애널리스트 J의 analytic essay

이마트, 컬리 그리고 쿠팡

이마트, 가만히 보면 참 싸고, 자세히 보면 많이 싸다

이마트를 다시 볼 기회

지난 연말 우리 증시에서는 서울에 똘똘한 부동산을 보유한 기업들에 대한 재평가가 화두였다. 구체적으로는 호텔, 터미널을 보유한 기업들이 주목을 받았다. 지난 에세이 6호에서 당사는 신세계와 서부티엔디를 최선호주로 추천하였었는데 공교롭게도 시장이 주목하던 부동산 컨셉과도 마침 잘 맞아 떨어졌다. 이와 더불어 만년 하락세이던 이마트(139480) 주가도 반등하였었는데 역시 동서울터미널 때문이었다. 소식에 어두운 사람은 동서울터미널과 이마트가 무슨 관계인지 의아할 수도 있는데, 동서울터미널 부지를 이마트의 100% 종속회사인 신세계프라퍼티가 보유하고 있다.

도표 1. 이마트 시가총액 추이

자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

1993년 11월 신세계그룹은 이마트 창동점으로 한국 최초 대형 할인점을 선보였다. 이후 이마트는 장보기 문화에 새로운 바람을 일으키며 그야말로 승승장구하였고 한때 PER 100배에 달하는 성장주로 시장의 기대를 한 몸에 받은 바 있다. 지금으로 치면 그야말로 엔비디아와 같은 주식이었던 셈이다. 그런 이마트 주가가 내리막길을 걷기 시작한 데는 규제, 유통환경 변화, 전략 실패 등 여러 이유가 있을텐데 그 시작은 그룹의 인적분할이었다. 인적분할 자체가 문제였다기 보다는, 그 시점 이후 각종 환경이 급격하게 변화했으나 이마트가 이에 재빠르게 적응하지 못했던 것이 패착이었을 것이다.

2011년 6월 이마트와 신세계가 인적분할되어 각각의 주식으로 거래되기 시작한 이래 이마트 주가는 2017년 상승을 제외하면 지속적으로 하락세를 보이고 있다. 2016년 5월 정용진, 정유경 남매의 지분 스왑으로 계열 분리에 대한 기대감이 한층 강화되기 시작하고, 온라인 사업 강화로 경쟁력 회복에 대한 기대감 또한 커지고 있었으며 조선호텔의 면세사업과 중국 이마트 사업이 완전히 종료되어 본업 훼손 요인도 제거되면서 2017년 이마트 주가는 반짝 상승세를 탄 바 있다. 하지만 2018년 7월 신세계건설의 연결 편입, 2019년 온라인 사업인 SSG닷컴 분사로 다시금 본업 경쟁력 약화와 전략 방향성의 모호함으로 기업가치 하락세가 이어져 오게 되었다. 그야말로 오프라인 유통 대장격인 이마트는, 내수 애널리스트에게 애증의 기업이다. 잘 할 만도 한데, 이제는 턴어라운드 될 만도 한데 도무지 돌파구를 못 찾는 것 같아 속이 탈 지경이다.

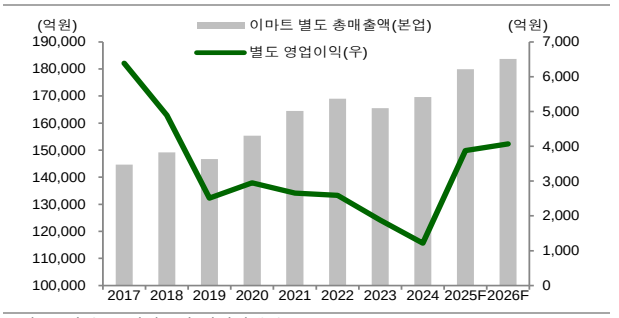
그런 이마트 주가에 볕이 좀 드는것일까. 동서울터미널 부지 개발 소식이 있었던 당일 주가가 약 9% 상승했다. 하필 종속회사인 신세계푸드를 공개매수 후 상폐하겠다는 공시가 있었던 날이기에(12/15) 주가 급등 사유에 다소 혼란이 있기도 했다. 그런데 동서울터미널 부지가 신세계프라퍼티 소유이고, 프라퍼티는 2031년 목표로 해당 부지 개발 PF를 진행하고 있음은 이미 공개되어 있던 사항이었다. 회사는 바뀐 것이 없지만 회사가 갖고 있던 강점이 두드러져 보이는 것은 온전히 주식시장의 분위기와 판단에 좌우됨을 다시 한번 되새기게 된다.

동서울터미널을 계기로, 우리에게는 이마트 기업가치를 오랜만에 자세히 살펴볼 기회가 생겼다. 경쟁자 대비 아쉬운 점이 여전히 많지만, 그렇게까지 미워할 만큼 숫자가 엉망인지, 할인점 외에 키워 온 사업 포트폴리오가 얼마나 매력적으로 성장해 있는지 한번 들여다보자. 이번 에세이 7호의 제목에 적었듯, 이마트는 얼핏 보면 참 싼데 자세히 보면 많이 싸다는 것을 새삼 느끼게 될 것이다. 전국에 널린 150여개 점포 중 자가 부동산 가치만 해도 얼마냐는 식의 케케묵은 얘기를 하는 것이 아니다. 물론, 싸고 비싸고는 항상 시장이 판단하고 오랫동안 싼 데는 다 이유가 있지만 그 이유 중 하나가 혹시 '시장의 무관심'이라면 이마트 주가에 희망이 있는 듯하다.

