NH투자증권

이마트 (139480.KS)

기대감이 현실로

할인점 기존점 매출 하락에도 불구하고 통합 매입 및 비용 절감 효과를 통해 실적 개선에 성공. 홈플러스 기업회생 신청 이슈 등을 고려할 때 하반기 매출 반등이 가능할 것으로 추정하는 만큼 긍정적 시각 유지

Analyst 주영훈
02)2229-6221, jooyh@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

수익성 회복 본격화

이마트에 대한 투자의견 Buy 및 목표주가 11만원 유지. 1분기 실적은 시장 기대치를 상회했는데, 할인점 기존점 매출이 감소했음에도 불구하고 보여준 성과라는 점에서 더욱 의미가 큼. 동사가 추진중인 통합매입 및 비용절감 효과로 수익성 지표 개선이 현실화되고 있기 때문으로 판단. 하반기 홈플러스 기업회생 신청에 따른 고객 유입 효과로 매출 반등이 기대되는 만큼 어닝 모멘텀은 강화될 전망

호실적에도 불구하고 전일 동사의 주가는 7.4% 하락 마감. 연초부터 주가 상승이 나타났던 만큼 일부 차익실현이 이루어졌기 때문으로 추정. 다만, 펀더멘털 측면에서의 개선은 예상대로 이루어지고 있으며 밸류에이션 또한 PBR 0.2배에 불과해 여전히 부담스럽지 않다는 점을 고려할 때 재차 반등 가능할 것으로 제시

1분기, 시장 기대치 상회

1분기 연결 기준 매출액과 영업손실은 각각 7조2,189억원(+0.2% y-y), 1,593억원(+238.2% y-y)으로 컨센서스 상회. 할인점과 트레이더스 기존점 성장률은 각각 -0.6%/+1.9% 기록. 아직까지는 내수 시장 침체 여파로 매출 반등이 이루어지지 못했으나 통합매입에 따른 매출총이익률 개선으로 영업이익은 크게 개선

주요 자회사 손익 또한 대부분 개선. 신세계프라퍼티가 인식 기준 변경(부동산 관련 손익, 지분법→연결) 효과로 전년비 영업이익이 +242억원 증가하였으며, 제품 가격 인상에 따라 SCK컴퍼니 또한 수익성 회복 본격화. G마켓이 매각 예정 자산으로 분류되며 PPA상각비가 제거된 점 또한 연결 손익 측면에서 긍정적

이마트 1분기 실적 Review (K-IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P					2Q25E
					발표치	y-y	q-q	당사 추정	컨센서스	
매출액	7,207	7,056	7,508	7,250	7,219	0.2	-0.4	7,345	7,345	7,213
영업이익	47.1	-34.6	111.7	-77.1	159.3	238.2	흑전	122.3	129.3	34.1
영업이익률	*0.7*	*-0.5*	*1.5*	*-1.1*	*2.2*			*1.7*	*1.8*	*0.5*
세전이익	32.9	-134	117.9	-623	119.2	262.8	흑전	104.5	114.3	-34.4
(지배)순이익	27.5	-146	120.6	-592	70.8	157.3	흑전	82.9	78.3	-31.5

자료: 이마트, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

Buy (유지)

목표주가	**110,000원 (유지)**
현재가 (25/05/12)	**86,600원**
업종	**유통업**
KOSPI / KOSDAQ	2,607.33 / 725.4
시가총액(보통주)	2,389.8십억원
발행주식수(보통주)	27.6백만주
52주 최고가('25/05/09)	93,500원
최저가('24/06/26)	55,500원
평균거래대금(60일)	18,785백만원
배당수익률(2025E)	2.89%
외국인지분율	20.0%
주요주주	
정용진 외 1 인	28.9%
국민연금공단	12.7%

주가상승률	**3개월**	**6개월**	**12개월**
절대수익률 (%)	25.3	49.6	33.8
상대수익률 (%p)	22.5	42.4	40.0

	2024	2025E	2026F	2027F
매출액	29,021	29,881	31,088	32,373
증감률	-1.5	3.0	4.0	4.1
영업이익	47	520	564	594
증감률	흑전	1,003.3	8.6	5.2
영업이익률	0.2	1.7	1.8	1.8
(지배지분)순이익	-590	166	225	272
EPS	-21,166	5,994	8,166	9,847
증감률	적지	흑전	36.2	20.6
PER	N/A	14.4	10.6	8.8
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	6.6	6.5	6.3	5.7
ROE	-5.4	1.6	2.1	2.4
부채비율	157.4	150.6	143.3	136.0
순차입금	6,468	6,036	5,344	4,583

