

리테일

영원한 1등은 없다

김명주

02) 3774-1458

myoungjoo.kim@miraeasset.com

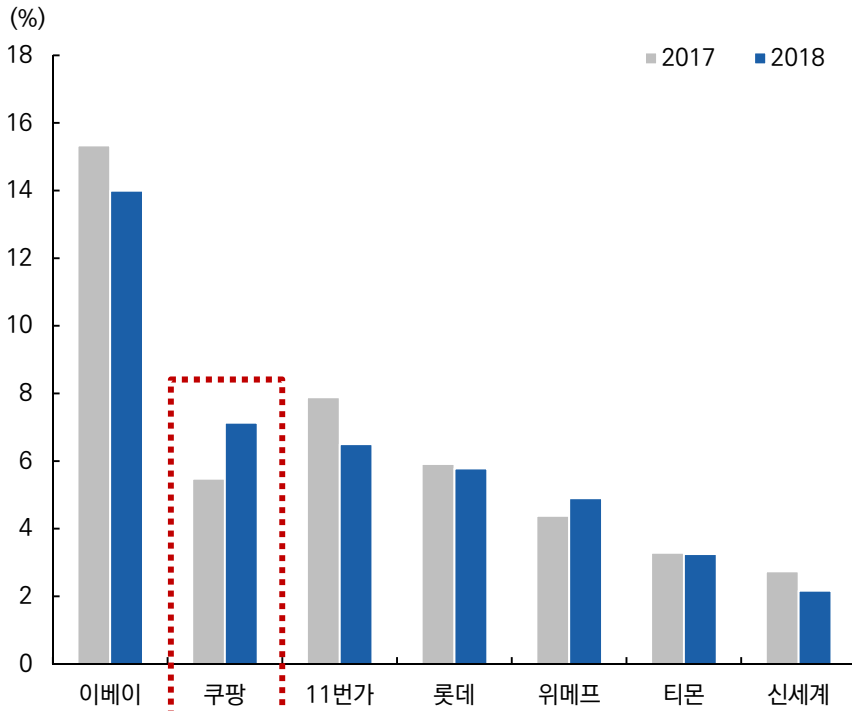
Contents

[요약] 영원한 1등은 없다	3
I. 1위 사업자의 부진 지속	4
II. 영원한 1등은 없다	7
III. Top Picks	13
이마트 (139480/매수)	
지어소프트 (051160/Not Rated)	
[결론] 투자전략	15

영원한 1등은 없다

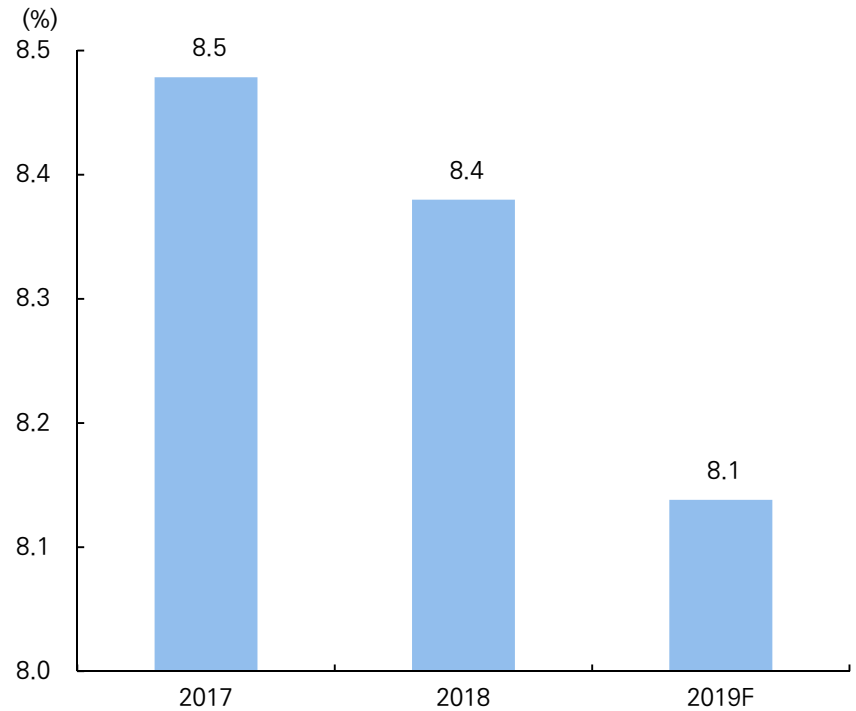
- 소매시장 내 1위 사업자의 부진 지속
- 1) 신형 강자의 탄생과 2) 환경 변화에 따른 경쟁력 약화 때문
- 기존 1위 사업자가 점유율 회복 전략 확보 시 주가 또한 반등 가능
- 신형 강자 중 점유율 확대 가능성이 높은 기업 주목

2017 vs 2018년 온라인 시장 점유율 변화



자료: 언론보도 기반 당사추정, 미래에셋대우 리서치센터

소매시장 내 롯데쇼핑+이마트 합산 점유율 추이



주1: 분모인 소매시장은 자동차 시장을 제외
 주2: 롯데쇼핑과 이마트의 매출액으로 계산
 자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

