

# 이마트(139480)

## 매수(유지)

목표주가: 90,000원(유지)

### 알리바바와 JV설립을 결정

#### 이마트, 전일 공시를 통해 알리바바와 JV설립을 결정

- 이마트는 공시를 통하여 보유하고 있는 지마켓 지분을 현물 출자하여 알리인터내셔널(알리바바 100% 자회사)과 JV를 설립한다고 밝힘
- JV 회사의 지분은 이마트의 아폴로법인이 50%, 알리인터내셔널이 50% 가져갈 계획. 실질적인 지배력은 이마트(40%, 이마트는 아폴로법인의 80% 지분을 보유)가 알리바바보다 낮기 때문에 이마트는 JV 실적을 지분법으로 반영할 가능성 높음. G마켓은 올해 1~3분기 합산 영업적자 341억원을 기록
- 향후 JV는 지마켓과 알리익스프레스 코리아를 보유하게 됨
- 이마트는 JV 설립을 통하여 지마켓 셀러들이 판매할 수 있는 국가를 확대하고, 알리바바의 IT 노하우 등을 통하여 지마켓 플랫폼을 고도화 할 것을 계획 중
- 언론에서 보도되고 있는 JV의 기업가치(6조원)나 3년 이내의 IPO 계획, 이마트의 풋옵션 등은 회사의 공식 보도는 아닌 걸로 파악됨

#### 긍정적인 뉴스지만, 향후 시너지 전략의 구체화가 필요

- 지마켓은 지분(21년 6월) 인수 당시 4.5조원의 가치를, 쓱닷컴은 최근 FI 교체(24년 11월) 당시 3.8조원의 기업가치를 인정 받음. 이마트가 보유한 지분을 고려한 양 플랫폼의 합산 기업가치는 약 5.3조원 수준
- 그러나 두 법인 모두 부진한 성과를 이어가고 있기 때문에 현재 이마트 주가에 온라인 사업부의 가치는 4,600억원(25F PSR 0.034배 수준 vs. 쿠팡 0.85배) 정도만 반영되어 있음(25F 오프라인 사업부 순이익, PER 5.3배 적용 시)
- 뚜렷한 전략 방향성이 없었던 G마켓이 전략적 파트너를 확보했다는 점은 긍정적이나, 현 시점에서 JV 설립을 통한 뚜렷한 시너지 효과를 예측하기는 어려움
- 시너지 전략이 구체화되면서 이마트의 온라인 사업부 합산 가치가 현 수준 대비 2배(약 9,200억원)로 인정받을 경우 22%의 업사이드가 발생

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	29,332	29,472	29,146	30,069	31,057
증가율(%)	17.6	0.5	(1.1)	3.2	3.3
영업이익(십억원)	136	(47)	214	446	550
순이익(십억원)	1,029	(89)	73	282	349
EPS(원)	37,528	(3,864)	2,711	10,524	13,023
증가율(%)	(33.2)	NM	NM	288.1	23.8
EBITDA(십억원)	1,696	1,549	1,730	1,886	1,915
PER(x)	2.6	NM	27.8	7.2	5.8
EV/EBITDA(x)	8.6	8.7	8.2	7.9	8.2
PBR(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
ROE(%)	9.6	(0.8)	0.6	2.5	3.1
DY(%)	2.0	2.6	2.6	2.6	2.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

#### KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
57	58	51	60

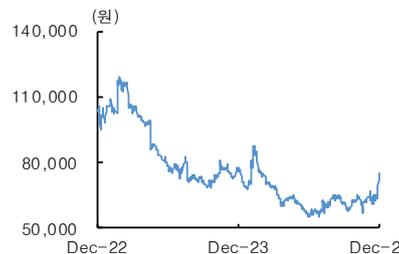
#### Stock Data

KOSPI(12/26)	2,430
주가(12/26)	75,500
시가총액(십억원)	2,105
발행주식수(백만)	28
52주 최고/최저(원)	87,800/55,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,822
유동주식비율/외국인지분율(%)	67.5/18.6
주요주주(%)	정용진 외 1인 28.6
	국민연금공단 8.0

#### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.6	36.0	(3.1)
KOSPI 대비(%p)	21.2	49.0	3.6

