

# [월마트 27Q2 Preview] 실적은 좋는데 왜 주가는 빠졌을까, 투자의견 매수 유지

26.08.20 · AI Engineer 조재운 jaeun.jo@daishin.com



## 8월 20일, 시장이 확인하려는 건 실적이 아니라 가이드נס다

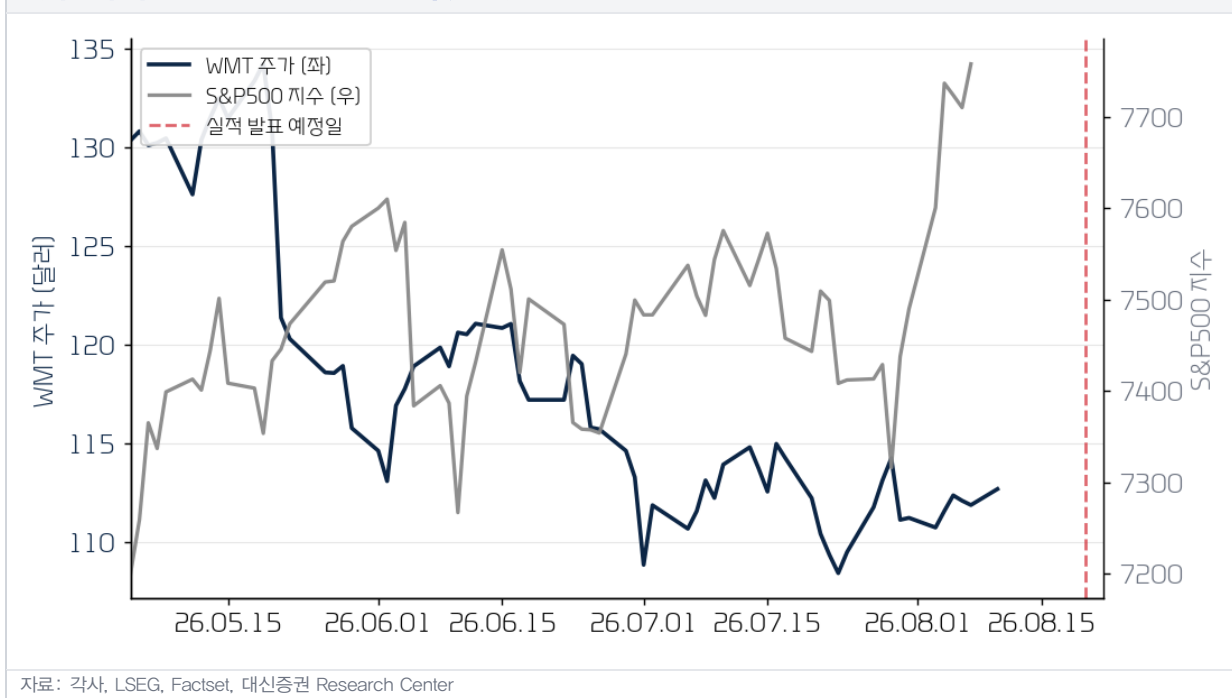
월마트는 8월 20일 회계연도 2027년 2분기 실적을 내놓는다. 이번 분기의 관전 포인트는 매출이나 이익 자체가 아니다. 회사가 연간 전망을 처음으로 올려잡을지 여부다. 월마트는 미국 최대 오프라인 유통업체지만, 최근 몇 년의 성장은 매장이 아니라 온라인·광고·멤버십에서 나왔다. 직전 분기 매출은 1,777.5억 달러로 시장 평균 전망(컨센서스)을 1.7% 웃돌았고, 총이익률은 25.14%로 아홉 분기 연속 전년 대비 개선됐다. 그런데도 발표 당일 주가는 7.27% 밀렸다. 실적이 아니라 **회사 가이드נס(자체 전망)의 보수성**이 시장을 실망시킨 것이다. 이번에도 같은 장면이 반복될지가 최대 변수다.

## 좋은 실적에도 주가가 빠지는 구간에 들어와 있다

지금 월마트 주가는 12개월 예상 이익 대비 40.2배 수준에서 거래되고 있다. 5년 평균 27.5배보다 46% 높다. 이 정도 프리미엄이면 웬만한 상회로는 주가가 잘 움직이지 않는다. 오히려 기대에 못 미치면 낙폭이 커지는 비대칭 구조다. 지난 분기의 7% 넘는 하락이 그 증거다. 최근 오픈하이머가 투자의견을 내렸고 번스타인과 미즈호도 목표주가를 낮췄다. 그럼에도 셀사이드 33곳이 여전히 매수 의견을 유지하고 있어, 눈높이가 이미 한쪽으로 쏠려 있다는 점은 부담이다. 옵션시장은 발표 후 약 6.6%의 움직임을 예상하고 있고(옵션시장이 반영한 예상 변동폭), 풋/콜 거래량 비율 0.32는 콜 쏠림이 뚜렷하다는 뜻이다. 다만 25 델타 스쿠가 -3.78로 하방 보험 수요도 함께 붙어 있다. 위를 보되 보험을 걸어둔 포지셔닝이다.



