지주/유통/상사
박종렬
02)6260-2466
jrpark@heungkuksec.co.kr

R.A
송지원
02)739-5935
bd21312@heungkuksec.co.kr

(139480)

이마트

BUY(상향)

실적 턴어라운드 본격화

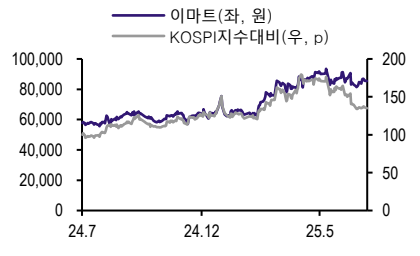
목표주가	110,000원(상향)
현재주가(06/30)	85,400원
상승여력	28.8%
시가총액	2,357십억원
발행주식수	27,596천주
52주 최고가 / 최저가	93,500 / 55,600원
3개월 일평균거래대금	18십억원
외국인 지분율	23.2%
주요주주	
정용진 (외 2인)	28.9%
국민연금공단 (외 1인)	12.7%
자사주 (외 1인)	2.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.5	5.0	34.7	51.2
상대수익률(KOSPI)	-20.3	-15.0	6.7	41.4

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	29,472	29,021	29,286	29,911
영업이익	-47	47	452	481
EBITDA	1,549	1,675	2,009	2,050
지배주주순이익	-89	-590	181	272
EPS	-3,196	-21,166	6,750	10,159
순차입금	9,201	10,227	8,771	8,655
PER	n/a	n/a	12.7	8.4
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.3	7.2	5.5	5.4
배당수익률	2.6	3.2	2.9	3.2
ROE	-0.8	-5.4	1.7	2.6
컨센서스 영업이익	-	-	498	579
컨센서스 EPS	-	-	7,037	9,730

주가추이



할인점과 트레이더스 등 본업 경쟁력 제고에 따른 별도 부문의 수익성 개선이 지속되는 가운데, 연결 자회사들의 고른 실적 개선으로 하반기 실적 모멘텀은 더욱 강화될 전망임.

2Q Preview: OP 384억원(흑전 YoY), 양호한 실적 전망

2분기 연결기준 매출액 7.2조원(+1.9% YoY), 영업이익 384억원(흑전 YoY)으로 전분기에 이어 양호한 실적을 기록할 전망임. 별도(할인점 적자 축소와 트레이더스의 증익) 부문의 큰 폭 개선과 함께 연결 자회사들의 영업실적도 호전될 것이기 때문임. 별도 부문의 영업이익 개선은 통합 매입 효과와 함께 전사적인 비용 효율화에 따라 수익성이 제고됐기 때문임. 연결 자회사 중 이커머스(SSG.COM과 G마켓의 합산)의 영업손실 규모는 전년과 동일할 것임에도 불구하고, 신세계 프라퍼티와 SKC컴퍼니, PK Retail Holdings, 신세계푸드 등 나머지 자회사들의 고른 실적 개선 때문임.

하반기에도 양호한 실적 모멘텀 지속 가능할 것

하반기에도 지난해의 낮은 기저효과와 함께 별도 부문과 연결 자회사의 고른 개선으로 연결 EBIT 증가세는 지속 가능할 것임. 연간 연결기준 매출액 29.3조원(+0.9% YoY), 영업이익 4,520억원(+859.7% YoY)으로 수정 전망함. G마켓 PPA 상각비 제거도 연결 영업이익 증익에 긍정적으로 작용할 것임. 긍정적인 자산효과와 소비심리 개선도 일정 부분 이마트 업황과 실적에 긍정적으로 작용할 것임.

