CMRC 자본시장연구회 한국외대 경제금융학회

이마트 (139480)

코로나 재확산, 오히려 기회

BUY

목표주가	190,000 ~ 225,200
현재주가	158,000
	(+20.3% ~ 42.5%)

Key Data

시가총액(십억원)	4,404.4
발행주식수(천주)	27875.8
20년 배당금(예상,원)	2,000
20년 배당수익률(%)	1.75
외국인지분율(%)	31.48
주요 주주 지분율(%)	
정용진 외 2인	28.56
국민연금공단	13.07

Consensus Data

단위: 백만 원	2019(A)	2020(E)
매출액	190,629	219,533
영업이익	1,507	2,282
순이익	2,238	5,468
EPS(원)	8,391	19,427
BPS(원)	326,681	340,067

CMRC 5팀

팀장 이득녕
팀원 김덕엽
김하림
유성민
현정은

1. 산업분석

2. 기업분석

3~5. 투자포인트

3. SSG닷컴, 쓱~오른다
4. 오프라인 마이웨이 '이마트'
5. 코스트코 잡는 트레이더스

6. Risk & Issue

7~8. Valuation

7. SOTP
8. DCF

1. 산업분석

1.1 유통산업의 특징

유통산업의 정의와 의의

유통이란 생산자로부터 소비자로 재화와 서비스를 이전시킴으로써 장소 및 시간의 효용성을 창조하는 활동을 의미한다. 즉, 생산기능과 소비기능 사이에서 생산물을 이동시키는 과정으로서 경제적 가치를 지니고 있다. 유통산업은 생산과 소비를 원활하게 연결함으로써 제조업의 경쟁력을 높이고 소비자의 편익을 증진하는 역할을 수행한다. 유통산업은 소비자의 변화에 민감히 반응함으로써 소비 패턴의 변화를 제조업체에 전달하여 제조업체의 기술 혁신과 신제품 개발을 촉진하고, 효율적인 공급망 관리로 제조업체의 생산성 향상을 유도할 수 있다. 또한 다양한 상품 선택의 기회를 제공함으로써 소비자의 편익을 증진시켜 소비수요를 촉진할 수 있다.

내수경기와 가장 밀접한 유통산업

이처럼 유통산업은 내수 경기와 가장 밀접하게 연관되어 있는 산업이기 때문에 소비자 심리지수, 가계부채, 고용 등에 따른 소비 패턴의 변화와 내수 경기의 흐름에 영향을 받는다. 실제로 대한상공회의소는 5일 소매유통업체 1000개사를 대상으로 올해 3분기 경기전망지수(RBSI)를 조사한 결과 2분기(66)보다 16포인트 오른 82로 집계됐다고 밝혔다. 경기전망지수는 기준치 100을 초과했을 때 호전을 전망한 기업이 많다는 뜻이고, 100을 밑돌면 그 반대다. 실제 한국은행의 소비자심리지수는 5~6월 상승세가 이어졌고, 통계청의 5월 소매판매도 전월 대비 4.6% 늘었다.

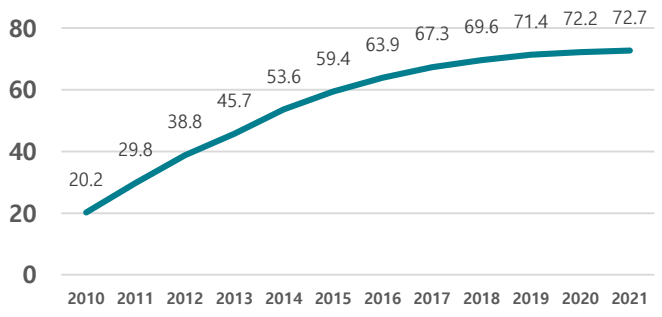
1.2 글로벌 유통산업의 동향

미국 온라인 유통시장은 2017년 한 해에만 전년대비 매출액 34.2%의

유통산업을 견인한 스마트폰의 보급

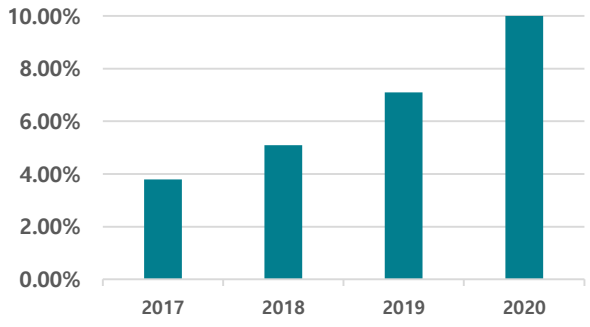
성장률을 기록하면서 지난 5년간 연평균 매출액 16.5%의 성장을 이뤘다. 산업의 성장 배경에는 글로벌 금융위기 후 미국 실업률 감소로 인한 소득 증가와 되살아난 소비 심리도 있지만 무엇보다 2010년 20.2%에 불과했던 미국 내 스마트폰 이용률이 최근 70%대까지 증가하면서 산업의 급성장을 견인한 가장 큰 이유로 꼽힌다. 미국 온라인 유통시장의 2019년 매출액은 전체 온·오프라인 유통시장 총매출액의 7.1%에 불과하지만 글로벌 리서치 전문기관 Statista는 지금과 같은 매출액 성장 추이를 따른다면 2023년에는 2018년 매출액 대비 2배 이상이 증가한 595억 달러를 넘어설 것으로 전망했다.

표1. 미국 스마트폰 이용률(단위:%)



자료: Statista

표2. 미국 내 전체 장보기(온,오프라인) 시장대비 온라인 장보기 시장점유율



자료: Statista, KOTRA 시카고 무역관 정리

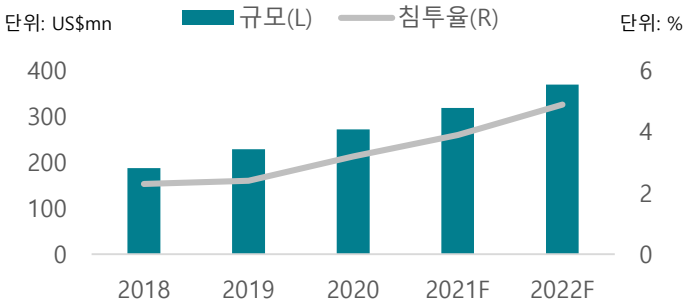
코로나바이러스로 인한 온라인 시장의 성장

게다가 코로나바이러스 사태 이후 미국 내 사재기 열풍과 사회적 거리두기 등의 정부 방침이 기존 오프라인 시장 고객까지 온라인 시장으로 끌어들이고 있다. 미국 노동 통계국(Bureau of Labor Statistics) 발표에 따르면 2019년 미국인들은 장보기에 연평균 4,363달러를 지출한 것으로 나타났다. 컨설팅 그룹 L.E.K.는 이를 바탕으로 온라인 설문조사를 진행했으며 코로나19 사태 이후 한 달 지출액에서 장보기에 사용되는 금액이 10%에서 15%로 상승했고, 그중 40%에 해당하는 금액이 온라인에서 장을 보는 데에 쓰인다고 발표했다.

온라인 식품 시장 성장

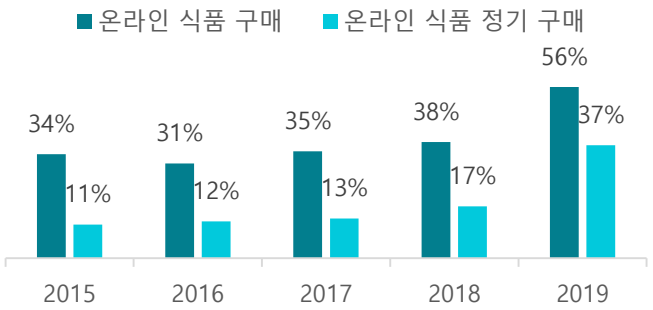
특히 코로나19는 온라인 식품 시장의 성장을 가속화 시켰다. 온라인 식품 구매에 대한 불신과 오프라인 채널에 대한 높은 충성도에 따라 구매를 꺼렸던 일부 소비자들은 코로나19에 따라 불가피하게 온라인 식품 구매를 시작했다. 또한 글로벌 유통사들은 온라인 식품 배송 서비스를 강화하고 있다. 온라인 식품은 침투율이 낮아 성장 가능성이 높고 소비자의 반복 구매가 일어나 기존 고객의 구매 빈도가 높기 때문이다. 유통사는 온라인 식품 시장 선점을 통해 온라인 시장 내 점유율 상승이 가능하다. 따라서 미국은 20년 온라인 식품 시장은 45% YoY(침투율 3.2%), 21년 26.6% YoY(침투율 3.9%) 성장할 것으로 예상된다.

표. 미국 온라인 식품 시장 및 침투율 추정



자료: 미국 통계청

표. 미국 온라인 식품 소비 패턴 변화 추이



자료: eMarketer

1.3 국내 유통산업의 동향

초기 한국유통시장의 성장을 이끌었던 대형마트

한국 유통시장은 1990년대 이후 주기적으로 강력한 신업태의 등장으로 급속적인 성장을 해왔다. 초기에는 대형마트가 유통시장 성장의 주도적인 역할을 했다. 1997년 외환위기 이후 이마트가 저렴한 가격에 부동산을 대거 매입하고, 유망상권을 선점하면서 오프라인 유통시장의 강자로 등극하게 됐다. 국내 오프라인 유통산업은 2010년 이전까지 호황을 누렸다.

유통업 규제로 인한 오프라인 경쟁력 악화와 온라인 시장 성장

그러나 현재 국내 오프라인 대형 유통업체들은 절체절명의 위기를 맞고 있으며 대대적인 구조조정 계획을 발표했다. 유통채널 중 대형마트와 슈퍼마켓의 경쟁력이 약해진 것은 다양한 이유가 있다. 그 중 정부의 유통업 규제가 대표적이다. 2012년부터 본격적으로 시행된 영업시간 규제는 월 2회 휴업을 의무화한 것이 핵심이다. 이에 따라 공휴일에 문을 닫아야 했고, 매출 손실만 해도 지난 8년 간 30조원을 넘는다. 국내 이커머스 업체들은 대형 오프라인 유통업체들이 규제에 발목 잡힌 사이 급성장했다. 게다가 코로나19 이후 이커머스 신규 진입자가 상당히 늘어났다. 전체 온라인 구매액에서 신규 진입자가 차지하는 비중이 2019년 기준 12.8%였는데, 올해 들어서 24.5%로 크게 늘었다.

코로나19의 영향에 따른 소매유통시장의 축소

코로나 직격탄을 맞은 2020년 유통산업은 유례없는 소매유통시장 축소가 이루어졌다. 상반기 전체 소매유통시장 규모는 전년동기간 전년 비교할 때 약 0.2% 감소한 230.5조원을 기록하였다. 백화점과 면세점 그리고 전문소매점이 크게 부진하였고, 상대적으로 승용차 및 연료소매점과 무점포소매점은 성장하였다. 상반기 소매유통시장 규모가 위축된 가장 큰 원인은 면세점 채널의 부진이다. 면세점 시장규모는 지난해 상반기 11.7조원에서 올 상반기 7.3조원으로 37.1% 감소하였다. 이는 코로나 19에 따른 해외여행객 감소 영향이 크게 작용하였기 때문이다. 면세점 채널을 제외하더라도 소매유통시장은 부진하였던 것으로 판단한다. 면세점을 제외할 경우 전체 시장규모는 전년동기대비 약 1.8% 성장하는데 그쳤고, 이는 긴급재난 지원금에 따른 소득증가 효과와, 비대면접촉에 따른 온라인 채널의 급격한 성장을 고려할 경우 긍정적으로 해석하기 어렵기 때문이다.

비대면 접촉을 통한 온라인 산업의 급격한 성장

또한, 비대면 접촉을 통한 소비활동이 급격하게 증가하였다. 코로나 19에 따른 비대면접촉이 증가하면서 2020년 상반기 온라인 산업 성장률은 16.0%를 기록하였다. 외부활동 자제에 따라 식품을 중심으로 한 품목군의 성장률이 전체 산업을 이끌기 시작하였고, 서비스부문이 여행수요 감소로 부진하였음에도 불구하고 음식배달서비스 성장으로 이를 일정부문 상쇄하면서 두 자릿수 성장률을 기록할 수 있었다. 특히, 상위업체 성장률이 전체 산업을 앞서가기 시작하면서 시장재편도 동시에 이루어지고 있는 것으로 판단한다.

최근 유통대형업체의 대응전략

그래서 최근 유통 대기업의 경영형태는 부동산을 정리하고 상품과 채널 경쟁력을 높이는 방향으로 선회하고 있다. 코로나19가 재차 확산되고 있다는 점에서 불확실성이 여전하지만 구조 변화를 시작한 유통 대형업체에 대한 희망을 버릴 단계는 아니라고 판단한다. 기저가 낮아지는 2021년 상반기 코로나19가 어느정도 안정화된다면 비용효율화에 성과를 보이고 있는 대형 유통업체의 실적 개선 추세가 지속될 수 있다.

1.4 국내 유통산업 오프라인·온라인 현황

1.4.1 오프라인

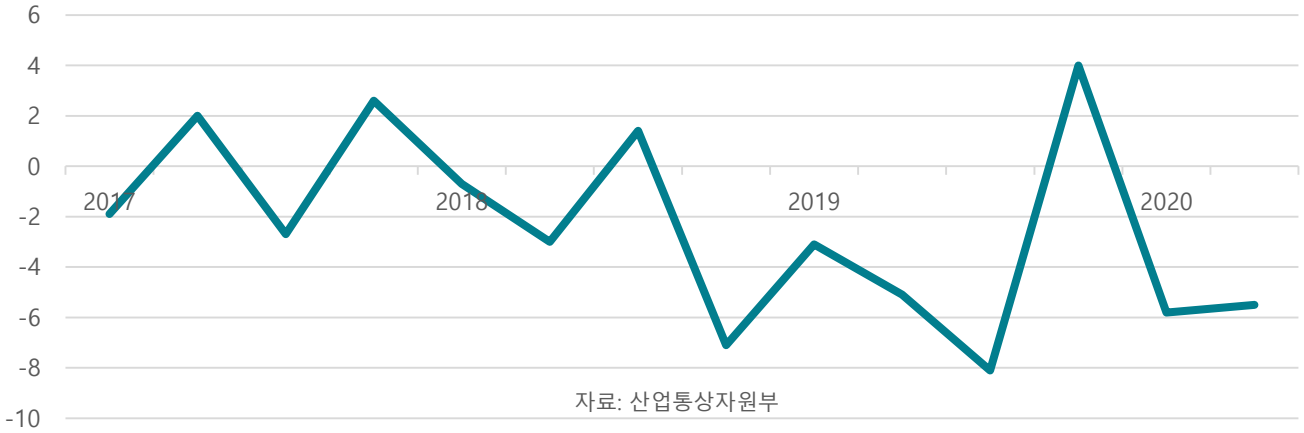
위기의 오프라인 유통

온라인 채널에 유통 주도권을 내준 오프라인 채널은 매출 급감으로 고전하는 가운데 구조조정과 체질개선을 본격화하고 있다. 급변하는 유통환경 속에서 오프라인 채널을 기반으로 하여 성장한 국내 유통사들은 위기감이 커질 수밖에 없다.

