

지주/유통/상사

박종렬

02)6260-2466

jrpark@heungkuksec.co.kr

(139480)

이마트

BUY(유지)

본업 경쟁력 제고와 실적 개선

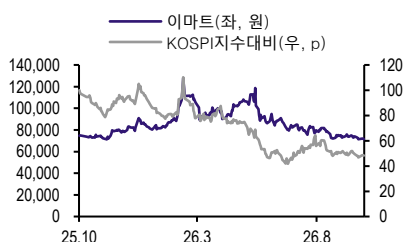
목표주가	100,000원(유지)
현재주가(09/30)	71,500원
상승여력	39.9%
시가총액	1,973십억원
발행주식수	27,596천주
52주 최고가 / 최저가	127,600 / 71,200원
3개월 일평균거래대금	9십억원
외국인 지분율	22.9%
주요주주	
정용진 (외 3인)	28.9%
국민연금공단 (외 1인)	8.9%
자사주 (외 1인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-4.8	-13.2	-27.0	-5.3
상대수익률(KOSPI)	-5.5	6.1	-56.6	-105.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2024	2025	2026E	2027E
매출액	29,021	28,970	28,882	29,651
영업이익	47	323	411	572
EBITDA	1,675	1,812	1,853	2,015
지배주주순이익	-590	136	-57	148
EPS	-21,166	4,935	-2,132	5,522
순차입금	10,327	9,983	10,659	9,811
PER	n/a	16.5	n/a	12.9
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA	7.2	6.7	6.8	5.8
배당수익률	3.2	3.1	3.6	3.8
ROE	-5.4	1.3	-0.5	1.4
컨센서스 영업이익	-	-	417	0
컨센서스 EPS	-	-	580	0

주가추이



당초 예상보다 더디지만 점진적인 실적 개선은 가능할 전망이다. 4분기에는 지난해 낮은 기저효과와 함께 할인점과 트레이더스 등 본업 경쟁력 제고와 e커머스와 스타벅스를 제외한 연결 자회사들의 실적이 개선될 것임.

3Q26 Preview: OP 1,830억원(+21 YoY), 호실적 전망

3분기 연결기준 매출액 7.4조원(-0.1% YoY), 영업이익 1,830억원(+20.8% YoY)으로 전분기와는 달리 비교적 양호한 영업실적을 기록할 전망이다. 별도(할인점, 트레이더스, 전문점, 에브리데이)부문의 견조한 이익 창출과 함께 연결 자회사들의 영업실적 개선 때문임. 연결 자회사 중 SSG.COM과 이마트24의 영업손실 지속에도 불구하고, 조선호텔(투숙률 및 객단가 상승)과 SKC컴퍼니(전분기 대비 실적 개선), 신세계 프라퍼티, PK Retail Holdings, 신세계푸드 등의 견조한 이익 창출이 가능할 것이기 때문임.

2026년 하반기: 낮은 기저효과, 자회사 실적 개선

2026년 연결기준 매출액 28.9조원(-0.3% YoY), 영업이익 4,111억원(+27.4% YoY)으로 수정 전망이다. 올해 4분기는 지난해 낮은 기저효과와 함께 별도(할인점 및 트레이더스, 전문점, 에브리데이)의 증익과 연결 자회사들의 고른 실적 회복 때문임. 별도 부문은 그로서리 중심의 MD 개편과 비용 효율화로 수익성이 개선될 전망이다. 연결 자회사 측면에서는 G마켓의 연결 제외 효과(영업이익과 PPA 상각비)로 영업이익 증익에 기여할 것이며, SSG.COM과 스타벅스(SCK컴퍼니)를 제외한 조선호텔 등 주요 자회사들이 고르게 실적 개선을 기록할 전망이다.

투자 의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

향후 실적 개선을 감안해 기존 목표주가를 유지함. 영업가치 산정시 EV/EBITDA 3.0배(최근 5년간 평균 대비 55% 할인)를 적용함. 최근 주가 하락으로 12개월 Forward 기준 P/B는 0.2배 수준으로 밸류에이션 매력은 양호함. 기업가치 제고 계획 이행현황 공시를 통해 1) 2025~2027년 최저 배당성향 25%로 상향, 최저 DPS 2,500원, 2) 자사주 매년 28만주, 1% 소각, 3) 2027년 연결 매출액 34조원, 영업이익 1조원 목표 등을 발표함. 동사의 주가는 지난 2월을 정점으로 영업실적 부진과 함께 지속적인 하락 조정을 거치고 있음. 주가 재평가를 위해서는 본업의 실적 개선이 무엇보다 중요하지만, 주주환원 확대에 대한 노력도 병행할 필요가 있음.

