



이마트 (139480)

4Q23 리뷰 : 지금은 지켜봐야할 때

▶ Analyst 이진협 jinhyeob.lee@hanwha.com 3772-7638 / RA 최영주 yeongjuchoi@hanwha.com 3772-7647

Hold (하향)

목표주가(하향): 77,000원

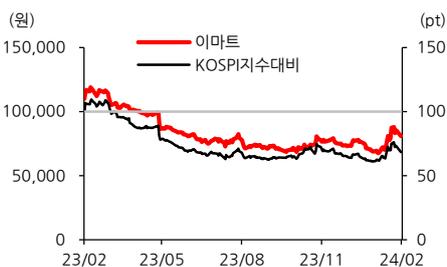
현재 주가(2/14)	78,000원
상승여력	▼ -1.3%
시가총액	21,743억원
발행주식수	27,876천주
52 주 최고가 / 최저가	119,000 / 67,500원
90 일 일평균 거래대금	178.35억원
외국인 지분율	27.2%
주주 구성	
정용진 (외 2 인)	28.6%
국민연금공단 (외 1 인)	8.0%
자사주 (외 1 인)	3.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	13.4	2.0	0.4	-29.1
상대수익률(KOSPI)	9.6	-5.7	-1.5	-35.4

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	29,332	29,472	31,009	32,415
영업이익	136	-47	181	378
EBITDA	1,696	1,540	1,737	1,912
지배주주순이익	1,029	-89	148	280
EPS	36,924	-3,325	5,512	10,457
순차입금	9,935	12,001	11,590	11,064
PER	2.7	-31.3	14.2	7.5
PBR	0.2	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.5	9.7	7.9	6.9
배당수익률	2.0	1.9	3.2	3.5
ROE	9.6	-0.8	1.3	2.5

주가 추이



4Q23 Review

이마트는 4분기 연결 매출액 7.35조원(-1.6% YoY), 영업이익 -855억 원(-983억원 YoY)를 기록해 크게 부진했다. 별도(할인점 등) 실적이 할인점의 기존점성장률 부진(-2.1% YoY)과 장기근속 종업원 급여충당금 관련 일회성 비용(320억원)의 영향으로 부진한 가운데, 신세계건설(4Q23 영업이익 -718억원 YoY), 이마트24(-165억원 YoY), SSG.Com(-165억원 YoY) 등 주요 자회사의 실적 부진이 엮어졌다. 다만, 별도 실적만을 본다면 기고와 설 시점 차의 영향으로 기존점성장률이 부진하긴 했으나, 일회성 비용 제외 시 일정부분 수익성의 안정감은 찾았다고 평가한다.

본업 수익성 안정화 긍정적이나, 자회사 실적 개선을 확인해야

본업을 바로 세우기 위한 노력이 지속되고 있다. 오프라인 3사 간 시너지 창출을 꾀하고 있으며, 할인점의 비용 축소 노력도 지속되고 있다. 최근 의무휴업일 변경 흐름은 동사의 수혜가 분명하다. 다만, 자회사들의 실적 개선 추이는 지켜볼 필요가 있겠다. SSG.Com은 수익성 기조에서 지난해 하반기 성장성 기조로 사업 방향성을 급선회하면서 24년 경영 기조를 어떻게 가져갈 것인가 확인할 필요가 있다. 동사에서는 24년 온라인 사업 EBITDA BEP 달성을 추진 전략으로 제시하였다. 신세계건설은 문제가 되고 있는 미분양 사이트의 분양 추이를 확인해야 한다. 이마트24의 경우, 효율화 작업으로 인해 4Q23 실적이 부진했던 가운데, 24년에도 효율화 작업이 지속될 예정이기에 효율화 작업의 실적 영향을 확인할 필요가 있다. 다행스러운 것은 신세계건설의 유동성 리스크는 아직까지 제한적 일 수 있다는 것이다. 신세계건설의 공시에 따르면, 전체 채무보증 잔액은 3조원이나 책임준공, 중도금 보증 등 외의 유동성 리스크를 발생할 수 있는 보증 규모는 약 3,000억원 수준인 것으로 확인된다.

투자의견 HOLD 하향, 목표주가 7.7만원 하향

이마트에 대해 투자의견을 HOLD로 하향하고, 목표주기도 7.7만원으로 하향한다. 목표주가 하향은 24년 ROE 전망치가 1.3% 수준으로 하향하면서 목표 P/B 배수를 0.18배로 하향한 것에 따른다. 목표주가 상승 여력에 따라 투자의견을 BUY에서 HOLD로 하향한다.

