수 신 : ㈜이마트 대표이사 한채양
(서울특별시 중구 세종대로7길 37(순화동))

참 조 : 사내이사 임영록, 사내이사 전상진,
사외이사 이상호, 사외이사 서진욱, 사외이사 신언성, 사외이사 김연미

발 신 : 주주행동 플랫폼 액트
(서울특별시 영등포구 의사당대로 83, 19층 107호)

제 목 : 주식회사 이마트에 드리는 주주서한

1. 귀사의 발전을 기원합니다.

2. 발신인 주주행동 플랫폼 액트(이하 “액트” 혹은 “발신인”)은 2024.12.31. 현재 주식회사 이마트(이하 “이마트” 혹은 “귀사”)의 의결권 있는 보통주식을 보유한 주주로서, 귀사의 경영 현황 및 향후 비전에 관한 의견을 개진 드리고자 본 서한을 보냅니다.

3. 발신인은 귀사가 주주가치 제고를 위해 본 서한에 담긴 제안들을 수용해 주실 것을 요청 드립니다. 귀사가 본 서신에 담긴 제안들을 검토 및 시행하시는 데 도움이 필요하실 경우, 발신인은 적절한 조력을 제공할 의사가 있습니다. 귀사에서는 발신인의 제안을 수용하여 고객과 투자자들로부터 신뢰받는 기업으로 거듭나 주시기를 바랍니다.

다 음

1. 본 서한의 배경

귀사는 2011년 5월 ㈜신세계로부터 분할 설립된 이후, 2022년까지 국내 유통업계 매출 1위를 지켜온 명실상부한 업종 대표 기업입니다. 그러나 역대 최고 실적을 기록했던 2017년[1] 이후 이익은 점진적으로 감소하여 2023년에는 창사 이래 최초로 영업적자를 기록하였습니다. 부진한 실적은 그대로 기업 가치에도 반영되어, 한 때 8조원을 상회하던 시가 총액은 2024년 12월 현재 1.7조원 수준까지 하락한 상태입니다. 기업가치가 지난 5년간 59%, 10년간 70% 하락한 귀사는 다수의 투자자들로부터 '소액주주의 무덤'으로 인식되고 있으며, 0.16이라는 귀사의 PBR은 기업의 규모 및 대중적 인지도를 감안할 때 독보적으로 낮은 수준입니다. 이에 귀사의 주주인 본 발신인은 향후 귀사의 발전과 주주가치 제고를 위해서 기존의 경영 방침에서 벗어난 새로운 비전이 필요한 시점이라고 판단합니다.

2. 발신인은 귀사 주가 부진의 원인으로 다음과 같은 문제점을 지적하고자 합니다.

가. 본업에서의 低수익 사업구조를 탈피하기 위한 구체적 전략의 부재

귀사 매출의 약 70%를 차지하는 유통업 부문의 영업이익률은 2019년 이래 매년 1.5%를 하회하여 왔으며, 특히 2022년과 2023년에는 1%에도 미치지 못하였습니다. 다행히 2024년 유통업 부문 영업이익률은 이전 2년 대비 소폭 개선될 것으로 전망되나, 그 수치는 여전히 1% 초반 수준에 머무를 것으로 보입니다. 따라서 귀사 유통업 부문 수익성의 개선을 위해서는 1) 유통업 부문 내 각 사업부간 자원 재배치가 수행되면서 동시에 2) 유통업 부문 전반의 수익성 개선을 위한 구체적인 방향성이 도출되어야 할 것으로 보입니다. 그러나 안타깝게도 양 측면에서 주주들이 체감할 만한 변화가 아직까지는 감지되지 않고 있는 상황입니다.