표 1 이마트 연간/분기 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출액	7,219	7,039	7,401	7,312	7,124	6,915	7,400	7,444	28,970	28,882	29,651
별도 (순매출액)	4,259	3,971	4,274	4,125	4,389	4,115	4,377	4,215	16,629	17,095	17,397
할인점	3,042	2,770	2,971	2,870	3,033	2,792	3,013	2,917	11,653	11,755	12,011
트레이더스	967	900	1,000	985	1,060	993	1,055	1,044	3,852	4,152	4,251
전문점	260	258	255	245	258	269	268	257	1,018	1,052	1,062
에브리데이	328	362	368	356	365	389	368	334	1,415	1,456	1,417
연결자회사	2,960	3,068	3,127	3,186	2,735	2,800	3,023	3,229	12,341	11,788	12,254
SSG.COM	357	350	319	321	323	311	344	347	1,347	1,324	1,430
G마켓 글로벌	201	181	187	51	0	0	0	0	620	0	0
SCK 컴퍼니	762	796	811	870	818	747	828	891	3,238	3,284	3,363
이마트24	466	532	552	503	458	533	527	486	2,053	2,004	2,061
신세계 프라퍼티	104	83	115	169	100	81	116	170	471	467	471
PK Retail Holdings	577	590	581	661	608	657	594	676	2,408	2,536	2,596
신세계푸드	359	372	391	363	309	320	402	373	1,484	1,405	1,437
조선호텔&리조트	165	188	211	214	169	188	226	228	777	811	848
매출총이익	2,272	2,199	2,304	2,318	2,201	2,121	2,172	2,202	9,093	8,696	8,859
이마트	1,162	1,065	1,141	1,100	1,191	1,116	1,174	1,136	4,467	4,618	4,753
연결자회사	1,110	972	1,162	1,024	1,010	1,004	997	1,067	4,272	4,078	4,106
영업이익	159	22	151	-10	178	-43	183	93	323	411	572
별도	133	16	114	15	146	26	113	18	277	303	308
할인점	78	-34	55	-12	80	-27	53	-9	88	97	103
트레이더스	43	31	40	17	48	35	42	18	130	143	148
전문점	7	13	8	3	10	10	9	3	31	32	33
에브리데이	5	5	10	6	8	8	9	6	27	31	25
연결자회사	49	37	56	-14	48	-50	80	85	126	164	306
SSG.COM	-18	-31	-42	-27	-22	-30	-42	-28	-118	-121	-121
G마켓 글로벌	-12	-30	-24	-17	0	0	0	0	-83	0	0
SCK 컴퍼니	35	40	60	38	29	-18	44	37	173	92	162
이마트24	-10	-4	-8	-24	-11	-2	-8	-10	-46	-30	-31
신세계 프라퍼티	36	5	40	93	27	2	40	95	174	164	167
PK Retail Holdings	8	24	12	11	7	20	13	12	55	51	53
신세계푸드	8	14	10	-6	3	6	10	-6	25	13	14
조선호텔&리조트	2	7	22	22	4	10	24	24	53	63	66
세전이익	119	-26	344	-61	116	-145	78	-10	376	39	294
지배주주순이익	71	-52	266	-148	60	-156	45	-6	136	-57	170
수익성 (%)											
OPM	2.2	0.3	2.0	-0.1	2.5	-0.6	2.5	1.2	1.1	1.4	1.9
별도	3.1	0.4	2.7	0.4	3.3	0.6	2.6	0.4	1.7	1.8	1.8
연결자회사	1.6	1.2	1.8	-0.5	1.8	-1.8	2.7	2.6	1.0	1.4	2.5
성장성 (% YoY)											
매출액	0.2	-0.2	-1.4	0.9	-1.3	-1.8	-0.01	1.8	-0.2	-0.3	2.7
별도	10.7	13.3	-1.0	5.8	3.0	3.6	2.4	2.2	6.8	2.8	1.8
연결자회사	-11.9	-12.6	-13.9	-16.5	-7.6	-8.7	-3.3	1.3	-13.8	-4.5	4.0
영업이익	238.0	흑전	35.5	적지	12.0	적전	20.8	흑전	665.6	27.4	39.2
별도	43.0	흑전	-7.6	흑전	9.8	63.1	-0.3	21.7	127.6	9.3	1.8
연결자회사	흑전	19.4	58.6	적전	-1.5	적전	44.7	흑전	18.5	29.5	86.8
기본가정 (% YoY)											
GDP성장률	-0.3	0.6	1.9	1.6	3.8	3.7	2.6	2.9	1.2	3.3	3.1
민간소비증가율	0.5	1.0	1.8	2.0	2.7	2.5	2.2	2.4	1.5	2.5	2.4
소비자물가상승률	2.1	2.1	2.0	2.4	2.1	3.0	2.9	2.6	2.2	2.7	2.3