고정 캐시카우 6,000억 넘어요

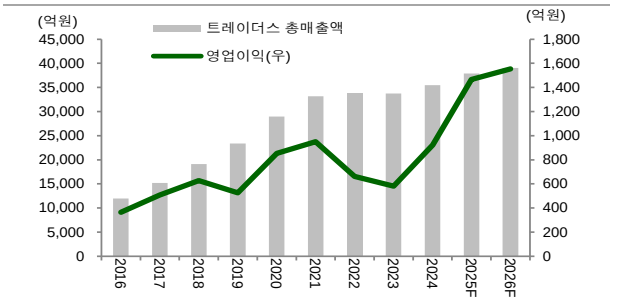
이마트 본업을 먼저 살펴보자. 별도 기준 총매출액만 보면 그래도 꾸준히 성장하는 모양새다. 문제는 영업이익인데, 2024년을 저점으로 반등에 성공했다. 각종 비용에 대한 기저효과도 분명 컸지만, 기저효과 마저 없었던 지난 몇 년간을 생각하면 이것도 감지덕지다. 2026년부터는 별도 영업이익 4,000억원 달성은 무난한 궤도에 접어든다. 각종 고난에도 불구하고 이마트 본업의 수익성이 회복되고 있는 데에는 트레이더스의 공이 크다. 전국 23개 점포로 연간 영업이익 1,500억원에 육박할 만큼 트레이더스는 성장했다. 이에 더해 조선호텔과 스타벅스가 벌어들이는 영업이익도 연간 2,000억원을 훌쩍 넘긴 지 오래다. 다른 종속회사들을 차치하더라도 꾸준한 캐시카우가 연간 6,000억원을 상회한다는 점에 주목해야 한다. 참고로 이마트 전일 시가총액은 2.24조원이다.

도표 2. 이마트 본업 총매출액과 영업이익 추이



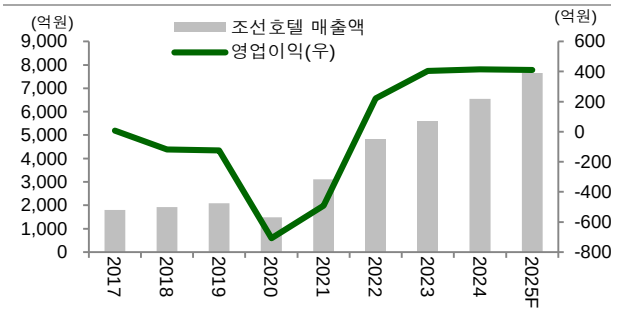
자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

도표 3. 이마트 트레이더스 총매출액과 영업이익 추이



자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

도표 4. 조선호텔앤리조트 매출액과 영업이익 추이

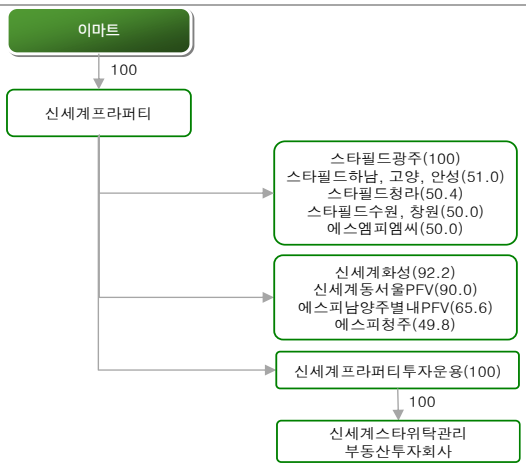


자료: 회사, 신영증권 리서치센터

신세계프라퍼티, 얼마나 커졌나

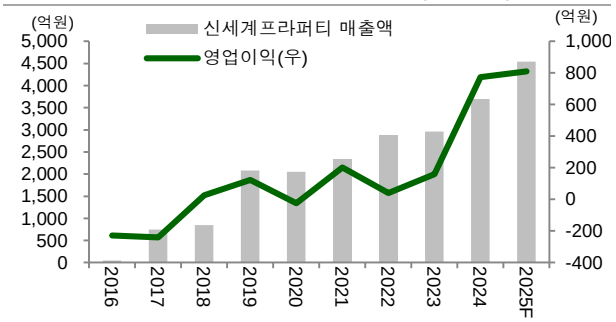
그럼 화제의 동서울터미널을 소유한 신세계프라퍼티는 어떤 회사일까. 스타필드를 개발 운영하는 회사라고 하면 훨씬 쉽겠다. 프라퍼티는 신세계그룹에서 부동산 개발을 담당하고 있는 복합공간 디벨로퍼다. 스타필드 성공으로 이미 능력은 상당 부분 입증되었다. 실적도 이를 증명하는데 연간 별도 영업이익 800억원, 연결 영업이익 1,300억원을 상회하며 지속 성장 중이다. 버는 돈을 개발할 부동산 매입에 재투자 함에 따라 투자부동산이 늘어나면서 동사의 순자산은 2조원을 넘어섰다. 다시 한번 강조하면, 프라퍼티 지분을 100% 소유한 이마트의 시가총액은 현재 2.24조원이다.

도표 5. 신세계프라퍼티 지배구조 약식



자료: 회사, 신영증권 리서치센터

도표 6. 신세계프라퍼티 매출액과 영업이익 추이(별도 기준)



자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

도표 7. 신세계프라퍼티 손익계산서 요약

구분(연결기준, 억원)	2023	2024
영업수익	**3,757**	**4,300**
증감률(yoy)	20.9%	14.4%
영업이익	**946**	**1,373**
증감률(yoy)	259.4%	45.0%
영업이익률	25.2%	31.9%
세전이익	428	900
증감률(yoy)	-22.4%	110.6%
지배기업 순이익	**127**	**620**
증감률(yoy)	-44.7%	388.8%

자료: 신세계프라퍼티, 신영증권 리서치센터

도표 8. 신세계프라퍼티 보유 부지 내역

부지명	대지면적(㎡)	취득내역
스타필드 안성	201,303	신세계가 2010년 쌍용차 출하장 부지 약 1,000억원에 매입
스타필드 하남	117,116	신세계그룹의 사업시행자인 하남유니온스퀘어가 2012년 하남도시공사로부터 매입
스타필드 고양	96,555	이마트가 2012년 1,777억원에 매입 후 2013년 12월 신세계프라퍼티에 514억원에 양도
스타필드 청라	163,362	신세계가 2012년 인천경제청으로부터 약 1,000억원에 매입
스타필드 창원	33,210	프라퍼티가 2017년 구 39사단 부지 내 상업용지를 약 750억원에 매입
스타필드 수원	34,125	프라퍼티가 2018년 KT&G로부터 1,602억원에 매입
동서울 터미널	36,704	프라퍼티가 2019년 HJ중공업으로부터 4,025억원에 매입
화성 송산 그린시티	4,198,000	프라퍼티가 2021년 한국수자원공사로부터 8,760억원에 매입
스타필드빌리지 별내	8,582	프라퍼티가 이마트 별내점 주차장 부지를 약 750억원에 매입
그랜드스타필드 광주	417,531	프라퍼티가 광주 어등산관광단지 부지를 약 860억원에 매입, 현재 대금 납부 중