구체적으로 귀사 유통업 부문 내 각 사업부의 세부 실적을 살펴보면, 귀사의 기존 핵심 사업인 할인점의 낮은 수익성 문제는 좀처럼 개선되지 못하고 있으나 창고형 매장인 트레이더스의 이익률은 상대적으로 견조합니다.[2] 이러한 현상은 최근 들어 새로이 부각된 '트렌드'가 아니라, 이미 2010년대 중반부터 관찰되어 온 특징입니다. 이에 다수의 업계 전문가 및 투자자들은 7~8년 전부터 귀사가 할인점을 창고형 매장으로 전환하는 등 다양한 방법을 통해 트레이더스 매장 수를 공격적으로 확대할 것으로 전망해왔습니다.[3] 그러나 정작 2020년 이래 최근 5년간 귀사 트레이더스 매장은 단 4개 증가하는

[1] 영업이익 (단위: 억원): '17년 5,849 → '20년 2,372 → '23년 -469

[2] 2024년 1~3분기 영업이익률(단위:%): 할인점 0.8, 트레이더스 3.2

[3] "창고형 마트 급부상"…부진한 이마트 매장, 트레이더스로 전환될까, 아시아경제 (2017.07.10)

데 그쳤으며, 2024년에는 한 곳도 새로 개점하지 않았습니다. 물론 창고형 매장의 특성을 고려할 때, 입지 조건 등 다방면에서의 고려가 필요하여 매장 확대가 쉽지 않은 것은 다수 주주들도 이해하고 있습니다. 그러나 동기간 수익성이 낮은 할인점의 수도 단 5개 줄이는데 그쳤다는 점을 고려할 때, 귀사가 유통업 부문에서의 자원 재배치에 소홀하다는 인상을 지우기 어렵습니다.[4]

자원배분의 비효율성보다도 주주들이 더 불안감을 느끼는 부분은 귀사가 본업인 유통업 부문에서 어떠한 미래를 그리고 있는지가 불분명하다는 사실입니다. 귀사는 2021년 G마켓과 옥션의 운영사인 ㈜이베이코리아를 인수하면서 '온라인·디지털로의 대(大)전환'을 천명한 바 있습니다. 귀사가 속한 신세계 그룹 또한 당시 보도자료를 통해 "이커머스 DNA를 가진 인력들과 IT 인프라를 확보"하여 "(이마트를 넘어) 신세계 그룹의 디지털 트랜스포메이션 모멘텀이 확보"될 것이라고 밝혔었습니다.[5] 그러나 3년 이상의 시간이 지난 현재 여전히 귀사의 사업은 오프라인 매장에서의 매출에 크게 의존하고 있습니다.

귀사에 인수된 이후 G마켓은 2022년과 2023년 연이어 영업적자를 기록하였으며, 2024년에도 영업적자를 면치 못 할 것으로 보입니다. 다만, 주주들이 불만을 갖는 것은 단순히 이커머스 사업에서의 부진한 실적에 기인하는 것이 아닙니다. 적자를 보더라도 '유통 공룡'인 이마트가 사업의 중심 축을 온라인으로 옮기기 위해 혁신하고 있다는 확신이 느껴진다면 단기 실적 악화는 감내할 수 있습니다. 문제는 대규모 투자에도 불구하고 여전히 이마트는 '오프라인' 중심 기업이고, 지마켓의 매출은 계속 감소하고 있으며, 쓱닷컴에서의 고객 경험은 지금도 불편하다는 것입니다. 이에 귀사가 제시했던 디지털 기업으로의 대전환이라는 아젠다에 대해 다수 투자자들은 의구심을 지우지 못하고 있는 상황입니다.

한편, 이커머스 사업부의 실적이 기대에 미치지 못하자 귀사는 2024년 들어서는 '본업 경쟁력 강화'가 정답이었다며, 오프라인에서의 가격경쟁력 회복 등에 집중하는 모습을 보였습니다. 그리고 실제로 이러한 정책 전환은 수익성의 소폭 개선을 이끌어내는 등 부분적인 성과가 있었던 것도 사실입니다. 그러나 1년도 채 지나지 않아 2024년 12월 귀사는 알리바바와 합작회사를 설립하며 이커머스 시장에서의 경쟁력을 대폭 개선하겠다고 발표하였습니다. 귀사의 주가는 해당 발표 다음 날인 12월 27일 무려 9.8%가 하락했습니다. 투자자들에게 공감받지 못하는 의사 결정이 얼마나 시장에서 부정적으로 받아들여질 수 있는지를 잘 보여준 사례입니다.

