



음식료/유통 Analyst 박상준, CFA sjpark@kiwoom.com

## 이마트(139480)

## 中 알리바바와의 JV 설립 관련 Comment

◎ 中 알리바바의 자회사와 JV를 설립하고, 아폴로코리아가 보유한 지마켓 지분 100%를 해당 JV에 현물출자 예정

>> 아폴로코리아(주)와 AliExpress International (Netherlands) B.V.가 합작법인 그랜드오피스홀딩스(주) 설립 예정.

>> 이마트의 공시에 따르면, 아폴로코리아(주)는 자회사 (주)지마켓 지분 100%를 합작법인 그랜드오피스홀딩스(주)에 현물출자하여, 합작법인의 지분을 50% 보유할 예정이나, 예상투자금액은 아직 미정.

>> 언론보도에 따르면, AliExpress International (Netherlands) B.V.는 합작법인 그랜드오피스홀딩스(주)에 알리익스프레스코리아 지분과 현금 3,000억원을 출자하고, 합작법인의 지분을 50% 보유할 예정

>> 따라서, 적자 법인 (주)지마켓에 대한 이마트의 실질 지분율은 80%에서 40%로 하락하고, 알리익스프레스코리아 지분에 대한 이마트의 실질 지분율이 0%에서 40%로 확대될 것으로 추산.

>> 또한, (주)지마켓을 보유한 그랜드오피스홀딩스(주)의 실적은 이마트의 "연결기준 영업이익" 이 아닌 영업외손익의 "지분법손익"에 포함될 가능성이 높을 듯.

◎ 알리익스프레스코리아: 외형 성장세 고무적이나 수익성은 확인 필요

>> 현재 알리익스프레스코리아의 연간 GMV는 약 3조원대로 추산. MAU는 과거 대비 성장세가 둔화되었으나, 테무 대비 높은 성장세를 보이며, 24년 11월 기준 968만명으로 확대된 상황.

>> 다만, 동사가 현재 영업이익을 창출하고 있는지 여부에 대해서는 의구심이 있음. 최근 알리익스프레스코리아 사업이 포함된 모회사 알리바바의 사업부 "Alibaba International Digital Commerce Group"의 매출액 대비 EBITA 마진율은 -11% 수준으로 알려져 있기 때문(FY1H25 기준(CY24. 4~9)).

>> 게다가, 알리익스프레스코리아는 저렴한 상품 가격을 강점으로 한국 이커머스 시장에 후발주자로 진입한 업체이고, 1등 업체 대비 GMV 규모가 현저히 작기 때문에, 수익성이 부진할 가능성이 높은 것으로 판단

>> 따라서, 이번 JV 설립으로 당장 이마트의 지배주주순이익이 증가한다고 추산하기에는 한계가 있을 듯

◎ 이번 JV 설립이 국내 이커머스 시장의 Game Changer가 될 수 있을지는 의문

>> 언론보도에 따르면, 이번 JV의 기업가치는 약 6조원대로 평가되었고, 3년 내에 IPO를 시도할 가능성이 있는 것으로 알려짐

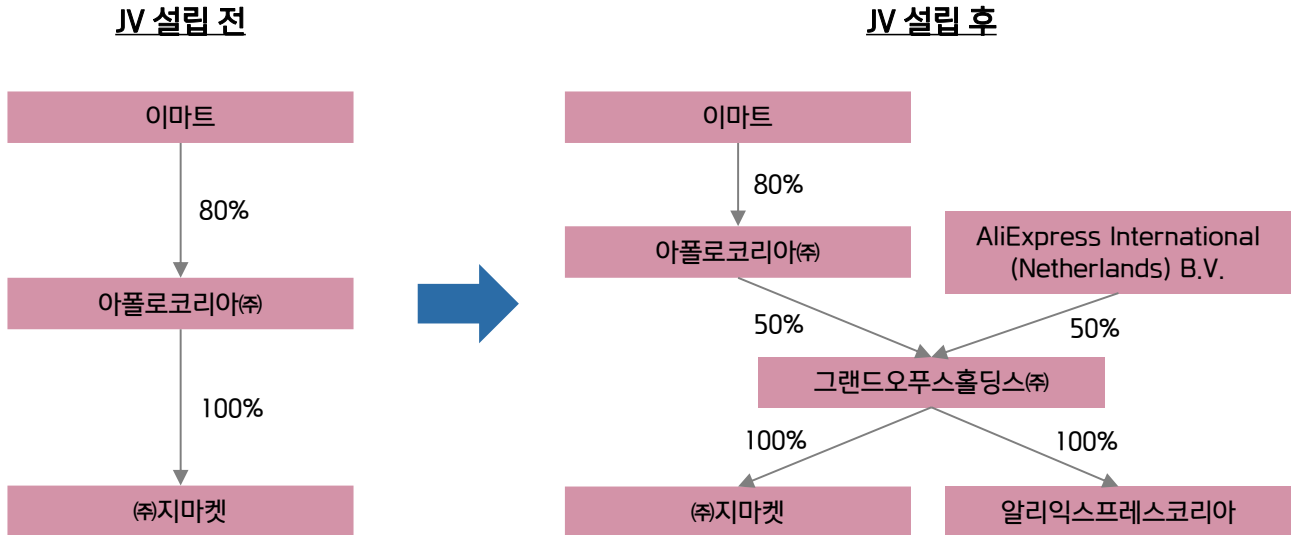
>> 다만, 이번에 평가된 기업가치가 상장주식 시장에서 인정받기 위해서는 향후 시장 점유율과 수익성의 Level-up이 필요할 듯. 따라서, JV 설립 이후 GMV 성장을 위한 경영전략 강화가 선행될 가능성이 높을 듯.