1위 사업자의 부진 지속

- 부진 이유는 1) 신흥 강자의 탄생과 2) 외부 환경의 변화에 따른 경쟁력 약화
- 1위 사업자의 점유율 하락과 주가 부진 발생
- 1위 사업자가 차별화 전략 확보 실패 시 점유율 하락 및 주가 부진 지속 예상

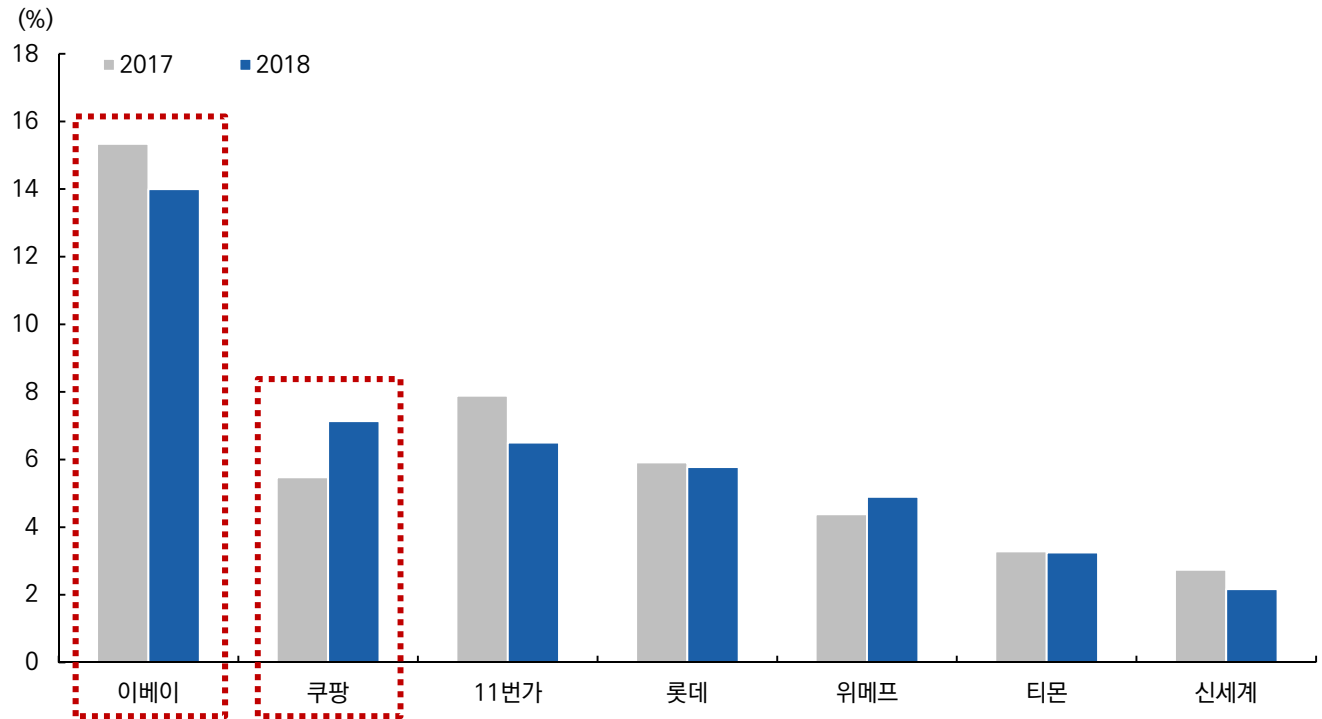
1위 사업자의 부진 지속		
기존 1위 사업자	점유율 하락 요인	신흥 강자
이베이코리아	오픈마켓의 비즈니스 경쟁력 약화 카테고리 킬러의 등장	쿠팡, 무신사
롯데쇼핑, 신세계그룹	온라인으로의 빠른 소비 이전 카테고리 킬러의 등장	쿠팡, 오아시스, 마켓컬리

자료: 미래에셋대우 리서치센터

이베이 코리아의 점유율 하락

- 온라인 점유율 1위 업체인 이베이 코리아의 점유율 하락
- 하락 요인
 - 차별화를 이룬 쿠팡의 약진
 - 포털사이트의 커머스 강화
 - 신형 카테고리 킬러의 등장