투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 상향

2025~2026년 수익추정치를 상향하며 목표주가를 상향 조정함. 영업가치 산정시 EV/EBITDA 3.8배(최근 5년간 평균 대비 50% 할인)를 적용함. 지난 2월 초 이후 가파른 주가 상승에도 불구하고, 12개월 Forward 기준 P/E, P/B는 각각 10.6배와 0.2배 수준으로 밸류에이션 매력은 여전히 양호함. 올해 2월 기업가치 제고 계획 공시를 통해 1) 2025~2027년 최저배당성향 25%로 상향, 최저 DPS 2,500원, 2) 자사주 매년 28만주, 1% 소각, 3) 2027년 연결 매출액 34조원, 영업이익 1조원 목표, 4) IR 활동 강화 등을 발표함. 그동안 낮은 주주환원에서 벗어나 주주환원 확대와 기업가치 제고에 노력하는 모습을 긍정적으로 평가함.

표 1 이마트 연간/분기 실적 추이 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	7,207	7,056	7,509	7,250	7,219	7,190	7,573	7,304	29,021	29,285	29,911
별도 (순매출액)	3,848	3,506	4,315	3,900	4,259	3,852	4,347	3,917	15,570	16,375	16,606
할인점	3,034	2,756	3,075	2,802	3,042	2,754	3,061	2,769	11,667	11,626	11,804
트레이더스	916	833	965	836	967	877	1,021	884	3,550	3,750	3,807
전문점	254	251	262	253	260	254	265	255	1,020	1,034	1,044
연결자회사	351	355	370	362	328	333	360	362	1,437	1,383	1,417
SSG.COM	3,358	3,512	3,634	3,814	2,959	3,338	3,226	3,387	14,318	12,910	13,305
G마켓 글로벌	413	395	391	376	357	427	422	407	1,576	1,612	1,741
SCK 컴퍼니	255	253	226	228	201	273	244	246	961	963	1,040
이마트24	735	760	788	818	762	766	797	828	3,100	3,153	3,201
에브리데이	511	565	568	519	466	669	575	525	2,163	2,235	2,300
신세계 프라퍼티	78	75	78	139	104	76	79	140	370	398	401
PK Retail Holdings	508	544	554	609	577	548	561	616	2,215	2,301	2,336
신세계푸드	382	394	385	374	359	402	393	381	1,535	1,535	1,564
조선호텔&리조트	131	149	187	188	165	155	195	196	655	710	737
매출총이익	2,231	2,216	2,329	2,270	2,272	2,123	2,227	2,160	9,046	8,781	8,891
이마트	1,048	963	1,179	1,063	1,162	1,068	1,194	1,075	4,253	4,499	4,596
연결자회사	1,183	1,253	1,150	1,206	1,110	1,055	1,033	1,084	4,793	4,282	4,295
영업이익	47	-35	112	-77	159	38	168	86	47	452	481
별도	93	-21	123	-73	133	15	127	45	122	320	325
할인점	51	-55	71	-87	78	-25	72	29	-20	154	159
트레이더스	31	22	34	5	42	24	38	7	93	111	113
전문점	11	11	11	6	7	11	11	6	38	35	35
연결자회사	4	4	6	2	2	4	6	2	16	14	14
SSG.COM	-2	31	35	43	49	40	58	58	107	206	225
G마켓 글로벌	-14	-17	-17	-25	-18	-18	-17	-26	-73	-79	-81
SCK 컴퍼니	-9	-8	-18	-33	-12	-8	-19	-34	-67	-73	-74
이마트24	33	43	66	49	35	44	68	49	191	196	200
에브리데이	-13	-3	0	-14	-10	-3	0	-14	-30	-28	-29
신세계 프라퍼티	12	1	5	60	36	1	5	61	77	103	104
PK Retail Holdings	3	10	14	15	8	10	14	15	42	48	49
신세계푸드	5	10	9	-2	8	10	9	-2	21	25	25
조선호텔&리조트	5	7	19	10	2	7	20	10	42	40	41
세전이익	33	-134	118	-622	119	-3	160	12	-605	288	417
지배주주순이익	28	-146	121	-592	71	-2	104	8	-590	181	272
수익성 (%)											
OPM	*0.7*	*-0.5*	*1.5*	*-1.1*	*2.2*	*0.5*	*2.2*	*1.2*	*0.2*	*1.5*	*1.6*
별도	*2.4*	*-0.6*	*2.8*	*-1.9*	*3.1*	*0.4*	*2.9*	*1.1*	*0.8*	*2.0*	*2.0*
연결자회사	*-0.1*	*0.9*	*1.0*	*1.1*	*1.6*	*1.2*	*1.8*	*1.7*	*0.7*	*1.6*	*1.7*
성장성 (%, YoY)											
매출액	1.0	-3.0	-2.6	-1.4	0.2	1.9	0.9	0.8	-1.5	0.9	2.1
별도	2.0	-2.5	5.9	5.4	10.7	9.9	0.7	0.4	2.8	5.2	1.4
연결자회사	-0.1	-4.4	0.3	5.2	-11.9	-5.0	-11.2	-11.2	0.2	-9.8	3.1
영업이익	246.3	적축	43.4	흑전	238.2	흑전	50.6	흑전	흑전	859.7	6.5
별도	44.9	흑전	11.4	적전	43.0	흑전	3.4	흑전	-35.2	162.9	1.4
연결자회사	-76.8	49.0	133.3	적지	흑전	31.8	66.3	34.3	흑전	92.5	9.3
기본가정 (%,YoY)											
GDP성장률	3.3	2.3	1.5	1.2	-0.1	1.2	1.3	1.6	2.1	1.0	1.7
민간소비증가율	1.0	0.9	1.4	1.2	0.5	0.8	1.2	1.2	1.1	0.9	1.5
소비자물가상승률	3.0	2.7	2.1	1.6	2.1	2.1	2.0	2.0	2.4	2.1	1.9

