

2025. 1. 6

소비재/플랫폼 Weekly

알리바바 손잡은 후, 이마트 주가는 어떻게 될까?

Analyst 오린아 _ 유통/화장품 lina.oh@ls-sec.co.kr

꼭 체크해야 할 업종 이슈

- ✓ 뼈아프지만 지마켓 인수는 기대 이하 결과**
 2021년 이마트는 3조 5,591억 원에 지마켓을 인수했지만, GMV 감소와 영업적자가 이어지며 연결 실적에 부담이 되고 있음. 외부 차입 증가로 재무 건전성이 악화되었고, 쓱닷컴과의 시너지 효과도 미미함. 2024년 12월 말 발표된 알리바바와의 합작법인 설립은 이커머스 시장에서의 새로운 돌파구가 될 지 주목받고 있으나 주가는 이 소식 이후 계속해서 하락
- ✓ 알리바바와 잡은 손: 그래도 가장 합리적인 선택**
 이마트는 지마켓과 쓱닷컴의 시너지가 미미하고, 쿠팡과 네이버가 이커머스 시장을 주도하는 상황에서 성장 둔화가 뚜렷해지자 알리바바와 협업을 택한 것으로 보임. 알리바바는 국내 셀러를 적극적으로 유치하며 일부 카니발리제이션이 불가피할 것으로 예상되지만, 지마켓의 생존과 성장을 위한 합리적인 결정이었다고 판단됨.

이번주 업종 코멘트/전망

그림1 지마켓 실적 추이: 인수 후 매출 및 수익성 악화



자료: 지마켓, LS증권 리서치센터

뼈아프지만 지마켓 인수는 기대 이하 결과

2021년 이마트는 에메랄드SPV 통해 지마켓 지분 80.01%를 3조 5,591억 원에 인수함. 당시 지마켓 GMV는 16조원 수준이었으나 2024년 약 13조원으로 감소 추정됨. 더불어 인수 전 영업이익 흑자였으나, 2023년 321억 원, 2024년 3분기 누적 341억 원 영업적자 기록함. 쓱닷컴과의 시너지가 뚜렷하지 않았고, 이마트 연결 실적에 부담으로 작용했고, 외부 차입 증가로 이마트 재무 건전성도 악화됨. 지마켓-알리바바 합작법인 설립 발표는 롱테일 이커머스 시장에서 쿠팡과 네이버가 승자로 자리 잡은 상황에서 향후 방향성을 좌우할 중요한 계기로 평가함

알리바바와 잡은 손: 그래도 가장 합리적인 선택

지마켓과 쓱닷컴의 시너지가 미미하고, 쿠팡과 네이버가 이커머스 시장을 주도하는 상황에서 성장 둔화가 뚜렷해지자 이마트는 알리바바와 협업을 택한 것으로 보임. 알리바바는 국내 셀러를 적극적으로 유치할 것으로 전망돼 일부 카니발리제이션이 불가피할 것으로 예상되지만, 지마켓의 생존과 성장을 위한 합리적인 결정이었다고 판단. 특히 알리익스프레스는 MAU 968만명으로 쿠팡 다음 순위를 기록하며 한국 시장에서 빠르게 입지를 넓혔음. 신선식품을 포함한 다양한 카테고리 확장으로 품질 신뢰를 강화하고, 시장 점유율 확대를 꾀하는 모습도 눈에 띈. 이마트 주가는 트럼프 당선 인과의 만남 이후 상승했으나, 지마켓-알리익스프레스 합작 발표 이후 17% 하락한 상태. 쓱닷컴의 장보기 버티컬 강화와 연간 600억원 수준으로 추정되는 광고 수익을 기반으로 실적 개선을 도모 가능하며, 2025년에는 통합 소싱으로 GPM 개선이 기대됨

그림2 2024년 11월 쇼핑앱 MAU



자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, LS증권 리서치센터

이마트 주가는 어떻게 될까?