2017년 vs 2018년 온라인 시장 점유율 추정

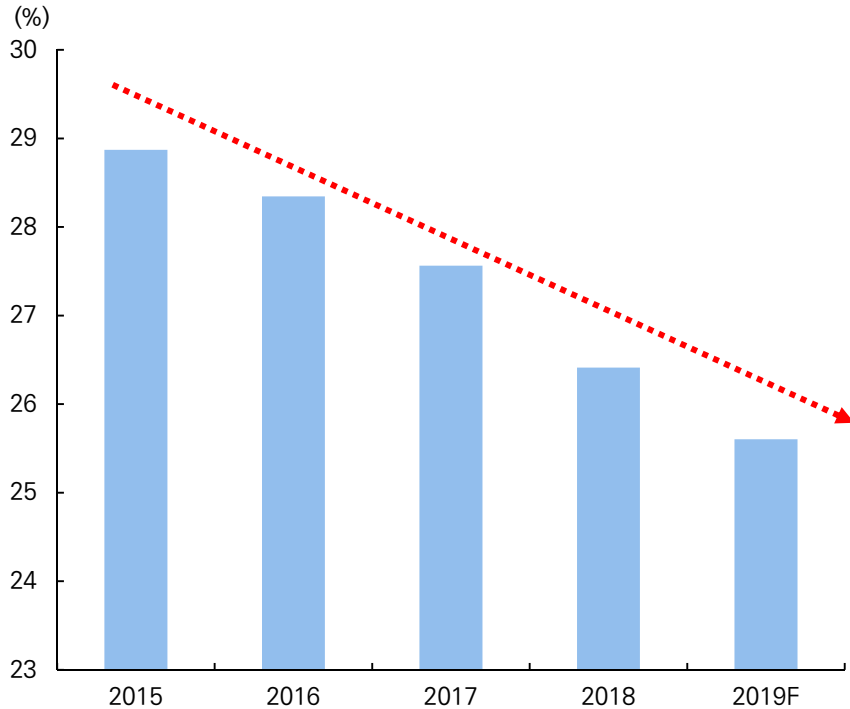


자료: 언론보도 기반 당사추정, 미래에셋대우 리서치센터

전통 유통 공룡의 부진

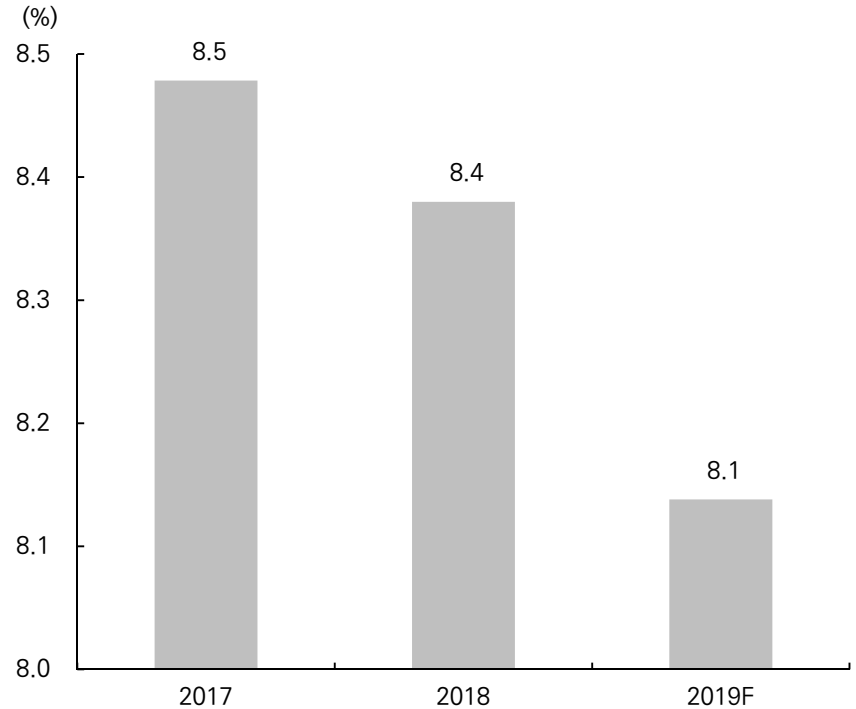
- 전통 오프라인 유통 공룡의 소매시장 내 영향력 감소
- 하락 요인
 - 온라인으로의 빠른 소비 이전
 - 소매시장 내 카테고리 킬러의 등장

소매시장 내 전통 오프라인 채널 점유율 추이



주1: 분모인 소매시장은 자동차 시장을 제외
 주2: 전통 오프라인 채널은 할인점, 백화점, 슈퍼임
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

소매시장 내 롯데쇼핑+이마트 합산 점유율 추이



주1: 분모인 소매시장은 자동차 시장을 제외
 주2: 롯데쇼핑과 이마트의 매출액으로 계산
 자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

신흥 강자의 탄생

- 기존 오프라인 유통사의 입지를 위협하는 신흥 강자 탄생
- 차별화된 서비스와 SKU를 바탕으로 기존 시장 잠식
- 기존 1위 사업자가 차별화 전략 확보 실패 시 신흥강자의 약진은 지속될 것
- 점유율 확대 가능성이 높은 기업의 기업가치는 상승할 것

점유율 확대 플레이어

신흥 강자	상장여부	기업가치	점유율 확대 영역
쿠팡	비상장	10조원	소매시장
마켓컬리	비상장	6,000억원	온라인 신선식품 시장
오아시스	지어소프트 자회사	1,300-1,500억원	슈퍼마켓 시장