자료: 신세계프라퍼티, 언론 종합, 신영증권 리서치센터

도표 9. 신세계프라퍼티 재무상태표 요약

구분(연결기준, 억원)	2023	2024
자산총계	**4,055**	**45,211**
현금및현금성자산	3,218	3,343
장단기금융자산	8,278	9,183
유형자산	1,871	2,200
투자부동산	15,954	17,779
부채총계	16,784	20,650
장단기차입금	11,390	15,017
자본총계	23,768	24,561
지배기업소유지분	**20,127**	**20,968**
납입자본	17,060	17,060
이익잉여금	**-206**	**161**

자료: 신세계프라퍼티, 신영증권 리서치센터

도표 10. 신세계프라퍼티 보유 부지 내역

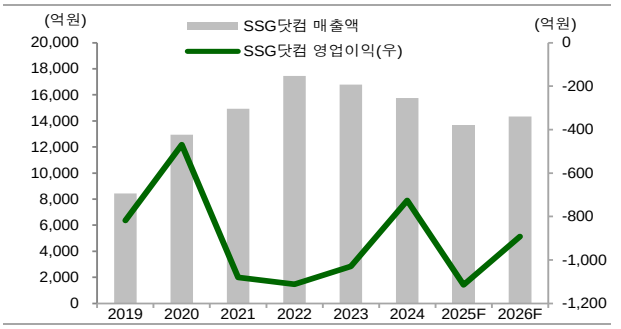
프로젝트명	주소	연면적(㎡)	오픈(예정)
스타베이시티 화성국제테마파크	경기 화성시 남양읍 문호리	4,198,000 (대지)	2029
동서울 터미널	서울 광진구 강변역로 50 동서울종합터미널	36,704 (대지)	2031
스타필드 빌리지	경기 파주시 와동동	178,000	2025
	경남 진주시 호탄동	240,000	2028
	서울 강서구 가양1동	93,686 (대지)	2029
스타필드	경기 하남시 신장동	459,504	2016
	서울 강남구 삼성동	393,388	2016
	경기 고양시 동산동	364,958	2017
	경기 안성시 진사리	240,000	2020
	경기 수원시 정자동	329,917	2024
스타필드시티	경기 하남시 학암동	160,330	2018
	경기 부천시 옥길동	149,090	2019
	부산 강서구 명지동	99,504	2019
스탈릿	서울 성동구 성수동2가	7,150	2022

자료: 신세계프라퍼티, 신영증권 리서치센터

한국 소비자가 쿠팡 없이 살 수 있을까?

지금까지는 그 간 이마트가 본업과 종속회사를 통해 얼마나 안정적이고 매력적인 사업포트폴리오를 구축해 왔는지 정리해 보았다. 여기까지만 보면 왜 이마트 시총이 2조원대에 머물러 있는지 이해하기 힘들다. 힌트는, 이마트를 칭할 때 '오프라인' 유통 강자라고 하는데서 찾을 수 있다. 그냥 유통 강자가 아니라 '오프라인'에서만 강자라는 뜻이다. 그렇다. 지금 이마트 주가의 발목을 잡고 있는 가장 큰 요인은 '온라인'이다. 못 해도 너무 못 하는 것이 문제다. 결과적으로 실속이 없었던 쓱닷컴 분사 결정에서부터 마이크로 풀필먼트 확대(쉽게 말해 점포 활용)를 거쳐 2025년 CJ대한통운과의 배송 제휴 결정에 이르기까지 크고 작은 노력과 시도를 반복해 왔지만 쓱닷컴의 성과는 처참하다. 절실하지 않아서인지 즉, 오프라인에서 아직도 돈을 많이 벌고 있다는 생각 때문인지 아니라면 그룹의 장기 전략의 방향 선상에 온라인을 우선순위에 전혀 두고 있지 않아서인지, 어쩌면 둘 다 인지 모를, 그야말로 이마트가 온라인에 대해서 생각하고 있는 전략이 무엇인지 여전히 알 수 없다는 것이 가장 큰 문제다. 지마켓을 무리하게 인수하면서 오프라인 점포 경쟁력이 훼손된 점, 결국 알리바바와 헐 값에 손을 잡게 된 점 등은 이제 더 언급하기에는 입이 아플 지경이라 이 부분은 생략한다.

도표 11. 이마트 SSG닷컴 매출액과 영업이익 추이

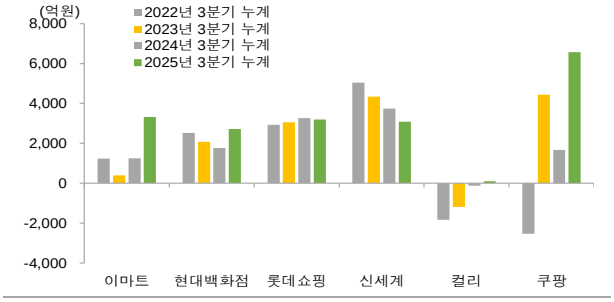


자료: 이마트, 신영증권 리서치센터

이쯤에서, 최근 쿠팡의 개인정보 유출사고가 이마트에 반사 수혜를 줄 지에 대한 점검이 필요하다. 쿠팡은 실적 면에서나 온라인 시장 점유율 면에서나 한국에서 명실상부 1위 기업으로 우뚝 섰다. 이번 사고로 인한 회사의 대응 등에 대한 논란이 많은 상황이지만 근본적으로 던져야 할 질문은, 한국 소비자가 이제 쿠팡 없이 살 수 있는지와 쿠팡의 영업에 지장이 있을 정도의 규제 집행이 가능할지에 대한 것이다. 전자는 소비자의 로열티와, 후자는 촘촘하게 얽힌 밸류체인의 파급력과 관련이 있다.