주: 22.1Q 성수점 유형자산 처분이익 10,833억원, 21.2Q 가양점 유형자산 처분이익 6,366억원
21.3Q 스타벅스 주식 추가 취득에 따른 기존 보유 주식의 사업결합 회계처리 1.1조원 반영 (지분법주식 공정가액 처분→연결종속회사 주식 신규 취득)
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

표 2 **이마트 적정주주가치 산출 근거** (단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2025E	2026E	12M Forward	비고
1. 사업가치	7,734	7,891	7,813	
EBITDA	2,009	2,050		
EV/EBITDA	3.8	3.8		최근 5년간 평균(7.8배) 대비 50% 할인율 적용
2. 투자자산가치	6,606	6,933	6,770	
투자유가증권	2,815	2,987		순자산가액 대비 35% 할인 적용
기타투자자산 등	3,792	3,946		순자산가액 대비 35% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	14,341	14,824	14,582	
4. 순차입금	8,771	8,655	8,713	
5. 비지배주주지분	2,801	2,801	2,801	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	2,769	3,368	3,068	
발행주식수	27,876	27,876	27,876	
적정주가 (원)	99,316	120,826	110,071	
현재주가	85,300	85,300	85,300	
상승여력 (%)	16.4	41.6	29.0	

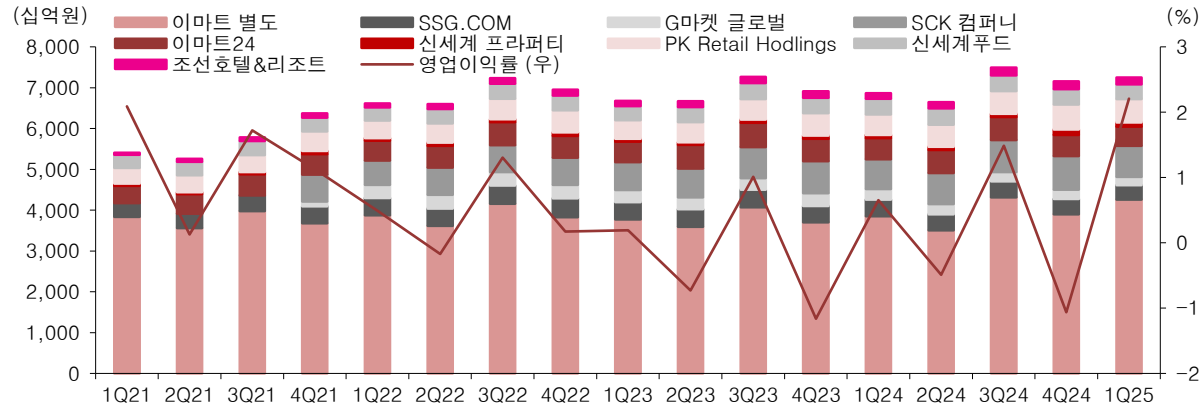
자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 **이마트 재무안정성 지표 추이 및 전망**