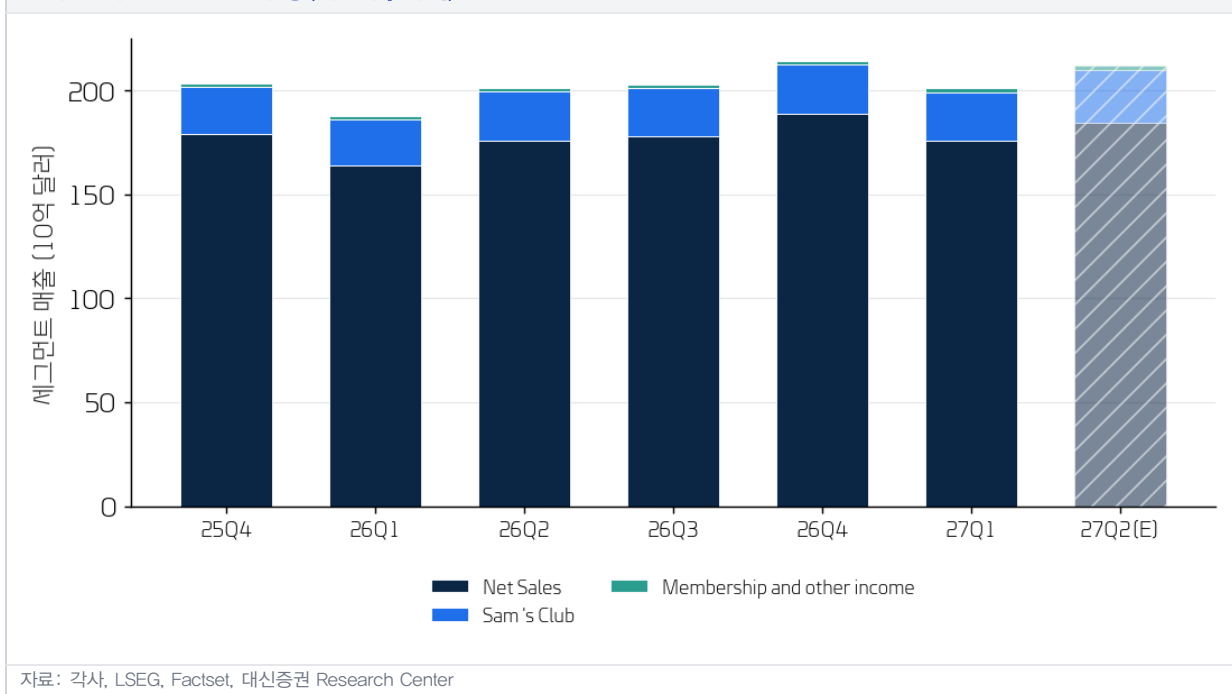
## 월마트 주가 vs S&P500 — 발표 전 약 90 일



## 달러 약세가 이번 분기 숫자를 조용히 밀어올린다

이번 분기 매출을 읽을 때 환율을 빼놓을 수 없다. 달러인덱스가 99 수준까지 내려오면서, 직전까지 발목을 잡던 환율이 순풍으로 돌아섰다. 해외 사업 비중이 큰 월마트 입장에서 이는 보고 기준 매출을 고정환율 기준보다 0.8~1.0%p 정도 끌어올리는 효과로 이어질 수 있다. 당사는 이번 분기 매출을 1,850 억~1,885 억달러, 조정 주당순이익을 0.73~0.77 달러로 보고 있다. 회사 가이드스 상단을 소폭 웃도는 수준이다. 다만 성장의 '질'도 함께 봐야 한다. 미국 기존점 매출이 4.1% 늘었지만, 일반상품 가격 하락 국면이 길어지면 성장의 구성이 식품 편중으로 기울 수 있다. 여기에 멕시코 법인 Walmex 가 소비 둔화를 이유로 자체 전망을 낮춘 점은 해외 부문에서 같은 방향의 참고 신호로 볼 만하다.

