

이마트 (139480)

소매/유통



이진협

02 3770 5659

jinhyeob.lee@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	280,000원 (M)
현재주가 (7/27)	166,500원
상승여력	68%

시가총액	46,413억원
총발행주식수	27,875,819주
60일 평균 거래대금	318억원
60일 평균 거래량	198,365주
52주 고	189,000원
52주 저	111,000원
외인지분율	32.54%
주요주주	정용진 외 1인 28.56%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	(0.9)	50.0
상대	3.1	(1.4)	2.9
절대(달러환산)	(1.1)	(4.3)	56.0

스타벅스코리아 연결 편입으로 연간 영업이익 1조를 바라보다

스타벅스코리아 지분 추가 취득으로 연결 종속회사 편입

이마트는 스타벅스커피코리아 지분 17.5%를 4,743억원에 추가 취득하였다. 이로써 스타벅스커피코리아는 이마트의 연결 종속회사로 편입될 전망이다. 스타벅스커피코리아의 가치를 2.71조원으로 평가한 것으로 21년 예상 P/E 17배 수준이다. 스타벅스 본사가 21년 P/E 42배, 22년 35배 수준에서 거래되고 있음을 감안할 때, 굉장히 합리적인 가격에 지분을 취득했다고 판단된다. 잔여 지분은 GIC가 보유하게 되며, 스타벅스커피코리아는 JV 형태에서 라이선스 형태로 전환될 것으로 전망된다. 스타벅스 본사에 지급하는 라이선스 수수료율은 기존과 크게 달라지지 않는 것으로 파악된다.

스타벅스커피코리아 연결 편입 효과 점검

스타벅스커피코리아 연결 편입을 통해 이마트의 2022년 영업이익 전망치는 기존 6,207억원에서 8,786억원으로 상향될 수 있을 것으로 전망되며, 2023년에는 기존 7,380억원에서 10,302억원으로의 상향이 예상된다. 2023년 연결 영업이익 1조원을 기대할 수 있게 되는 것이다. 무엇보다 영업이익단에서의 실적에서 스타벅스커피코리아의 실적을 확인할 수 있게 됨으로써, 그간 제대로 평가받지 못하였던 스타벅스커피코리아의 가치가 부각될 수 있을 것으로 전망된다. 지배순이익단에서는 스타벅스커피코리아 지분 인수에 대해 전액 차입을 가정을 가정하더라도 연간 200~300억원 수준의 추가 업사이드가 생길 수 있을 전망이다.

스타벅스커피코리아 인수를 통해 이마트 생태계를 풍성히 할 것

기존에도 신세계그룹은 스타벅스 MD 상품 등을 프로모션에 활용하는 등 일부 시너지를 창출해왔으나, 스타벅스의 경영권을 온전히 확보하지 못함에 따라 브랜드 가치가 압도적인 스타벅스를 전면에 내세우지는 못하였다. 이번 지분 인수를 통해 이마트 생태계 내 앵커 브랜드로서 스타벅스를 적극적으로 활용하면서, 이마트 생태계에 대한 소비자 로열티를 확대시킬 수 있을 것으로 전망된다. 가장 먼저 떠올릴 수 있는 것은 SSG.Com의 유료 멤버십 서비스에 대한 스타벅스 브랜드의 활용일 것이다. 이마트에 대해 투자이견과 목표주가를 유지하며, 당사 Top

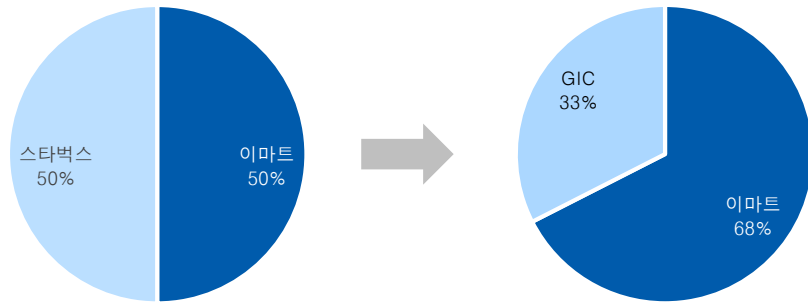
	2Q21E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	57,654	11.1	-2.2	57,932	-0.5
영업이익	286	흑전	-76.8	233	22.9
세전계속사업이익	6,598	26.8	339.5	1,228	437.1
지배순이익	4,864	54.0	433.1	856	468.6
영업이익률 (%)	0.5	흑전	-1.6 %pt	0.4	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	8.4	+2.3 %pt	+6.9 %pt	1.5	+6.9 %pt