(십억원, %, 배)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
총차입금	10,600	11,667	11,647	12,575	10,100	10,060	10,020
순차입금	9,288	9,935	9,201	10,227	8,771	8,655	8,655
부채비율(%)	151.9%	146.2%	141.7%	157.4%	159.2%	157.3%	155.2%
차입금의존도 (%)	33.9%	35.1%	34.8%	37.1%	29.7%	29.3%	29.0%
순차입금의존도 (%)	29.7%	29.9%	27.5%	30.1%	25.8%	25.3%	25.0%
총차입금/EBITDA (배)	7.3	6.9	7.5	7.5	5.0	4.9	5.0
순차입금/EBITDA (배)	6.4	5.9	5.9	6.1	4.4	4.2	4.3
단기유동성	0.6	0.7	1.0	1.0	0.5	0.6	0.5
당좌비율	51.4%	59.3%	66.2%	64.7%	66.3%	69.2%	71.2%
유동비율	52.9%	58.8%	61.6%	96.5%	94.3%	99.1%	103.0%
자기자본비율	39.7%	40.6%	41.4%	38.9%	38.6%	38.9%	39.2%
현금성자산 (A)	1,312	1,732	2,446	2,348	1,328	1,404	1,365
단기성차입금 (B)	3,085	3,213	3,706	3,750	4,979	4,959	4,939
A/B (%)	42.5	53.9	66.0	62.6	26.7	28.3	27.6
단기성차입금/총차입금 (%)	29.1	27.5	31.8	29.8	49.3	49.3	49.3
영업이익	317	136	-47	47	452	481	507
EBITDA	1,454	1,696	1,549	1,675	2,009	2,050	2,023
순이자비용	133	203	247	317	202	178	168
이자보상배율 (영업이익 대비)	2.4	0.7	-0.2	0.1	2.2	2.7	3.0
이자보상배율 (EBITDA 대비)	11.0	8.4	6.3	5.3	10.0	11.5	12.1

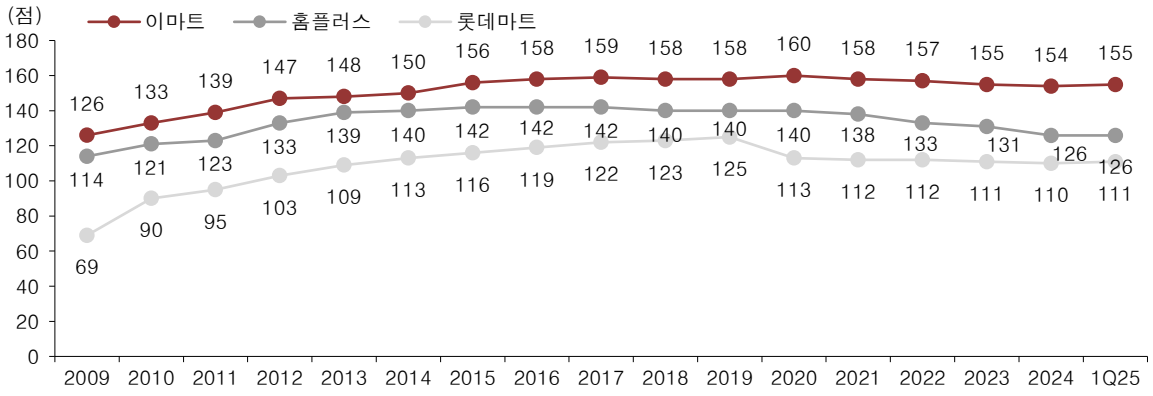
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 1 **이마트 영업부문별 매출액 및 영업이익률 추이**