#### 주가추이



자료: FnGuide

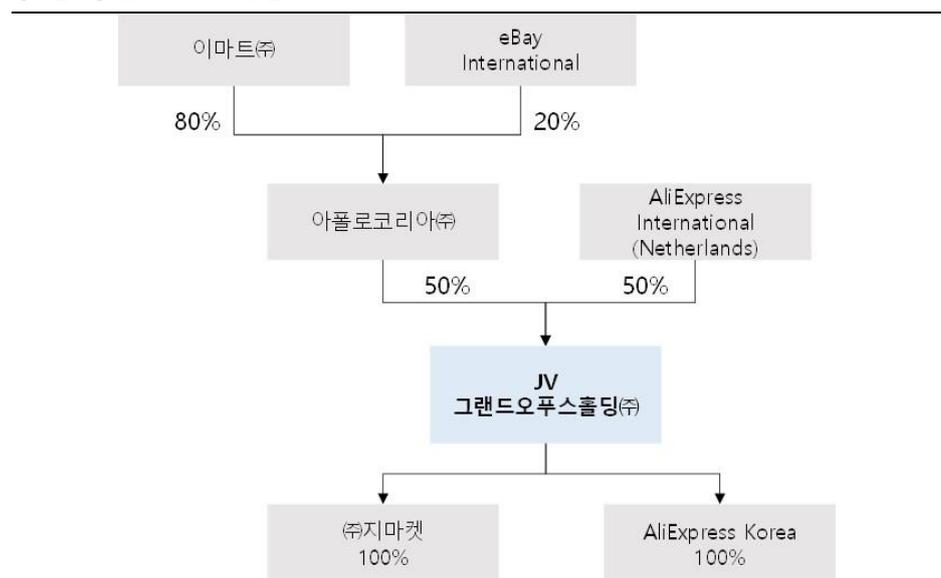
김명주

myoungjoo.kim@koreainvestment.com

### JV설립만으로는 이마트가 온라인 산업에 미치는 영향은 제한적

- 2023년 기준 온라인 시장 내 알리익스프레스(GMV 2.3조원)의 점유율은 1% 내외. G마켓의 점유율은 7.7%로 양 플랫폼의 합산 점유율은 8~9%대로 추정
- 알리익스프레스의 고성장과 G마켓의 외형 축소를 고려 시 2025년에도 합산 점유율은 유사할 전망
- 현 시점에서 오픈마켓 형태인 지마켓과 알리익스프레스의 명확한 시너지 전략을 떠올리기가 어려움
- 공시에 기재된 지마켓 셀러의 중국 시장에서의 판매 도모나 지마켓 플랫폼의 고도화 등만으로는 JV가 온라인 산업에 미치는 영향은 제한적일 걸로 판단
- 현재 쿠팡 셀러들은 쿠팡을 통해 대만에 제품을 판매할 수 있음. 알리익스프레스 또한 지난 9월 글로벌 셀링 프로그램을 이미 선보임
- 향후 이마트와 알리바바가 공시에 기재된 내용 이외의 시너지 전략을 수립하는지, 온라인을 넘어 오프라인에서도 협업 관계를 가져가는지를 주목할 필요