오프라인 채널의 수익성 강화 전략

이에 오프라인 채널은 창고형 매장, 전문점 및 복합쇼핑몰 개발 등 판매 채널의 다변화를 추진하고 있다. 또한 점포 리뉴얼 등을 바탕으로 기존점 경쟁력을 강화하면서 안정적 성장을 도모하고 자체개발상품(PL) 및 해외 소싱상품 확대를 통해 상품/가격 경쟁력을 확보하고 있다.

표. 대형마트 매출 증감률 추이 (단위: %)



자료: 산업통상자원부

오프라인 채널을 기반으로 한 온라인 채널의 성장

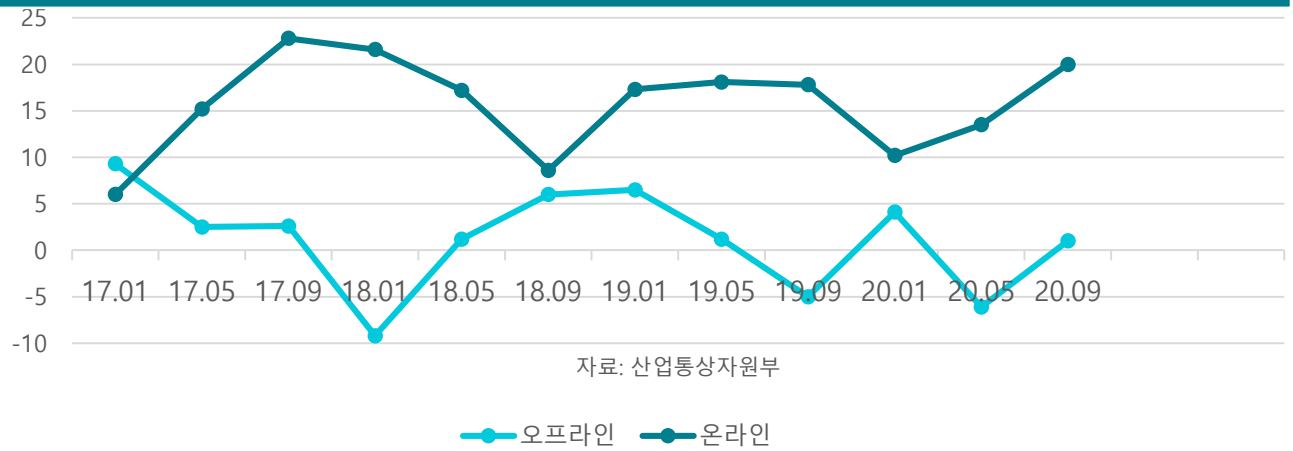
장기적인 관점에서 본다면 온라인 채널의 매출 비율이 오프라인 채널의 매출 비율을 앞설 가능성이 높다. 하지만 성공적인 온라인 채널로의 전환을 위해서라도 당장은 오프라인 채널에서의 수익성 강화가 시급하다. 온라인 매출을 확대해 나가는 과정에서 수반되는 리스크나 투자금 확보를 위해선 오프라인 강화가 필수이기 때문이다. 이에 따라 오프라인 채널들은 온라인 시장이 보여주는 약점들을 도출해 이를 보완하는 형태의 점포를 새롭게 구축하고 있다.

1.4.2 온라인

국내 온라인 이커머스 시장의 가파른 성장세

지난 2000년에 태동한 온라인 이커머스 시장은 초기에 2.1조원 규모에서 지난해 134.6조원으로 성장해 19년간 연평균 25.5%의 놀라운 성장률을 기록했다. 또한 최근 5년간에도 연평균 24.7%의 성장률을 기록 중이다. 한국 온라인 이커머스 시장은 지난 2017년 이후 4년간 연평균 15.9%의 성장률로 2023년에는 시장규모가 242.9조원으로 순수소매시장 내 점유율은 58.7%로 전망한다. 한국만이 아니라 전세계적으로 백화점과 대형마트 등 오프라인 유통채널은 정체 내지 역성장하고 있는 반면, 이커머스는 가파른 성장세를 보이고 있다.

표. 오프라인 vs 온라인 성장률 격차 (단위: %)



자료: 산업통상자원부

온라인 채널 성장의 요인

한국을 비롯해 전세계적으로 온라인 이커머스가 고성장을 기록하고 있는 이유는 1) 소비자 변화, 2) 사업 환경 변화, 3) 사업자 증가 가 있다.

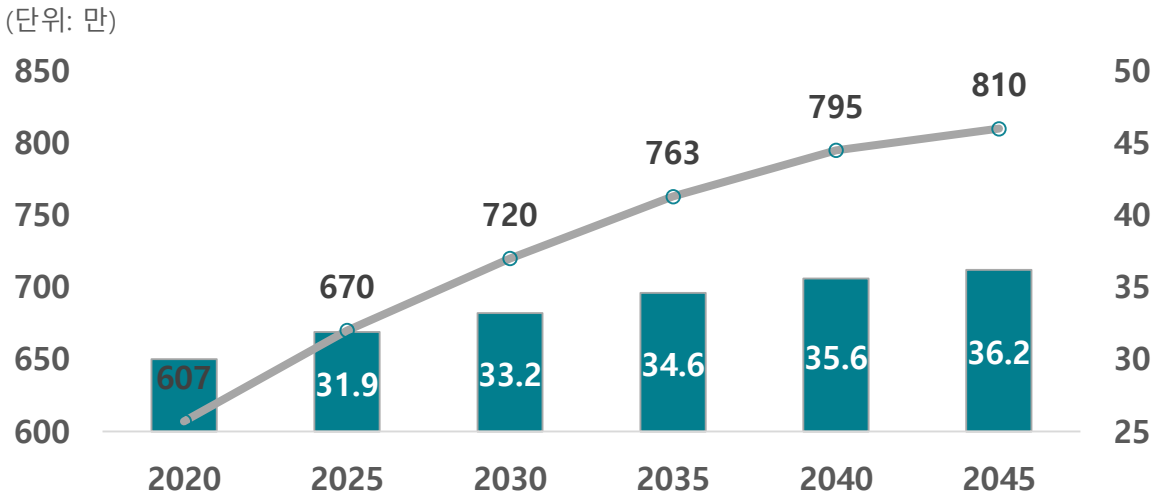
소비자의 변화와 사업환경의 변화

온라인에 친숙한 세대들이 소비시장에 본격적으로 유입되었고 1인 가구가 2000년 약 15%에서 2019년 약 30%까지 증가하면서 오프라인 보다는 온라인에 성장 기회를 제공하고 있다. 게다가 스마트폰 보급률 확대와 결제수단 다양화를 통해 편의성이 증가하고 있다. 이에 따라 온라인 이용 연령층이 기존 20~30대 뿐만 아니라 40~50대로도 확대되고 있다.

온라인 사업자의 증가

또한, 이베이코리아, 쿠팡, 11번가 등 기존 순수 온라인 채널에 오프라인 강자인 신세계와 롯데가 본격적으로 SSG닷컴과 롯데쇼핑을 통해 시장에 진입했다. 또한, 플랫폼 커머스(네이버, 카카오 등)와 컨텐츠 커머스 (CJ ENM, G마켓 등) 등 다양한 형태의 경쟁자가 진입해 시장 파이가 커지고 있다.

표. 국내 1인 가구 추이 (단위: 가구, %)



자료: 통계청 국가통계포털

2. 기업분석

2.1 기업 소개

㈜신세계의 대형마트 사업부문이 인적분할 되어 설립된 이마트

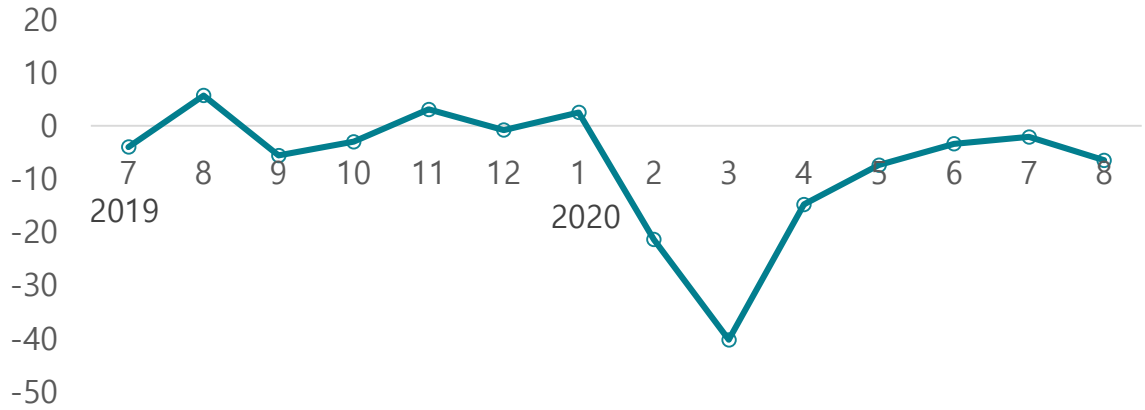
이마트는 2011년 5월 1일을 분할기준일로 ㈜신세계의 대형마트 사업부문이 인적분할 되어 설립되었다. 현재 국내 약 140여개의 점포를 운영하고 있으며 2011년부터 동사가 도입한 한국채택국제회계기준에 따라 연결대상에 포함된 주요 종속회사들이 영위하는 사업으로는 유통업, 호텔·리조트업, IT서비스업, 식음료업, 건설레저업, 해외사업 등이 있다.

2.1.1 복합쇼핑몰 : 스타필드

복합쇼핑몰 산업의 특성과 현황

복합쇼핑몰은 풍부한 상품구색을 갖추었을 뿐만 아니라 영화관, 문화센터, 유명 식당가 등 다양한 서비스시설을 제공하여 소비자들의 원스톱쇼핑이 가능한 새로운 문화공간이다. 미국, 일본과 마찬가지로 경기둔화 및 저성장 추세, 소비심리를 위축 등으로 국내산업 또한 성장률이 둔화되고 있다.

표. 백화점 매출 증감률(YoY, %)



자료: 산업통상자원부 (주요 유통업체 매출동향)

이마트의 복합쇼핑몰 투자 확대

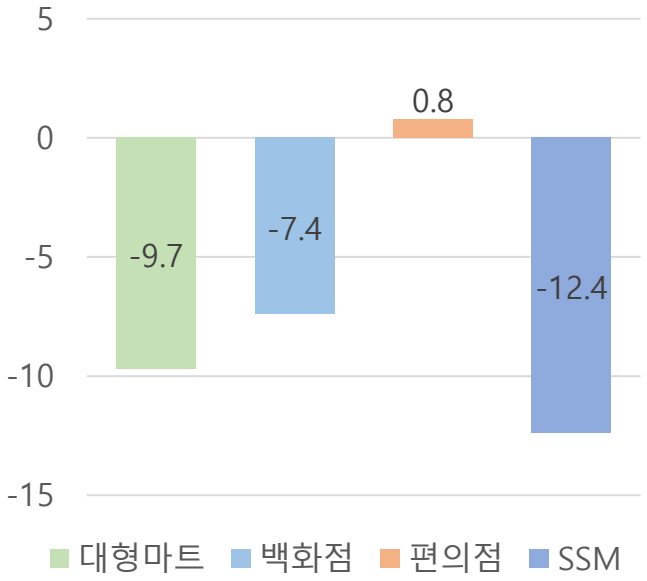
그러나 이마트는 반대로 1) 스타필드가 다양한 소비 트렌드를 모두 수용할 수 있는 체험형 매장이라는 점과 2) 향후 경기가 회복되었을 때, 이마트 오프라인 매장의 하나의 기반이 된다는 점에서 투자를 확대하고 있다. 현재 이마트는 하남, 고양, 안성에 이어 수원과 청라에도 스타필드 건설을 계획하고 있다.

2.1.2 편의점 : ㈜이마트24

코로나19에도 선전하는 편의점 업계

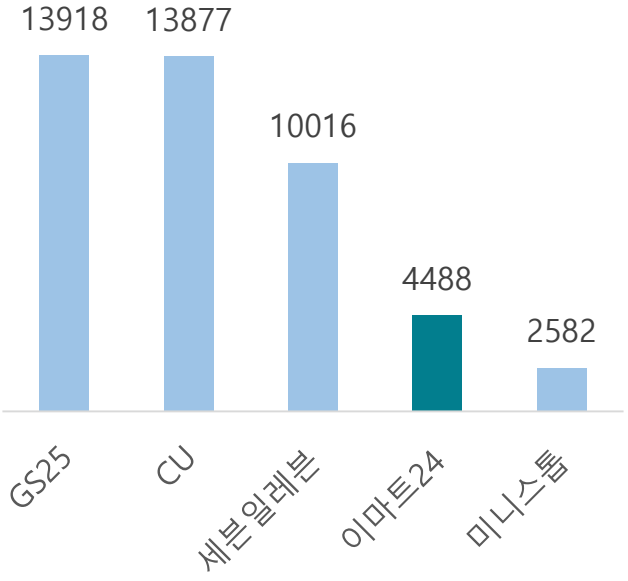
편의점은 기존의 소매업이 제공하지 못한 시간, 장소 그리고 생활서비스 측면에서 편의성을 제공하면서 코로나19(COVID-19)에 오프라인 유통업계가 휘청일 때도 선전하고 있다. 편의점은 대부분의 점포들이 24시간 운영되기 때문에 쇼핑 시간의 제약이 없으며, 소형 포맷의 장점을 살려 주거지 인근에 침투해 있기 때문에 근거리 쇼핑이 가능하다는 장점을 지닌다.