>> 양사는 이번 JV 설립의 시너지로 1) 이커머스/IT 역량 결합, 2) 국내 셀러들의 상품에 대한 글로벌 유통 기회 확대 등을 언급하고 있음. 따라서, 향후 JV는 물류 인프라 관련 투자를 최소화하고, 규모의 경제 확대에 따른 가격 경쟁력 개선, 상품 구색 및 차별성 강화를 도모할 것으로 판단.

>> 다만, 이번 JV가 상위 2개 업체의 시장 지배력을 위협하는 Game Changer가 될 수 있을지는 의문스러움. JV 설립으로 과거 대비 공격적인 가격 전략이 가능할 것으로 예상되나, 현재 JV의 국내 GMV 규모(20조원 이하 추산)가 상위 2개 업체 대비 많이 낮은 수준이고, 배송 편의 측면에서도 서비스 격차가 존재하기 때문.

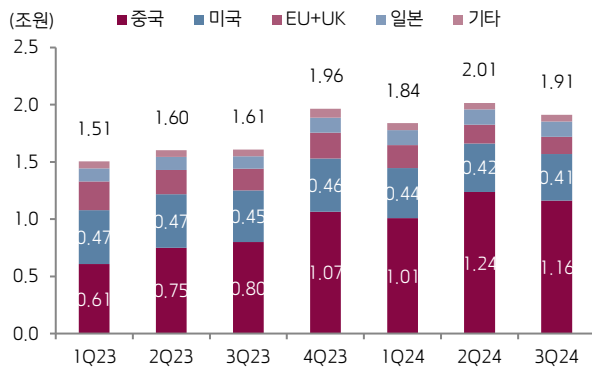
◎ 결론: 이번 JV 설립이 국내 이커머스 시장 내 경쟁력 제고 측면에서, 이마트에게 새로운 기회를 제공할 것으로 기대되나, “과도한 낙관론”은 경계할 필요가 있는 것으로 판단. 향후, JV의 구체적인 실적 레벨, 경영전략의 방향성, 시너지 강도 등을 판단하여, 동사에 대한 투자의견과 목표주가를 업데이트 할 예정.

#### 이마트+알리바바 JV 설립 전후 지분구조 변화 추정



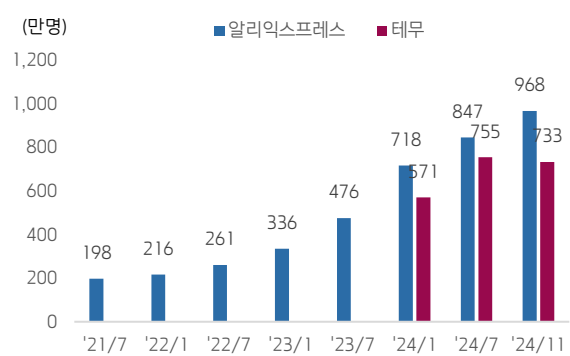
자료: 언론보도, 이마트, 키움증권 리서치

#### 지역별 온라인쇼핑 해외직접구매액 추이



자료: 통계청

#### 알리익스프레스/테무 MAU 추이



자료: 와이즈앱·리테일·굿즈

#### Compliance Notice

- 당사는 12월 26일 현재 상기 언급된 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.