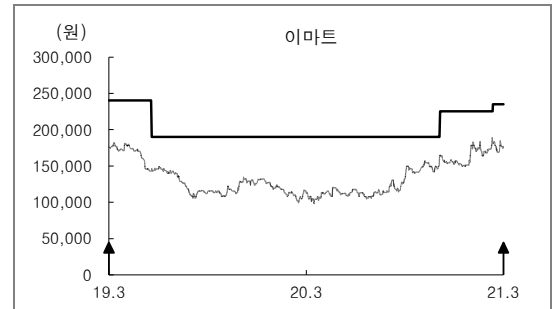
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	15.2	10.6	13.3	11.6
P/CF (x)	3.1	5.6	4.1	4.0
P/B (x)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	10.0	9.4	8.5	8.3
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 회전을 (회)	38.2	38.4	37.7	37.6
재고자산 회전을 (회)	15.9	15.9	15.7	15.7
매입채무 회전을 (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)	과리율(%)	
			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



* 과리율 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 추가하락이 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 이마트(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 이마트 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 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.