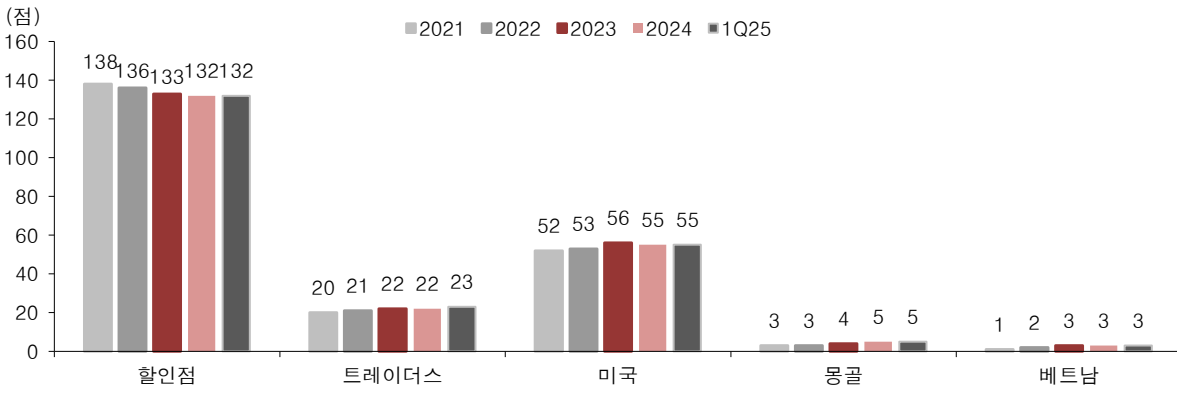
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 2 **국내 마트 점포 현황 비교**



자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 3 **이마트 국내/해외 점포 현황**

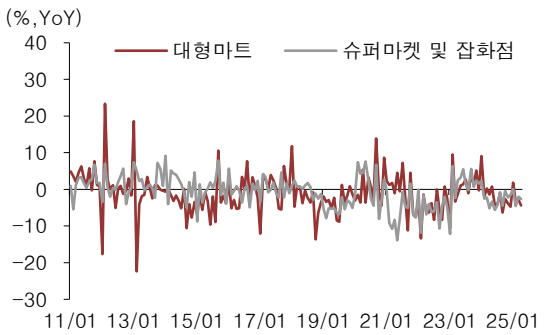


자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 4 최근 반등을 보이고 있는 소매판매

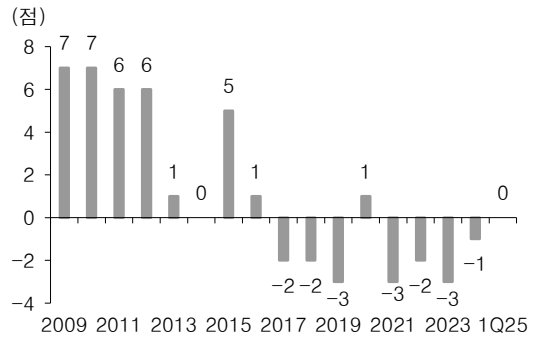
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

그림 5 대형마트와 슈퍼마켓 판매액, 부진한 업황 지속



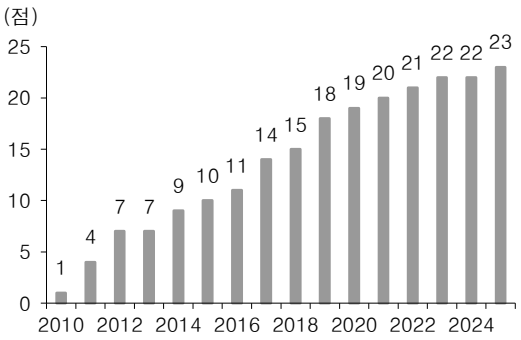
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