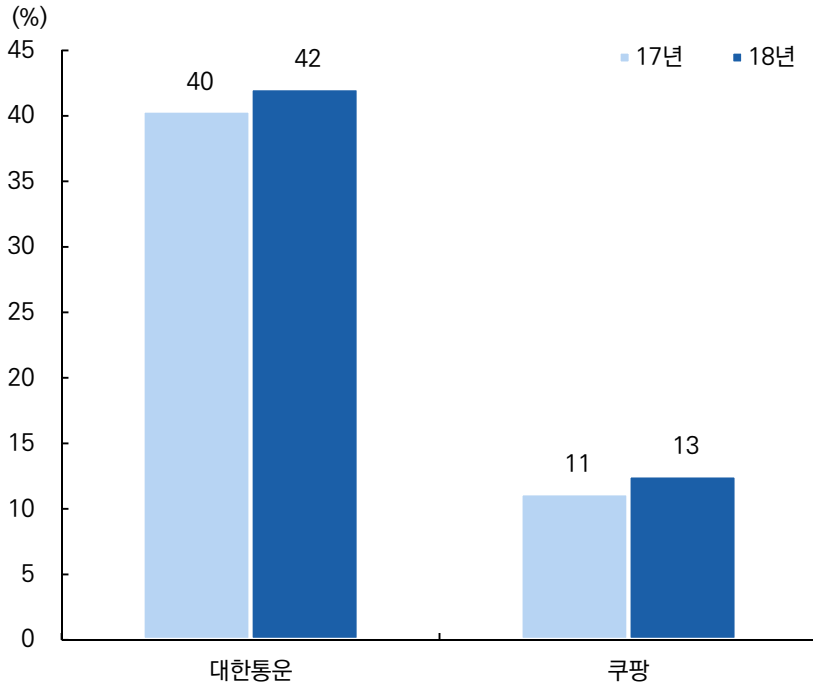
주: 기업가치는 언론 및 당사 추정치임. 정확한 가치가 아님
자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 영원한 1등은 없다

쿠팡, 빠른 외형 성장 지속

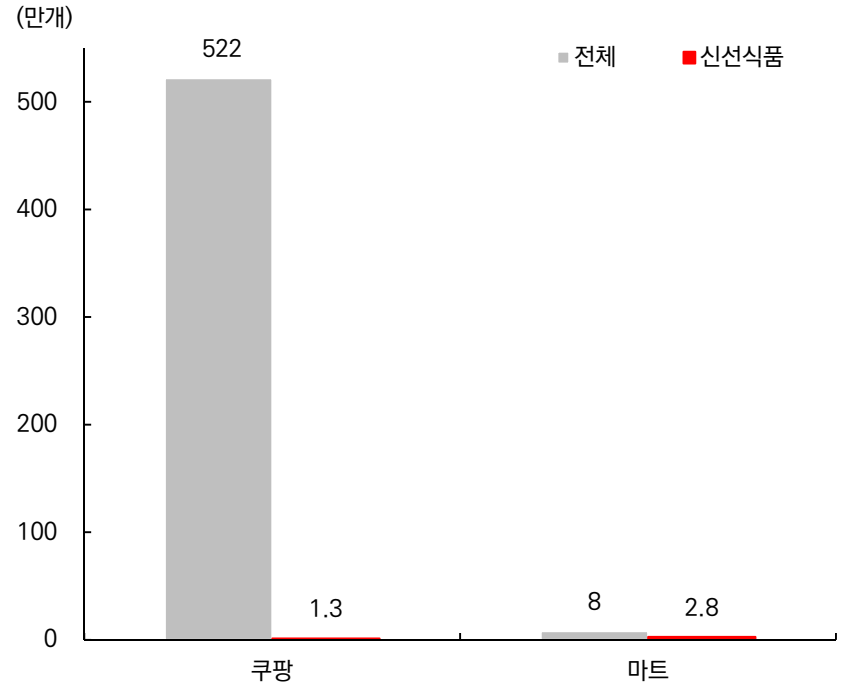
- 2019년 쿠팡의 거래 금액은 12조원을 상회 예상 (vs 18년 거래금액 7~7.5조원, M/S 6.5~7%)
- 쿠팡의 약진은 온·오프라인 유통사 모두에게 부정적
- 향후 쿠팡 전략
 - 외형 성장을 통한 규모의 경제 달성 전략
 - 수수료 증대 전략

쿠팡, 택배시장 내 점유율 추정



주1: 대한통운 IR에 발표된 위탁 택배시장 내 전체 물동량 + 쿠팡 물동량을 전제로 가정
 주2: 언론에 공개된 2018년도 쿠팡 일 물동량 100만개로 가정하여 산정
 주3: 17년도 쿠팡 물동량은 18년도 기준 20% 할인된 80만개 적용
 자료: 대한통운 IR자료, 미래에셋대우 리서치센터