주: 25.11월 G마켓 글로벌 연결 편출, 지분법 전환
 25.3Q 스타필드 청라 지분매각에 따른 보유 주식의 공정가치 회계처리 반영, 기타영업외손익 2,658억원
 24.4Q G마켓 손상차손 -2,691억원
 22.1Q 성수점 유영자산 처분이익 10,833억원, 21.2Q 가양점 유영자산 처분이익 6,366억원
 자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

표 2 이마트 적정주주가치 산출 근거

(단위: 십억원, 천주, 원, %)

	2026E	2027E	12M Forward	비고
1. 사업가치	5,608	6,100	5,977	
EBITDA	1,853	2,015		
EV/EBITDA	3.0	3.0		최근 5년간 평균(6.8배) 대비 55% 할인율 적용
2. 투자자산가치	9,454	9,491	9,482	
투자유가증권	6,428	6,454		순자산가액 대비 40% 할인 적용
기타투자자산 등	3,025	3,037		순자산가액 대비 40% 할인 적용
3. 기업가치 (=1+2)	15,062	15,591	15,459	
4. 순차입금	10,659	9,811	10,023	
5. 비지배주주지분	2,660	2,660	2,660	
6. 적정시가총액 (=3-4-5)	1,742	3,120	2,775	
발행주식수	27,596	27,596	27,596	
적정주가 (원)	63,134	113,049	100,571	
현재주가	71,500	71,500	71,500	
상승여력 (%)	-11.7	58.1	40.7	