### 월마트 세그먼트 매출 구성(사업부/지역)



### 광고와 멤버십이 이익의 3분의 1을 만들고 있다

월마트를 단순 유통주로 보면 40 배 배수는 설명이 안 된다. 시장이 값을 매기는 건 광고·멤버십·마켓플레이스 같은 **대안 수익원**이다. 이 영역이 이미 영업이익의 약 3분의 1을 만들고 있고, 계절 변동과 무관하게 총이익률을 밀어올리고 있다. 지난 분기 미국 사업의 매출총이익 개선분 중 0.29%p 가 이 믹스 변화에서 나왔다. 최근 14억달러를 들여 인수한 Vibe.co는 인터넷 연결 TV 광고로 이 영역을 넓히려는 포석이다. 반대편에는 투자 부담이 있다. 잉여현금흐름(회사가 실제로 손에 쥐는 현금)이 -19.5억달러로 마이너스 전환했고, 설비투자는 여전히 정점 부근이다. 물류센터 자동화 개편이 절반쯤 진행됐다는 점은 다음 회계연도 중 투자 정점 통과 가능성을 뒷받침하지만, 이번 분기에 현금흐름이 어느 정도 회복되는지가 밸류에이션 논쟁의 실질적 가능자가 된다.

### 월마트 주가와 12개월 선행 주당순이익 추이



## 연료비와 관세 환급, 가이드스를 늘려온 두 변수

이번 분기에는 이익률을 흔드는 외부 변수 두 가지가 걸려 있다. 하나는 1.75 억달러 규모의 연료비 역풍이다. 다른 하나는 미국의 긴급경제권한법에 근거한 관세 환급이 회사 전망에서 빠져 있다는 점이다. 환급이 하반기 중 확정되면 그만큼이 고스란히 상방 여력으로 남는다. 회사가 연간 주당순이익 전망을 2.75~2.85 달러로 제시한 반면 시장 평균 전망이 2.91 달러인 것도 이런 보수적 설정 때문이다. 월마트는 최근 4 년 연속 낮게 잡고 여러 차례 올려온 이력이 있다. 관건은 그 첫 상향이 이번 분기에 나오느냐다.

## 시나리오와 우리 입장

상회하더라도 연간 전망 상향이 없으면 주가 반응은 제한될 가능성이 크다. 지난 분기가 정확히 그런 사례였다. 상회에 더해 연간 주당순이익 전망을 2.85 달러 위로 올려 잡는다면, 40 배라는 배수를 정당화하는 실적 궤도가 확인되며 주가 재평가로 이어질 여지가 있다. 부합에 그치면 매수 의견에 쏠린 눈높이가 오히려 하방 압력으로 작용할 수 있다. 하회 시에는 옵션시장이 반영한 6.6%를 웃도는 변동성도 배제하기 어렵다. 그럼에도 총이익률의 아홉 분기 연속 개선, 대안 수익원의 구조적 기여, 환율 순풍 전환이라는 세 축은 여전히 살아 있다. 발표를 앞둔 현재 투자의견은 **매수**를 유지한다(확신도 중간).

## 한눈에 보는 관전 포인트

| 관전 포인트    | 시장 눈높이(컨센서스)                | 회사 가이드스           | 우리가 보는 초점                              |
|-----------|-----------------------------|-------------------|----------------------------------------|
| 분기 매출     | 약 1,777.5 억달러 기준선           | 고정환율 기준 +3.5~4.5% | 환율 순풍 가산 시<br>1,850 억~1,885 억달러<br>가능성 |
| 분기 주당순이익  | 0.66 달러                     | 0.72~0.74 달러      | 0.73~0.77 달러, 상회 폭이<br>관건              |
| 연간 주당순이익  | 2.91 달러(연간 컨센서스<br>2.64 달러) | 2.75~2.85 달러      | 첫 상향이 나오는지가 최대<br>분수령                  |
| 마진(이익률)   | 영업이익 약 74.97 억달러            | 별도 제시 없음          | 연료비 1.75 억달러 역풍<br>흡수 여부               |
| 설비투자·현금흐름 | 명시적 눈높이 부재                  | 별도 제시 없음          | 잉여현금흐름 마이너스에서<br>얼마나 회복하는지             |
| 관세 환급     | 반영 안 됨                      | 전망에서 제외           | 하반기 확정 시 이익 상방<br>여력                   |

※ 투자자의견 체계 — 적극 매수 > 매수 > 중립 > 비중축소 > 매도 5 단계. 하우스 뷰의 방향(강제·중립·약세)과 확신도(높음·중간·낮음)를 결합해 부여하며, 목표주가 대비 기대수익률을 기준으로 산정한 등급이 아니다. 상향·유지·하향은 같은 종목 직전 발간물의 등급과 비교한 결과다.

## Compliance Notice

금융투자업규정 4-20 조 1 항 5 호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (담당자:조재운)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center 의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

※ 본 자료는 인공지능(AI)을 활용하여 자동 생성되었으며, 투자 권유를 목적으로 하지 않습니다. AI 생성 특성상 오류가 포함될 수 있습니다.