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

이마트는 2011년 5월 신세계의 대형마트 부문을 인적분할하여 설립되었으며, 종속기업으로 신세계조선호텔, 신세계푸드, 이마트에브리데이, 이마트24, 신세계프라퍼티 등이 있음. 2023년 연결기준 순매출액은 29조4,722억원(Flat y-y) 기록하였고, 사업 부문별 매출 비중은 유통업 75%, 식음료업 16%, 호텔업 2%, 기타 7%로 구성. 향후 온·오프라인 협업 강화, 창고형 온라인 장보기 확대 등을 통해 성장을 도모하고자 함

Share price drivers/Earnings Momentum

- 국내 소비경기 턴어라운드, 물가 상승 효과 기대
- 경쟁사 구조조정에 따른 수혜 전망
- 자회사 가치 상승에 따른 모기업 재평가 기대

Downside Risk

- 온라인 사업 경쟁 심화에 따른 마케팅 비용 증가
- 오프라인 할인점 기존점성장률 재차 하락
- 인건비 상승에 따른 비용 부담 증가

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2025E	2026F	2025E	2026F	2025E	2026F
Walmart	32.9	29.5	6.8	6.4	22.1	22.5
Costco	50.3	45.6	12.7	10.8	27.7	26.1
Target	10.5	9.6	2.7	2.5	25.5	25.6
Dollar General	14.9	13.3	2.3	2.1	16.4	17.0
Carrefour	7.6	7.2	0.8	0.8	10.3	11.0

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2023	2024	2025E	2026F	2027F
PER	N/A	N/A	14.4	10.6	8.8
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ROE	-0.8	-5.4	1.6	2.1	2.4
ROIC	-1.2	-1.2	2.4	2.5	2.6

자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

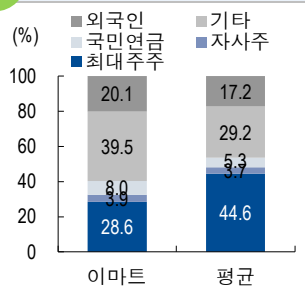
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	**14,615**	**15,515**	**17,049**	**19,063**	**22,033**	**24,933**	**29,332**	**29,472**	**29,021**
영업이익	569	585	463	151	237	317	136	-47	47
영업이익률(%)	*3.9*	*3.8*	*2.7*	*0.8*	*1.1*	*1.3*	*0.5*	*-0.2*	*0.2*
세전이익	507	800	585	282	622	2,114	1,252	-212	-605
순이익	**382**	**628**	**476**	**224**	**363**	**1,589**	**1,008**	**-187**	**-573**
지배지분순이익	**376**	**616**	**450**	**234**	**362**	**1,571**	**1,029**	**-89**	**-590**
EBITDA	1,025	1,067	993	1,033	1,223	1,454	1,696	1,549	1,675
CAPEX	600	723	895	955	520	969	1154	766	651
Free Cash Flow	135	175	-125	-139	866	18	-408	369	809
EPS(원)	13,497	22,101	16,150	8,391	12,979	56,348	36,924	-3,196	-21,166
BPS(원)	276,088	295,657	293,169	315,997	325,504	368,044	402,052	410,873	372,745
DPS(원)	1,500	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
순차입금	3,523	3,295	3,312	2,801	1,779	5,371	5,615	5,428	6,468
ROE(%)	5.1	7.7	5.5	2.8	4.0	16.2	9.6	-0.8	-5.4
ROIC(%)	5.4	6.0	2.6	0.4	1.5	6.3	-0.2	-1.2	-1.2
배당성향(%)	11.1	7.9	12.4	23.1	14.9	3.5	5.2	-60.1	-9.1
배당수익률(%)	0.8	0.6	1.1	1.6	1.3	1.3	2.0	2.6	3.2
순차입금 비율(%)	43.4	37.6	37.4	27.4	17.0	43.3	41.6	39.2	49.1