쿠팡 SKU vs 할인점 SKU 비교



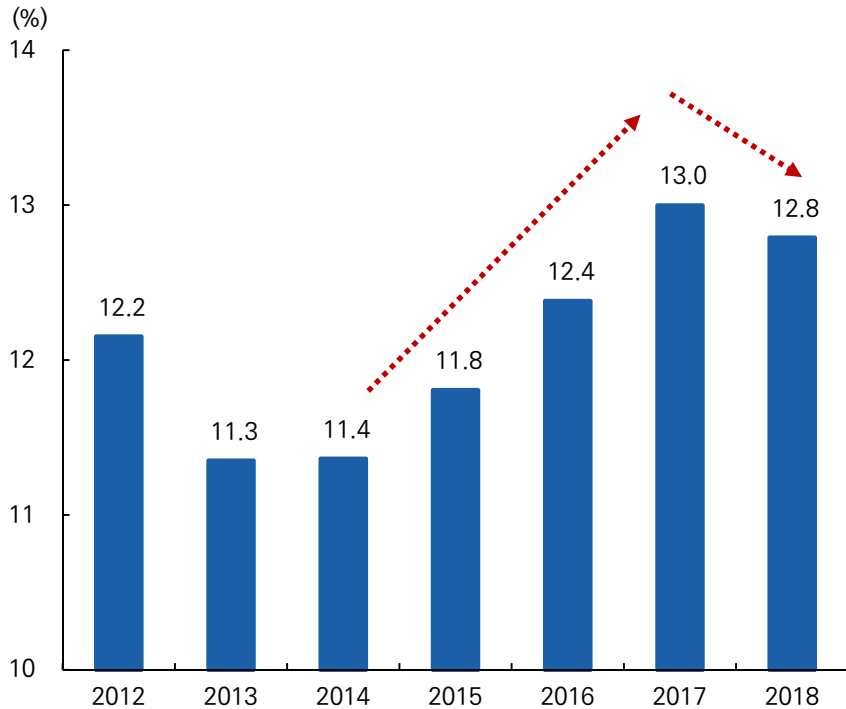
주1: 쿠팡 SKU는 5.5일 기준임
 주2: 쿠팡의 신선식품은 과일/채소/축산계란/수산건어물임 (로켓와우 배송 품목 포함)
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 영원한 1등은 없다

마켓컬리 온라인 식품시장 내 점유율 확대

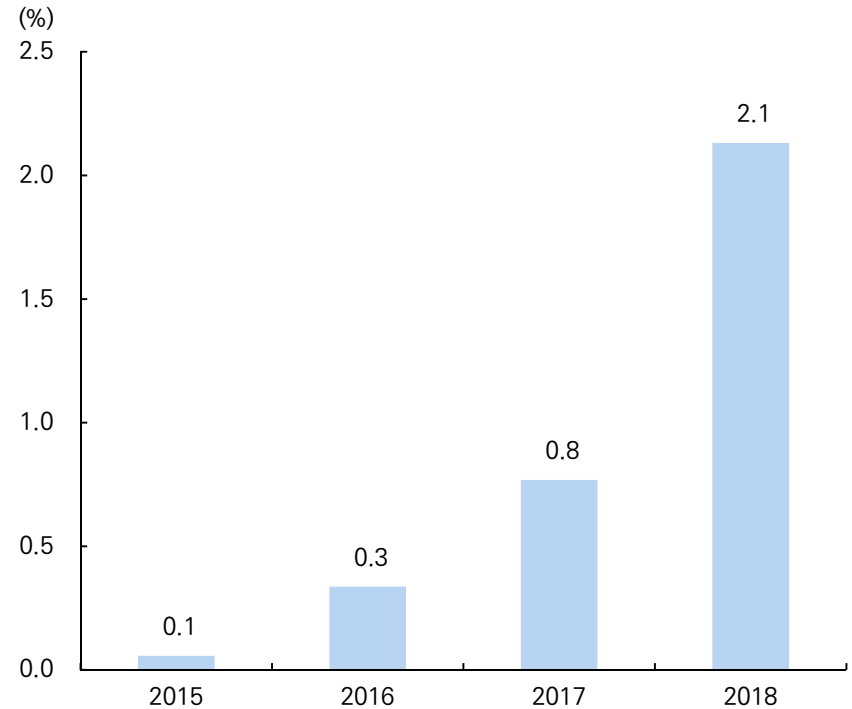
- 마켓컬리의 온라인 식품 시장 내 점유율이 확대
- 15년도 0.1% 수준 -> 18년도 2.1%까지 확대
- 마켓컬리의 약진
 - 중단기: 온라인 신선식품 1위 사업자 이마트 입지 약화
 - 장기: 오프라인 이마트 입지에도 부정적 영향 미칠 가능성 존재

이마트 신선식품 시장 내 점유율 추정



주1: 이마트 총매출 중 30%를 신선식품으로 가정
주2: 2017년 이전 통계자료는 통계 자료 기준 변경에 따라 자체 조정함
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