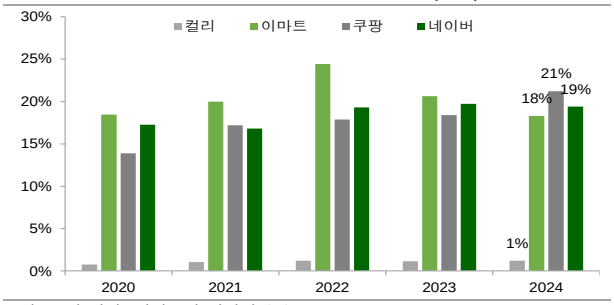
버는 돈의 대부분이 한국에서 창출되고 본사도 한국에 있는 쿠팡의 국적이 미국인지 한국인지에 대한 논란도 있다. 미국 상장사인 쿠팡은 한국에서 공식적인 IR 활동도 하지 않는데, 월마트나 아마존도 한국에서 공식 IR 활동을 하지 않는다는 점을 생각해야 한다. 이런 논란들은 법적인 문제를 떠나 정서에 호소하는 수준에 불과하다.

도표 12. 주요 유통업체 연도별 3분기 누계 영업이익 비교



자료: Quantiwise, 신영증권 리서치센터

도표 13. 주요 유통업체 온라인 쇼핑 점유율 추이(추정)

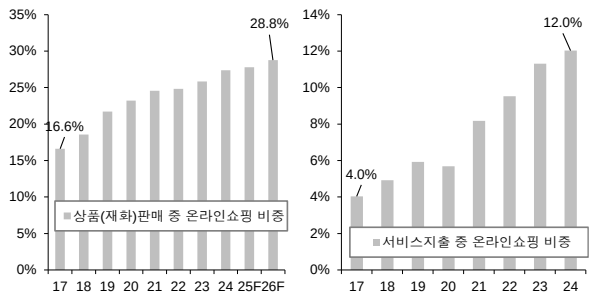


자료: 각 회사, 신영증권 리서치센터

한편, 오프라인에서도 사람들이 상품과 서비스 두 가지 영역에서 소비를 하듯 온라인에서도 마찬가지인데, 270조원에 육박하는 온라인 쇼핑 시장이 여전히 성장하고 있는 동력은 서비스 소비에서 나오고 있다. 배달 음식, 여행 예약 등이 그 예다. 그런데 국내 가계지출 중 서비스 항목 소비가 온라인에서 이루어지는 비율(침투율)은 아직 12%에 머물러 있다. 성장 잠재력이 여전히 높다는 뜻이며, 쿠팡은 쿠팡이츠와 플레이 등을 통해서 이 영역에까지 이미 발을 넓히고 있다.

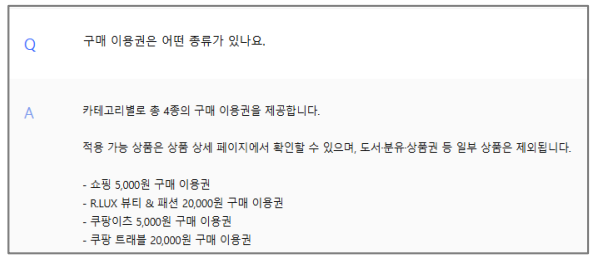
따라서 앞서 언급한 두 가지 근본적인 질문에 확실한 답을 하지 못하는 이상, 이마트가 쿠팡의 사고로 수혜를 보기는 쉽지 않다.

도표 14. 상품과 서비스지출의 온라인 침투율 추이



자료: 통계청, 신영증권 리서치센터

도표 15. 쿠팡 개인정보 유출사고에 관한 보상 안내



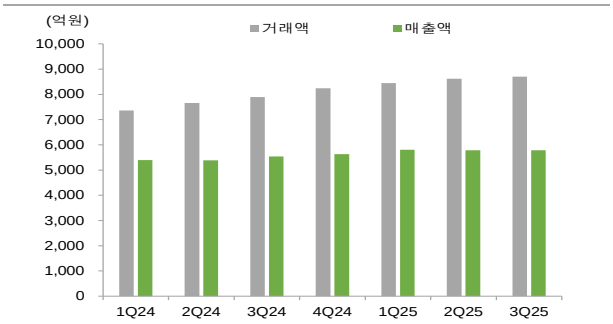
자료: 쿠팡 홈페이지

컬리가 쓱닷컴 보다 나은 이유

쓱닷컴이 여전히 갈피를 못 잡고 있는 상황에서 컬리는 꾸준히 그리고 묵묵히 영역을 확장하면서 수익성도 챙기고 있어서 주목된다. 거래액 기준으로 쓱닷컴의 이마트 부문 숫자에 견줄 만한 규모로 이미 성장했다.

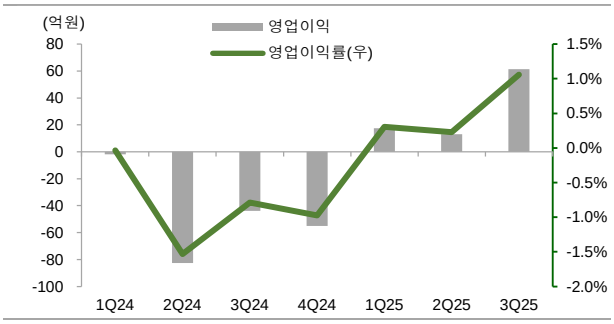
지난 1분기에 첫 영업흑자를 기록한 이후 세 개 분기 연속 흑자를 달성하며 3분기에는 분기 최대 거래액과 영업이익을 기록한 바 있다. 소싱 효율을 개선하고 3P와 광고 매출이 증가하면서 매출총이익률이 상승하여 영업이익을 견인하고 있다. 지난 9월에는 네이버와 협업을 통해 '컬리N마트'를 공식 오픈하면서 컬리 입장에서는 트래픽과 개인화 추천에 큰 시너지를 경험하고 있다. 뷰티 컬리의 꾸준한 성장세도 사업 다각화에 힘을 실어 주는 성과다.