그림 6 이마트 국내(할인점) 점포 증감 현황



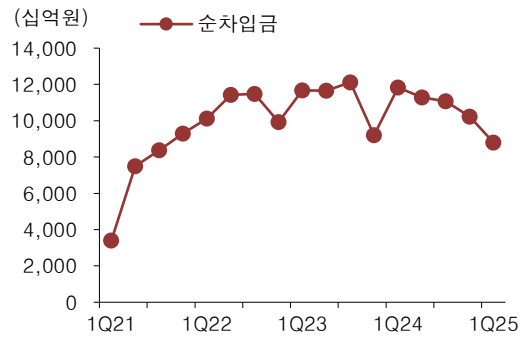
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 7 이마트 트레이더스 점포 수 추이



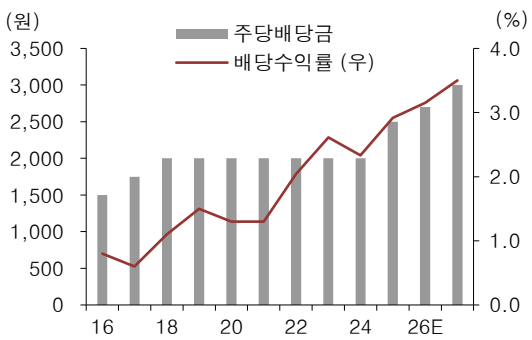
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 8 이마트 순차입금 추이



자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 9 현금 배당 추이 및 전망



자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**29,472**	**29,021**	**29,286**	**29,911**	**30,588**
증가율 (Y-Y,%)	0.5	(1.5)	0.9	2.1	2.3
영업이익	**(47)**	**47**	**452**	**481**	**507**
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	859.8	6.5	5.3
EBITDA	1,549	1,675	2,009	2,050	2,023
영업외손익	(165)	(653)	(164)	(64)	(51)
순이자수익	(247)	(317)	(202)	(178)	(168)
외화관련손익	(35)	(152)	(2)	0	0
지분법손익	13	62	71	68	70
세전계속사업손익	(212)	(605)	288	417	456
당기순이익	**(187)**	**(573)**	**214**	**321**	**351**
지배기업당기순이익	**(89)**	**(590)**	**181**	**272**	**297**
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	흑전	50.5	9.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	10.2	5.2	(0.1)	0.5	1.8
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(47.0)	49.4	n/a	120.8
EBITDA증가율(3Yr)	8.2	4.8	5.8	9.8	6.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	(40.4)	n/a	n/a
영업이익률(%)	(0.2)	0.2	1.5	1.6	1.7
EBITDA마진(%)	5.3	5.8	6.9	6.9	6.6
순이익률 (%)	(0.6)	(2.0)	0.7	1.1	1.1
NOPLAT	**(34)**	**34**	**335**	**371**	**390**
(+) Dep	1,596	1,628	1,557	1,569	1,516
(-) 운전자본투자	(114)	3,753	1,975	444	483
(-) Capex	766	651	723	718	734
OpFCF	910	(2,741)	(806)	777	689

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	6,388	10,429	10,836	11,449	11,992
현금성자산	2,446	2,348	1,328	1,404	1,365
매출채권	1,834	1,624	1,961	2,002	2,047
재고자산	1,846	2,054	2,057	2,100	2,147
비유동자산	27,056	23,501	23,164	22,826	22,584
투자자산	9,252	9,675	10,164	10,666	11,195
유형자산	10,042	9,731	9,102	8,481	7,916
무형자산	7,761	4,096	3,898	3,679	3,474
자산총계	**33,444**	**33,931**	**34,000**	**34,275**	**34,576**
유동부채	10,374	10,804	11,485	11,558	11,637
매입채무	4,364	3,657	3,122	3,187	3,259
유동성이자부채	3,706	3,750	4,979	4,959	4,939
비유동부채	9,236	9,942	9,397	9,394	9,391
비유동이자부채	7,941	8,826	5,121	5,101	5,081
부채총계	**19,610**	**20,747**	**20,882**	**20,951**	**21,028**
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,277	4,208	4,208	4,208	4,208
이익잉여금	5,359	4,638	4,770	4,975	5,200
자본조정	1,679	1,405	1,200	1,200	1,200
자기주식	(145)	(145)	(145)	(145)	(145)
자본총계	**13,834**	**13,184**	**13,118**	**13,323**	**13,548**
투하자본	20,443	20,395	17,559	17,383	17,325
순차입금	9,201	10,227	8,771	8,655	8,655
ROA	(0.3)	(1.8)	0.5	0.8	0.9
ROE	(0.8)	(5.4)	1.7	2.6	2.8
ROIC	(0.2)	0.2	1.8	2.1	2.2