본 발신인은 이커머스 사업에 더 집중하거나, 또는 이커머스 사업을 중단하라는 등의 '구체적 방향성'을 제안하고 싶지 않습니다. 이는 전적으로 경영상의 판단입니다. 본 발신인은 귀사가 그리고 있는 미래 '비전'이 무엇인지 알고 싶고, 이에 대해 귀사와 건설적으로 소통하기를 희망합니다. 본 발신인은

[4] 이마트 할인점/창고형 매장 수 변화: (할인점) '19년 158→ '24년 153, (창고형 매장) '19년 18→ '24년 22

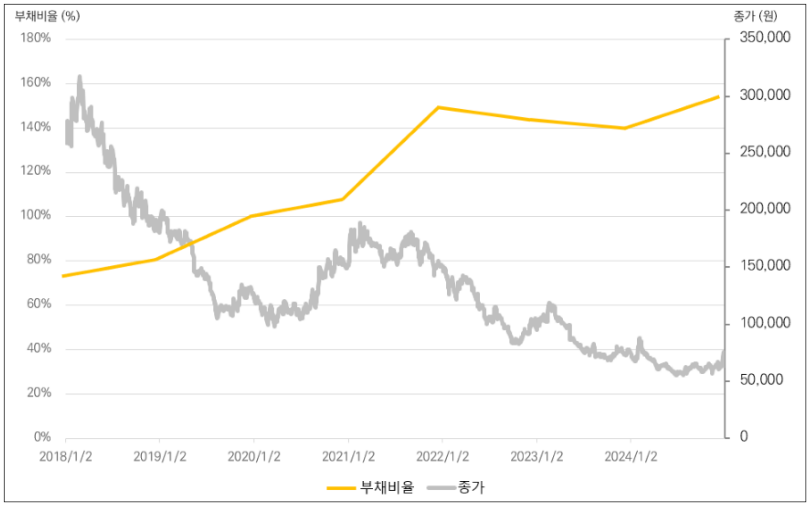
[5] 신세계그룹의 대(大)전환점, 이베이코리아 인수, 신세계그룹 홈페이지(2021.07.13)

이러한 활동이 귀사 가치 정상화의 첫 발걸음이 될 것이라 판단하고 있습니다.

나. 불안정한 재무구조

귀사의 부채비율은 2018년 이래 지속적으로 상승해 왔습니다. 그 결과, 해당 시점부터 귀사의 신용등급은 수차례 강등되어 왔습니다.[6]

이마트 부채비율 및 주가 변화 (2018년 ~ 현재)



신용등급의 지속된 강등은 부채의 절대적 규모 증가와 맞물려 귀사가 부담하는 이자 비용의 급속한 증가를 야기하였습니다. 연결 기준으로 귀사는 2018년 825억원의 이자비용만을 부담하였었으나, 이후 5년간 단 한 해도 빠짐없이 이자 비용이 지속 증가하여 2023년에는 4,177억원의 이자 비용이 지출되었습니다. 또한 3분기까지의 자료에 근거할 때, 2024년에 부담하는 이자 비용도 2023년과 유사한 수준일 것으로 전망됩니다. 2022년 귀사 영업이익의 3배[7]에 달하는 막대한 이자비용은 귀사의 영업에 큰 부담으로 작용하고 있으며, 동시에 귀사가 시장에서 온당한 가치를 인정받지 못하는 주요한 요인으로 꼽히고 있습니다.[8]