자료: 유안타증권

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	190,629	220,330	244,229	257,170
영업이익	1,507	2,372	5,038	6,207
지배순이익	2,339	3,618	8,417	4,993
PER	17.4	9.6	5.5	9.3
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.7	7.6	4.5	4.1
ROE	2.8	4.0	9.1	5.2

자료: 유안타증권

스타벅스커피코리아 지분구조 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

스타벅스커피코리아 실적 전망 및 추가 지분 취득에 따른 이마트 지배순이익 영향

(단위: 억원)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	비고
매출액	12,635	15,223	18,695	19,086	23,124	26,820	30,055	
YoY	26.0%	20.5%	22.8%	2.1%	21.2%	16.0%	12.1%	
점포 수	1,141	1,262	1,378	1,508	1,630	1,730	1,830	
영업이익	1,144	1,428	1,751	1,644	2,180	2,579	2,922	
OPM	9.1%	9.4%	9.4%	8.6%	9.4%	9.6%	9.7%	
순이익	904	1,120	1,329	996	1,630	1,934	2,192	
NPM	7.2%	7.4%	7.1%	5.2%	7.0%	7.2%	7.3%	
이마트 추가 인식 지배순이익					75	338	384	스타벅스코리아 지배순이익 * 17.5%
이자비용					30	119	119	전액 차입 가정(이자율 2.5% 가정)
지배순이익 증분					45	220	265	

자료: 스타벅스커피코리아, 이마트, 유안타증권 리서치센터

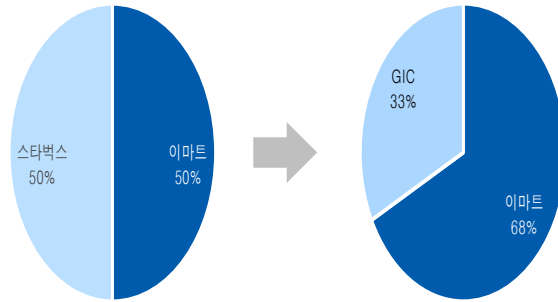
스타벅스의 브랜드를 활용한 SSG.Com



자료: SSG.Com 유안타증권 리서치센터

Key Chart

스타벅스커피코리아 지분구조 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

스타벅스커피코리아 실적 전망 및 추가 지분 취득에 따른 이마트 지배순이익 영향

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	비고
매출액	12,635	15,223	18,695	19,086	23,124	26,820	30,055	
YoY	26.0%	20.5%	22.6%	2.1%	21.2%	16.0%	12.1%	
점포 수	1,141	1,262	1,378	1,508	1,630	1,730	1,830	
영업이익	1,144	1,428	1,751	1,644	2,180	2,579	2,922	
OPM	9.1%	9.4%	9.4%	8.6%	9.4%	9.6%	9.7%	
순이익	904	1,120	1,329	996	1,630	1,934	2,192	
NPM	7.2%	7.4%	7.1%	5.2%	7.0%	7.2%	7.3%	
이마트 추가 인식 지배순이익					75	338	384	스타벅스코리아 지배순이익 + 17.5%
이자비용					30	119	119	전액 차입 가정(이자율 2.5% 가정)
지배순이익 증분					45	220	265	