[표1] 이마트 별도 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
총매출액	41,009	39,390	44,386	40,625	41,925	40,255	46,273	42,531	165,410	170,983	175,272
YoY	-2.8%	-0.5%	-2.2%	-2.9%	2.2%	2.2%	4.3%	4.7%	-2.1%	3.4%	2.5%
할인점	30,169	28,613	32,159	29,930	30,268	28,760	33,188	31,307	120,871	123,523	126,247
트레이더스	8,184	8,011	9,435	8,097	9,002	8,812	10,379	8,700	33,727	36,893	37,630
전문점	2,731	2,761	2,786	2,594	2,594	2,623	2,647	2,464	10,872	10,328	11,155
기타	-75	5	6	60	60	60	60	60	-4	240	240
순매출액	37,723	35,965	40,736	37,172	38,361	36,833	42,340	38,916	151,596	156,450	160,374
매출총이익	10,092	9,701	11,087	9,818	10,234	9,854	11,507	10,259	40,698	41,854	42,902
영업이익	643	-258	1,102	393	770	-201	1,288	862	1,880	2,719	3,089
YoY	-29.9%	적지	5.0%	-51.7%	19.8%	적지	16.9%	119.4%	-27.4%	44.7%	13.6%
영업이익률	1.6%	-0.7%	2.5%	1.0%	1.8%	-0.5%	2.8%	2.0%	1.1%	1.6%	1.8%

자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

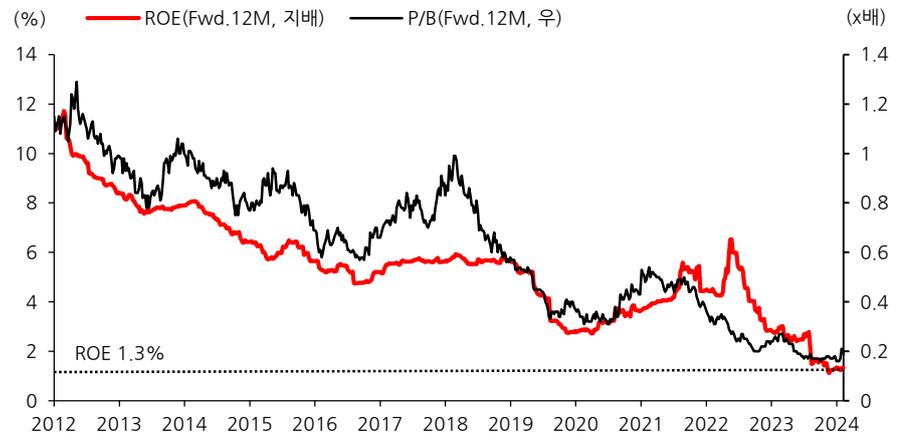
[표2] 이마트 연결 실적 테이블

(단위: 억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023P	2024E	2025E
순매출액	71,354	72,711	77,096	73,561	74,135	74,501	82,013	79,436	294,722	310,086	324,149
YoY	1.9%	1.7%	0.0%	-1.6%	3.9%	2.5%	6.4%	8.0%	0.5%	5.2%	4.5%
이마트	37,723	35,965	40,736	37,172	38,361	36,833	42,340	38,916	151,596	156,450	160,374
에브리데이	3,376	3,561	3,745	3,393	3,400	3,586	3,771	3,417	14,075	14,174	14,273
SSG.Com	4,213	4,270	4,295	4,006	4,858	4,940	5,781	6,142	16,784	21,722	24,728
SCK 컴퍼니	6,829	7,070	7,586	7,811	7,479	7,706	8,226	8,454	29,296	31,865	34,451
G 마켓	3,031	2,925	2,810	3,193	3,334	3,218	3,091	3,512	11,959	13,155	14,470
이마트 24	5,012	5,744	5,978	5,518	5,123	5,778	5,940	5,630	22,252	22,471	23,824
프라퍼티	703	659	811	790	724	679	835	814	2,963	3,052	3,143
조선호텔	1,194	1,385	1,467	1,516	1,254	1,454	1,540	1,592	5,562	5,840	6,132
영업이익	137	-530	779	-855	152	-561	1,393	829	-469	1,812	3,784
YoY	-60.2%	적지	-22.6%	적전	10.6%	적지	78.8%	흑전	적전	흑전	108.8%
이마트	643	-258	1,102	393	770	-201	1,288	862	1,880	2,719	3,089
에브리데이	22	65	76	24	29	73	84	31	187	217	247
SSG.Com	-156	-183	-307	-384	-251	-250	-198	-158	-1,030	-856	-656
SCK 컴퍼니	205	364	498	330	374	462	663	484	1,397	1,984	2,179
G 마켓	-109	-113	-101	2	-48	-54	-45	-34	-321	-182	16
이마트 24	-39	34	-31	-194	-51	-58	-30	-17	-230	-156	194
프라퍼티	29	-53	106	77	33	-51	113	83	159	179	200
조선호텔	40	85	149	130	42	89	156	137	404	424	445
영업이익률	0.2%	-0.7%	1.0%	-1.2%	0.2%	-0.8%	1.7%	1.0%	-0.2%	0.6%	1.2%