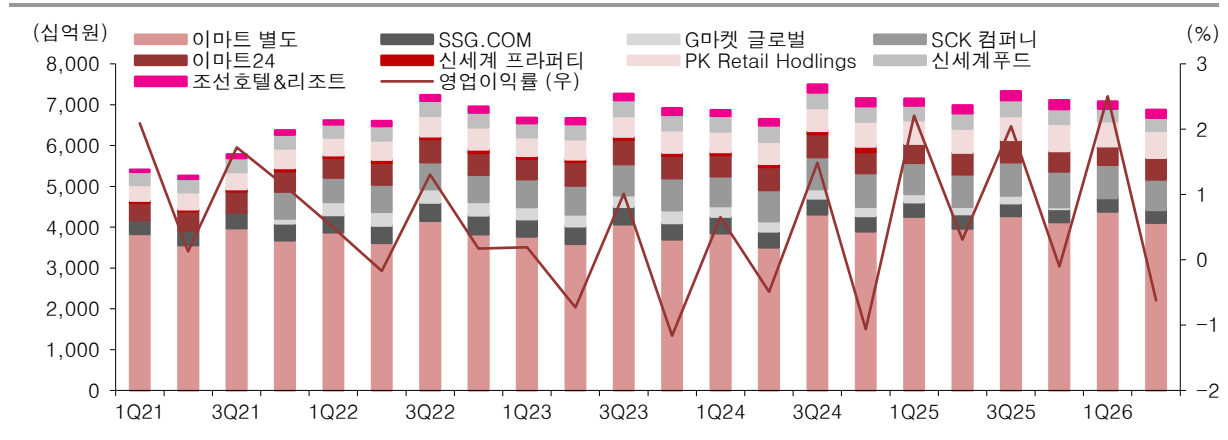
자료: 흥국증권 리서치센터

표 3 이마트 재무안정성 지표 추이 및 전망

(십억원, %, 배)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
총차입금	11,667	11,647	12,675	12,121	13,571	13,391	13,211
순차입금	9,935	9,201	10,327	9,983	10,659	9,811	9,018
부채비율(%)	146.2%	141.7%	159.3%	144.6%	164.9%	163.6%	162.3%
차입금의존도 (%)	35.1%	34.8%	37.4%	36.2%	38.2%	37.6%	37.0%
순차입금의존도 (%)	29.9%	27.5%	30.4%	29.8%	30.0%	27.6%	25.3%
총차입금/EBITDA (배)	6.9	7.5	7.6	6.7	7.3	6.6	6.6
순차입금/EBITDA (배)	5.9	5.9	6.2	5.5	5.8	4.9	4.5
단기유동성	0.7	1.0	1.0	0.9	1.2	1.4	1.6
당좌비율	59.3%	66.2%	64.7%	110.5%	125.4%	130.9%	135.7%
유동비율	58.8%	61.6%	96.5%	61.9%	58.4%	64.5%	70.1%
자기자본비율	40.6%	41.4%	38.6%	40.9%	37.8%	37.9%	38.1%
현금성자산 (A)	1,732	2,446	2,348	2,138	2,912	3,580	4,193
단기성차입금 (B)	3,213	3,706	3,750	3,704	5,745	5,685	5,625
A/B (%)	53.9	66.0	62.6	57.7	50.7	63.0	74.5
단기성차입금/총차입금 (%)	27.5	31.8	29.6	30.6	42.3	42.5	42.6
영업이익	136	-47	47	323	411	572	601
EBITDA	1,696	1,549	1,675	1,812	1,853	2,015	1,990
순이자비용	203	247	317	340	260	254	247
이자보상배율 (영업이익 대비)	0.7	-0.2	0.1	0.9	1.6	2.3	2.4
이자보상배율 (EBITDA 대비)	8.4	6.3	5.3	5.3	7.1	7.9	8.1

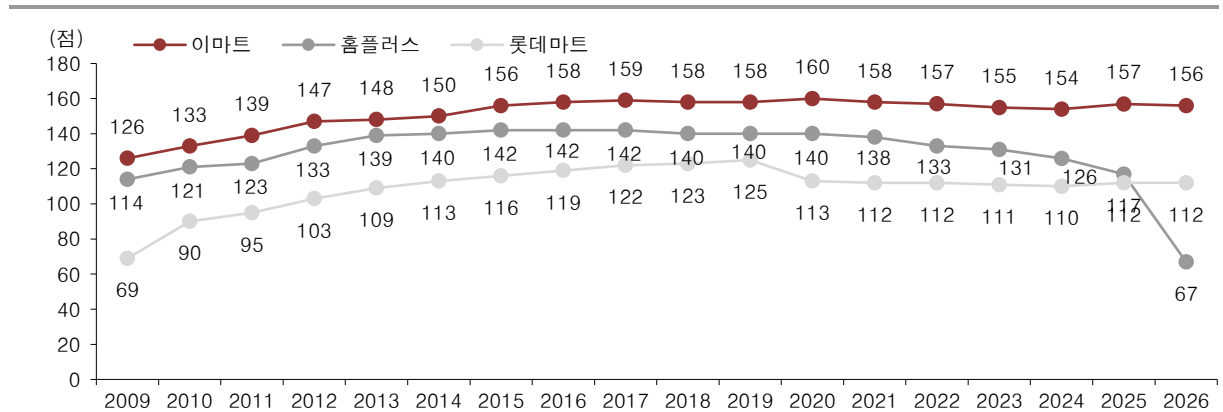
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 1 이마트 영업부문별 매출액 및 영업이익률 추이