도표 16. 컬리 거래액과 매출액 추이



자료: 컬리, 신영증권 리서치센터

도표 17. 컬리 영업이익 추이



자료: 컬리, 신영증권 리서치센터

도표 18. 컬리 매출액과 매출총이익 세부 내역

	3Q24	3Q25	yoy	3Q24 누계	3Q25 누계	yoy
매출액 % YoY	5,543	5,787	+243 +4.4%	16,322	17,381	+1,059 +6.5%
상품매출 % YoY	5,447	5,642	+195 +3.6%	16,083	16,995	+912 +5.7%
(구성비)	(98.3%)	(97.5%)	(-0.8%p)	(98.5%)	(97.8%)	(-0.7%p)
기타매출 % YoY	96	145	+48 +50.3%	240	387	+147 +61.3%
(구성비)	(1.7%)	(2.5%)	(+0.8%p)	(1.5%)	(2.2%)	(+0.7%p)
매출총이익	1,789	2,015	+226	5,199	5,844	+645
매출총이익률 %	32.3%	34.8%	+2.5%p	31.9%	33.6%	+1.7%p

자료: 컬리 IR자료

올해로 3회를 맞이한 컬리 푸드페스타. 지난 12월 18일부터 21일까지 진행. 사진은 20일 토요일 오후 입구 모습. 세 번째 페스타는 이전보다 더 풍성하면서도 시스템이 정돈되어 행사를 즐기기에 불편함이 한 결 나아진 모습이었다. 북적거리는 인파 속에서 이 사진 한 장을 건지기 위해 오래 기다려야 했다. 출구에서 지급되는 랜덤박스는 무거워서 들고 오기 힘들 정도로 알참.

온라인 사업에서 이마트는 쿠팡은 커녕 컬리에게도 뒤쳐지게 될 판이다. 왜 이렇게 된 걸까? 앞서 언급한 '절실함'이 부족한데서 오는 전략 혼선 때문이라는 판단이다. 그리고 그 혼선이 언제쯤 가닥이 잡혀 속 시원하게 마무리될 지도 미지수다.

그래서 당사는 당분간 이마트의 적정기업가치 산정에서 온라인 사업을 제외하기로 결정했다. 지마켓 가치는 원래도 포함하지 않았었으나, 쓱닷컴은 거래액에 배수를 적용하는 방식으로 약 8,500억원의 가치를 부여해 왔었다. 참고로 쓱닷컴 법인의 순자산은 1.3조원을 상회하여 지분율을 감안할 경우 순자산 가치는 6,000억원에 달한다. 이러한 결정에도 불구하고 이마트의 적정기업가치는 주당 약 14만원으로 산정되어 여전히 저평가 되어 있다는 판단이다.

못 하는 온라인 사업은 없다고 치더라도 오프라인 이마트에서부터 트레이더스, 슈퍼, 스타벅스, 조선호텔, 프라퍼티, 이마트24, 신세계I&C, 신세계푸드에 이르기까지 영위하고 있는 사업들의 합산 가치가 제법 높아졌다. 오랜 시간 미운 오리였던 이마트가 온라인 사업 외에서는 꽤 성과를 보이고 있고, 계열사 효율화 작업(신세계건설, 신세계푸드)이 한창 진행 중이라는 점에 주목한다. 이마트 목표주가를 140,000원으로 종전대비 약 27% 상향하며 매수 의견 유지한다.

Analyst 서정연 seo.jung-yeon@shinyoung.com

이마트(139480.KS)

가만히 보면 참 싸고, 자세히 보면 많이 싸다

매수(유지)

현재주가(12/30)	81,300원
목표주가(12M, 상향)	140,000원

Valuation Indicator

(배,%)	24A	25F	26F
PER	-	6.1	7.1
PBR	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.8	6.0	6.3
ROE	-5.4	3.5	2.9
DPS	2,000	2,000	2,000

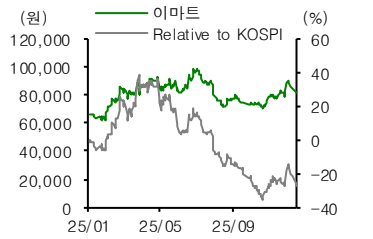
Key Data (기준일: 2025. 12. 30)

KOSPI(pt)	4214.17
KOSDAQ(pt)	925.47
액면가(원)	5,000
시가총액(억원)	22,435
발행주식수(천주)	27,596
평균거래량(3M,주)	181,784
평균거래대금(3M, 백만원)	14,594
52주 최고/최저	99,400 / 62,100
52주 일간Beta	0.3
배당수익률(25F,%)	2.5
외국인지분율(%)	26.2
주요주주 지분율(%)	
정용진 외 1 인	28.9 %
국민연금공단	10.0 %

Company Performance

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.0	7.7	-4.8	28.2
KOSPI대비 상대수익률	-3.1	-12.5	-30.6	-27.0

Company vs KOSPI composite



온라인 제외한 적정기업가치 매력적

- 2026년부터 별도 영업이익 4,000억원 달성 무난. 연간 영업이익 1,500억원에 육박하는 트레이더스 기여 커짐
- 여기에 더해 조선호텔과 스타벅스가 벌어들이는 영업이익도 연간 2,000억원을 훌쩍 넘김. 즉, 꾸준한 캐시카우가 연간 6,000억원을 상회한다는 점에 주목
- 최근 주목받고 있는 신세계프라퍼티는 연간 별도 영업이익 800억원, 연결 영업이익 1,300억원을 상회하며 지속 성장 중. 투자부동산 증가로 순자산은 2조원을 상회