자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 이마트 PBR 및 ROE 추이



자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 이마트 P/B 밸류에이션

(단위: 억원, 배, 천주, 원)

	24E	비고
지배기업 소유주지분	111,447	
Target P/B	0.18	24E ROE 1.3% 전망
적정 시가총액	20,061	
발행주식수	25,964	
적정가치	77,262	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	24,933	29,332	29,472	31,009	32,415
매출총이익	6,749	8,323	8,744	8,992	9,400
영업이익	317	136	-47	181	378
EBITDA	1,454	1,696	1,540	1,737	1,912
순이자손익	-133	-203	-248	-298	-296
외화관련손익	-90	-88	-64	0	0
지분법손익	1,210	187	8	30	35
세전계속사업손익	2,114	1,252	-212	33	237
당기순이익	1,589	1,008	-187	25	180
지배주주순이익	1,571	1,029	-89	148	280
증가율(%)					
매출액	13.2	17.6	0.5	5.2	4.5
영업이익	33.6	-57.2	적전	흑전	108.8
EBITDA	18.8	16.7	-9.2	12.8	10.0
순이익	338.3	-36.6	적전	흑전	617.8
이익률(%)					
매출총이익률	27.1	28.4	29.7	29.0	29.0
영업이익률	1.3	0.5	-0.2	0.6	1.2
EBITDA 이익률	5.8	5.8	5.2	5.6	5.9
세전이익률	8.5	4.3	-0.7	0.1	0.7
순이익률	6.4	3.4	-0.6	0.1	0.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
영업현금흐름	987	746	972	874	997
당기순이익	1,589	1,008	-187	25	180
자산상각비	1,137	1,561	1,587	1,556	1,533
운전자본증감	-256	-582	-340	-48	-32
매출채권 감소(증가)	-22	-306	-66	-130	-87
재고자산 감소(증가)	-182	-431	56	-150	-100
매입채무 증가(감소)	-92	289	-327	233	156
투자현금흐름	-3,901	-714	-973	-410	-405
유형자산처분(취득)	66	-1,061	-687	-400	-400
무형자산 감소(증가)	-24	-40	-46	-40	-40
투자자산 감소(증가)	-85	8	27	0	0
재무현금흐름	2,790	222	305	-104	-117
차입금의 증가(감소)	2,986	99	135	-50	-50
자본의 증가(감소)	48	-262	-54	-54	-67
배당금의 지급	-102	-128	-54	-54	-67
총현금흐름	1,101	1,757	1,776	922	1,029
(-)운전자본증가(감소)	-996	243	2,266	48	32
(-)설비투자	969	1,154	712	400	400
(+)자산매각	1,011	53	-21	-40	-40
Free Cash Flow	2,139	413	-1,223	434	557
(-)기타투자	5,111	-40	-1,658	-30	-35
잉여현금	-2,972	452	435	465	592
NOPLAT	238	109	-34	138	288
(+) Dep	1,137	1,561	1,587	1,556	1,533
(-)운전자본투자	-996	243	2,266	48	32
(-)Capex	969	1,154	712	400	400
OpFCF	1,403	273	-1,425	1,246	1,389