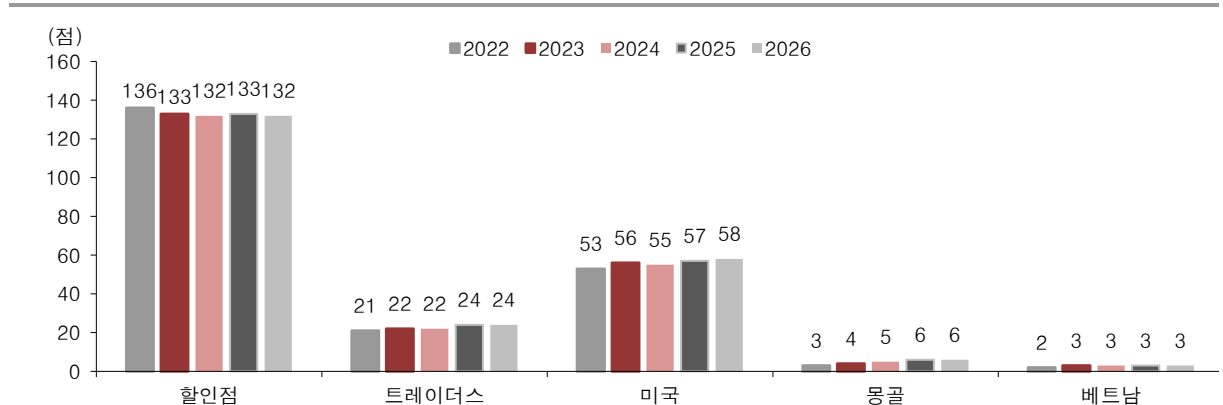
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 2 국내 대형마트 점포 현황 비교



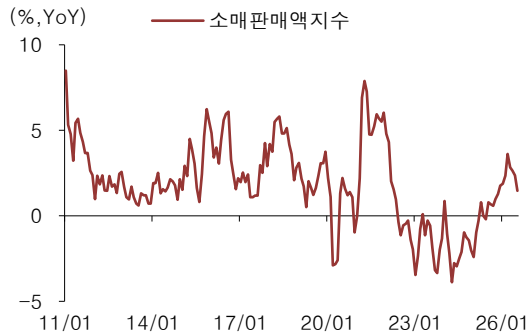
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 3 이마트 국내/해외 점포 현황



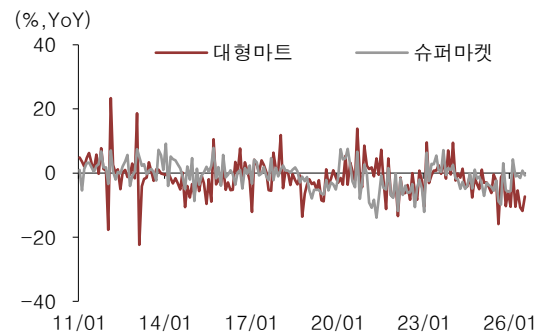
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 4 건조한 회복세 지속 중인 소매판매



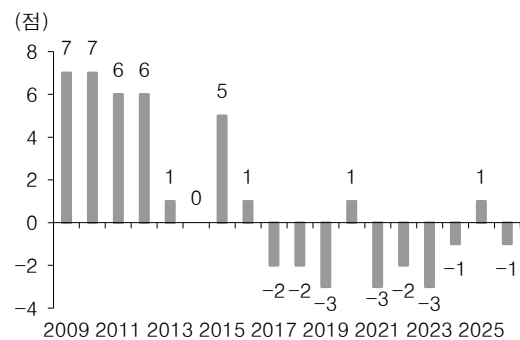
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

그림 5 대형마트와 슈퍼마켓 판매액, 부진한 업황 지속



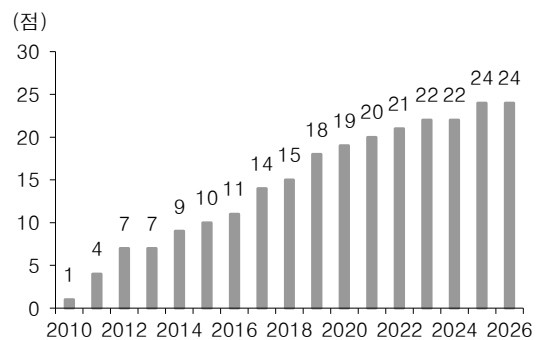
자료: 통계청, 흥국증권 리서치센터

그림 6 이마트 국내(할인점) 점포 증감 현황



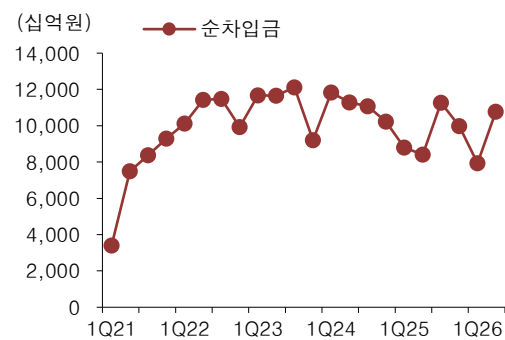
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 7 트레이더스 점포 수 추이