도표 1. 이마트 별도(본업) 기준 실적 추이

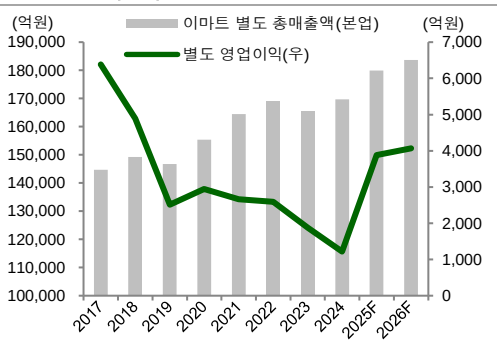
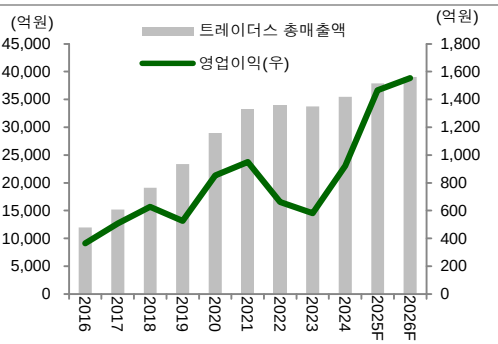


도표 2. 이마트 트레이더스 실적 추이



자료: 회사, 신영증권 리서치센터

- 이마트 주가에 발목 요인인 '온라인'사업을 제외하고 기업가치 산정. 오프라인 이마트에서 트레이더스, 슈퍼, 스타벅스, 조선호텔, 프라퍼티, 이마트24, 신세계I&C, 신세계푸드에 이르기까지 영위하고 있는 사업들의 합산 가치가 제법 높아짐
- 계열사 효율화 작업(신세계건설, 신세계푸드)이 한창 진행 중이라는 점도 눈에 띄는 대목. 이마트 목표주가를 140,000원으로 종전대비 약 27% 상향하며 매수 의견 유지함.

도표 3. 신세계프라퍼티 실적 추이

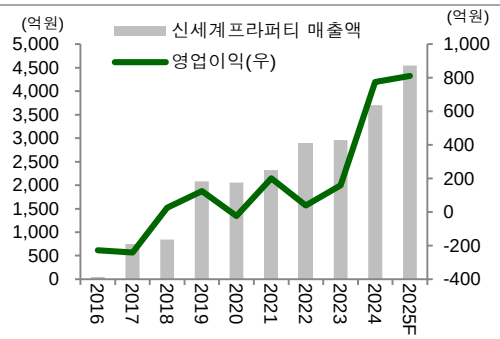
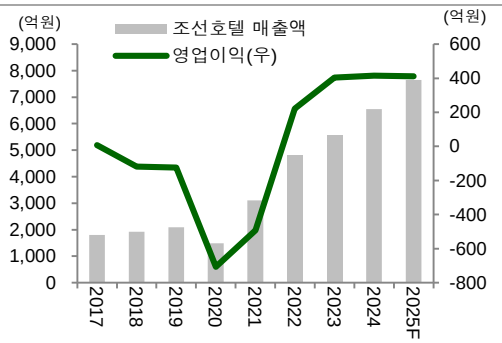
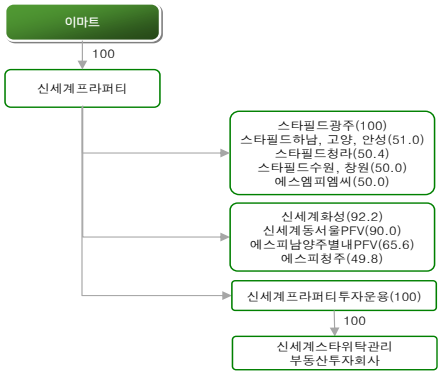


도표 4. 조선호텔앤리조트 실적 추이



자료: 회사, 신영증권 리서치센터

도표 5. 신세계프라퍼티 지배구조



자료: 회사, 신영증권 리서치센터

도표 6. 신세계프라퍼티 재무상태표 요약

구분(연결기준, 억원)	2022	2023	2024
자산총계	**37,146**	**4,055**	**45,211**
현금및현금성자산	1,389	3,218	3,343
장단기금융자산	8,110	8,278	9,183
유형자산	1,734	1,871	2,200
투자부동산	15,943	15,954	17,779
부채총계	16,406	16,784	20,650
장단기차입금	14,573	11,390	15,017
자본총계	20,739	23,768	2,456
지배기업소유지분	**17,124**	**20,127**	**20,968**
납입자본	17,060	17,060	17,060
이익잉여금	**-193**	**-206**	**161**

도표 7. 이마트 목표주가 산정 내역 (단위 : 억원)

구 분				비 고
영업가치	**26F NOPLAT/NI**	**적용 PER(배)**	**적정가치**	
오프라인 이마트, 트레이더스, 슈퍼	2,994	8.0	23,950	국내 오프라인 이마트(트레이더스, 슈퍼, 전문점 포함)에 당사 유통업 Target PER 10배 20% 할인
투자자산가치				
스타벅스	**1,700**	**10.0**	**11,475**	스타벅스(67.5%) 26년 예상순이익에 당사 유통업 Target PER 10배 적용
주요 종속 및 관계기업			30,198	조선호텔, 프라퍼티, 신세계푸드, 이마트24, I&C 등 BV 30% 할인
삼성생명지분가치	11,762,667주		8,822	주당 15만원 적용, 50% 할인
순차입금 차감			36,000	2025년 말 예상(별도기준)
적정가치			**38,445**	
총발행주식 수(주)			27,595,819	참고: 자기주식수 807,466주(2.9%) 보유, 2025.4.15 자사주 28만주 소각
주당적정가치(원)			**139,315**	