자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

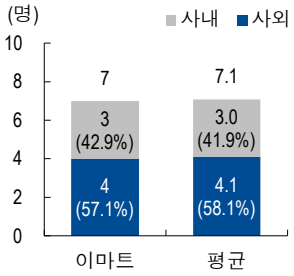
ESG Index & Event

G

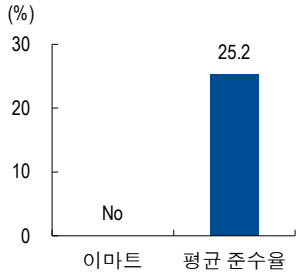
주주 구성



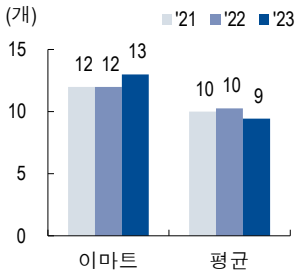
이사회 구성



이사회 의장의 사외이사 여부



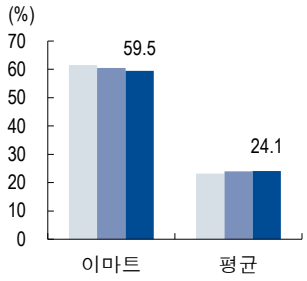
기업지배구조 핵심지표 준수



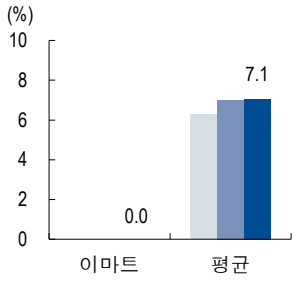
주1: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 대상
주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
자료: 이마트, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S

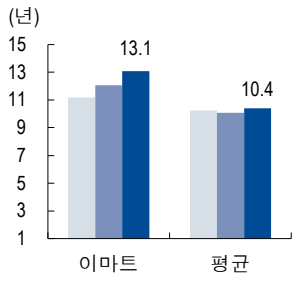
여성 임직원 비율



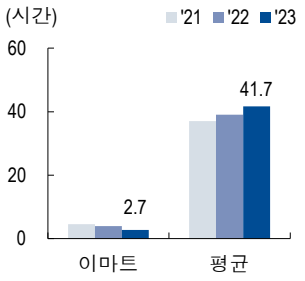
계약직 비율



근속연수



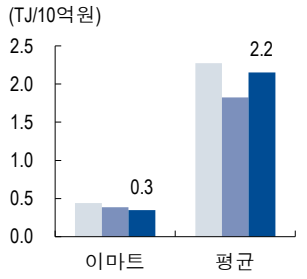
인당 교육시간



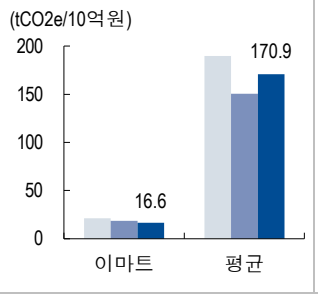
주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

E

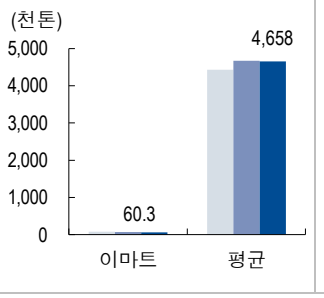
에너지 사용량



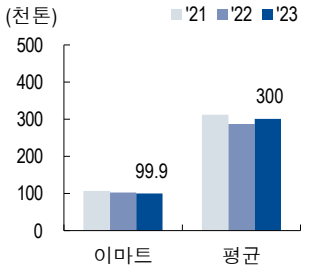
온실가스 배출량



용수 재활용량



폐기물 재활용량



주: 평균은 2024년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 214개사 중 지속가능경영보고서 공시한 192개사 대상
자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

E	2021.01	- 국내 대형마트 최초로 세탁세제, 섬유유연제를 리필하는 '에코 리필 스테이션'을 운영 및 확대해 나가는 중
S	2020.04	- 이마트24는 '베어베터'와 기업 내 매점을 간판 없는 편의점으로 전환하여 발달장애인 일자리 창출과 사회적 책임 이행
G	2018.07	- 계열사 3곳(신세계 I&C, 신세계건설, 신세계푸드)의 오너일가 지분을 모두 이마트에 양도하여 일감몰아주기 규제에 선제적으로 대응하는 한편 향후 지배구조 재편을 위한 지배력 강화
	2019.10	- 이마트는 26년 만에 처음으로 외부인사인 강희석 대표를 새 대표로 선임하며 성과·능력주의 인사 원칙 추진