---

[6] 주요 신용평가사별 이마트 신용등급 변화

NICE신용평가 : '18년 AA+(부정적) → '20년 AA(안정적) → '23년 AA(부정적) → '24년 AA-(안정적)

한국신용평가 : '18년 AA(안정적) → → '23년 AA(부정적) → '24년 AA-(안정적)

Moody's : '18년 BAA2 → '19년 BAA3 → '20년 BA → '22년 BA2

[7] 2023년은 영업이익 적자를 기록하여 2022년의 영업이익과 비교

[8] 재무구조 개선이 먼저다, 박종렬, 송지원, 흥국증권 (2024.11.21)

귀사의 부채가 급속도로 증가하게 된 배경에 대해서도 많은 투자자들이 우려하고 있습니다. 부채 증가의 배경으로는 광범위한 사업 확장과 자회사들에 대한 과도한 지원이 지적됩니다. 상당한 시점이 지난 현재 시점에서 돌이켜보면, 귀사가 신규 진출했던 사업의 상당수는 이미 실패하였거나, 또는 고전을 면하지 못하고 있는 상태입니다. 지나간 과거의 일을 들추는 실익은 크지 않으나, 문제는 이러한 현상이 지금도 진행되고 있다는 점입니다. 귀사는 2025년 이후에도 점포 리뉴얼 등으로 인해 본업 자체만으로도 상당한 투자가 필요할 것으로 판단됩니다. 그럼에도 불구하고 귀사는 화성테마파크, 동서울복합시설 등 본업과 연관성이 높지 않은 건설투자 분야[9]에 상당한 지출을 할 계획임을 이미 밝힌 바 있습니다. 또한 2024년에도 자회사 ㈜신세계건설에게 최대 6500억원에 달하는 자금보충약정을 제공하였으며, 또다른 자회사 ㈜조선호텔앤리조트와 ㈜이마트24의 유상증자에 참여하는 형태로 각각 1,000억원씩을 투자해준 바 있습니다. 부채 문제에 대한 해결 없이 진행되고 있는 방만한 신사업·자회사 투자에 대한 재고(再考)가 필요한 시점입니다.

다. 실적과 연동되지 않는 최종 의사결정권자의 보수

불미스럽게도 귀사의 경영을 실질적으로 총괄하고 있는 정용진 회장은 대한민국 기업의 '오너 리스크'를 상징하는 인물로 여겨져 왔습니다. 이에 2022년에는 귀사 직원들로 구성된 한국노총 전국이마트노동조합으로부터 "회사의 이미지에 타격을 주는 정 부회장의 언행에 깊은 우려를 표한다"는 비판을 받았으며, 같은 해에는 소비자들의 '불매' 운동에 직면하기도 했습니다. 정용진 회장의 발언 및 행동이 주가에 큰 영향을 미침에 따라 이마트 주주들 사이에서는 "아침에 일어나면 회장님 SNS부터 확인한다"는 웃지 못할 농담이 돌기도 했었습니다.