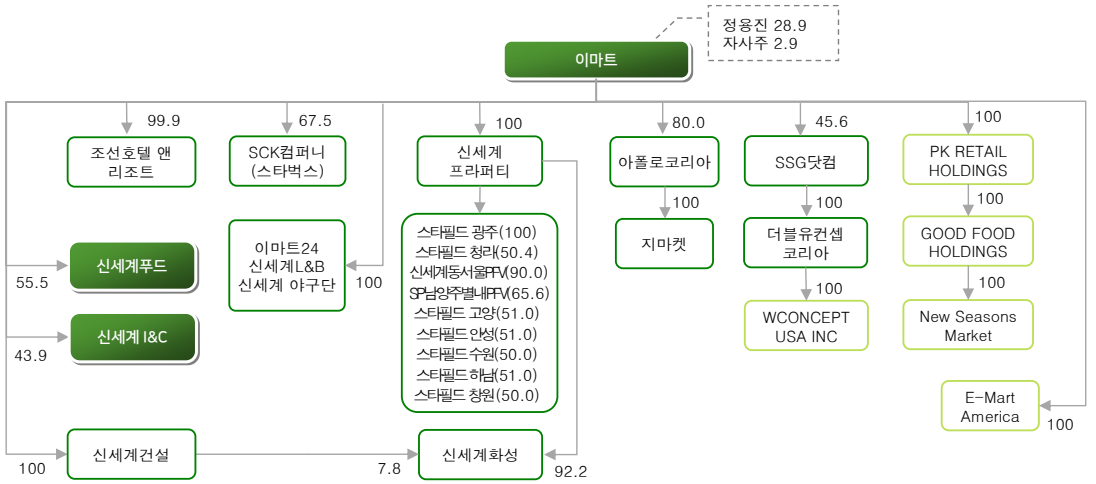
자료: 신영증권 리서치센터

도표 8. 이마트 분기별 실적 전망 (단위: 억원)

구 분	2025F				2026F				연간		
	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2024A	2025F	2026F
총매출액	75,855	73,591	77,209	77,302	78,518	76,428	81,904	78,079	304,186	303,957	314,930
증가율(YoY)	0.3%	-0.4%	-1.8%	1.7%	3.5%	3.9%	6.1%	1.0%	-1.5%	-0.1%	3.6%
이마트 오프라인	30,422	27,701	29,707	29,563	30,878	28,117	31,935	28,824	116,665	117,393	119,754
트레이더스	9,667	9,003	10,004	9,196	10,150	9,183	10,704	9,012	35,495	37,870	39,050
전문점	2,604	2,579	2,548	2,476	2,578	2,553	2,573	2,501	10,195	10,207	10,206
SSG 닷컴	3,568	3,503	3,189	3,388	3,747	3,678	3,348	3,557	15,755	13,648	14,330
매출총이익	22,719	21,994	23,035	23,258	23,719	23,127	24,535	23,749	90,411	91,007	95,130
매출총이익률	30.0%	29.9%	29.8%	30.1%	30.2%	30.3%	30.0%	30.4%	29.7%	29.9%	30.2%
영업이익	1,593	216	1,514	1,267	1,564	372	1,775	1,311	471	4,591	5,022
증가율(YoY)	238.2%	흑전	35.6%	흑전	-1.9%	71.8%	17.2%	3.5%	흑전	874.7%	9.4%
영업이익률	2.1%	0.3%	2.0%	1.6%	2.0%	0.5%	2.2%	1.7%	0.2%	1.5%	1.6%
이마트 오프라인	778	-340	548	798	803	-289	735	576	-199	1,784	1,825
트레이더스	423	309	395	340	454	324	433	342	922	1,467	1,554
전문점	69	126	83	55	68	123	81	54	382	333	326
SSG 닷컴	-181	-310	-422	-202	-145	-248	-338	-162	-726	-1,115	-892
지배순이익	708	-523	2,659	855	946	256	1,065	893	-5,900	3,700	3,160
증가율(YoY)	157.3%	적지	120.5%	흑전	33.7%	흑전	-60.0%	4.4%	적지	흑전	-14.6%

자료: 회사, 신영증권 리서치센터

도표 9. 이마트 그룹 지배구조



자료: 회사, 신영증권 리서치센터

이마트(139480.KS) 추정 재무제표

Income Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**294,722**	**290,209**	**290,133**	**300,657**	**311,322**
증가율(%)	0.5	-1.5	0.0	3.6	3.5
매출원가	**207,281**	**199,798**	**199,126**	**205,528**	**211,957**
원가율(%)	70.3	68.8	68.6	68.4	68.1
매출총이익	**87,442**	**90,411**	**91,007**	**95,130**	**99,365**
매출총이익률(%)	29.7	31.2	31.4	31.6	31.9
판매비와 관리비 등	**87,911**	**89,940**	**86,416**	**90,108**	**93,686**
판관비율(%)	29.8	31.0	29.8	30.0	30.1
영업이익	**-469**	**471**	**4,591**	**5,022**	**5,679**
증가율(%)	적전	흑전	874.7	9.4	13.1
영업이익률(%)	-0.2	0.2	1.6	1.7	1.8
EBITDA	**15,490**	**16,753**	**20,465**	**17,831**	**16,200**
EBITDA마진(%)	5.3	5.8	7.1	5.9	5.2
순금융손익	**-2,767**	**-3,994**	**-2,267**	**-520**	**-520**
이자손익	-3,222	-3,654	-2,178	-1,618	-1,097
외화관련손익	-354	-1,516	-427	-427	-427
기타영업외손익	**989**	**-2,761**	**2,845**	**-400**	**-400**
종속및관계기업 관련손익	**124**	**230**	**322**	**338**	**355**
법인세차감전계속사업이익	**-2,123**	**-6,054**	**5,491**	**4,440**	**5,114**
계속사업손익법인세비용	**-248**	**-320**	**1,003**	**1,026**	**1,181**
세후중단사업손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**-1,875**	**-5,734**	**4,488**	**3,414**	**3,932**
증가율(%)	적전	적지	흑전	-23.9	15.2
순이익률(%)	-0.6	-2.0	1.5	1.1	1.3
지배주주지분 당기순이익	-891	-5,900	3,700	3,160	3,725
증가율(%)	적전	적지	흑전	-14.6	17.9
기타포괄이익	**-2,065**	**2,946**	**22**	**22**	**22**
총포괄이익	**-3,940**	**-2,788**	**4,510**	**3,436**	**3,955**