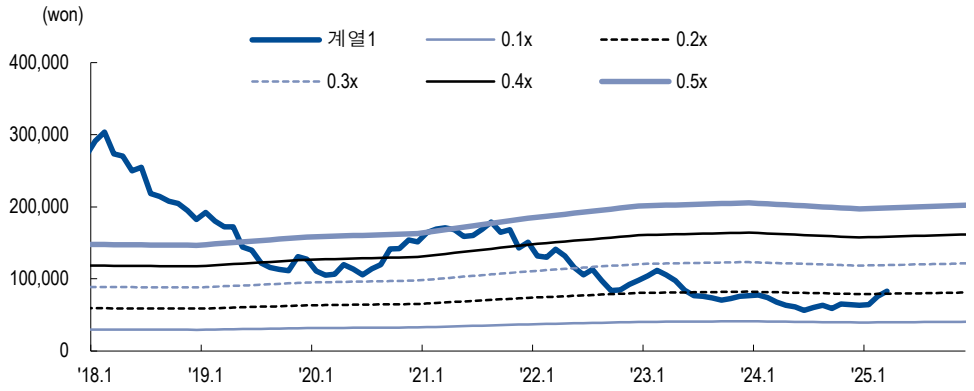
자료: 이마트, NH투자증권 리서치본부

표1. 이마트 실적 전망 (IFRS 연결) (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2024	2025E	2026F	2027F
매출액	- 수정 후	29,021	29,881	31,088	32,373
	- 수정 전	-	29,899	31,088	32,371
	- 변동률	-	-0.1	0.0	0.0
영업이익	- 수정 후	47	520	564	594
	- 수정 전	-	471	531	557
	- 변동률	-	10.3	6.3	6.6
영업이익률(수정 후)		0.2	1.7	1.8	1.8
EBITDA		1,675	1,713	1,660	1,721
(지배지분)순이익		-590	166	225	272
EPS	- 수정 후	-21,166	5,994	8,166	9,847
	- 수정 전	-	6,296	8,376	9,739
	- 변동률	-	-4.8	-2.5	1.1
PER		N/A	14.4	10.6	8.8
PBR		0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA		6.6	6.5	6.3	5.7
ROE		-5.4	1.6	2.1	2.4

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

그림1. 이마트 12M Trailing PBR 밸류에이션 밴드



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표2. 이마트 분기별 요약손익계산서 (IFRS 별도) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E
총매출액	**4,203**	**3,839**	**4,673**	**4,253**	**4,626**	**4,305**	**4,891**	**4,448**	**16,967**	**18,270**
할인점	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,811	3,167	2,886	11,667	11,906
트레이더스	916	833	965	836	967	914	1,060	918	3,550	3,858
전문점/에브리데이	254	251	632	614	617	580	665	644	1,751	2,505
순매출액	**3,848**	**3,506**	**4,315**	**3,900**	**4,259**	**3,917**	**4,498**	**4,087**	**15,570**	**16,762**
총매출액(y-y)	*2%*	*-3%*	*5%*	*5%*	*10%*	*12%*	*5%*	*5%*	*3%*	*8%*
할인점	*1%*	*-4%*	*-4%*	*-6%*	*0%*	*2%*	*3%*	*3%*	*-3%*	*2%*
트레이더스	*12%*	*4%*	*2%*	*3%*	*6%*	*10%*	*10%*	*10%*	*5%*	*9%*
전문점/에브리데이	*-8%*	*-9%*	*127%*	*136%*	*143%*	*131%*	*5%*	*5%*	*61%*	*43%*
영업이익	**93**	**-21**	**123**	**-73**	**133**	**6**	**139**	**95**	**122**	**373**
할인점	51	-55	71	-87	78	-34	82	66	-20	192
트레이더스	31	22	34	5	42	25	39	18	92	125
전문점/에브리데이	12	12	18	8	13	15	18	11	50	57
영업이익률	2%	-1%	3%	-2%	3%	0%	3%	2%	1%	2%
할인점	2%	-2%	2%	-3%	3%	-1%	3%	2%	0%	2%
트레이더스	3%	3%	4%	1%	4%	3%	4%	2%	3%	3%
전문점/에브리데이	5%	5%	3%	1%	2%	3%	3%	2%	3%	2%