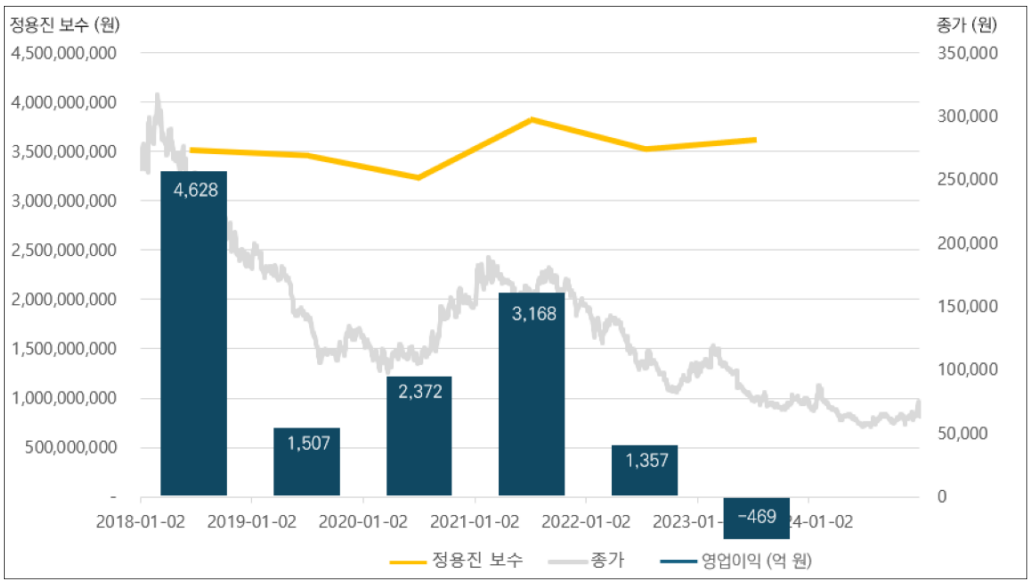
본 발신인은 금번 주주서한을 통해 '자연인' 정용진의 언행에 대해 가치 판단을 하지는 않으려 합니다. 유통 기업으로서 소비자와의 접점이 많은 귀사의 사업 특성 상, 소비자 및 대중과 활발하게 소통하는 경영자의 존재가 반드시 '해'가 된다고 말하기도 어렵습니다. 다만 분명한 것은 기업의 경영 의사결정에 중대한 영향을 미치는 사람은 그 성과에 대해서도 책임을 져야 한다는 것입니다.

익히 잘 알려져 있듯이, 미등기임원인 정용진 회장은 등기 임원이 부담해야 하는 여러 책임으로부터 자유로운 상태입니다. 그리고 매년 악화되어 온 실적과 별개로 그의 보수는 매년 30~40억원 수준을 안정되게 유지해 왔습니다. "실적이 있는 곳에 보상이 있다"는 보수 정책의 기본 원칙과도 부합하지 않을뿐더러, 절대적인 보수 금액도 높아 정용진 회장의 보수 문제는 매년 비판의 대상이 되어 왔습니

[9] 자회사 신세계프라퍼티를 통한 투자

다. 2024년 3월 정기 주총에서도 현장에 참석한 개인 주주가 정용진 회장의 보수 한도를 낮추어야 한다며 발언한 내용이 다수 언론에 의해 보도되기도 했습니다. 경영진의 의사 결정 과정을 잘 감독하고, 그 결과에 근거하여 경영진을 규율하는 것이 이사회의 존재 이유입니다. 미등기임원으로 실적에 대한 평가도 받지 않는 최종 의사결정권자의 존재는 귀사 이사회를 유명무실하게 만드는 원인이며, 동시에 귀사가 정당한 가치를 인정받지 못하게 되는 주요 요인임이 자명합니다.

이마트 영업이익, 주가 및 정용진 회장 보수 변화 (2018년 ~ 현재)



3. 본 발신인은 주주가치 제고를 위해 귀사 이사회에 다음 사항을 요구합니다.

가. 저매출 점포 매각을 통한 경영 효율화 및 재무구조 개선

귀사는 2018 년 부채비율 감축을 주요한 과제로 천명하면서 자산 경량화를 추진하겠다고 밝힌 바 있습니다. 그리고 그 연장선 상에서 이듬해인 2019 년 13 개의 점포를 매각하였습니다. 그러나 공언했던 바와는 달리 ㈜이베이코리아 인수 등에 거금을 투자하면서 부채비율은 이후 3 년간 오히려 지속 악화되었습니다. 또한 2020 년대 들어서는 매년 0~3 개의 점포만을 정리하는데 그치고 있는 상황입니다. 저매출·저수익 점포 정리를 통한 효율성 제고 및 재무 개선에 대해 기대를 가지고 있던 다수 주주들의 희망과는 상반되는 행보임이 분명합니다.