표. 20년 5월 매출 증감률(YoY, %)



자료: 산업통상자원부

표. 19년 편의점 브랜드별 점포수 현황



자료: 공정거래위원회

GS25, CU에 비해 갈 길이 먼 이마트24

산업통상자원부에 따르면 올해 상반기 대형마트(-5.6%), 백화점(-14.2%), 준대규모 점포(-4%) 매출이 1년 전 대비 줄어들 때 유일하게 편의점 매출은 1.9% 늘었다. 이마트24의 성장 비결은 외형 확대와 노브랜드 등 PB상품을 통한 상품·서비스 차별성 확보에 있다. 그러나 1) 편의점 근접 출점 제한의 영향이 있다는 점, 2) 현재 GS25는 1만 3918개, CU는 1만 3877개의 매장이 있는데 비해 이마트 24는 4488개의 매장이 있다는 점. 3) 시장점유율이나 브랜드 평판순위로 보더라도 GS25나 CU에 비해서 떨어진다는 한계 등이 있다. 이마트의 성장동력으로 꼽히는 이마트24는 업계 후발주자로서 이러한 한계를 극복하기 위해 무인화, 신기술 적용을 통해 수익성을 증대시키는 전략을 펼치고 있다.

2.1.3 슈퍼마켓: ㈜이마트에브리데이

SSM(슈퍼마켓) 산업의 특성과 현황

슈퍼마켓은 근거리 고객을 대상으로 합리적인 가격, 생필품 중심의 상품 구색, 쾌적한 쇼핑환경 제공 등을 강점으로 내세워 소비자들을 유인하여 왔다. 최근에는 할인점에 비해 부지 소요면적이 작고 출점 비용이 적게 들며 소규모 상권에도 입점이 가능해 대형할인점이 흡수하지 못하는 틈새시장 수요를 공략대상으로 삼고 있다. 2019년 전체 슈퍼마켓 시장규모는 약 39조원이었으며 이중 20개점 이상 점포를 운영하는 SSM의 비중은 약 19%를 차지한 7.5조원이었다.

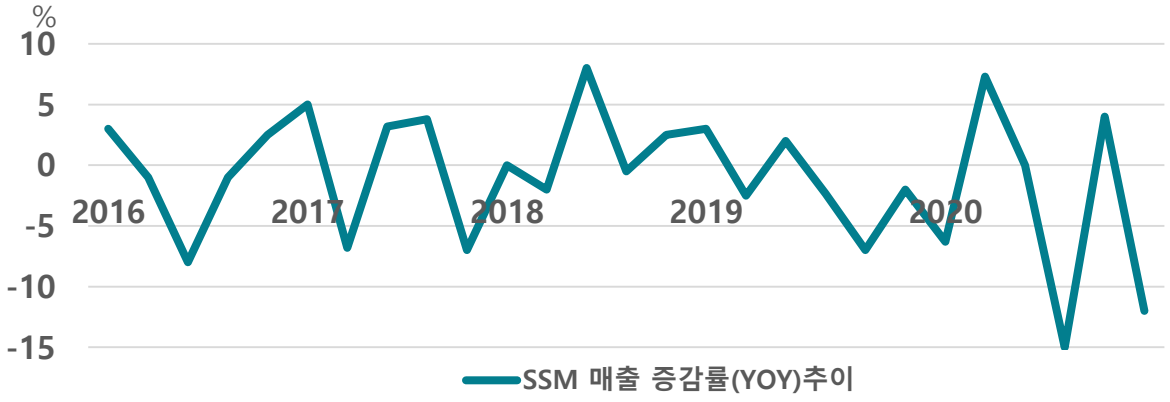
구분	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
슈퍼마켓 전체 시장 판매액	36.8	37.8	38.8	40.0	39.2
SSM 판매액	7.4	7.4	7.5	7.6	7.5
SSM 비중	20%	20%	19%	19%	19%

자료: 한국은행, 통계청

이마트에브리데이 1분기 영업이익 114억원

2020년 1분기에만 이마트에브리데이는 영업이익 약114억원이라는 실적을 올렸고, 이는 2019년 영업이익이 약 165억원이라는 점에서 봤을 때, 상당한 실적임을 알 수 있다. 이는 코로나 19의 영향으로 대형마트 대신 SSM에서 생필품 등을 구매하는 등의 이유도 있을 것이다. 이마트에브리데이는 CEO를 교체하면서 공격적인 점포확대와 차별화된 모델을 도입할 예정이다.

표. SSM 매출 증감률 추이(YoY, %)



자료: 산업통상자원부, 유안타증권리서치센터

2.1.4 창고형 할인점 : 이마트트레이더스

대량구매 트렌드로 급성장하는 창고형 할인점

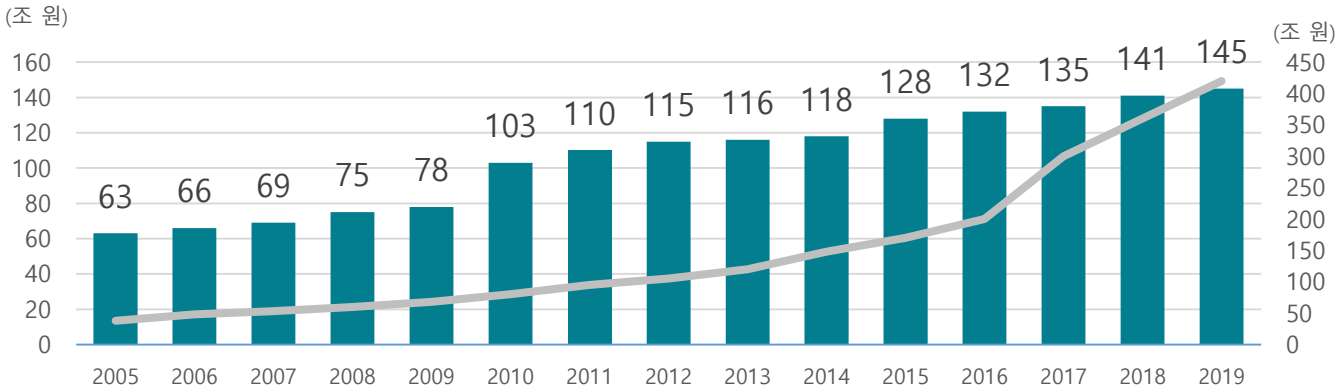
창고같은 분위기의 매장에 주로 묶음 형태의 대용량 상품을 저렴하게 판매하는 창고형 할인점은 15년 전만 해도 백화점과 같은 쾌적한 쇼핑환경을 중시하는 국내 소비자들의 외면을 받았으나 최근 크게 성장하고 있다. 생활패턴 변화에 따라 대량으로 식료품을 구매하는 소비 트렌드가 확산되고 코로나19에 따른 집밥 문화 확산이 영향을 끼친 것으로 보인다. 재해에 직면한 소비 심리가 '사재기 수요'로 전이되면서 대용량 상품을 저렴하게 구매하려는 수요가 창고형 할인점으로 몰린 것이다.

2.1.5 온라인: SSG닷컴

이마트의 신석식품 전문성을 활용한 SSG닷컴

이마트는 다른 이커머스 업체에 비해 강점인 신선식품 전문성을 부각시키고 있다. 기존에 없던 새로운 종류의 신선상품을 선보이면서 이를 빠르고 신선하게 배송하고 있다. 가공식품류나 비식품군의 소비 패턴은 온라인으로 주문하는 것이 일상화됐으나, 과일과 축산물과 같은 신선식품은 오프라인 채널에서 구매하는 소비자들이 여전히 많다. 또한 직접 눈으로 신선도와 품질을 확인한 소비자들은 대형마트 온라인몰을 통해서 신선식품을 구매하는 경향도 높다는 점에서 SSG닷컴의 성장세는 매우 두드러진다.

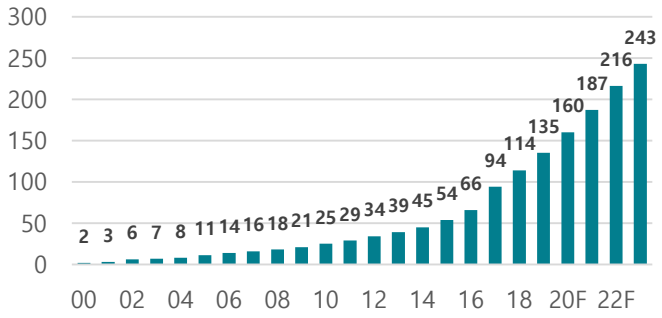
표. 이커머스 거래액 추이



자료: KOSPT, 이베스트투자증권 리서치센터

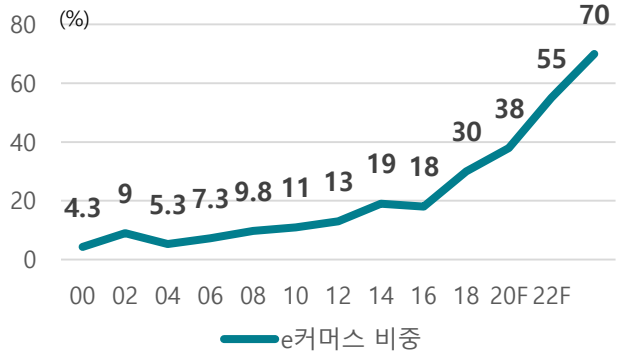
주: 이커머스 거래액은 17년 표본개편된 수치(상품군22개→23개)

표. 이커머스 성장 추이 및 전망



자료: 통계청, 현대차증권

표. 순수소매시장에서 e커머스의 위상 변화



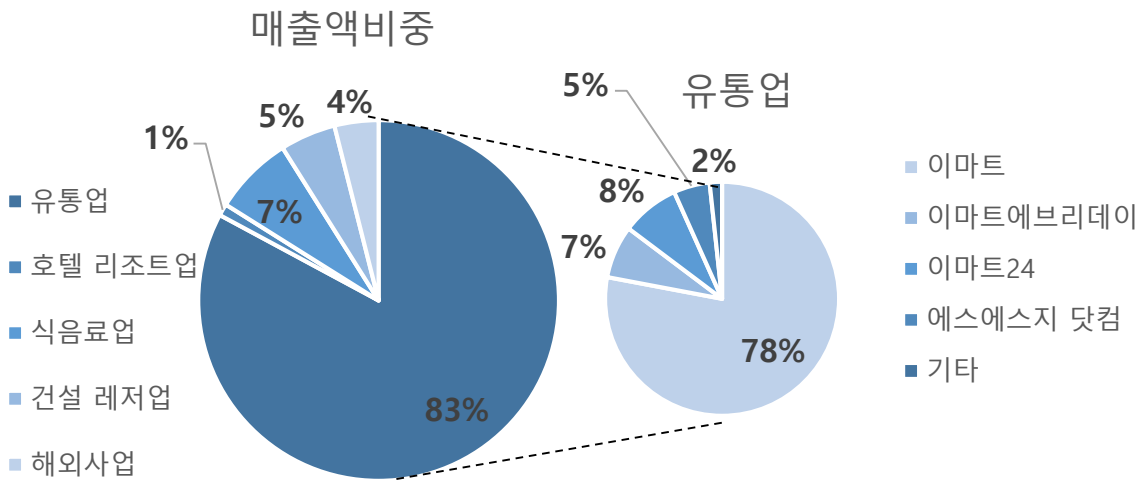
출처: 통계청, 현대차증권

이마트의 매출의 83%를 차지하는 유통업

2.2 매출 비중

지난해 기준, 동사 매출액 중에서 약 83%를 유통업이 차지하고 있다. 특히 유통업 중에서도 대형마트인 이마트가 78%비중을 차지하는데, ㈜이마트에는 할인점, 트레이더스, 전문점이 포함되어 있다. 이외에도 ㈜이마트에브리데이가 약 7%, ㈜이마트24가 약 8%, ㈜에스에스지닷컴(SSG닷컴)이 약 5%를 차지하고 있으며 이외의 기타 자회사들이 2%를 차지하고 있다.

표. ㈜이마트 매출비중



2.3 지배구조

동사는 2020년 사업보고서를 기준으로 다음과 같은 종속기업을 포함하고 있다.

종속기업 현황

사업부문	회사명
유통업	㈜이마트, ㈜이마트에브리데이, ㈜이마트24, ㈜에스에스지닷컴, ㈜신세계프라퍼티, ㈜스타필드청라, ㈜스타필드고양, ㈜스타필드창원, ㈜신세계동서울피에프브이, 캡스톤APAC전문투자형사모투자신탁 2호
호텔・리조트업	㈜신세계조선호텔
IT서비스업	㈜신세계아이앤씨
식음료업	㈜신세계푸드
건설레저업	신세계건설㈜
해외사업	E-MART VIETNAM CO.,LTD., PK RETAIL HOLDINGS, INC., GOOD FOOD HOLDINGS, LLC, BRISTOL FARMS, INC., METROPOLITAN MARKET, LLC, NEW SEASONS MARKET, LLC

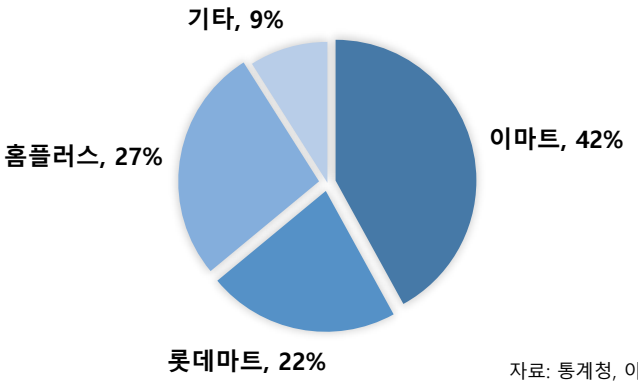
위의 종속기업들은 연결대상으로 하며, 주식회사 스타벅스코리아 등 관계기업 및 공동기업은 지분법 적용대상으로 한다. 이중 ㈜신세계, ㈜이마트, ㈜광주신세계, ㈜신세계건설, ㈜신세계아이엔씨, ㈜신세계푸드, ㈜신세계인터내셔날 등 7개사는 주권 상장법인이며, 그 외의 ㈜신세계조선호텔 등 35개사는 비상장법인이다.