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표3. 이마트 분기별 요약손익계산서 (IFRS 연결) (단위: 십억원, %)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25F	4Q25F	2024	2025E
매출액	**7,207**	**7,056**	**7,509**	**7,250**	**7,219**	**7,213**	**7,823**	**7,626**	**29,021**	**29,881**
이마트(별도)	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,917	4,498	4,087	15,570	16,762
신세계조선호텔	131	149	187	188	165	153	193	194	655	705
SCK컴퍼니	735	760	788	818	762	803	830	864	3,100	3,259
이마트24	511	565	568	519	466	555	573	531	2,163	2,126
SSG.COM	413	395	391	376	357	419	414	399	1,576	1,589
매출액(y-y)	*1%*	*-3%*	*-3%*	*-1%*	*0%*	*2%*	*4%*	*5%*	*-2%*	*3%*
이마트(별도)	*2%*	*-3%*	*6%*	*5%*	*11%*	*12%*	*4%*	*5%*	*3%*	*8%*
신세계조선호텔	*10%*	*7%*	*28%*	*24%*	*26%*	*3%*	*3%*	*3%*	*18%*	*8%*
SCK컴퍼니	*8%*	*7%*	*4%*	*5%*	*4%*	*6%*	*5%*	*6%*	*6%*	*5%*
이마트24	*2%*	*-2%*	*-5%*	*-6%*	*-9%*	*-2%*	*1%*	*3%*	*-3%*	*-2%*
SSG.COM	*-2%*	*-7%*	*-9%*	*-6%*	*-14%*	*6%*	*6%*	*6%*	*-6%*	*1%*
영업이익	**47**	**-35**	**112**	**-77**	**159**	**34**	**192**	**134**	**47**	**520**
영업이익률	1%	0%	1%	-1%	2%	0%	2%	2%	0%	2%

자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Statement of comprehensive income

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
매출액	**29,021**	**29,881**	**31,088**	**32,373**
증감률 (%)	*-1.5*	*3.0*	*4.0*	*4.1*
매출원가	**19,980**	**21,238**	**22,154**	**23,073**
매출총이익	**9,041**	**8,643**	**8,935**	**9,301**
Gross 마진 (%)	*31.2*	*28.9*	*28.7*	*28.7*
판매비와 일반관리비	8,994	8,124	8,370	8,707
영업이익	**47**	**520**	**564**	**594**
증감률 (%)	*흑전*	*1,003.3*	*8.6*	*5.2*
OP 마진 (%)	*0.2*	*1.7*	*1.8*	*1.8*
EBITDA	**1,675**	**1,713**	**1,660**	**1,721**
영업외손익	**-653**	**-340**	**-259**	**-226**
금융수익(비용)	-399	-280	-250	-218
기타영업외손익	-276	-70	-19	-18
종속, 관계기업관련손익	23	10	10	10
세전계속사업이익	**-605**	**180**	**305**	**368**
법인세비용	**-32**	**34**	**71**	**85**
계속사업이익	-573	146	235	283
당기순이익	**-573**	**146**	**235**	**283**
증감률 (%)	*적지*	*흑전*	*61.3*	*20.6*
Net 마진 (%)	*-2.0*	*0.5*	*0.8*	*0.9*
지배주주지분 순이익	-590	166	225	272
비지배주주지분 순이익	17	-20	9	11
기타포괄이익	295	190	190	190
총포괄이익	-279	336	425	473

Valuations/profitability/stability

	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
PER(X)	N/A	14.4	10.6	8.8
PBR(X)	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR(X)	0.8	1.5	1.5	1.4
PSR(X)	0.1	0.1	0.1	0.1
EV/EBITDA(X)	6.6	6.5	6.3	5.7
EV/EBIT(X)	234.2	21.6	18.6	16.4
EPS(W)	-21,166	5,994	8,166	9,847
BPS(W)	372,745	386,996	399,621	413,926
SPS(W)	1,041,078	1,079,696	1,126,560	1,173,130
자기자본이익률(ROE, %)	-5.4	1.6	2.1	2.4
총자산이익률(ROA, %)	-1.7	0.4	0.7	0.8
투하자본이익률 (ROIC, %)	-1.2	2.4	2.5	2.6
배당수익률(%)	3.2	2.9	2.9	2.9
배당성향(%)	-9.1	40.4	29.7	24.6
총현금배당금(십억원)	54	67	67	67
보통주 주당배당금(W)	2,000	2,500	2,500	2,500
순부채(현금)/자기자본(%)	49.1	44.9	38.7	32.2
총부채/자기자본(%)	157.4	150.6	143.3	136.0
이자발생부채	12,575	12,312	12,049	11,787
유동비율(%)	96.5	102.8	111.9	122.1
총발행주식수(mn)	28	28	28	28
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	63,400	86,600	86,600	86,600
시가총액(십억원)	1,767	2,390	2,390	2,390