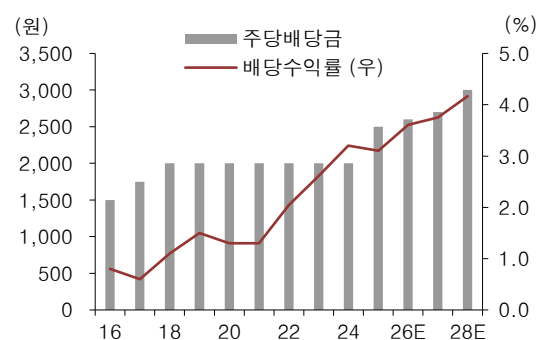
자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 8 이마트 순차입금 추이



자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

그림 9 주당 배당금 및 배당수익률 추이 및 전망



자료: 이마트, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	29,021	28,970	28,882	29,651	30,568
증가율 (Y-Y, %)	(1.5)	(0.2)	(0.3)	2.7	3.1
영업이익	47	323	411	572	601
증가율 (Y-Y, %)	흑전	584.8	27.4	39.2	5.1
EBITDA	1,675	1,812	1,853	2,015	1,990
영업외손익	(653)	54	(372)	(316)	(308)
순이자수익	(317)	(340)	(260)	(254)	(247)
외화관련손익	(152)	12	(97)	0	0
지분법손익	62	374	(137)	(168)	(168)
세전계속사업손익	(605)	376	39	256	294
당기순이익	(573)	246	(5)	197	226
지배기업당기순이익	(590)	136	(57)	148	170
증가율 (Y-Y, %)	적지	흑전	적전	흑전	14.7
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	5.2	(0.4)	(0.7)	0.7	1.8
영업이익증가율(3Yr)	(47.0)	33.5	n/a	129.9	23.1
EBITDA증가율(3Yr)	4.8	2.2	6.2	6.3	3.2
순이익증가율(3Yr)	n/a	(37.5)	n/a	n/a	(2.8)
영업이익률(%)	0.2	1.1	1.4	1.9	2.0
EBITDA마진(%)	5.8	6.3	6.4	6.8	6.5
순이익률 (%)	(2.0)	0.9	(0.0)	0.7	0.7
NOPLAT	34	211	(52)	441	463
(+) Dep	1,628	1,489	1,442	1,443	1,389
(-) 운전자본투자	3,753	(3,303)	51	(13)	(13)
(-) Capex	651	723	659	623	642
OpFCF	(2,741)	4,280	679	1,274	1,224

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	10,429	6,229	7,107	7,897	8,640
현금성자산	2,348	2,138	2,912	3,580	4,193
매출채권	1,624	1,533	1,632	1,680	1,732
재고자산	2,054	2,089	2,203	2,268	2,338
비유동자산	23,501	27,274	28,461	27,713	27,040
투자자산	9,675	13,765	15,756	15,819	15,882
유형자산	9,731	9,572	8,842	8,171	7,567
무형자산	4,096	3,937	3,864	3,724	3,590
자산총계	33,931	33,504	35,568	35,610	35,679
유동부채	10,804	10,071	12,165	12,240	12,323
매입채무	3,657	3,733	3,834	3,949	4,071
유동성이자부채	3,750	3,704	5,745	5,685	5,625
비유동부채	10,042	9,735	9,974	9,862	9,751
비유동이자부채	8,925	8,417	7,826	7,706	7,586
부채총계	20,846	19,807	22,139	22,103	22,074
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,208	4,220	4,220	4,220	4,220
이익잉여금	4,638	4,705	4,558	4,636	4,734
자본조정	1,405	1,935	1,852	1,852	1,852
자기주식	(145)	(107)	(107)	(107)	(107)
자본총계	13,085	13,697	13,429	13,508	13,605
투하자본	20,395	16,224	13,375	12,562	11,823
순차입금	10,327	9,983	10,659	9,811	9,018
ROA	(1.8)	0.4	(0.2)	0.4	0.5
ROE	(5.4)	1.3	(0.5)	1.4	1.6
ROIC	0.2	1.2	(0.4)	3.4	3.8