이마트의 오프라인 채널과 온라인 채널의 강세

2.4 경쟁 상황

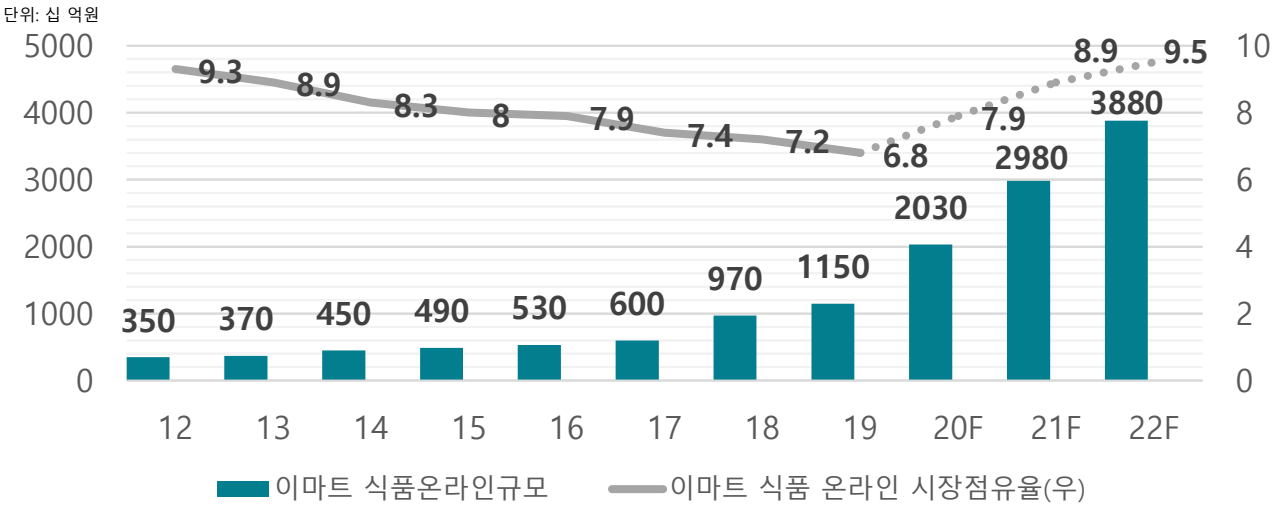
국내 온·오프라인의 매출액은 꾸준히 증가하고 있으며, 이마트는 오프라인 채널인 대형마트에서 시장점유율이 42%이고, 온라인 채널인 SSG닷컴에서 시장점유율이 약 7%이며, 성장세가 가파르다. 이마트는 오프라인 채널과 온라인채널에서 모두 성장세를 보여주고 있다.

표. 국내 대형마트 점유율



자료: 통계청, 이마트

표. 이마트 식품 온라인 매출과 시장점유율



자료: 통계청, 이마트, 하나금융투자

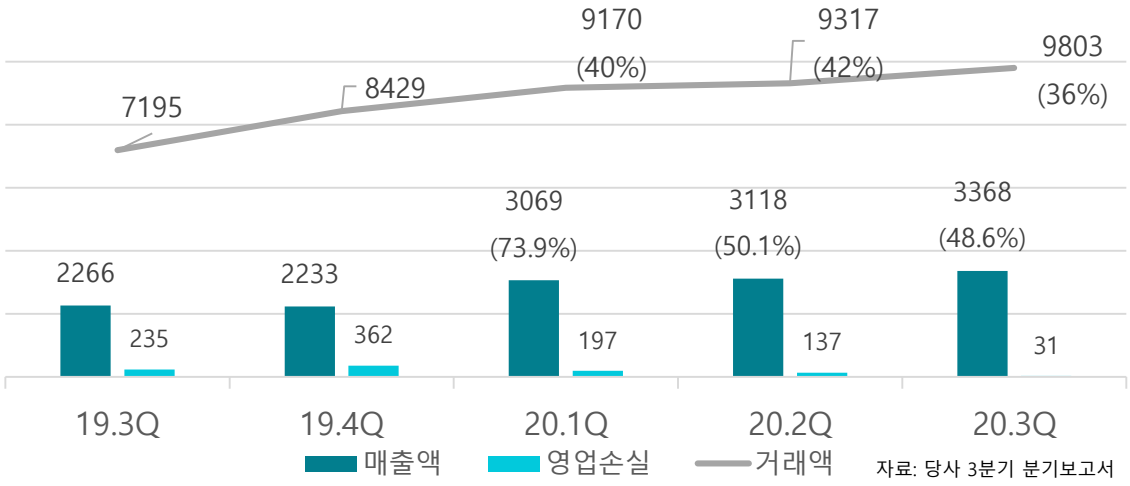
3. 투자포인트 Ⅰ: SSG닷컴, 쓱~오른다

3.1 가파른 성장률과 수익성 개선

가파른 성장을 보이고 있는 SSG닷컴

SSG닷컴은 2020년에 매출액과 거래액에서 큰 성장을 이뤄냈다. 3분기까지 매출액의 분기별 YoY는 평균 57%를 달성했으며, GMV(총상품판매량)도 평균 60%의 YoY를 기록했다. 이는 코로나19로 인해 온라인 신선 식품분야가 크게 성장하여, SSG닷컴이 해당 분야에서 두각을 나타냈기 때문이다. 또한 온라인 전용 물류센터인 NEO센터와 약 115곳 가량의 PP센터로 구성된 물류 인프라를 바탕으로 늘어난 주문량에도 불구하고 안정적으로 제품을 공급할 수 있었다.

표. SSG닷컴 실적추이 (단위 : 억원)



자료: 당사 3분기 분기보고서

올해 3분기 적자폭의 큰 감소

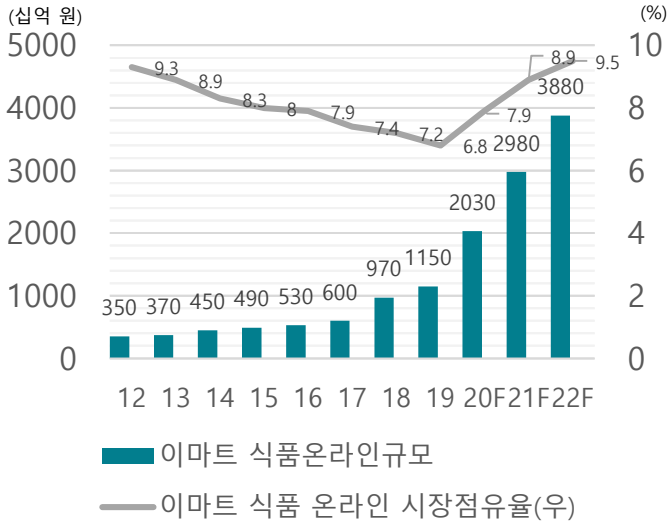
무엇보다 주목할 만한 것은 3분기에 나타난 적자폭의 큰 감소이다. 3Q19에 230억 원 가량 발생한 영업손실이 3Q20에 30억으로 크게 줄어들었다. 이렇게 큰 폭으로 수익성이 개선될 수 있었던 이유는 당사의 3분기 매출이 YoY 48.6%로 증가했기 때문으로 보인다. 그리고 이러한 SSG닷컴의 성장률로 미루어 볼 때, 내년에도 이와 같이 개선된 수익성이 유지될 것으로

(단위:억원)	3Q19	3Q20	YoY(%)
순매출	2266	3368	48.6
영업이익	-235	-31	적자 축소
영업 이익률(%)	-10.4	-0.9	9.5

전망된다. 보통 이커머스 기업들의 영업손실 중 많은 부분을 배송비용이 차지한다. 하지만 SSG닷컴의 경우 4만원 이상을 구매해야만 무료 배송 서비스를 제공하며, 특별한 회원제 서비스를 제공하지 않기 때문에 비용 부담이 다른 이커머스 기업에 비해 훨씬 덜하다고 볼 수 있다.

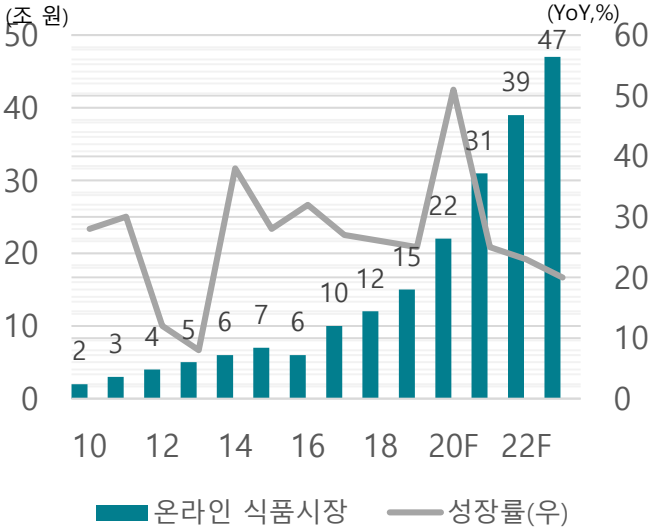
3.2 식품 온라인 시장의 확대와 SSG닷컴의 경쟁력

표. 이마트 식품 온라인 매출과 시장점유율



자료: 이마트, 통계청, 하나금융투자

표. 온라인 식품 시장규모 추이와 전망



자료: 통계청, 하나금융투자

이마트의 오프라인에서의 강점을 살린 SSG닷컴

20년 전체 온라인 식품 시장 내에서 SSG닷컴은 6.4%의 점유율로 업계 1위이다. SSG닷컴의 매출 중 식품 비중이 19년 41%에서 20년에 47%까지 확대되었으며, 이 중 신선식품의 매출은 전년 대비 65% 증가했다. 식품 온라인 시장의 규모는 2020년 약 22조원이고 SSG닷컴의 시장점유율은 2021년 약 7.5%로 모두 확장세를 이어갈 것으로 전망된다. SSG닷컴이 온라인 식품 시장에서 이렇게 강한 이유는 수년간 쌓아온 이마트의 소싱능력과 재고저장능력 덕분이라고 할 수 있다. 전국에 깔려 있는 이마트 매장

은 식품의 안정적인 공급을 가능하게 하며, 이는 별개의 오프라인 매장이 존재하지 않는 쿠팡이나 마켓컬리에 비해 확실한 강점이다. 실제로 올해 8월 태풍으로 인해 작황이 좋지 않은 상황에서도 이마트는 안정적으로 식품을 조달할 수 있었다.

3.3 계열사와의 협업 강화

이마트만의 온라인 채널과 오프라인 채널의 협업

SSG닷컴은 계열사와의 협업을 강화하여 많은 차별점을 두고 있다. 최근 이마트의 자회사인 스타벅스와의 협업을 통해 좋은 성과를 거두고 있다. SSG닷컴은 홈페이지 내 스타벅스 탭을 따로 만들어서 스타벅스 제품 약 80개를 판매하기 시작했으며, 일부 한정판 상품의 경우 5분만에 매진될 정도로 반응이 뜨거웠다. 스타벅스 온라인샵 오픈 이후 새벽배송 주문 건수가 약 10% 이상 증가했고, 매출도 20% 이상 증가했다. 이커머스 내 경쟁이 매우 치열한 새벽배송 부분에서도 신규고객이 80%넘게 증가하는 등 스타벅스와의 협업 효과가 즉각적으로 드러나는 모습이다.

스타벅스 이외의 식품분야에서도 신세계조선호텔과의 협업을 통해 SSG닷컴에서 단독으로 출시한 HMR 제품들의 높은 판매량을 기록하여 전국의 이마트 오프라인 매장으로 판매를 확대하였다.

패션 카테고리와 백화점몰에서도 계열사와의 협업이 이루어지고 있다. ‘쓱데이’ 행사에 신세계그룹 17개 관계사가 모두 참여하여 각 회사가 갖고 있는 다양한 강점을 최대한 묶어 다양한 상품과 혜택을 제공했다. 20년 10월까지 관련된 매출이 전년 동기 대비 50% 이상 상승하였으며, 앞으로도 이러한 유기적인 협업 사례가 더욱 증가할 것으로 예상된다.

4. 투자포인트Ⅱ: 오프라인 마이웨이 '이마트'

4.1 경쟁사 폐점 및 점포 구조조정에 따른 반사수혜

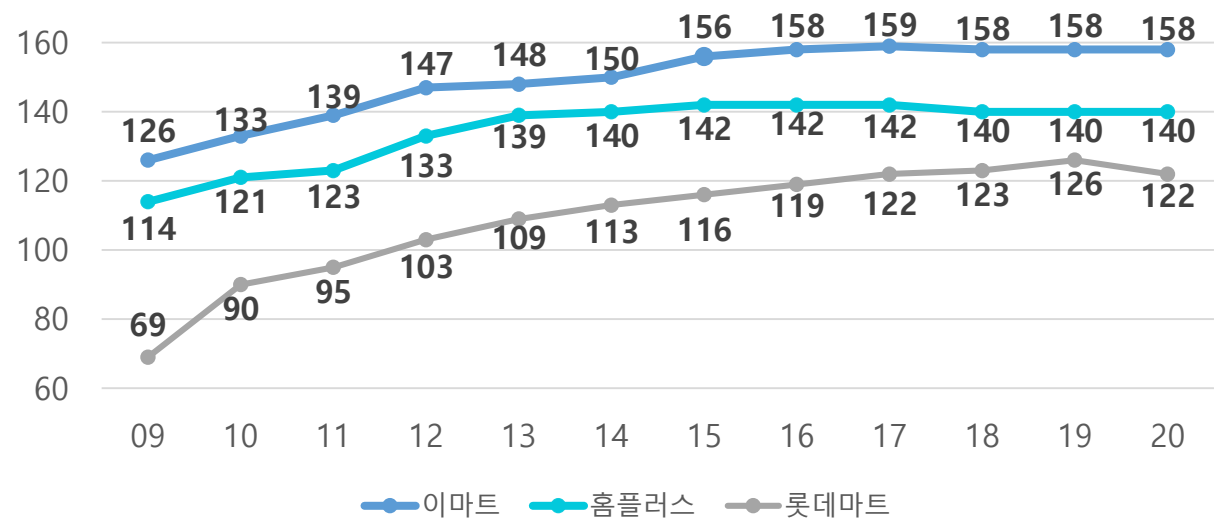
흔들리는 경쟁사 – 롯데마트와 홈플러스의 폐점 및 매각

이마트 할인점은 경쟁사인 홈플러스와 롯데마트의 폐점 및 매각 계획에 따라 반사수혜를 얻을 것으로 기대된다. 현재 롯데마트와 홈플러스의 경쟁력이 이마트 대비 기존점 5%, 8% 정도 떨어진 오프라인 점포 폐점 및 매각을 추진 중이다. 롯데마트와 홈플러스의 폐점 대상은 이마트와 인접한 점포가 지목될 가능성이 크며, 실제로 폐점이 확정된 점포들 모두 이마트와 경쟁상권을 이루는 점포들이었다. 현재 이마트는 약 158개의 점포를 가지고 있으며, 이에 반해 홈플러스는 약 140개, 롯데마트는 약 122개의 매장이 있다. 국내 점포 수가 늘어나는 추세는 아니지만, 경쟁사인 롯데마트와 홈플러스의 폐점 상권 안에 있는 기존 이마트 매장의 개선효과는 3%p 수준으로, 전체를 기준으로 0.25%p 가량의 실적 개선이 가능할 것으로 보인다.