빠아프지만 지마켓 인수는 기대 이하 결과

이마트는 2021년 11월 에메랄드SPV를 통해 지마켓 지분 100%를 보유한 아폴로코리아 지분 80.01%를 3조 5,591억원에 인수했다. 2021년 당시 지마켓의 GMV는 16조원 수준이었으나, 소비 둔화 및 이커머스 경쟁 심화, 코로나 이후 고베이스 영향으로 이커머스 시장 성장 둔화가 이어지면서 2024년은 약 13조원 수준으로 추정된다. 지마켓은 이마트에 인수되기 전까지 수수료 수취 모델로 영업이익 흑자를 기록하고 있었지만, 2023년 영업적자 321억원, 2024년 3분기 누적으로 영업적자 341억원을 기록했다.

지마켓 인수 후 쓱닷컴과의 시너지도 딱히 나타나지 않았고, 이마트 연결 실적에는 부담스러운 요소로 작용해 왔다. 지마켓 인수와 관련한 외부차입이 늘어나면서 이마트의 재무 건전성도 약화했다. 전사 합산 GMV는 늘었으나 수익성 중시 기조에 따라 이마저도 감소 추세다. 이러한 상황에서 지난 12월 말, 지마켓과 알리바바의 합작법인 설립이 발표됐다. 이마트 측은 지마켓을, 알리바바 측은 알리익스프레스코리아 현물출자와 현금 3,000억원을 통해 5:5 공동 법인을 설립한다. 롱테일 이커머스 시장에서는 사실상 쿠팡과 네이버가 승자로 확정된 상황이기 때문에, 금번 이마트의 결정은 향후 방향성 가늠에 매우 중요하다는 판단이다.

그림1 지마켓 실적 추이: 인수 후 매출 및 수익성 악화



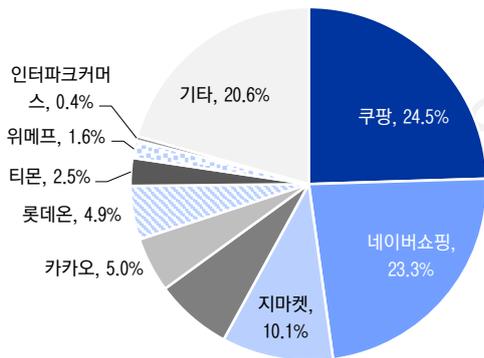
자료: 지마켓, LS증권 리서치센터

알리바바와 잡은 손: 그래도 가장 합리적인 선택

이마트 입장에서는 합리적인 선택이었다는 판단이다. 1)지마켓과 쓱닷컴의 시너지가 요원하고, 2)롱테일 이커머스 부문에서 쿠팡/네이버를 넘어서기가 쉽지 않아졌고, 3)이커머스 시장 성장 또한 둔화해 실적 개선을 노리기 어렵다. 알리바바가 국내 오픈마켓과 같은 형태로 국내 셀러들을 입점시키고 있기 때문에 일부 카니발은 불가피할 것으로 전망한다. 그럼에도 불구하고 현재 이커머스 시장에서 단순 가격 경쟁을 통한 시장 점유율 확대는 의미가 없어졌기 때문에, 지마켓도 알리바바와의 협업을 통한 성장을 모색하는 전략이 유리할 것으로 판단한다.

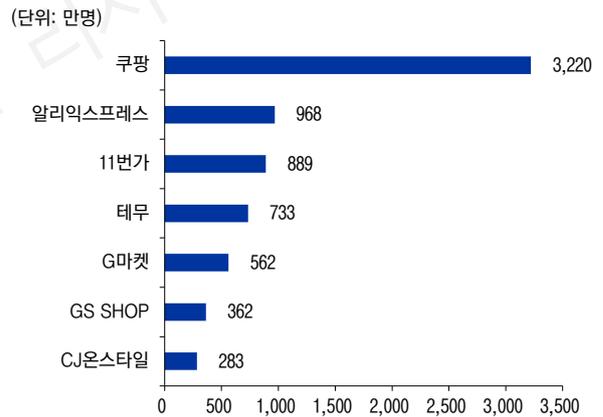
더불어 내수 침체로 해외에서 활로를 찾으려는 C커머스 기업들의 한국 진출이 확대되는 추세다. 알리바바는 지난 2년간 광고와 프로모션을 통해 알리익스프레스를 소비자들에게 각인시키는 데에 성공했다. 2024년 11월 기준 종합몰업 MAU는 968만명을 기록해 1위인 쿠팡의 뒤를 바짝 쫓고있기 때문이다. 이제는 판매 제품의 품질에 대해 신뢰성을 확보하고자 금번 달을 결정했을 가능성이 높다. 지난 해 초 알리익스프레스는 한국에서 신선식품 MD 채용 공고를 내는 등 온라인 그로서리 부문까지 여러 분야의 확장을 염두에 두고 있는 모습이다. 신선식품은 품질에 가장 예민할 수 밖에 없는 카테고리인데, 이 분야까지 저변을 늘려나가며 소비자 인식을 바꾸고 시장 점유율을 점차 확대하려는 움직임으로 해석 가능하다.