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Per share Data					
EPS	(21,166)	4,935	(2,132)	5,522	6,336
BPS	372,745	398,577	390,239	393,075	396,605
DPS	2,000	2,500	2,600	2,700	3,000
Multiples(x, %)					
PER	n/a	16.5	n/a	12.9	11.3
PBR	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/ EBITDA	7.2	6.7	6.8	5.8	5.5
배당수익률	3.2	3.1	3.6	3.8	4.2
PCR	0.8	1.0	2.4	1.1	1.1
PSR	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
재무건전성 (%)					
부채비율	159.3	144.6	164.9	163.6	162.3
Net debt/Equity	78.9	72.9	79.4	72.6	66.3
Net debt/EBITDA	616.4	551.0	575.3	486.9	453.1
유동비율	96.5	61.9	58.4	64.5	70.1
이자보상배율	0.1	0.9	1.6	2.3	2.4
이자비용/매출액	1.7	1.8	1.8	1.6	1.6
자산구조					
투하자본(%)	62.9	50.5	41.7	39.3	37.1
현금+투자자산(%)	37.1	49.5	58.3	60.7	62.9
자본구조					
차입금(%)	49.2	46.9	50.3	49.8	49.3
자기자본(%)	50.8	53.1	49.7	50.2	50.7

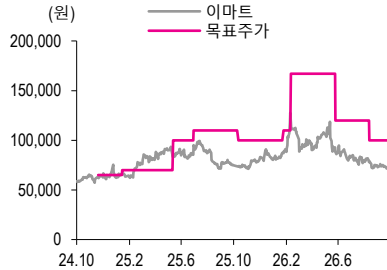
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2024	2025	2026E	2027E	2028E
영업현금	1,460	1,319	1,150	1,781	1,749
당기순이익	(573)	246	(5)	197	226
자산상각비	1,628	1,489	1,442	1,443	1,389
운전자본증감	(372)	(632)	501	13	13
매출채권감소(증가)	(2)	(73)	(104)	(49)	(52)
재고자산감소(증가)	(210)	(247)	(203)	(66)	(70)
매입채무증감(감소)	(51)	(35)	1,000	114	122
투자현금	(892)	(1,070)	(1,708)	(870)	(890)
단기투자자산감소	(53)	(129)	(844)	(7)	(7)
장기투자증권감소	344	742	(316)	(211)	(211)
설비투자	(651)	(723)	(659)	(623)	(642)
유무형자산감소	(2)	128	(7)	(9)	(10)
재무현금	(153)	(858)	510	(250)	(252)
차입금증가	206	(686)	553	(180)	(180)
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(172)	(189)	(67)	(70)	(72)
현금 증감	4	(472)	(32)	662	606
총현금흐름(Gross CF)	2,201	2,348	809	1,768	1,735
(-) 운전자본증가(감소)	3,753	(3,303)	51	(13)	(13)
(-) 설비투자	651	723	659	623	642
(+) 자산매각	(2)	128	(7)	(9)	(10)
Free Cash Flow	(2,204)	5,056	92	1,149	1,097
(-) 기타투자	(344)	(742)	316	211	211
잉여현금	(1,860)	5,798	(224)	938	886

이마트 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(₩)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2022-05-19	담당자변경			
2024-11-21	Hold	65,000	(0.3)	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	(24.4)	(9.6)
2025-10-13	Buy	100,000	(20.3)	(9.1)
2026-01-26	Buy	110,000	(10.6)	16.0
2026-02-12	Buy	167,000	(40.0)	(28.9)
2026-05-27	Buy	120,000	(30.7)	(21.1)
2026-08-14	Buy	100,000	(26.2)	(21.1)
2026-10-01	Buy	100,000		

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
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2026년 09월 30일 기준)

Buy (96.2%)	Hold (3.8%)	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 중간사로 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.

흥국씨앳체

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



<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