마트 3사의 서로 다른 전략

구분	오프라인	온라인
이마트	오프라인 점포 유지 점포 리뉴얼	SSG 닷컴 과 시너지 오픈마켓 도입
홈플러스	비효율 점포 4개 폐점	오프라인 매장 물류센터화, 네이버 장보기 입점
롯데마트	비효율 점포 30% 축소	오프라인 매장 물류센터화

표. 국내 대형마트 점포현황 비교

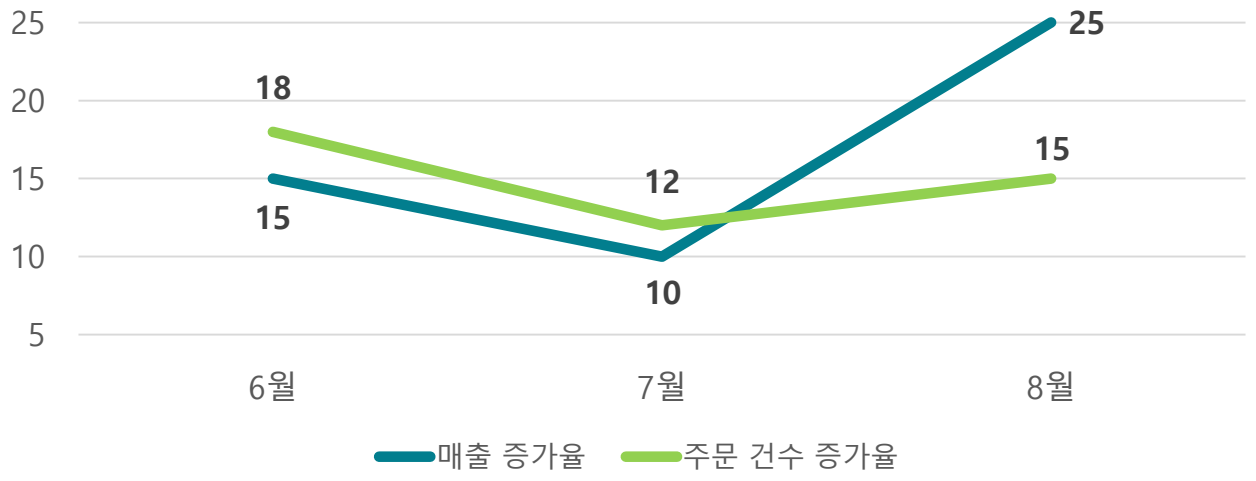


4.2 초저가 전략 및 리뉴얼 효과

오프라인 채널을 같이 다지는 이마트만의 전략: 리뉴얼

이마트의 할인점의 경우에는 비효율 점포를 폐점하는 경쟁사와 다른 전략을 구사하고 있다. 특히 오프라인은 점포를 유지하기 위한 1) 초저가 전략 과 2) 리뉴얼을 강화하는 전략을 실행하여 오프라인 유통업계의 체질 개선을 위한 구조조정을 진행하고 있다. 이마트는 '에브리데이 국민가격'이라는 초저가 상품을 선보이며 고객 이탈 방지를 위해 힘쓰고 있다. 또한 리뉴얼을 통해 신선식품을 강화하고 있는데 평균적으로 리뉴얼된 점포는 10%가 넘는 매출 성장을 보여주고 있다. 특히, 8월에 이마트 월계점은 리뉴얼 후 매출 증가율이 약 25%, 주문 건수 증가율이 약 15%로, 이전 달에 비해 약 15%와 3% 증가된 모습을 보이고 있다. 현재는 월계점, 강릉점, 춘천점, 순천점 등 9개 지점은 전관 리뉴얼을 하고 140여개 전 점포 대상으로 일부 리뉴얼을 진행하고 있다.

표. 증가하는 SSG닷컴 월계권역 실적(단위: %)



※이마트 월계점에서 배송되는 SSG닷컴 주문 기준 전년 동기대비 증가율

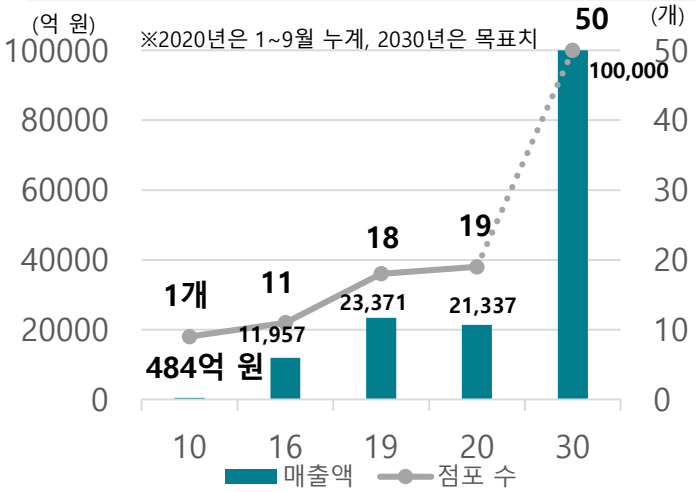
5. 투자포인트Ⅲ: 코스트코 잡는 트레이더스

5.1 트레이더스 자체의 고성장

고공행진하는 트레이더스의 성장세

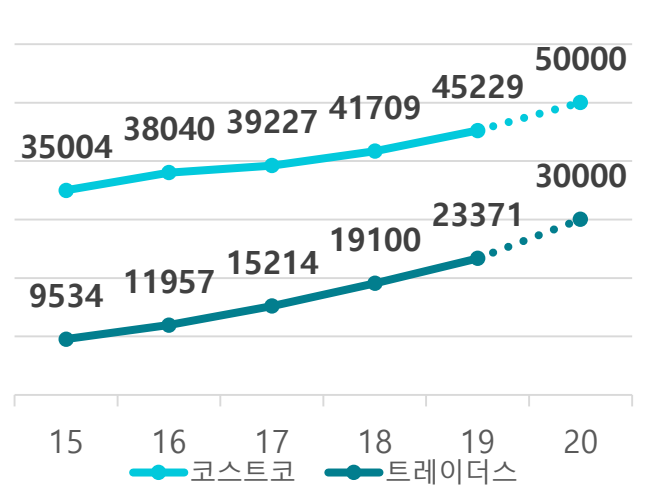
이마트트레이더스는 2010년 구성점을 오픈하며 당시 연 매출 484억원으로 시작했다. 이후 2016년 매출 1조를 달성한데 이어 3년 만인 2019년 매출 2조를 돌파하며 2조3371억원으로 약 50배 가까이 커졌다. 트레이더스의 매출 고성장세는 지속될 것으로 전망되며 소비심리의 연말 개선 전망을 감안하면 3조원에 육박하는 매출을 기록할 것으로 보인다.

표. 트레이더스 매출 및 점포 수 추이



자료: 이마트, 금융감독원

표. 코스트코, 트레이더스 매출액(단위: 억 원)



자료: 이마트, 금융감독원

코스트코보다 높은 성장률과 출점 수

이마트 트레이더스는 코스트코에 비교해도, 아직 매출 부문에서는 코스트코 매출은 약 4조 5천억이고 이마트 트레이더스의 매출은 약 2조 3천억 정도로 약 2조정도 적지만, 이미 성장률과 출점 수는 코스트코를 앞질렀다. 코스트코는 5년간 45%의 성장률을 기록했지만 트레이더스는 212%나 성장했다. 또 코스트코는 현재 16개 매장을 출점했으나 이마트 트레이더스는 19개의 매장을 출점했다.

5.2 트레이더스의 차별화 전략

5.2.1 신선식품 경쟁력 강화

표. 트레이더스와 이마트의 신선식품 비중

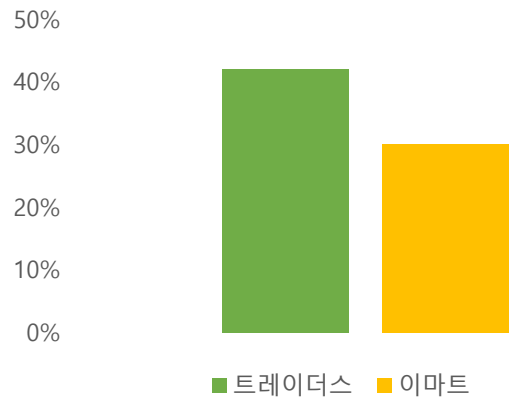
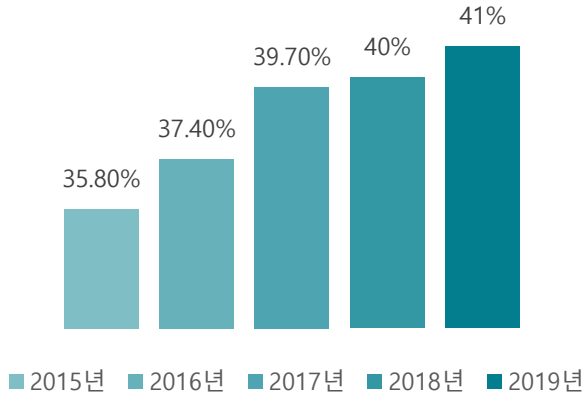


표. 트레이더스의 신선식품 매출 비중



트레이더스의 매출을 31%를 차지하는 신선식품

트레이더스 전체 매출에서 식품이 차지하는 비중은 무려 74.3%로, 이마트 식품 비중 대비 약 17%가량 높았다. 그 중 신선식품은 트레이더스 전체 판매에서 41%를 차지했다. 올 1분기 식품 매출 비중은 78%로 더 늘었다. 코로나19 사태 이후 신선식품 매출 비중도 43%로 상승했다. 1분기 트레이더스 전체 상품 중 인기순위 1위부터 5위까지 모두 신선식품이며 특히 축산은 전체 매출에서 15%를 차지하며 카테고리에서 매출 1위를 달성했다. 트레이더스는 가공식품과 공산품 위주인 코스트코와 경쟁하기 위해 전략적으로 신선식품군에 집중하는 전략을 펼쳤다. 또한, 즉석조리 식품의 경우에도 매출성장률이 37.5%로 트레이더스 식품 중 성장률 1위를 차지했다.

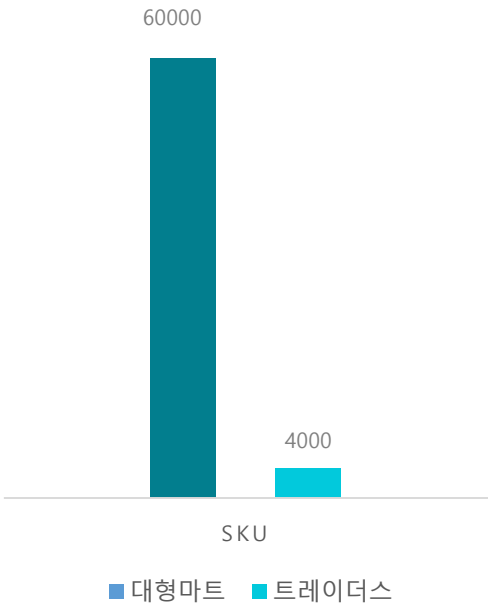
5.2.2 가격 경쟁력 강화

트레이더스만의 가격경쟁력

트레이더스의 성공요인은 저렴한 가격이다. "묶음포장과 판매"를 기본으로 하여 1개당 단가를 낮추는 전략에 충실하면서 경쟁사보다도 가격을 더 낮춘 것이 효과를 냈다. 이마트에 따르면 트레이더스 제품 가격은 같은 상권 내 일반 대형마트보다는 7~15%, 회원제 할인점보다는 3~5% 저렴한 수준에 맞춰 매긴다. 매주 경쟁사인 코스트코와 가격을 비교해 할인율을 정하기 때문에 가격만 놓고 보면 국내 최저 수준이라고 할 수 있다.

SKU : 국내 대형마트의 운영상품 수(Stock Keeping Out)

코스트코 같은 경쟁사 뿐만 아니라 기존 대형마트인 '이마트'와도 가격으로 차별화했다. 트레이더스 상품의 평균 가격은 이마트에 비해 7~15% 가량 싸다. 트레이더스가 낮은 가격을 유지할 수 있는 것은 판매 상품 종류를 줄여 단일 상품에 대한 '바잉 파워'를 극대화하는 전략을 택했기 때문이다.



	트레이더스 매장	트레이더스 홈	쿠팡
찹쌀과자	5,980	5,980	10,000
몰티져스 528g	12,880	12,880	465g 15,850
빈츠 760g	6,980	9,980(-3,000)	동일상품X
카프리썬 오렌지망고	6,680	9,380(-2,700)	9,800
웰치스 후르츠 스낵	13,480	16,980	17,980
요플레 딸기	6,980	6,980	10,370
마카롱 파티팩	14,980	14,980	21,700
프렌치카페 카페믹스	30,480	30,480	35,900
티오 복숭아아이스티	15,980	15,980	15,980
립톤 복숭아 아이스티	11,980	11,980	16,850
맥심카누	22,980	22,980	33,900
트레비 워터	14,980	14,980	16,590
스타벅스 멀티팩	22,900	22,900	31,200
맥심 아이스커피 믹스	21,880	21,880	-
불가리스 사과	8,480	8,480	10,300

5.2.3 자체브랜드(PB) 강화

PB상품은 저렴한 가격으로 소비자들을 이끌고 있다.

트레이더스의 PB 상품 – '티 스탠다드'

트레이더스의 차별화 요소 중 하나는 코스트코의 인기비결인 '커클랜드'와 비슷한 강력한 자체브랜드(PB)상품이다. 트레이더스는 PB상품을 개발하여 지난달 기존 PB상품인 '트레이더스 딜'을 업그레이드한 차세대 PB상품인 '티 스탠다드'를 선보였다. 티 스탠다드는 `트레이더스가 만든 상품 선택의 기준`이라는 의미이다. 핵심 원재료를 늘리거나 새로 추가해 기능을 강화한 PB상품을 트레이더스의 저마진 정책, 대량 매입을 통해 가격 경쟁력을 높여 판매한다. 또한, 트레이더스는 PB상품을 개발하여 트레이더스 상품 경쟁력을 강화하고 있다. PB상품의 강화를 통해 고객이 믿고 선택할 수 있는 상품의 가짓수를 늘려 고객 만족도를 높인다는 전략이다.