자료: 스타벅스커피코리아, 이마트, 유안타증권 리서치센터

자료: 유안타증권 리서치센터

스타벅스의 브랜드를 활용한 SSG.Com



자료: 유안타증권 리서치센터

이마트 (139480) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	190,629	220,330	244,229	257,170	269,319
매출원가	141,705	162,242	177,716	186,448	195,256
매출총이익	48,924	58,088	66,513	70,722	74,063
판매비	47,418	55,717	61,475	64,515	66,682
영업이익	1,507	2,372	5,038	6,207	7,380
EBITDA	10,333	12,234	16,092	17,262	18,142
영업외손익	1,315	3,846	6,644	566	656
외환관련손익	-385	631	-477	-55	-55
이자손익	-1,051	-1,243	-1,367	-1,367	-1,367
관계기업관련손익	738	710	1,086	1,290	1,431
기타	2,012	3,748	7,402	697	647
법인세비용차감전순손익	2,821	6,218	11,681	6,773	8,037
법인세비용	583	2,592	2,923	1,625	1,929
계속사업순손익	2,238	3,626	8,758	5,147	6,108
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	2,238	3,626	8,758	5,147	6,108
지배지분순이익	2,339	3,618	8,417	4,993	5,925
포괄순이익	1,081	3,543	9,453	5,842	6,803
지배지분포괄이익	1,216	3,574	9,092	5,667	6,599

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	8,158	13,860	25,607	16,514	18,524
당기순이익	0	0	7,736	5,147	6,108
감가상각비	8,492	9,466	10,627	10,635	10,352
외환손익	139	-634	464	55	55
중속, 관계기업관련손익	-738	-710	-1,057	-1,261	-1,402
자산부채의 증감	-2,174	2,059	2,960	-2,712	-1,391
기타현금흐름	2,438	3,679	4,876	4,651	4,802
투자활동 현금흐름	-10,051	-783	-18,157	-12,093	-12,057
투자자산	-7,288	-766	-7,405	-2,000	-2,000
유형자산 증가 (CAPEX)	-9,548	-5,198	-7,482	-8,000	-8,000
유형자산 감소	10,826	9,326	194	0	0
기타현금흐름	-4,041	-4,145	-3,463	-2,093	-2,057
재무활동 현금흐름	5,810	-8,701	-853	-3,510	-3,548
단기차입금	0	0	-1,000	-1,000	-1,000
사채 및 장기차입금	-859	-4,379	301	-1,000	-1,000
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-1,042	-1,071	-1,071	-1,227	-1,310
기타현금흐름	7,712	-3,250	917	-283	-238
연결범위변동 등 기타	56	-53	-7,498	-599	-709
현금의 증감	3,973	4,323	-902	312	2,210
기초 현금	2,837	6,810	11,133	10,231	10,544
기말 현금	6,810	11,133	10,231	10,544	12,753
NOPLAT	1,507	2,372	5,038	6,207	7,380
FCF	-1,391	8,662	18,124	8,514	10,524

자료: 유안타증권

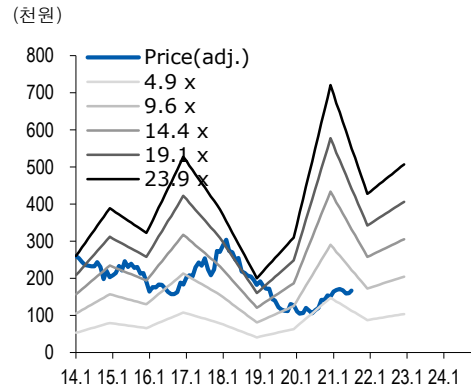
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	36,499	40,630	45,204	48,257	52,850
현금및현금성자산	6,810	11,133	10,231	10,544	12,753
매출채권 및 기타채권	6,840	7,782	8,462	10,446	12,093
재고자산	12,792	12,618	13,849	14,606	15,342
비유동자산	174,448	182,775	187,792	187,999	188,640
유형자산	100,037	96,674	93,968	91,333	88,981
관계기업 등 지분관련 자산	8,363	7,509	10,166	13,427	16,830
기타투자자산	17,644	21,245	24,011	24,011	24,011
자산총계	210,948	223,404	232,995	236,255	241,490
유동부채	54,063	59,882	65,495	63,984	63,465
매입채무 및 기타채무	25,968	29,549	27,316	26,806	27,287
단기차입금	3,000	4,015	1,963	963	-37
유동성장기부채	10,608	7,977	10,815	10,815	10,815
비유동부채	54,818	58,557	58,768	57,768	56,768
장기차입금	3,332	4,110	20,118	19,118	18,118
사채	21,231	16,985	0	0	0
부채총계	108,880	118,438	124,263	121,752	120,233
지배지분	88,087	90,737	94,071	99,064	104,905
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	43,738	43,738	43,738
이익잉여금	27,943	30,711	32,029	36,327	41,474
비지배지분	13,981	14,229	14,662	15,439	16,351
자본총계	102,067	104,966	108,733	114,503	121,257
순차입금	45,505	43,592	11,815	9,503	5,293
총차입금	61,501	62,758	33,145	31,145	29,145