그림2 이커머스 시장 점유율(거래액 기준)



자료: 공정거래위원회, LS증권 리서치센터
주: 2022년 기준

그림3 2024년 11월 쇼핑앱 MAU



자료: 와이즈앱·리테일·굿즈, LS증권 리서치센터

이마트 주가 방향성: 수익성 방어 능력에 주목

이마트 주가는 정용진 회장이 국내 인사 중 처음으로 트럼프 당선인과 만난 후 4거래일 연속 상승했다. 이후 지마켓과 알리익스프레스의 합작 법인 소식 이후 17% 수준 하락했다. 이마트가 쓱닷컴을 통한 장보기 버티컬에 집중하고 광고 수익(연간 600억원 수준 추정) 등을 통한 안정적인 실적 개선을 이루어 낸다면 이커머스 모멘텀은 유효하다. 이마트의 최근 실적에서 두드러지는 부분은 기존점 매출의 역신장에도 할인점, 트레이더스, 스타벅스 등의 영업이익 감소가 제한적으로 나타났다는 것이다. 2025년 별도 부문은 통합 소싱에 따른 GPM 개선 효과가 기대되고, 스타벅스 또한 원두가격 안정화 및 신제품 원재료 비용 절감 등의 노력으로 원가율 개선세가 이어질 것으로 판단한다. 이와 더불어 희망퇴직 시행 등에 따른 인건비 부담 완화, 판촉비 절감 노력 등도 지속되고 있어 매출 회복 지연에도 체질 개선 및 비용 슬림화 작업 효과가 눈에 띄게 나타날 전망이다.