Statement of financial position

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
현금및현금성자산	1,775	1,960	2,402	2,914
매출채권	1,216	1,276	1,340	1,407
유동자산	**10,429**	**10,795**	**11,422**	**12,123**
유형자산	9,731	9,245	8,865	8,461
투자자산	4,242	4,362	4,218	4,084
비유동자산	**23,501**	**22,918**	**22,178**	**21,427**
자산총계	**33,931**	**33,712**	**33,599**	**33,550**
단기성부채	3,750	3,680	3,611	3,542
매입채무	1,393	1,435	1,478	1,522
유동부채	**10,804**	**10,496**	**10,203**	**9,926**
장기성부채	8,826	8,632	8,438	8,244
장기충당부채	434	439	444	449
비유동부채	**9,942**	**9,764**	**9,586**	**9,408**
부채총계	**20,747**	**20,260**	**19,789**	**19,334**
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,208	4,208	4,208	4,208
이익잉여금	4,638	4,737	4,896	5,100
비지배주주지분	2,794	2,773	2,783	2,794
자본총계	**13,184**	**13,453**	**13,810**	**14,216**

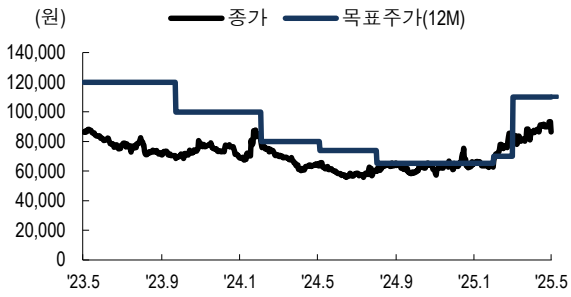
Cash flow statement

(십억원)	2024/12A	2025/12E	2026/12F	2027/12F
영업활동 현금흐름	**1,460**	**940**	**958**	**1,048**
당기순이익	-573	146	235	283
+ 유/무형자산상각비	1,628	1,193	1,096	1,127
+ 종속, 관계기업관련손익	-23	-10	-10	-10
+ 외화환산손실(이익)	109	0	0	0
Gross Cash Flow	2,233	1,622	1,625	1,686
- 운전자본의증가(감소)	-372	-389	-362	-352
투자활동 현금흐름	**-892**	**-438**	**-186**	**-207**
+ 유형자산 감소	24	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-651	-650	-660	-670
+ 투자자산의매각(취득)	-439	-109	154	144
Free Cash Flow	809	290	298	378
Net Cash Flow	568	502	773	841
재무활동현금흐름	**-153**	**-317**	**-330**	**-329**
자기자본 증가	-68	0	0	0
부채증감	-85	-317	-330	-329
현금의증가	4	185	443	511
기말현금 및 현금성자산	1,775	1,960	2,402	2,914
기말 순부채(순현금)	6,468	6,036	5,344	4,583

투자의견 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자의견	목표가	괴리율 (%)	
			평균	최저/최고
2025.03.14	Buy	110,000원(12개월)	-	-
2025.02.12	Hold	70,000원(12개월)	9.9%	-
2024.07.08	Hold	65,000원(12개월)	-2.7%	-
2024.05.17	Hold	74,000원(12개월)	-20.4%	-
2024.02.15	Hold	80,000원(12개월)	-15.3%	-
2023.08.16	Buy	100,000원(12개월)	-25.4%	-12.2%
2023.05.12	Buy	120,000원(12개월)	-35.2%	-26.5%

이마트 (139480.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
   - Buy: 15% 초과
   - Hold: -15% ~ 15%
   - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2025년 3월 31일 기준)
   - 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
86.9%	13.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견 분포는 매 분기말 기준으로 공표하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '이마트'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 '이마트'를 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 LP(유동성공급자)임을 알려드립니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.