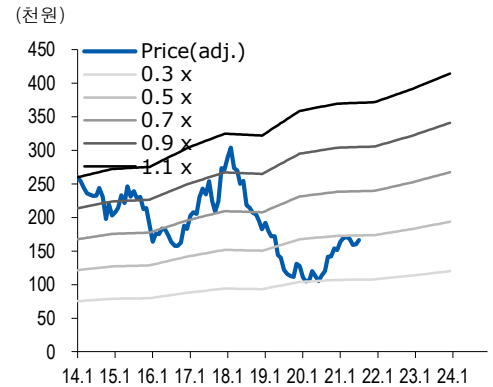
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	8,391	12,979	30,194	17,910	21,254
BPS	326,681	336,509	338,526	356,494	377,515
EBITDAPS	37,066	43,889	57,728	61,923	65,081
SPS	683,850	790,399	876,132	922,557	966,138
DPS	2,000	2,000	2,500	2,800	3,000
PER	17.4	9.6	5.5	9.3	7.8
PBR	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
EV/EBITDA	9.7	7.6	4.5	4.1	3.8
PSR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	11.8	15.6	10.8	5.3	4.7
영업이익 증가율 (%)	-67.4	57.4	112.4	23.2	18.9
지배순이익 증가율 (%)	-48.0	54.7	132.6	-40.7	18.7
매출총이익률 (%)	25.7	26.4	27.2	27.5	27.5
영업이익률 (%)	0.8	1.1	2.1	2.4	2.7
지배순이익률 (%)	1.2	1.6	3.4	1.9	2.2
EBITDA 마진 (%)	5.4	5.6	6.6	6.7	6.7
ROIC	1.3	1.5	4.1	5.1	6.1
ROA	1.2	1.7	3.7	2.1	2.5
ROE	2.8	4.0	9.1	5.2	5.8
부채비율 (%)	106.7	112.8	114.3	106.3	99.2
순차입금/자기자본 (%)	51.7	48.0	12.6	9.6	5.0
영업이익/금융비용 (배)	1.0	1.4	2.8	3.5	4.1

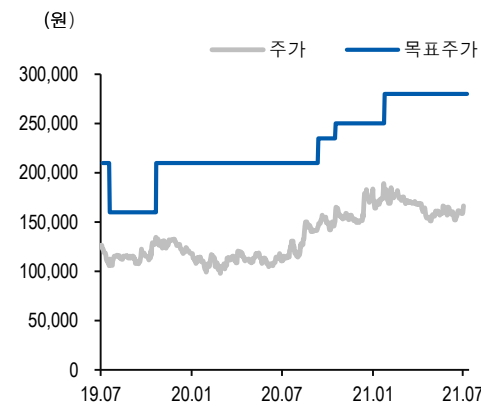
P/E band chart



P/B band chart



이마트 (139480) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-07-27	BUY	280,000	1년		
2021-02-18	BUY	280,000	1년		
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
2019-08-13	BUY	160,000	1년	-27.61	-15.94
2019-07-10	BUY	210,000	1년	-40.92	-32.86

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)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-07-25

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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 투자의사결정은 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.