이마트 연도별 할인점 매각 현황 (2019년 ~ 현재)

매각연도	매각한 점포
2019년	일산점, 산본점, 천호점, 동인천점, 수원점, 구미점, 양주점, 반야월점, 검단점, 평촌점, 수색점, 포천점, 진접점
2021년	가양점, 별내점
2022년	성수점, 감삼점, 동광주점
2024년	서부산점

최근 점포 매각에 소극적이었던 귀사는 2024 년 3 월 신세계프라퍼티를 통해 할인점 155 곳 중 매출 하위권 20%에 속하는 약 30 여개 점포의 매각을 검토하겠다고 밝힌 바 있습니다. 이는 한채양 대표이사가 신규 점포 개장을 통해 본업 경쟁력을 회복하겠다고 취임 이래 지속적으로 밝혔던 것과 일견 상충되는 것으로 보입니다. 그러나 저매출·저수익 점포의 정리와 신규 점포의 개장은 양립 불가능한 것이 아닙니다. 비효율적으로 운영되고 있는 기존 점포의 정리 없이 매장의 수를 확대하려면 추가 차입이 불가능하고, 이미 높은 부채 비율로 인해 고통받는 귀사 입장에서는 이러한 상황을 반드시 피해야만 합니다. 귀사가 기존 저매출 점포의 매각을 검토하겠다고 밝혔던 배경도 이러한 판단에 근거하였을 것이라고 본 발신인은 이해하고 있습니다. 그러나 결과적으로 2024 년 귀사는 겨우 한 곳의 점포(서부산점)만을 실제로 매각하는데 그쳤습니다. 이처럼 미진한 자원 재배치로 영업 효율성의 제고를 기대하기는 어려울 것이 자명합니다.

비효율적 자산 활용 및 과도한 부채로 어려움을 겪고 있는 귀사에게는 점포 정리 및 부동산 매각을 통한 자금 확보가 필수입니다. 그리고 이 자금은 본업인 유통업에서의 경쟁력 회복 및 부채 상환을 위해 사용되어야만 합니다.

나. 자회사에 대한 지원 축소·중단으로 재무구조 개선을 위한 재원 확보

앞서 언급하였듯이, 귀사의 재무구조는 단기간에 악화되었습니다. 실적 부진을 겪는 자회사들에 귀사가 많은 자금을 지원하고 있다는 것이 부채비율 상승의 주된 원인으로 지적됩니다. 그럼에도 불구하고 귀사는 조선호텔앤리조트와 이마트 24 의 유상증자에 참여하는 형식으로 각각 1,000 억원을 양 자회사에 지원하였습니다. 그 결과, 귀사의 재무 부담은 거듭해서 가중되었고 경영활동에도 큰 부담이 얹어지게 되었습니다.

귀사가 자회사에 자금을 지원하면 안 되는 이유는 명백합니다. 귀사가 자회사에게 유상증자 및 지급보증 등을 해줄 여력이 없기 때문입니다. 모회사는 자회사의 곳간을 채워주는 것이 아닙니다. 자회사들에게는 독자적인 재무구조 개선책을 요구하고, 귀사는 자사의 부채 비율 축소에 집중하는 것이 최우선 과제입니다. 모회사의 역할을 혼동하지 말고 자회사에 지원하려던 돈으로 부채 상환하시기 바랍니다.

다. 정용진 회장의 등기임원 선임

미등기 임원인 정용진 회장이 귀사의 의사결정을 좌우하는 문제는 이미 10 년도 더 전부터 문제로 제기되어 왔습니다. 2013 년 사내이사직을 내려놓은 시점부터 '책임 회피'에 대한 비판이 있었고, 매년 정기 주주총회마다 다양한 이해 관계자들이 등기 임원으로의 복귀를 요구해왔습니다. 2025 년 3 월 정기 주총은 정용진 회장이 부회장에서 회장으로 승진한 이후 첫 1 년을 보내고 맞이하는 주주총회인만큼, 이 문제를 마무리할 적기라는 것이 본 발신인을 비롯한 다수 주주들의 판단입니다.