6. Risk & Issue

6.1 코로나19사태

코로나19로 인한 매출감소와 투자중단

코로나 바이러스 발생으로 할인점, 신세계푸드 등 여러 사업 부분에서 매출액 감소를 보였다. 이러한 매출액 감소는 1분기 이후 일부 회복하는 듯 보였으나 바이러스 재확산으로 인한 할인점의 영업시간 단축 등의 규제에 따라 4분기 매출액 충격은 피할 수 없을 것으로 예상된다. 뿐만 아니라 코로나 19여파로 인한 실적 부진으로 인해 지속적 손실을 기록한 신세계 호텔은 투자 중단을 발표하였다.

6.2 대형마트 규제의 연장

대형마트의 매출에 직접적인 영향을 미치는 대형마트 규제의 연장

전통 상권의 보호를 목적으로 대형마트 출점 제한과 의무휴업 등을 정한 규제가 시작되었다. 11월 23일 일몰되는 규제는 유통업계의 코로나 19여파로 인한 규제 완화 요구에도 불구하고 5년간 더 연장되었다. 규제연장은 온라인 시대로 인한 오프라인 사업의 어려움을 겪는 대형마트 3사 모두에게 악영향을 미칠 것으로 예상된다. 휴일 1일의 증가는 매출성장률 2% 감소를 가져오기 때문에 이처럼 가장 많은 매출을 보이는 주말 이틀의 휴무는 할인점의 매출에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 따라서 대형마트 규제의 5년 연장에 대한 할인점 매출의 감소를 고려해야 한다.

6.3 네오센터 부지 확보의 어려움

포화상태인 네오센터. 그러나 SSG닷컴의 물류 부지 확보의 실패와 어려움

SSG닷컴은 현재 자동화 물류센터인 NEO센터를 3개 보유하고 있으며, 가동률이 거의 100%에 다다른 상황이다. 가파른 이커머스의 성장세와 물류센터의 확보가 곧 매출액으로 이어지는 산업의 특성상 NEO센터의 증설이 필수적인 상황이지만, SSG닷컴은 현재 부지확보에 굉장한 어려움을 겪고 있다. 기존 구리와 하남 등에 추진하고 있던 물류센터 건립 계획은 지자체와 지역주민의 반대로 인해 무산되었고, 쿠팡 및 다른 이커머스 기업들의 물류 부지 입찰 경쟁 역시 매우 과열되어 있는 상황이기에 갈수록 부지 확보가 힘들어질 전망이다.

7. Valuation Ⅰ: SOTP 모델

7.1 자회사 지분 비중

동사는 유통업, 식음료산업, 건설, IT, 호텔/리조트, 해외사업 등 6개의 사업을 운영하고 있으며 세부 항목은 다음 표와 같다.

	상장여부	소유지분(%)
유통업		
이마트	상장	당사
이마트에브리데이	비상장	99.3
이마트24	비상장	100
신세계티비쇼핑	비상장	47.8
SSG닷컴	비상장	50.1
신세계프라퍼티	비상장	100
식음료산업		
신세계푸드	상장	46.9
신세계엘앤비	비상장	100
스타벅스커피코리아	비상장	50
제주소주	비상장	100
건설/IT		
신세계건설	상장	42.7
신세계아이앤씨	상장	35.7
일렉트로맨 문화산업선문회사	비상장	100
호텔/리조트		
신세계조선호텔	비상장	99.9
신세계영랑호리조트	비상장	100
해외사업		
상해이매득무역유한회사	비상장	100
이마트아메리카	비상장	100
이마트베트남	비상장	100

7.2 이마트 자체의 영업

7.2.1 매출액

이마트는 대형마트, 창고형 매장인 트레이더스, 자체 PB상품인 노브랜드와 일렉트로마트 등을 포함한 전문점 총 3개의 사업을 운영하고 있다.

대형마트의 매출액은 20년 3분기까지는 분기 보고서의 매출액을 사용하였으며 4분기는 코로나 등 오프라인 매장의 특수한 상황을 고려하여 보수적으로 19년 4분기와 동일하게 적용하였다.

트레이더스의 매출액은 상승여력이 있음을 감안하여 작년 매출액의 YoY인 22%를 그대로 적용하여 추정하였다. 전문점은 점포정리 등의 효과가 나타나기엔 이르다고 판단하여 보수적으로 작년 YoY(31%)의 절반 수준인 15%를 적용하여 추정하였다.

7.2.2 매출총이익

할인점, 트레이더스, 전문점은 2017년부터 각각 26~28%, 17%, 21~24%의 일정한 매출총이익률을 보이고 있다. 당해도 큰 변화가 없을 것으로 판단하여 이를 적용하여 매출원가와 매출총이익을 추정하였다.

7.2.3 판매비와 관리비

세 사업부를 모두 합한 판관비는 전체 매출액 대비 25.3%~25.7% 수준을 유지하고 있다. 따라서 이 평균인 25.5%를 전체 매출액 대비 판관비로 적용하여 전체 판매비와 관리비를 추정하였다.

7.2.4 영업외손익, 손상차손, 법인세

영업외손익과 손상차손은 3분기까지의 분기 보고서를 참고하였으며, 4분기에는 큰 이슈가 없어 3분기 누적과 크게 차이가 없을 것으로 추정하였다. 그러나 3분기 누적이 최근 3년의 평균과 큰 차이를 보이는 경우,

보수적으로 추정하였다. 예를 들어, 최근 3년 동안 영업외수익은 평균적으로 1,703억 원이었지만, 올해 유형자산 처분으로 인하여 매우 높은 수치를 보이고 있기 때문에 추가적인 수익이 없을 것으로 추정하였다. 금융비용 또한 3분기 누적 약 715억 원이지만, 최근 3개년 평균이 약 1,378억원 이기에 조금 더 높게 추정하였다.

7.2.5 이마트 별도손익계산서 추정

상기 내용을 반영한 이마트 자체 사업의 손익계산서는 다음 표와 같다.

(단위:억 원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	124,507	131,483	131,548	140,180	147,890
할인점	102,044	104,794	100,503	102,219	107,841
트레이더스	13,288	18,689	21,276	26,544	28,004
할인점	9,175	8,001	9,769	11,418	12,046
매출원가	87,098	93,386	95,277	99,718	105,203
할인점	71,385	74,430	72,791	72,714	76,713
트레이더스	9,296	13,274	15,410	18,882	19,921
할인점	6,418	5,683	7,076	8,122	8,569
매출총이익	37,409	38,097	36,271	40,462	42,687
판관비	31,024	33,204	33,760	35,687	37,650
영업이익	6,384	4,893	2,511	4,774	5,037
영업외수익	2,347	1,401	2,748	5,993	2,748
영업외비용	382	504	567	536	565
금융수익	1,383	780	1,316	1,248	1,317
금융비용	1,566	996	1,581	1,288	1,359
손상차손환입	290	-	-	111	117
손상차손	1,321	761	915	1,098	1,158
세전이익	7,134	4,813	3,514	9,206	6,137
법인세	725	1,193	603	2,778	1,313
당기순이익	6,409	3,620	2,911	6,427	4,824

7.3 이마트에브리데이

7.3.1 매출액

국내 SSM 시장은 유통산업발전법 등으로 한동안 성장이 부진했으나 이마트에브리데이는 2016년을 기점으로 변곡점을 맞았다. 2017년 영업이익이 흑자로 전환된 후 지속해서 실적을 개선하며 이마트 계열사 가운데 수익성이 가장 두드러지게 개선되었다. 이마트에브리데이 매출은 2018년 4%, 2019년 5% 성장했고 올해 상반기에는 7% 증가했다. 게다가 올해 코로나에 의해 SSM 산업의 매출이 더욱 확대되었고, 특히 에브리데이는 상반기에 '깜짝 실적'을 보이며 턴어라운드 흐름을 이어서 적어도 내년까지는 매출 증가가 예상된다. 따라서 20년 4분기 매출은 분기별 YoY의 평균을 적용하여 3,220억원으로 예상하였고, 연매출은 2017년부터 2020년까지의 CAGR 5% 성장률을 적용하여 추정했다.

7.3.2 매출원가

SSM 시장 특성상 이마트에브리데이의 매출원가는 99% 이상이 상품 및 원재료와 부재료 매입이 차지하고 있다. 매출원가율 또한 2016년부터 계속해서 73~74%를 일정하게 유지하고 있으므로 매출원가는 3년 YoY 평균을 적용했다.

7.3.3 판매비와 관리비

판매비와 관리비의 경우, 각각 비중이 큰 항목 또는 사업 보고서 상 내용으로 세부적 추정이 필요한 항목들에 대해 추정을 해주었다. 2019년을

기준으로 급여, 지급 수수료는 각각 30%, 27% 비중을 차지하고 있다. 급여의 경우 내년 최저임금 인상 및 점포 수 증가를 고려해 반영해서 추정했다. 지급 수수료는 카드결제 수수료가 큰 영향을 주는데 카드 수수료가 증가 추세인 부분을 고려해서 반영했다. 나머지 기타 비용들은 매년 큰 변동이 없으므로 3년 YoY 평균을 적용했다.

7.3.4 영업외손익

영업외손익은 기타손익과 금융손익으로 이루어지는데 그 중 금융손익은 큰 변동성이 없으므로 3년 YoY를 적용했다. 2019년 기타비용이 2018년에 비해 약 269%나 증가한 것은 사용권자산 관련 리스부채가 손상차손에 반영되었기 때문이다. 금융비용 역시 리스부채에 대한 이자부담이 늘어나면서 작년 대비 104% 증가하였다. 이마트에브리데이는 부실 점포는 과감하게 폐점하고 점표 효율화를 추진해 구조조정을 지속하고 있으므로 리스부채 증가도 소폭에 그칠 것으로 보인다. 따라서 나머지 금융비용, 기타수익, 기타비용은 20년 3분기가지를 온기로 반영한 후 Flat 추정한다.

7.3.5 법인세

법인세 비용은 법인세비용차감전순손익에 따라 20억~200억 이하는 법인세율 20%, 20억~3000억 이하는 법인세율 22%를 적용하여 산출했다.

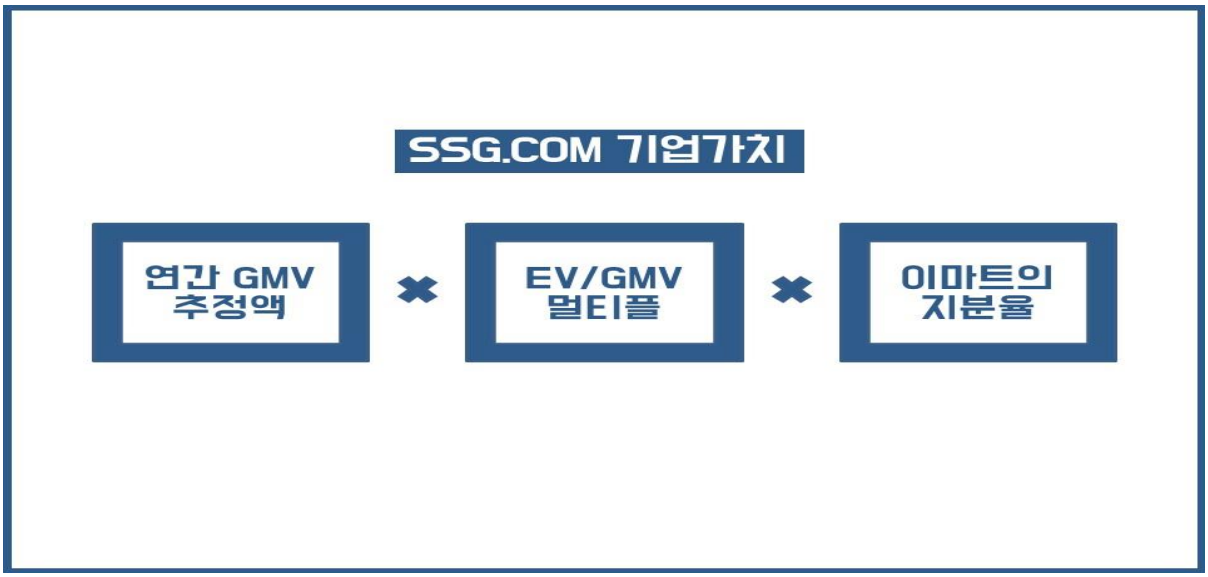
7.3.6 이마트에브리데이 손익계산서 추정

위 내용을 반영한 이마트에브리데이의 손익계산서는 다음과 같다.

(단위: 억 원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11,330	11,750	12,296	13,079	13,721
매출원가	8,423	8,650	9,032	9,513	9,908
매출총이익	2,907	3,100	3,264	3,566	3,813
판관비	2,886	3,048	3,111	3,274	3,437
영업이익(손실)	21	52	153	292	376
영업외손익	11	30	-135	-36	-33
기타수익	22	24	19	25	25
기타비용	24	33	122	32	32
금융수익	86	102	97	94	97
금융비용	73	63	129	124	124
법인세	-123	11	3	56	77
당기순이익(손실)	155	71	15	199	265

7.4 SSG닷컴

국내 이커머스 회사들은 대부분 비상장기업, 적자기업이기 때문에, 주로 총매출액(Gross Merchandise Value) 규모를 이용해 기업가치를 평가한다. 연간 GMV 추정액에 EV/GMV 멀티플을 곱하여 SSG닷컴의 가치를 추정할 수 있다.



7.4.1 GMV

SSG닷컴의 GMV는 네오센터 GMV, PP센터 GMV 그리고 기타 GMV의 합으로 구성된다.

<네오센터>

먼저 네오센터의 경우 현재 가동중인 네오센터 003의 가동률이 거의 100%에 달한다. 네오센터 4호, 5호는 부지만 확보된 상태이기 때문에 정상적인 가동은 최소 2022년 이후에나 가능할 것으로 보인다. 따라서 네오센터의 GMV는 현재 유지중인 1일 8만 건의 Capa를 유지할 것으로 가정했다.