온라인 신선식품 시장 내 마켓컬리 점유율 추정



주: 마켓컬리 매출 중 40%를 신선식품으로 가정
자료: 국가통계포털, 마켓컬리, 미래에셋대우 리서치센터

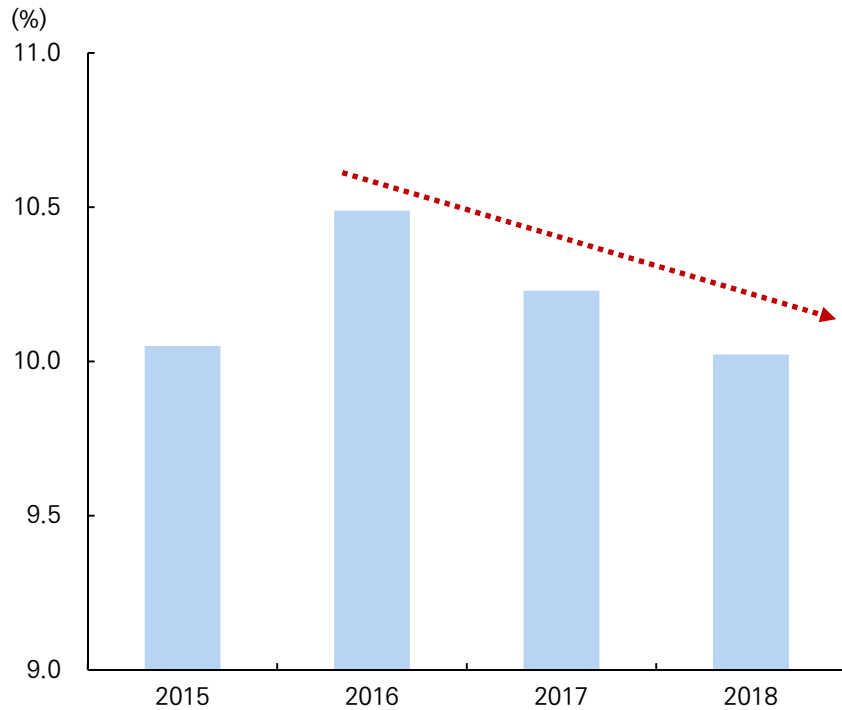
II. 영원한 1등은 없다

오아시스

오프라인에서 온라인으로

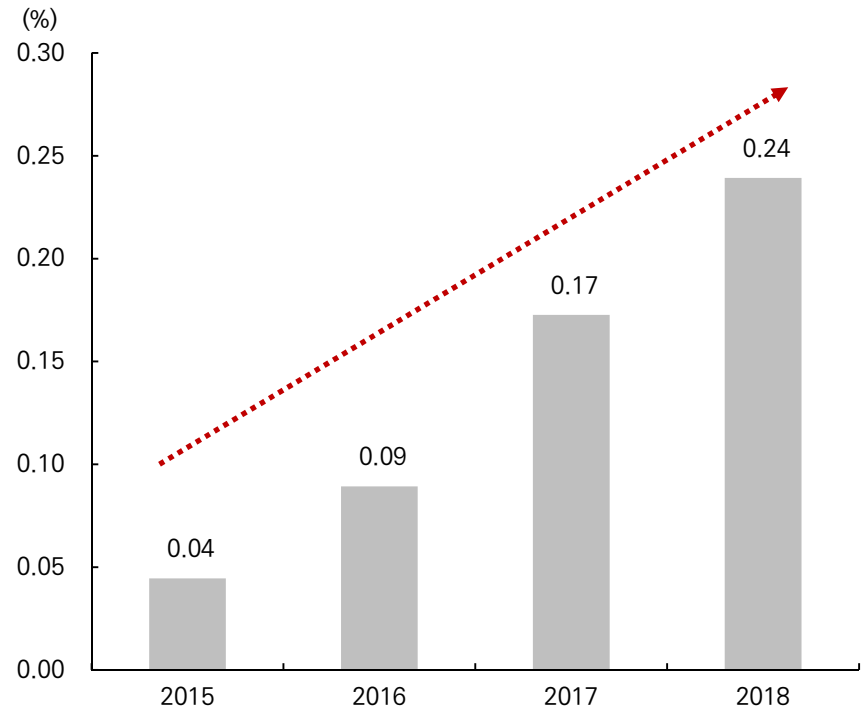
- 친환경 슈퍼마켓 오아시스 약진 지속
- 오아시스는 1) 가격 경쟁력과 2) 배송 차별화를 이룬 기업
- 오아시스는 기존 상위 슈퍼마켓 점유율을 잠식하는 신흥 강자
- 19년 오아시스의 외형성장은 온라인 매출 중심으로 진행 예정

상위 3사 슈퍼마켓 점유율 추이



주: 상위 3사는 GS슈퍼, 이마트에브리데이, 롯데슈퍼임
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