라. 등기임원 보수 정책에 대한 주주와의 소통

본 발신인은 귀사가 임원들의 보수 산정 기준을 투명하게 주주들과 공유하고 소통할 것을 요청드립니다. 유통 업체로서 고객 접점이 많은 귀사는 친(親)ESG 기업으로의 이미지를 구축하기 위해 친환경 활동 및 사회 공헌에 큰 관심을 쏟아왔으며, 한국거래소가 평가하는 '기업지배구조 핵심지표' 15 개 항목 중 13 개 항목을 준수하고 있을 정도로 지배구조 측면에서도 노력을 기울여 왔습니다. 그럼에도 불구하고 정용진 회장 등 최고위 임원들과 관련된 문제로 그 노력이 온당히 평가받지 못해 왔던 것이 사실입니다. 만약 정용진 회장이 금번 정기 주주총회를 통해 등기 임원으로 선임된 이후 등기 임원의 보수 책정 기준을 주주들에게 보고하고 이에 대해 소통하는 선례를 만든다면, 제대로 주목받지 못했던 귀사의 친 ESG 행보가 조명되는 계기가 마련될 것입니다. 또한 귀사의 위험 요인으로 장기간 지적되어 온 '오너 리스크'가 상당부분 희석되는 효과도 기대할 수 있을 것입니다.

마. 명확한 중장기 경영 비전 수립 후 주주와 공유

일반 개인주주를 비롯한 여러 투자자들은 귀사의 사업 방향성에 대해 깊은 의구심을 품고 있습니다. 2020 년대 초반에는 이커머스 중심으로 사업구조를 재편하겠다는 의지를 보였으나, 지마켓과 쓱닷컴이 좋지 못한 성적을 거두자 급작스럽게 오프라인 중심의 회귀를 선언했습니다. 귀사 스스로 정했던 중장기 비전을 급히 수정하는 모습을 보며 투자자들은 귀사가 과연 '어떤 미래상'을 향해 나아가고 있는지에 대해 의문을 품을 수밖에 없었습니다.

이제는 귀사가 추구하는 미래상에 대한 구체적 설명이 필요합니다. 추상적인 비전이 아니라 10 년, 20 년 후의 이마트가 그려질 수 있도록 명확한 비전 설정이 필요합니다. 구체적인 비전이 수립되었다면 이후 주주들에게 직접 전달하여 설득해 나가야 합니다. 주주들과의 소통을 거침으로써

귀사의 방향성이 더 뚜렷해지리라 확신합니다. 한 가지 더 요청 드리자면, 그 과정에서 수익성에 대한 고민은 놓치지 말아주십시오.

앞서 말씀드렸듯이, 본 발신인은 귀사의 구체적인 경영 전략에 대한 제안을 드리는 것이 아닙니다. 다만, 귀사의 중장기 비전을 투자자들과 소통해주시기를 바랄 뿐입니다. 만약 심사숙고를 거쳐 추진하게 된 사업이 초반에 실적을 내지 못하더라도 그것이 이마트가 그리는 '미래'를 향해 가는 과정이라는 확신이 있다면 주주들은 귀사를 끝까지 지지할 것입니다. 발신인은 귀사의 미래를 응원하며 2025 년 주주총회를 시작으로 귀사가 명확한 중장기 비전을 주주들과 공유해주시기를 희망합니다.

당사는 귀사 이사회에서 위 요구사항을 면밀히 검토 및 이행하시기를 정중하게 요청드립니다. 본 서신에 담긴 제안들을 검토 및 이행하는 데 협조가 필요하실 경우, 발신인은 적절히 조력할 의사가 있습니다. 본 주주 서한을 통해 귀사가 시장과 투자자들의 신뢰를 회복하고 주주가치가 제고할 수 있는 계기가 되기를 바랍니다. 끝.

주주행동 플랫폼 액트 올림