일일 Capa가 유지됨에 따라 21년 GMV 추정액 또한 기존과 동일한 약 9788억 원으로 추정하였다.

<PP센터>

PP센터의 경우 현재 1일 5.2만 건의 Capa를 처리하고 있다. 이미 110개의 점포를 PP센터로 운영 중이고 후방면적 부족으로 인해 PP센터의 추가 증설이 어렵다는 분석도 나온다. 하지만 PP센터 추가증설 이외에도 SSG 닷컴이 사용할 수 있는 방안이 여럿 존재한다.

1)현존하는 이마트 매장 비식품 재고를 줄인 공간을 PP센터로 활용하는 방안

2)청계점과 같이 물류 자동화를 통해 처리속도를 극대화한 EOS 센터를 늘리는 방안

3)폐점 점포를 도심형 물류센터로 사용하는 방안

4)각 점포의 PP센터 인력을 추가 고용하는 방안

상기한 방안을 통하여 현재 1일 5.2만 건 수준인 Capa를 1일 6만 건 수준으로 상승시킬 것으로 추정하였다.

<기타>

기타GMV는 SSG닷컴의 GMV 중 NEO센터와 PP센터 GMV를 제외한 나머지, 즉 신세계 백화점과 마켓플레이스의 GMV를 합한 것이다. 21년도 SSG닷컴이 오픈마켓 서비스를 시작하면 발생하게 될 거래액이 모두 기타 GMV에 해당된다. SSG닷컴은 오픈마켓 서비스를 시작함으로써 SKU를 기존대비 10배 이상 늘릴 수 있을 것으로 전망된다. 실제로 4월에 오픈마켓으로 전환한 롯데ON의 경우 SKU가 기존 대비 14배 증가한 것으로 알려진다. 늘어난 품목 수만큼 자연스레 GMV도 증가할 것으로 예상되며, 21년 온라인 유통시장의 성장세(약 15%)도 유지될 것으로 보인다.

위 내용을 바탕으로 산출한 SSG닷컴의 추정 GMV합은 다음 표와 같다.

NEO Capa(하루 당)	8만 건
PP센터 Capa(하루 당)	6만 건
SSG닷컴 NEO GMV(추정)	9,788억
SSG닷컴 PP센터 GMV(추정)	11,342억
SSG닷컴 기타 GMV(추정)	24,214억
총합	**45,344억**

7.5 SOTP 밸류에이션

(단위: %, 억 원)	상장여부	밸류에이션	소유지분	기업가치
유통업				
이마트	상장	PER	당사	43,344
이마트에브리데이	비상장	PER	99	4,207
이마트24	비상장	장부가치	100	844
신세계티비쇼핑	비상장	장부가치	48	50
SSG닷컴	비상장	GMV	50	7,951
신세계프라퍼티	비상장		100	10,016
식음료산업				
신세계푸드	상장	시장가치	47	1,186
신세계엘앤비	비상장	장부가치	100	143
스타벅스커피코리아	비상장	장부가치	50	279
제주소주	비상장	장부가치	100	176
건설/IT				
신세계건설	상장	시장가치	43	455
신세계아이앤씨	상장	시장가치	36	774
일렉트로맨 문화산업선문회사	비상장	장부가치	100	-
호텔/리조트				
신세계조선호텔	비상장	장부가치	100	2,284
신세계영랑호리조트	비상장	장부가치	100	314
해외사업				
상해이매득무역유한회사	비상장	장부가치	100	8
E-MART AMERICA	비상장	장부가치	100	35
PK RETAIL HOLDINGS	비상장	장부가치	100	3,676
E-MART VIETNAM	비상장	장부가치	100	966
자회사 가치 합계				76,708
투자자산 가치				9,618
삼성생명 지분				9,304
삼성생명 배당금				314
순차입금				24,157
NAV				62,169

7.5.1 이마트 영업가치

이마트 영업의 PER은 코로나 상황임을 감안하여 역사적 저점 PER인 7.7에 약 10% 할인을 적용한 7로 추정하였다.

7.5.2 이마트에브리데이 기업가치

SSM을 운영하고 있는 이마트에브리데이는 미국의 Kroger와 호주의 Woolworths를 Peer로 선정했다. 해외 슈퍼마켓들은 시장과 기업의 규모가 크기 때문에 시가총액이나 매출액보다는 매출총이익률과 영업이익률로 Peer를 선정했다. 에브리데이리테일은 최근 3년 동안 매출총이익률과 영업이익률이 25.7%, 26.4%, 26.6%와 0.2%, 0.5%, 1.3%였다. Kroger의 최근 3년 매출총이익률과 엽업이익률은 21.92%, 1.89%였고 Woolworths는 29.09%, 3.66%였다. 이 두 기업의 2020년, 2021년 예상 PER을 시가총액으로 가중평균했다.

(단위: 억원)	Kroger	Woolworths	Weighted Avg.
2020E PER	13.2	39.5	30.41
2021E PER	9.05	25.6	19.88
Market Cap.	251.11	475.27	

7.5.3 SSG닷컴의 기업가치

EV/GMV 멀티플은 SSG닷컴의 성장성, 수익성, 사업구조, Peer group 비교를 통해 산정했다.

쓱닷컴은 올해 엄청난 성장을 보여주었다. 온라인 유통시장, 식품온라인 시장 모두 21년에도 크게 성장할 것으로 예상된다. SSG닷컴은 올해 3분기 매출액의 증가로 인해 적자폭을 작년 동기 대비 큰 폭으로 감소시켰다. 그리고 21년도엔 오픈마켓 서비스의 시작으로 수익성이 더욱 개선될 전망이다. 사업구조 측면에서, 쿠팡처럼 풀필먼트를 하는 이커머스 기업은 오로지 오픈마켓 서비스만 제공하는 11번가 같은 기업보다 더 많은 멀티플을 적용 받는다. 따라서 풀필먼트 기반으로 오픈마켓 서비스를 시작할

SSG닷컴은 11번가나 이베이코리아에 비해 더 높은 멀티플을 적용 받을 수 있다. 앞선 내용들과 다음의 Peer group 멀티플을 비교하여 SSG닷컴의 멀티플을 0.5배로 산정했다.

11번가	0.3 배
이베이코리아	0.25 배
쿠팡	1.3 배

7.5.4 기타 자회사

따로 가치분석을 진행한 이마트 자체영업, 이마트에브리데이, SSG닷컴을 제외한 비상장 자회사는 2020.3Q 분기보고서 기준 장부가치에 30% 할인을 적용했다. 상장회사는 2020년 12월 30일 시가총액에 지분율을 곱하여 추정했다.

7.5.5 투자자산 가치

동사는 삼성생명의 주식을 11,762,667주를 투자자산으로 보유하고 있다. 따라서 투자자산의 가치를 2020년 12월30일 종가 기준 시장가치로 추정하였다. 또한 2020년의 예상배당수익률 3.35%를 적용하여 예상 배당금을 추정하였다.

7.5.6 NAV

SOTP 밸류에이션에서 NAV는 자회사의 가치의 총합에 투자자산의 가치를 더한 뒤, 순차입금을 감하여 도출한다. 2020년의 예상 순차입금은 2조 4,157억원이다.

7.6 적정주가

이를 반영하여 도출한 이마트의 기업가치는 다음과 같다.

NAV (단위: 억 원)	62,169
발행주식 수 (단위: 주)	27,605,576
목표주가 (단위: 원) **현재주가 (단위: 원)**	225,200 158,000
상승여력	42.53%

8. ValuationⅡ: DCF 모델

SOTP 방법 외에도 연결재무제표를 통해 DCF 방법을 적용해보았다.

8.1. 매출액 추정

이마트는 업태가 다른 많은 자회사를 가지고 있기때문에, 각 업태 및 자회사별로 매출액을 추정하여 합하였다. 또한 YoY 5yr Average 값을 적용하면서 각 업태별 CAGR을 같이 고려하여 매출액을 추정하였다.

	Historical (Actual)					Forecasted (Estimated)				
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Total Sales	**153,824**	**146,151**	**158,667**	**170,491**	**190,629**	**225,706**	**234,830**	**242,358**	**246,839**	**249,683**
유통업 총 매출액	142,780	130,651	144,097	156,285	168,708	192,265	201,580	209,167	213,707	216,477
YoY Growth rate	*N/A*	*(8.5%)*	*10.3%*	*8.5%*	*7.9%*	*14.0%*	*4.8%*	*3.8%*	*2.2%*	*1.3%*
매출액 비중	*92.8%*	*89.4%*	*90.8%*	*91.7%*	*88.5%*	*85.2%*	*85.8%*	*86.3%*	*86.6%*	*86.7%*
호텔리조트업 총 매출액	14,057	7,191	5,204	1,999	2,167	1,468	1,468	1,468	1,468	1,468
YoY Growth rate	*N/A*	*(48.8%)*	*(27.6%)*	*(61.6%)*	*8.4%*	*(32.2%)*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
매출액 비중	*9.1%*	*4.9%*	*3.3%*	*1.2%*	*1.1%*	*0.7%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
식음료업 총 매출액	0	11,255	12,972	14,008	14,549	13,931	13,931	13,931	13,931	13,931
YoY Growth rate	*N/A*	*N/A*	*15.3%*	*8.0%*	*3.9%*	*(4.2%)*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
매출액 비중	*0.0%*	*7.7%*	*8.2%*	*8.2%*	*7.6%*	*6.2%*	*5.9%*	*5.7%*	*5.6%*	*5.6%*
건설 레저업 총 매출액	0	0	0	6,077	10,162	10,162	10,162	10,162	10,162	10,162
YoY Growth rate	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*N/A*	*67.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
매출액 비중	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*3.6%*	*5.3%*	*4.5%*	*4.3%*	*4.2%*	*4.1%*	*4.1%*
해외사업 총 매출액	0	2,211	2,211	891	8,035	7,881	7,690	7,631	7,572	7,645
YoY Growth rate	*N/A*	*N/A*	*0.0%*	*(59.7%)*	*802.3%*	*(1.9%)*	*(2.4%)*	*(0.8%)*	*(0.8%)*	*1.0%*
매출액 비중	*0.0%*	*1.5%*	*1.4%*	*0.5%*	*4.2%*	*3.5%*	*3.3%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.1%*

8.2. D&A 추정

8.2.1 COGS와 SG&A추정

COGS excluding D&A 값과 SG&A excluding D&A의 값을 토대로 영향력이 적은 항목에 대해서는 YoY 5yr Average를 적용하였으며, 급여의 경우에는 폐점에 따른 종업원 수와 매출액에서 급여가 차지하는 부분을 같이 고려하였다.

	Historical (Actual)					Forecasted (Estimated)				
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Cost of Goods Sold (excluding	98,438	105,061	113,554	124,528	141,705	163,915	170,531	175,991	179,239	181,300
% of Revenue	72.2%	71.9%	73.2%	73.0%	74.3%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%	72.9%
Inventories and Others	97,720	103,823	112,403	123,207	141,028	163,129	169,724	175,164	178,403	180,458
% of Revenue	71.6%	71.0%	72.4%	72.3%	74.0%	72.3%	72.3%	72.3%	72.3%	72.3%
Changes in Inventories	(693)	(792)	(671)	(886)	(956)					
Others	98,412	104,615	113,074	124,093	141,984					
Salaries Expenses	718	1,238	1,151	1,321	676	786	808	826	836	842
% of Revenue	0.5%	0.8%	0.7%	0.8%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
# of Employers	30,085	27,973	27,656	26,018	25,779	25,310	24,987	24,765	24,610	24,502
YoY Growth %	N/A	(7.0%)	(1.1%)	(5.9%)	(0.9%)	(1.8%)	(1.3%)	(0.9%)	(0.6%)	(0.4%)
Selling, General & Administrat	28,999	31,287	35,210	36,536	39,128	46,728	48,150	49,316	49,888	50,226
% of Revenue	21.3%	21.4%	22.7%	21.4%	20.5%	20.7%	20.5%	20.3%	20.2%	20.1%
Labor Cost	11,570	12,149	13,258	14,442	17,686	20,559	20,923	21,216	21,269	21,277
Salaries Expenses	9,617	10,249	11,067	12,050	14,412					
Severance Benefits	739	777	906	951	1,229					
Employee Benefits	1,214	1,123	1,285	1,441	2,044					
% of Revenue	8.5%	8.3%	8.5%	8.5%	9.3%	9.1%	8.9%	8.8%	8.6%	8.5%
# of Employers	30,085	27,973	27,656	26,018	25,779	25,310	24,757	24,325	23,942	23,678
YoY Growth %	N/A	(7.0%)	(1.1%)	(5.9%)	(0.9%)	(1.8%)	(2.2%)	(1.7%)	(1.6%)	(1.1%)
Travel Expenses	155	170	203	200	195	231	240	248	252	255
% of Revenue	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
Taxes and Dues	1,599	1,569	1,939	1,934	2,506	2,967	3,087	3,186	3,245	3,282
% of Revenue	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
Service Fees	8,239	9,501	10,414	11,236	11,492	14,388	14,969	15,449	15,735	15,916
% of Revenue	6.0%	6.5%	6.7%	6.6%	6.0%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Advertising Expenses	641	700	714	765	1,019	1,207	1,255	1,296	1,320	1,335
% of Revenue	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Others	6,795	7,198	8,682	7,959	6,231	7,377	7,675	7,922	8,068	8,161
% of Revenue	5.0%	4.9%	5.6%	4.7%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%

8.2.2 D&A 추정

이를 토대로 D&A값을 추정한 후, COGS와 SG&A에 포함된 D&A값의 영향력을 YoY 5yr Average를 토대로 산출하였다.

	Historical (Actual)					Forecasted (Estimated)				
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
D&A Expenses	4,382	4,565	4,910	5,529	9,611	13,299	11,626	8,749	8,222	7,786
D&A in COGS	420	447	453	484	845	1,227	1,073	807	759	719
% of Total D&A	9.6%	9.8%	9.2%	8.8%	8.8%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
D&A in SG&A	3,962	4,118	4,457	5,045	8,766	12,072	10,553	7,941	7,463	7,067
% of Total D&A	90.4%	90.2%	90.8%	91.2%	91.2%	90.8%	90.8%	90.8%	90.8%	90.8%

8.3 유형자산, 무형자산, 사용권자산

SSG닷컴을 영업권으로 인식한 후 무형자산 상각은 비슷한 수준으로 이루어 질 것으로 예상되지만 유형자산은 계획된 폐점에 따라 처분비용이 2019년과 비슷하게 유지될 것으로 보인다. 사용권자산에 대해서도 네오센터와 PP센터를 위한 자금을 계속 조달하고 있다.