[그림 1] 알리바바와 설립하는 JV의 지분 구조

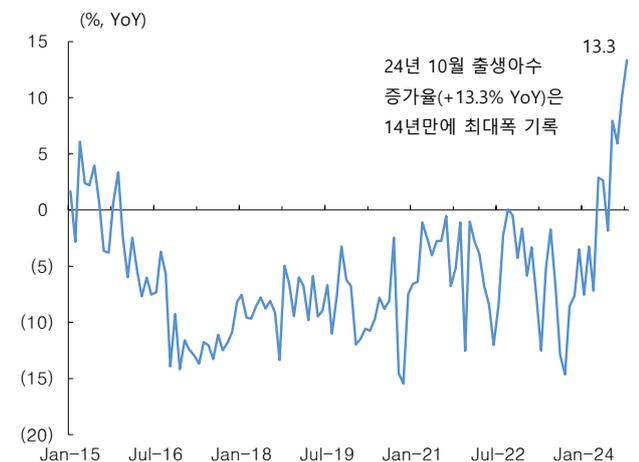


자료: 전자공시시스템, 언론보도, 한국투자증권

### 그러나, JV설립 아리어도 이마트 주가는 양호할 수 있음

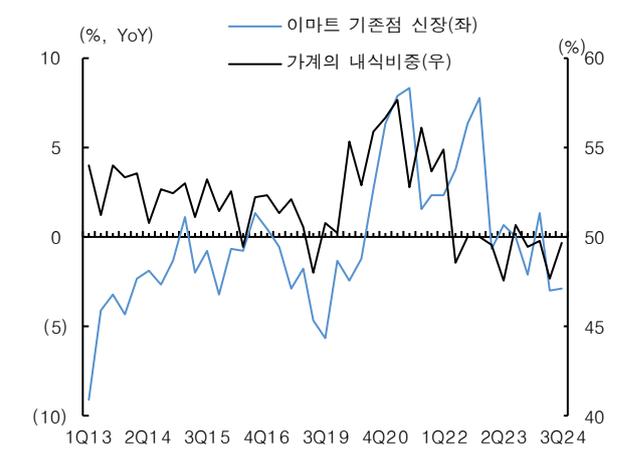
- 매크로 불확실과 시장 변동성을 대응할 수 있는 종목으로 이마트를 지속적으로 추천. 최근의 주가 상승(6M +36.0% vs. 코스피 -12.9%)에도 이마트의 실적 개선에 대한 시장 기대는 높지 않다고 판단
- 내년에 이마트는 마트/슈퍼 공동 매입을 진행할 계획이며 회사 목표는 별도 GPM을 전년동기대비 +0.6~0.7%p 개선시키는 것
- 다만, 회사의 오랜 실적 부진으로 GPM 개선에 대한 투자자와 애널리스트의 눈높이는 이보다 낮은 상태(당사 25F 할인점 GPM 개선 +0.2%p YoY)
- 이마트의 체질 개선이 시장의 낮은 눈높이를 넘어설 수 있는 업사이드 리스크 존재(25년 할인점 GPM +0.2%p YoY-> 별도 OP +15.6% YoY, +0.8%p-> 별도 OP +41.2% YoY)
- 올해 더딘 경기회복에도 불구하고 가계의 식비 지출 중 내식을 위한 지출 비중은 회복하지 않았음(23년 1~3Q 49.3% vs. 24년 1~3Q 49.0% vs. 19년 1~3Q 49.8%). 이는 엔저 등에 따라서 내국인의 해외여행 수요가 빠르게 회복했기 때문
- 내년에 경기 불황 등에 따라서 가계의 내식 수요가 올해보다 회복한다면 이는 이마트 할인점/슈퍼 기존점 신장에 긍정적
- 다만, 단기에 정용진 신세계그룹 회장의 미국 방문 등으로 주가가 올랐던 점, JV설립으로 주가 변동성이 발생할 가능성이 높다는 점 등은 유의

[그림 2] 최근 한국의 출생아 증가율 또한 반등 중. 이는 이마트를 포함한 유통사한테 긍정적



자료: 국가통계포털, 한국투자증권

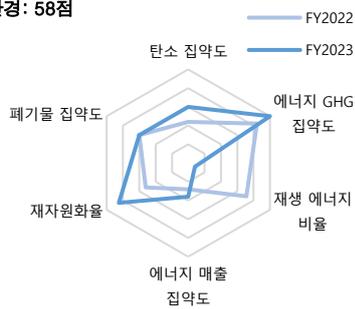
[그림 3] 이마트 기존점 신장과 가계 식비 중 내식을 위한 지출 비중. 올해 가계의 내식 수요는 작년대비 회복하지 못함



자료: 국가통계포털, 한국투자증권

KIS ESG Indicator

환경: 58점



사회: 51점



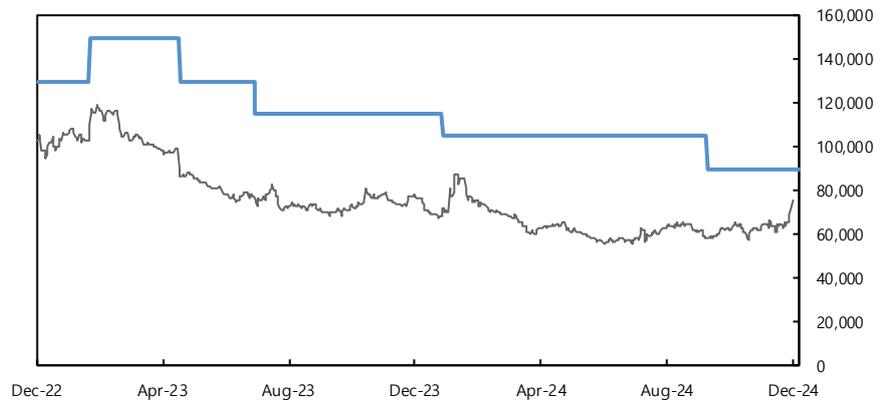
지배구조: 60점



자료: 한국투자증권

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
이마트 (139480)	2022.10.13	매수	130,000원	-25.8	-16.4
	2023.02.14	매수	150,000원	-29.3	-20.7
	2023.05.12	매수	130,000원	-37.6	-32.2
	2023.07.24	매수	115,000원	-35.8	-28.3
	2024.01.22	매수	105,000원	-38.5	-16.4
	2024.10.04	매수	90,000원	-	-



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2024년 12월 27일 현재 이마트 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 추가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 상승 예상
- 중립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 추가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 추가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2024. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
84.4%	15.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.