슈퍼시장 내 오아시스 점유율 추이

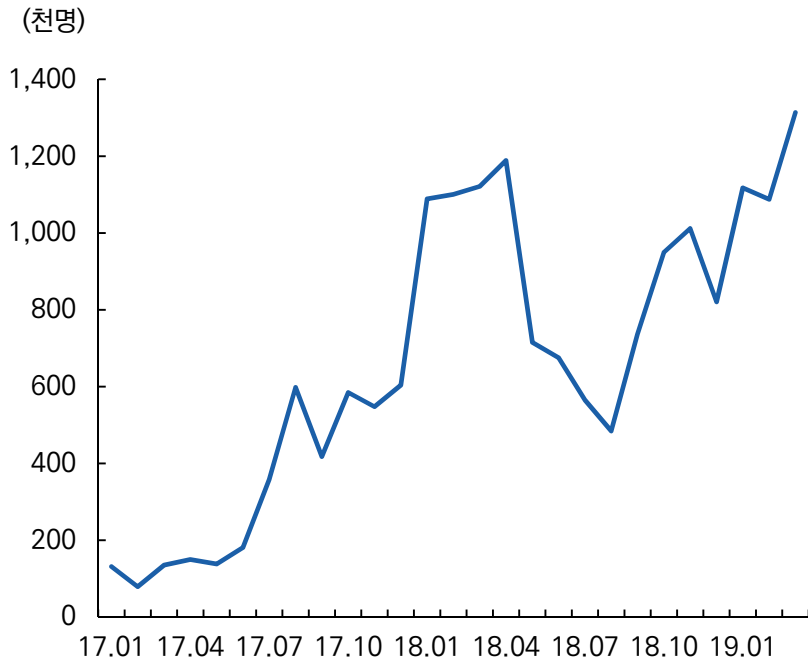


자료: Dart, 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

신흥 카테고리 킬러의 등장

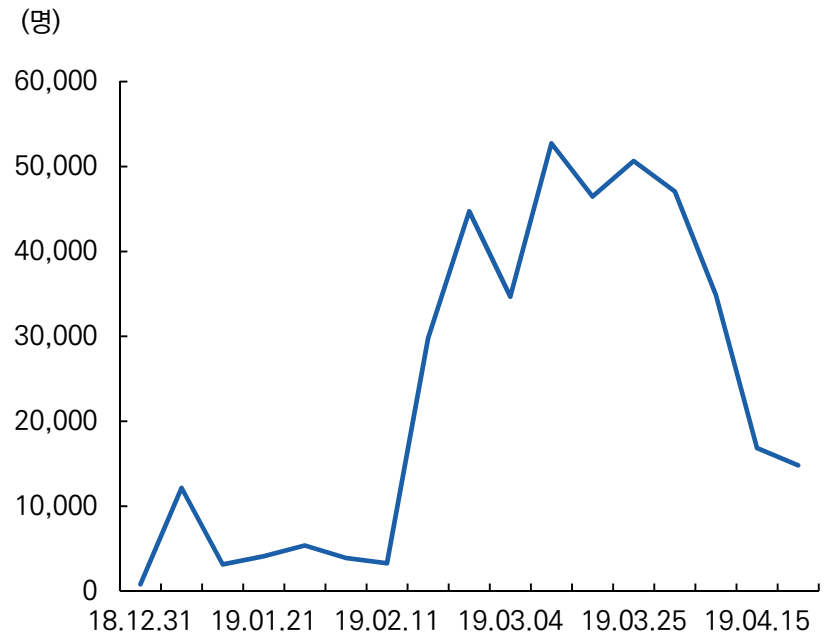
- 온·오프라인 유통 1위 사업자의 트래픽 분산을 유발하는 신흥 카테고리 킬러가 등장
- 등장 원인
 - 물류 기술 발전에 따른 빠른 배달의 보편화
 - 1·2인 가구 증가에 따른 소비자의 구매 패턴 다양화 때문

무신사 온라인 트래픽 추이



자료: 코리아안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

오아시스마켓 온라인 트래픽 추이



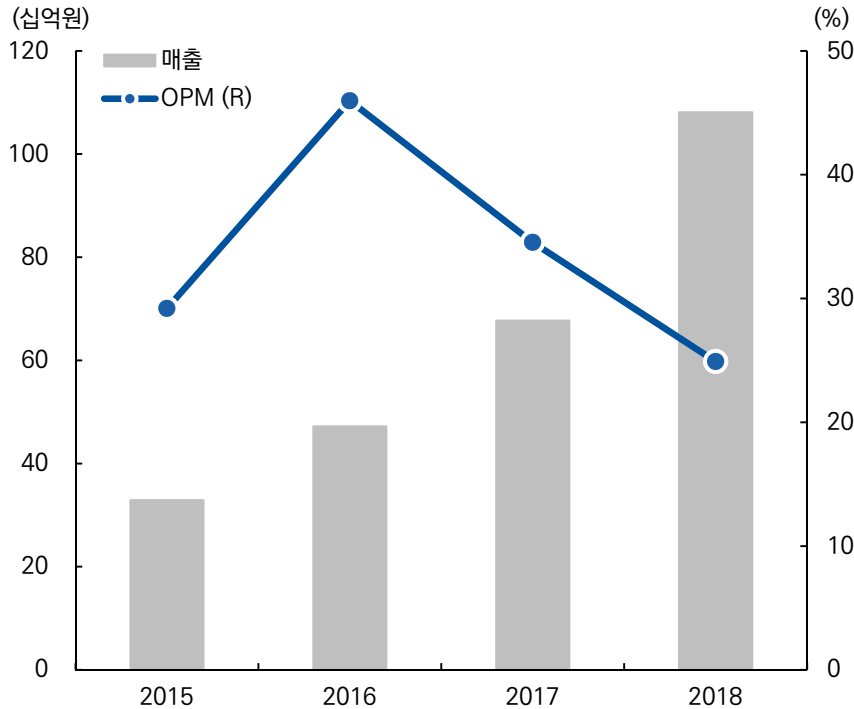
자료: 코리아안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