	Historical (Actual)					Forecasted (Estimated)				
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
PP&E 유형자산										
Beg. Balance	92,656	98,054	97,092	97,999	104,039	100,037	94,840	91,682	91,232	90,817
Acquisition(Capex)	10,099	7,884	7,785	9,692	8,244	8,877	8,877	8,877	8,877	8,877
Disposal	(426)	(621)	(2,089)	(1,854)	(6,719)	(6,207)	(4,300)	(1,635)	(1,635)	(1,635)
Depreciation	(4,006)	(4,266)	(4,420)	(4,777)	(9,335)	(9,067)	(7,935)	(5,392)	(5,356)	(5,327)
Others	(232)	(3,959)	(368)	2,979	(113)	(2,300)	(2,300)	(2,300)	(2,300)	(2,300)
End. Balance	98,054	97,092	97,999	104,039	100,037	94,840	91,682	91,232	90,817	90,432
Intangible As 무형자산 및 영업권										
Beg. Balance	3,713	3,832	4,005	3,767	2,881	13,191	12,414	12,143	11,954	11,817
Acquisition	112	197	323	156	189	195	195	195	195	195
Disposal	(4)	(30)	(102)	(17)	(4)	(14)	(14)	(14)	(14)	(14)
Amortization	(246)	(246)	(265)	(271)	(334)	(1,005)	(498)	(416)	(364)	(330)
Others	257	252	(194)	(754)	10,459	45	45	45	45	45
End. Balance	3,832	4,005	3,767	2,881	13,191	12,414	12,143	11,954	11,817	11,714
Right-of-Use 사용권자산										
Beg. Balance					18,927	21,629	21,402	19,709	16,769	14,267
Acquisition					6,314	3,000	1,500	0	0	0
Depereciation					(2,824)	(3,227)	(3,193)	(2,941)	(2,502)	(2,129)
Others					(788)	0	0	0	0	0
End. Balance					21,629	21,402	19,709	16,769	14,267	12,138

이를 통해 Capex를 도출하였다.

8.4. NWC 도출

NWC에 대해서도 5개년 Average값과 3개년 Average값을 토대로 하면서 평균값에 근사하지 않은 값은 포함하지 않았다.

	Historical (Actual)					Forecasted (Estimated)				
	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Working Capital										
Net Working Capital	(23,169)	(21,754)	(22,918)	(25,962)	(15,955)	(19,654)	(21,072)	(21,749)	(22,151)	(22,407)
Changes in NWC		1,414	(1,164)	(3,044)	10,007	(3,699)	(1,418)	(676)	(403)	(256)
Working Assets	14,644	17,409	18,952	22,745	36,361	55,840	40,386	41,680	42,450	42,938
Cash & Cash Equivalents	634	658	2,232	2,837	6,810	12,551	10,723	11,067	11,272	11,402
Accounts Receivables	2,944	3,820	4,595	5,850	6,702	13,230	6,522	6,731	6,855	6,934
Inventories	8,861	9,795	10,114	11,230	12,792	18,168	15,977	16,489	16,793	16,986
Financial assets	0	0	0	0	5,839	4,959	2,217	2,288	2,330	2,357
Short-term derivative assets	151	65	3	3	61	16	90	93	94	95
Short-term Investments	1,268	2,462	1,055	1,880	3,286	4,936	3,409	3,519	3,584	3,625
Other Current Assets	785	609	685	891	871	1,981	1,351	1,394	1,420	1,436
Non-current assets as held for sal	0	0	269	55	0	0	96	100	101	103
Working Assets Assumptions										
Cash & Cash Equivalents(% of Rev	0.5%	0.5%	1.4%	1.7%	3.6%	5.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
Accounts Receivables T/O (Reven	50.3	43.2	36.9	32.6	30.4	22.6	36.0	36.0	36.0	36.0
Inventories T/O (COGS/Inv.)	11.1	10.7	11.0	11.1	11.1	9.0	10.7	10.7	10.7	10.7
Financial Assets Ratio (% of Rever	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	2.6%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
Short-term derivative assets Ratio	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Short-term Investments Ratio (% of	0.9%	1.7%	0.7%	1.1%	1.7%	2.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Other Non-current Assets Ratio (%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	1.0%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Non-current assets as held for sal	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Working Liabilities	37,812	39,163	41,870	48,707	52,316	75,495	61,458	63,428	64,601	65,345
Accounts Payable	14,268	14,752	16,009	17,605	19,965	33,041	23,769	24,531	24,985	25,273
Short-term Borrowings	14,587	13,896	14,275	16,639	13,608	12,851	17,247	17,799	18,129	18,337
Short-term derivative liabilities	104	0	124	92	0	0	99	102	104	105
gift card	5,219	5,889	6,615	7,412	8,658	14,840	10,796	11,142	11,348	11,479
Current Financial Derivative Liabilit	2,745	3,609	3,340	5,467	8,282	11,944	7,623	7,867	8,013	8,105
Other Current Liabilities	890	1,017	1,486	1,492	1,804	2,818	1,918	1,979	2,016	2,039
Non-current liabilities held for sale	0	0	21	0	0	0	6	7	7	7
Working Liabilities Assumptions										
Accounts Payables T/O (COGS/AP	7.4	7.2	7.2	7.4	7.5	6.2	7.2	7.2	7.2	7.2
Short-term Borrowings (% of Reve	10.7%	9.5%	9.2%	9.8%	7.1%	5.7%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
Short-term derivative liabilities Ratio	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
gift card Ratio (% of Rev.)	3.8%	4.0%	4.3%	4.3%	4.5%	6.6%	4.6%	4.6%	4.6%	4.6%
Current Financial Derivative Liabilit	2.0%	2.5%	2.2%	3.2%	4.3%	5.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
Other Non-current Financial Liabilit	0.6%	0.7%	1.0%	0.9%	0.9%	1.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
Non-current liabilities held for sale	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

8.5 DCF 추정

앞서 추정을 토대로 과거값을 확인하며 추정하였다.

Unit: KRW 100mn		Historical (Actual)				
		2015A	2016A	2017A	2018A	2019A
Revenue		136,400	146,151	155,149	170,491	190,629
(-)	COGS	98,438	105,061	111,401	124,528	141,705
Gross Profit		37,962	41,090	43,748	45,963	48,924
	GP Margin	*27.8%*	*28.1%*	*28.2%*	*27.0%*	*25.7%*
(-)	SG&A	32,924	35,404	37,899	41,335	47,418
(-)	Non-operating Income/Expense	0	0	0	0	0
EBIT		5,038	5,686	5,849	4,628	1,507
	EBIT Margin	*3.7%*	*3.9%*	*3.8%*	*2.7%*	*0.8%*
(-)	Tax Expense	2,379	1,375	1,917	1,261	583
	Effective Tax Rate %	*47.2%*	*24.2%*	*32.8%*	*27.2%*	*38.7%*
NOPAT		2,659	4,311	3,931	3,367	924
(+)	Depreciation & Ammortization	4,382	4,565	4,910	5,529	9,611
(-)	CapEx	10,211	8,081	8,107	9,847	14,748
(-)	Changes in NWC	0	1,414	(1,164)	(3,044)	10,007
Unlevered Free Cash Flow		(3,170)	(619)	1,898	2,093	(14,220)

Unit: KRW 100mn		Forecasted (Estimated)					
		2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	TV
Revenue		225,706	234,830	242,358	246,839	249,683	0
(-)	COGS	163,968	170,596	176,065	179,320	181,386	
Gross Profit		61,738	64,234	66,293	67,519	68,297	
	GP Margin	*27.4%*	*27.4%*	*27.4%*	*27.4%*	*27.4%*	
(-)	SG&A	59,030	60,947	62,173	62,582	62,055	
(-)	Non-operating Income/Expense	0	0	0	0	0	
EBIT		2,708	3,288	4,120	4,937	6,242	
	EBIT Margin	*1.2%*	*1.4%*	*1.7%*	*2.0%*	*2.5%*	
(-)	Tax Expense	(2,124)	241	2,188	3,691	4,971	
	Effective Tax Rate %	*-78.4%*	*7.3%*	*53.1%*	*74.8%*	*79.6%*	
NOPAT		4,832	3,046	1,932	1,246	1,271	
(+)	Depreciation & Ammortization	13,299	11,626	8,749	8,222	7,786	
(-)	CapEx	12,073	10,573	9,073	9,073	9,073	
(-)	Changes in NWC	(3,699)	(1,418)	(676)	(403)	(256)	
Unlevered Free Cash Flow		9,758	5,518	2,285	797	240	3,853

유통업계과 각 업태별 WACC값을 고려하여 WACC을 추정하였으며, 최종적으로 190,000원을 적정주가로 산출하였다.

WACC	6.75%
Terminal Growth Rate	0.50%
Terminal Value	3,853
PV of FCFF	17,201
PV of Terminal Value	2,872
Enterprise Value	**20,073**
Enterprise Value (a)	20,073
Net Debt (b)	(31,360)
Minority Interest (c)	-
Preferred Stock (d)	-
Equity Value (e) = (a) - (b) - (c) - (d)	51,432.82
Shares Outstanding (shares)	0.27
Price per share	**190,492**
Current Price (as of 2020-09-24)	158,000
Target Price Premium	20.6%

9. 결론

SOTP 모델과 DCF 모델을 병행하여 사용한 결과, ㈜이마트의 적정주가는 190,000~225,200원이다.

APPENDIX

주요재무정보	연간			
	2016/12 (IFRS연결)	2017/12 (IFRS연결)	2018/12 (IFRS연결)	2019/12 (IFRS연결)
매출액	146,151	155,149	170,491	190,629
영업이익	5,686	5,849	4,628	1,507
영업이익(발표기준)	5,469	5,849	4,628	1,507
세전계속사업이익	5,068	7,997	5,850	2,821
당기순이익	3,816	6,279	4,762	2,238
당기순이익(지배)	3,762	6,161	4,502	2,339
당기순이익(비지배)	54	119	260	-101
자산총계	154,301	160,665	167,539	210,948
부채총계	73,059	72,951	78,964	108,880
자본총계	81,242	87,714	88,575	102,067
자본총계(지배)	76,962	82,417	81,723	88,087
자본총계(비지배)	4,280	5,297		
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394
영업활동현금흐름	7,356	8,982	7,698	8,158
투자활동현금흐름	-9,161	-6,218	-8,168	-10,051
재무활동현금흐름	1,846	-1,214	1,028	5,810
CAPEX	6,002	7,228	8,946	9,548
FCF	1,354	1,754	-1,248	-1,391
이자발생부채	38,762	36,593	38,186	60,358

주요재무정보	연간			
	2016/12 (IFRS연결)	2017/12 (IFRS연결)	2018/12 (IFRS연결)	2019/12 (IFRS연결)
영업이익률	3.89	3.77	2.71	0.79
순이익률	2.61	4.05	2.79	1.17
ROE(%)	5.13	7.73	5.49	2.76
ROA(%)	2.55	3.99	2.90	1.18
부채비율	89.93	83.17	89.15	106.68
자본유보율	4,444.69	4,808.41	5,029.24	5,044.76
EPS(원)	13,497	22,101	16,150	8,391
PER(배)	13.56	12.26	11.30	15.20
BPS(원)	276,203	295,780	293,291	326,681
PBR(배)	0.66	0.92	0.62	0.39
현금DPS(원)	1,500	1,750	2,000	2,000
현금배당수익률	0.82	0.65	1.10	1.57
현금배당성향(%)	11.11	7.91	12.38	23.06
발행주식수(보통주)	27,875,819	27,875,819	27,875,819	27,875,819

APPENDIX

국내 소매 유통시장 전망

소매시장규모 (십억원)	2017	2018	2019	2020	2021F	2020F	2023F
전체소매시장	345,780	363,440	372,525	368,475	392,069	410,716	428,730
백화점	29,324	29,985	30,386	28,320	29,736	30,271	30,725
할인점	33,798	33,454	32,437	33,698	33,888	33,711	33,493
면세점	14,466	18,960	24,859	16,556	20,115	23,133	25,446
슈퍼마켓	45,593	46,463	44,176	46,606	47,625	48,190	48,672
편의점	22,238	24,407	25,692	26,564	28,157	29,511	30,672
전문점	139,120	139,848	135,390	123,205	125,669	125,041	124,416
무점포판매	61,241	70,323	79,585	93,526	106,879	120,859	135,306
- TV홈쇼핑	13,369	14,744	15,077	16,147	16,720	17,195	17,635
- 온라인쇼핑	94,186	113,314	135,264	160,528	185,180	211,115	237,966
* 식품온라인	10,422	13,435	16,963	25,953	32,961	40,542	48,650
성장률 YoY							
소매시장	3.5%	5.1%	2.5%	-1.1%	6.4%	4.8%	4.4%
백화점	-2.0%	2.3%	1.3%	-6.8%	5.0%	1.8%	1.5%
할인점	1.7%	-1.0%	-3.0%	3.9%	0.6%	-0.5%	-0.6%
면세점	17.8%	31.1%	31.1%	-33.4%	21.5%	15.0%	10.0%
슈퍼마켓	2.8%	1.9%	-4.9%	5.5%	2.2%	1.2%	1.0%
편의점	14.1%	9.8%	5.3%	3.4%	6.0%	4.8%	3.9%
전문점	-1.3%	0.5%	-3.2%	-9.0%	2.0%	-0.5%	-0.5%
무점포판매	13.3%	14.8%	13.2%	17.5%	14.3%	13.1%	12.0%
- TV홈쇼핑	6.6%	10.3%	2.3%	7.1%	3.6%	2.8%	2.6%
- 온라인쇼핑	21.9%	20.3%	19.4%	18.7%	15.4%	14.0%	12.7%
* 식품온라인	35.2%	28.9%	26.3%	53.0%	27.0%	23.0%	20.0%

자료: 통계청, 하나금융투자

<NOTICE>

본 보고서에 수록된 내용은 한국외대 자본시장연구회가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그에 대한 정확성과 완전성을 보장할 수 없으므로 투자에 있어 참고자료로만 활용하시기 바랍니다. 따라서, 유가증권 투자에 있어 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바라며 어떠한 경우에도 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 보고서의 저작권은 한국외국어대학교 금융 학회 '자본시장연구회'에 있으며, 어떠한 경우에도 무단 배포, 무단 복제될 수 없음을 알립니다.