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	(3,196)	(21,166)	6,750	10,159	11,090
BPS	410,873	372,745	370,125	377,486	385,549
DPS	2,000	2,000	2,500	2,700	3,000
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	12.7	8.4	7.7
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/ EBITDA	7.3	7.2	5.5	5.4	5.4
배당수익율	2.6	3.2	2.9	3.2	3.5
PCR	1.0	0.8	1.3	1.3	1.4
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	141.7	157.4	159.2	157.3	155.2
Net debt/Equity	66.5	77.6	66.9	65.0	63.9
Net debt/EBITDA	594.0	610.5	436.6	422.2	427.9
유동비율	61.6	96.5	94.3	99.1	103.0
이자보상배율	n/a	0.1	2.2	2.7	3.0
이자비용/매출액	1.4	1.7	1.4	1.2	1.2
자산구조					
투하자본(%)	63.6	62.9	60.4	59.0	58.0
현금+투자자산(%)	36.4	37.1	39.6	41.0	42.0
자본구조					
차입금(%)	45.7	48.8	43.5	43.0	42.5
자기자본(%)	54.3	51.2	56.5	57.0	57.5

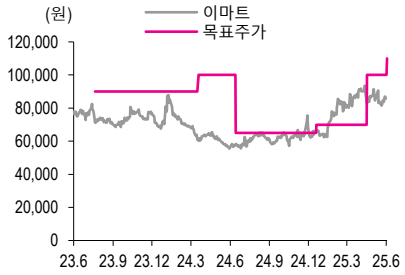
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**1,135**	**1,460**	**1,051**	**1,345**	**1,277**
당기순이익	(187)	(573)	214	321	351
자산상각비	1,596	1,628	1,557	1,569	1,516
운전자본증감	(353)	(372)	(660)	(444)	(483)
매출채권감소(증가)	(215)	(2)	(186)	(41)	(45)
재고자산감소(증가)	41	(210)	(48)	(43)	(47)
매입채무증가(감소)	(160)	(51)	213	65	72
투자현금	**(809)**	**(892)**	**(1,535)**	**(1,178)**	**(1,222)**
단기투자자산감소	48	(53)	(16)	(15)	(17)
장기투자증권감소	115	344	(169)	(197)	(212)
설비투자	(766)	(651)	(723)	(718)	(734)
유무형자산감소	102	(2)	(4)	(10)	(11)
재무현금	**176**	**(153)**	**(204)**	**(107)**	**(112)**
차입금증가	(8)	106	(156)	(40)	(40)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(146)	(172)	(54)	(67)	(72)
현금 증감	502	4	(569)	61	(57)
총현금흐름(Gross CF)	**2,063**	**2,233**	**1,774**	**1,790**	**1,760**
(-) 운전자본증가(감소)	(114)	3,753	1,975	444	483
(-) 설비투자	766	651	723	718	734
(+) 자산매각	102	(2)	(4)	(10)	(11)
Free Cash Flow	1,514	(2,172)	(928)	617	532
(-) 기타투자	(115)	(344)	169	197	212
잉여현금	1,628	(1,828)	(1,097)	420	319

이마트 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
2023-08-17	Buy	90,000	(18.8)	(2.4)
2024-04-15	Buy	100,000	(39.5)	(34.5)
2024-07-11	Hold	65,000	(4.3)	16.2
2025-01-16	Hold	70,000	13.0	33.6
2025-05-14	Buy	100,000	(14.3)	(8.7)
2025-07-01	Buy	110,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 03월 31일 기준)

Buy (94.6%)	Hold (5.4%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286