주) K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

Balance Sheet

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**63,878**	**104,291**	**115,313**	**121,038**	**129,056**
현금및현금성자산	17,712	17,751	38,849	45,820	54,943
매출채권 및 기타채권	18,340	16,242	12,327	12,833	13,354
재고자산	18,458	20,544	16,868	17,480	18,100
비유동자산	**270,561**	**235,015**	**220,194**	**211,885**	**205,864**
유형자산	100,424	97,309	88,397	82,129	77,800
무형자산	77,613	40,957	38,495	36,454	34,762
투자자산	37,797	42,424	37,305	37,305	37,305
기타 금융업자산	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
자산총계	**334,439**	**339,306**	**335,507**	**332,923**	**334,920**
유동부채	**103,739**	**108,041**	**100,281**	**94,797**	**93,375**
단기차입금	11,587	9,615	4,615	-385	-1,385
매입채무및기타채무	43,642	36,566	37,805	37,321	36,899
유동성장기부채	19,753	22,044	18,044	18,044	18,044
비유동부채	**92,358**	**99,424**	**99,424**	**99,424**	**99,424**
사채	28,454	32,530	32,530	32,530	32,530
장기차입금	18,951	23,973	23,973	23,973	23,973
기타 금융업부채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	**196,096**	**207,466**	**199,705**	**194,221**	**192,799**
지배주주지분	**114,534**	**103,906**	**107,078**	**109,724**	**112,936**
자본금	1,394	1,394	1,380	1,380	1,380
자본잉여금	42,767	42,082	42,082	42,082	42,082
기타포괄이익누계액	6,563	10,204	10,226	10,249	10,271
이익잉여금	53,586	46,384	49,548	52,172	55,361
비지배주주지분	**23,808**	**27,935**	**28,723**	**28,978**	**29,185**
자본총계	**138,342**	**131,841**	**135,801**	**138,702**	**142,121**
총차입금	**116,471**	**125,754**	**116,754**	**111,754**	**110,754**
순차입금	**91,868**	**102,133**	**72,462**	**60,763**	**50,900**

Cashflow Statement

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동으로인한현금흐름	**11,351**	**14,598**	**31,179**	**16,482**	**14,629**
당기순이익	**-1,875**	**-5,734**	**4,488**	**3,414**	**3,932**
현금유출이없는비용및수익	**22,506**	**28,066**	**19,160**	**15,542**	**12,872**
유형자산감가상각비	13,621	13,820	13,412	10,768	8,829
무형자산상각비	2,338	2,462	2,462	2,041	1,692
영업활동관련자산부채변동	**-3,534**	**-3,722**	**11,031**	**489**	**424**
매출채권의감소(증가)	-2,153	-19	3,914	-506	-521
재고자산의감소(증가)	406	-2,098	3,675	-612	-620
매입채무의증가(감소)	-1,599	-509	1,240	-484	-422
투자활동으로인한현금흐름	**-8,091**	**-8,921**	**1,375**	**-3,743**	**-3,740**
투자자산의 감소(증가)	-341	-4,397	5,442	338	355
유형자산의 감소	1,618	245	0	0	0
CAPEX	-7,657	-6,507	-4,500	-4,500	-4,500
단기금융자산의감소(증가)	-1,504	1,062	286	272	259
재무활동으로인한현금흐름	**1,760**	**-1,531**	**-15,680**	**-11,666**	**-7,666**
장기차입금의증가(감소)	4,838	6,319	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	-14	0	0
기타현금흐름	**0**	**-4,108**	**4,225**	**5,899**	**5,899**
현금의 증가	**5,021**	**38**	**21,099**	**6,971**	**9,122**
기초현금	12,691	17,712	17,751	38,849	45,820
기말현금	17,712	17,751	38,849	45,820	54,943

Valuation Indicator

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Per Share (원)					
EPS	-3,196	-21,166	13,368	11,450	13,498
BPS	416,060	377,932	393,262	402,851	414,489
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiples (배)					
PER	na	na	6.1	7.1	6.0
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	8.8	8.8	6.0	6.3	6.3

Financial Ratio

12월 결산(억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성(%)					
EPS(지배순이익) 증가율	적전	적지	흑전	-14.3%	17.9%
EBITDA(발표기준) 증가율	-8.7%	8.2%	22.2%	-12.9%	-9.1%
수익성(%)					
ROE(순이익 기준)	-1.4%	-4.2%	3.4%	2.5%	2.8%
ROE(지배순이익 기준)	-0.8%	-5.4%	3.5%	2.9%	3.3%
ROIC	-1.2%	-1.2%	2.2%	2.5%	2.9%
WACC	3.7%	4.1%	3.8%	3.6%	3.6%
안전성(%)					
부채비율	141.7%	157.4%	147.1%	140.0%	135.7%
순차입금비율	66.4%	77.5%	53.4%	43.8%	35.8%
이자보상배율	-0.1	0.1	1.0	1.1	1.3

Compliance Notice

■ **투자등급**

종목 **매수** : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 10% 이상의 상승이 예상되는 경우
중립 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비±10% 이내의 등락이 예상되는 경우
매도 : 향후 12개월 동안 추천일 종가대비 목표주가 -10% 이하의 하락이 예상되는 경우

산업 **비중확대** : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 높게 가져갈 것을 추천
중 립 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중과 같게 가져갈 것을 추천
비중축소 : 향후 12개월 동안 분석대상 산업의 보유비중을 시장비중 대비 낮게 가져갈 것을 추천

- 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료 작성한 애널리스트는 발간일 현재 본인 및 배우자의 계좌로 동 주식을 보유하고 있지 않으며, 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료의 작성 담당자는 자료에 게재된 내용이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자 참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 본 자료의 괴리율은 감자 등 주가에 영향을 미치는 사건을 반영하여 계산하였습니다.

본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

[당사의 투자의견 비율 고지]

당사의 투자의견 비율			
기준일(20251231)	매수 : 87.18%	중립 : 11.54%	매도 : 1.28%

[당사와의 이해관계 고지]

종목명	LP(유동성공급자)	시장조성자			1%이상보유	계열사 관계여부	채무이행보증	자사주신탁 계약
	ELW	주식	주식선물	주식옵션				
이마트	-	-	-	-	-	-	-	-

이마트 : 과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가	최고(저) 주가
2026-01-02	매수	140000		