표1 국내 소비재/플랫폼 주간 수익률

	현재가 (pt, 원)	시가총액 (억원)	수익률 (%)						P/E			P/B		
			1W	1M	3M	6M	12M	YTD	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
코스피	2,442	19,981,269	1.5	-2.3	-4.7	-12.6	-6.3	1.8	-	-	-	-	-	-
코스피 대형주	2,433	16,660,866	1.5	-2.5	-4.8	-13.1	-6.4	1.8	-	-	-	-	-	-
코스닥	706	3,538,174	6.0	2.2	-7.4	-15.6	-19.0	4.1	-	-	-	-	-	-
코스피 중형주	2,700	2,367,272	1.6	-2.8	-4.9	-10.4	-1.7	1.6	-	-	-	-	-	-
코스피 소형주	2,124	834,791	1.7	1.3	-3.8	-9.4	-7.3	1.4	-	-	-	-	-	-
유통														
코웨이	65,400	48,265	-2.7	-5.8	-3.5	2.7	18.9	-2.2	9.0	8.2	7.9	1.6	1.5	1.3
호텔신라	38,150	14,973	3.5	-4.7	-18.7	-27.5	-40.9	3.4	30.4	230.5	21.3	4.1	2.4	2.2
BGF 리테일	103,600	17,906	1.0	-5.1	-8.2	-0.4	-24.5	1.1	11.6	9.5	8.6	2.1	1.5	1.4
GS 리테일	17,170	14,355	2.3	-25.8	-18.4	-14.8	-26.5	4.1	136.5	17.9	7.6	0.6	0.4	0.4
롯데쇼핑	53,200	15,050	-3.3	-8.9	-13.2	-14.5	-27.7	-1.7	12.2	14.7	6.2	0.2	0.2	0.2
신세계	130,800	12,878	-0.5	-5.4	-17.2	-15.9	-24.0	-1.7	7.7	5.8	5.1	0.4	0.3	0.3
이마트	62,700	17,478	-7.9	-6.1	7.0	8.9	-14.9	-1.1	-24.0	326.4	14.1	0.2	0.2	0.2
현대백화점	46,800	10,590	-3.1	-4.7	-3.9	-1.5	-7.9	-1.0	-15.2	62.2	5.0	0.3	0.2	0.2
SK 네트워크스	4,235	9,371	1.7	-2.6	-12.9	-9.7	-23.6	2.1	-1,933.6	9.8	14.2	0.5	0.4	0.4
인터넷														
NAVER	200,500	317,666	1.4	-4.1	19.2	25.5	-9.7	0.8	36.3	18.4	17.7	1.5	1.2	1.1
카카오	38,050	168,776	-2.1	-11.4	5.7	-5.1	-32.8	-0.4	-23.9	50.6	37.0	2.4	1.6	1.6
게임														
넷마블	52,500	45,126	2.1	-8.2	-10.4	-6.9	-7.7	1.6	-19.5	21.6	24.4	1.0	0.8	0.8
엔씨소프트	189,000	41,493	-1.4	-20.9	-5.0	4.9	-17.8	3.2	24.9	58.3	17.1	1.5	1.2	1.1
펄어비스	28,600	18,375	5.0	-26.7	-27.3	-34.3	-24.5	3.3	163.7	276.9	15.4	3.3	2.4	2.0
카카오게임즈	16,640	13,784	-0.7	-11.0	-4.9	-18.0	-35.0	1.6	-9.3	-63.2	24.9	1.5	1.0	0.9
더블유게임즈	52,300	11,242	-1.3	1.2	6.0	15.7	21.6	-3.0	5.8	6.6	6.2	0.9	1.0	0.9
NHN	17,650	5,960	-1.4	-2.7	5.6	-13.1	-22.9	0.0	-96.3	-6.9	9.3	0.5	0.4	0.4
웹젠	13,860	4,844	-0.5	-12.6	-19.1	-13.6	-15.0	1.1	9.9	8.2	6.8	0.8	0.6	0.6
컴투스	47,250	6,019	2.2	-7.4	9.0	27.4	-0.3	1.6	15.9	45.5	15.4	0.5	0.5	0.5
화장품														
아모레퍼시픽	108,100	63,231	2.9	-1.3	-21.3	-28.7	-19.8	3.2	55.6	10.7	22.5	2.0	1.4	1.3
LG 생활건강	312,000	48,729	1.6	-4.7	-18.1	-10.9	-8.4	2.3	44.1	19.2	16.6	1.1	0.9	0.9
실리콘투	34,550	21,032	12.5	22.5	-18.5	-22.5	333.5	5.7	12.2	17.5	12.2	3.5	8.3	4.9
아모레 G	21,250	17,522	1.2	-7.0	-19.8	-29.6	-23.7	2.2	23.5	7.2	13.8	0.8	0.6	0.5
한국콜마	56,300	13,290	4.5	0.9	-23.3	-9.1	6.2	2.2	236.2	17.5	11.5	1.9	1.8	1.6
코스맥스	144,900	16,445	-2.6	1.7	-1.0	-19.1	25.2	-2.8	25.1	17.9	13.3	4.0	3.6	2.9
브이티	39,150	14,015	1.6	9.7	21.4	33.4	138.7	-2.1	21.0	16.4	13.1	5.0	6.9	4.5
코스메카코리아	54,400	5,810	2.6	0.6	-34.9	-31.1	54.1	-1.6	17.4	13.7	10.3	2.3	2.7	2.2
씨앤씨인터내셔널	45,000	4,506	1.0	-0.8	-49.6	-64.1	-29.1	-1.5	19.9	12.5	9.5	3.6	2.1	1.7
클리오	17,710	3,200	2.5	-3.1	-39.8	-51.7	-41.9	3.0	20.1	10.2	9.0	2.5	1.3	1.2
한국화장품제조	52,300	2,370	2.8	6.5	-27.3	-1.3	125.4	1.2	14.6	0.0	0.0	1.6	0.0	0.0
아이패밀리에스씨	20,050	3,457	8.6	0.8	-13.6	-39.5	49.6	7.3	11.3	10.7	8.9	3.3	3.4	2.5
마녀공장	15,310	2,508	6.3	-7.3	-25.5	-37.3	-32.6	4.8	30.0	0.0	0.0	3.8	0.0	0.0

자료: LS증권 리서치센터

주: 2025.01.03 종가 기준

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오리아).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	92.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2024. 1. 1 ~ 2024. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)