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
유동자산	5,188	5,849	6,634	7,275	7,937
현금성자산	1,312	1,732	1,659	2,020	2,495
매출채권	1,646	1,691	1,628	1,758	1,845
재고자산	1,559	2,032	1,881	2,031	2,131
비유동자산	26,054	27,353	27,050	26,734	26,440
투자자산	8,269	9,248	9,274	9,274	9,274
유형자산	10,007	10,345	10,003	9,863	9,741
무형자산	7,778	7,760	7,772	7,596	7,425
자산총계	31,242	33,202	33,683	34,008	34,378
유동부채	9,817	9,942	10,179	10,362	10,467
매입채무	4,192	4,379	2,914	3,147	3,303
유동성이자부채	3,085	3,213	4,858	4,808	4,758
비유동부채	9,025	9,777	9,994	10,042	10,093
비유동이자부채	7,514	8,454	8,801	8,801	8,801
부채총계	18,842	19,718	20,173	20,404	20,560
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,277	4,277	4,277	4,277	4,277
이익잉여금	4,578	5,691	5,545	5,639	5,852
자본조정	1,266	1,100	691	691	691
자기주식	-10	-145	-145	-145	-145
자본총계	12,400	13,483	13,510	13,605	13,818

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2021	2022	2023P	2024E	2025E
주당지표					
EPS	56,348	36,924	-3,325	5,512	10,457
BPS	368,044	402,052	396,424	399,799	407,446
DPS	2,000	2,000	2,000	2,500	2,700
CFPS	39,497	63,017	63,716	33,072	36,920
ROA(%)	5.9	3.2	-0.3	0.4	0.8
ROE(%)	16.2	9.6	-0.8	1.3	2.5
ROIC(%)	1.4	0.5	-0.2	0.6	1.4
Multiples(x, %)					
PER	2.7	2.7	-31.3	14.2	7.5
PBR	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
PCR	3.8	1.6	1.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	9.3	7.5	9.7	7.9	6.9
배당수익률	1.3	2.0	1.9	3.2	3.5
안정성(%)					
부채비율	151.9	146.2	149.3	150.0	148.8
Net debt/Equity	74.9	73.7	88.8	85.2	80.1
Net debt/EBITDA	638.8	585.7	779.1	667.1	578.8
유동비율	52.9	58.8	65.2	70.2	75.8
이자보상배율(배)	1.5	0.4	n/a	0.4	0.9
자산구조(%)					
투하자본	67.2	65.6	66.6	65.5	64.2
현금+투자자산	32.8	34.4	33.4	34.5	35.8
자본구조(%)					
차입금	46.1	46.4	50.3	50.0	49.5
자기자본	53.9	53.6	49.7	50.0	50.5

[Compliance Notice]

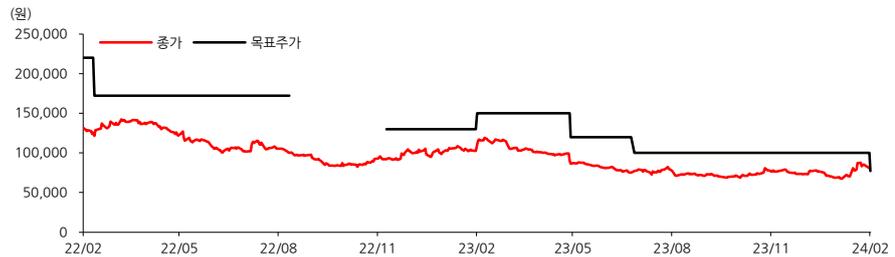
(공표일: 2024년 2월 15일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (이진협, 최영주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[이마트 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2022.01.11	2022.02.11	2022.02.24	2022.04.25	2022.05.13
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		220,000	220,000	172,000	172,000	172,000
일 시	2022.11.22	2022.11.22	2022.12.23	2023.01.09	2023.02.14	2023.02.15
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	이진협	130,000	130,000	130,000	150,000	150,000
일 시	2023.03.27	2023.05.12	2023.05.23	2023.07.10	2023.08.16	2023.08.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	150,000	120,000	120,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2023.09.26	2023.11.01	2023.11.15	2023.11.29	2023.12.28	2024.01.05
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2024.02.15					
투자의견	Hold					
목표가격	77,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.02.11	Buy	220,000	-41.44	-38.41
2022.02.24	Buy	172,000	-35.90	-17.15
2022.11.22	Buy	130,000	-22.74	-16.38
2023.02.14	Buy	150,000	-29.29	-20.67
2023.05.12	Buy	120,000	-31.61	-26.50
2023.07.10	Buy	100,000	-25.38	-12.20
2024.2.15	Hold	77,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2023년 12월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.8%	0.0%	100.0%