II. 영원한 1등은 없다

신흥 카테고리 킬러의 등장

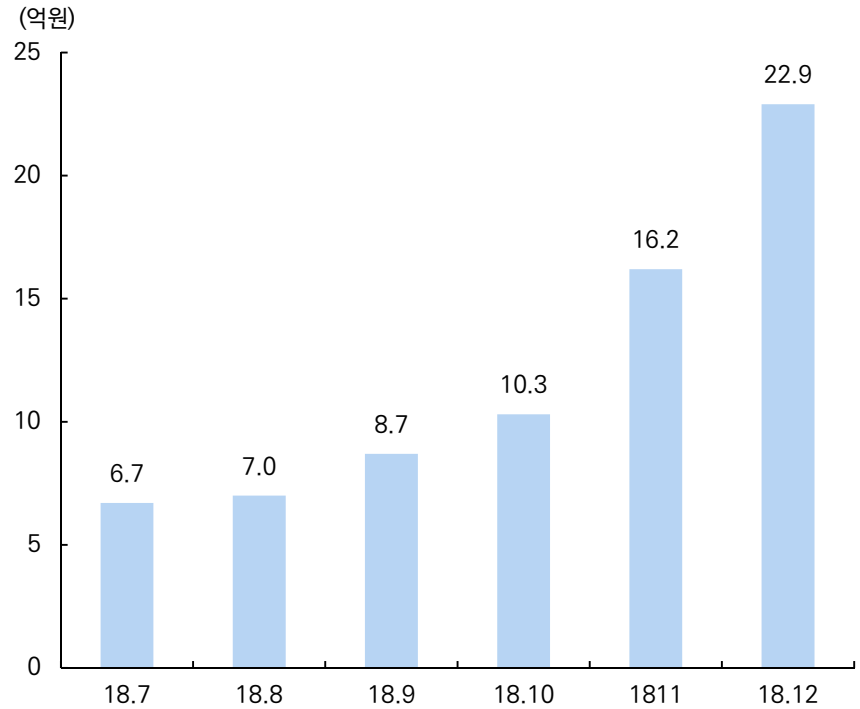
- 무신사: 온라인 패션 편집샵
 - 18년 매출액 1,081억원(60% YoY), 영업이익 269억원(15% YoY) 기록
 - 온·오프라인 유통사 패션 잡화 매출 둔화에 기여
- 암테이블/육그램: 온라인 수산/축산 판매 스타트업
 - 유통사의 신선식품 매출 하락 및 객수 둔화에 영향

무신사(그랩) 매출 추이



자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

암테이블 월매출 추이



자료: 언론 보도, 미래에셋대우 리서치센터

온·오프라인 객수 회복 전략에 주목

(Maintain)	매수
목표주가(원, 12M)	240,000
현재주가(19/5/3, 원)	170,500
상승여력	41%

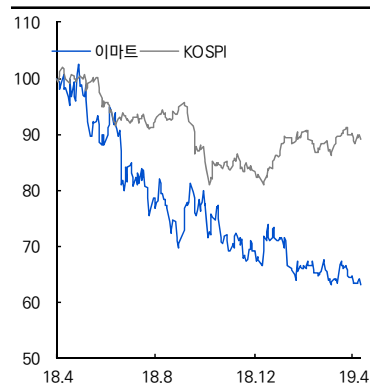
영업이익(19F, 십억원)	507
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	515
EPS 성장률(19F, %)	-8.8
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.2
P/E(19F, x)	11.6
MKT P/E(19F, x)	12.2
KOSPI	2,196.32
시가총액(십억원)	4,753
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	71.4
외국인 보유비중(%)	46.3
베타(12M) 일간수익률	0.49
52주 최저가(원)	170,500
52주 최고가(원)	277,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.4 -16.0 -35.5
상대주가	-1.1 -19.8 -27.0

반등 조건: 온·오프라인 객수 회복 전략 확보

- 온·오프라인 객수 회복할 수 있는 차별화된 전략 확보 시 주가 반등 가능
- 일차적인 전략은 식품 및 주류 카테고리의 강화
(온라인으로의 소비 이전으로부터 자유로운 카테고리)
- 장기적으로 유료 멤버십, 차별화된 배송 서비스(ex 빠른 배송) 등도 도입 가능성 높음

2Q19까지 부진은 불가피

- 2Q19 전분기 대비 공휴일 수 부족
- 온라인으로의 빠른 소비 이전에 따라 당분간 비식품 카테고리 부진 지속
- 주류, 신선식품 등의 가시적인 매출 증가가 이뤄지기 전까진 부진 가능성 높음



계산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	13,640	14,615	15,515	17,049	17,641	18,263
영업이익 (십억원)	504	569	585	463	507	518
영업이익률 (%)	3.7	3.9	3.8	2.7	2.9	2.8
순이익 (십억원)	455	376	616	450	411	434
EPS (원)	16,312	13,497	22,101	16,150	14,730	15,580
ROE (%)	6.5	5.1	7.7	5.5	4.9	5.0
P/E (배)	11.6	13.6	12.3	11.3	11.6	10.9
P/B (배)	0.8	0.7	0.9	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.6	1.1	1.2	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

오아시스, 기업가치는 얼마인가?

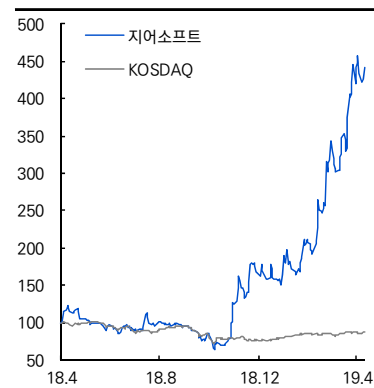
	Not Rated		
목표주가(원, 12M)	-		
현재주가(19/5/3, 원)	8,370		
상승여력	-		
영업이익(19F, 십억원)	-		
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	-		
EPS 성장률(19F, %)	-		
MKT EPS 성장률(19F, %)	-		
P/E(19F, x)	-		
MKT P/E(19F, x)	-		
KOSDAQ	761.82		
시가총액(십억원)	122		
발행주식수(백만주)	15		
유동주식비율(%)	76.4		
외국인 보유비중(%)	3.1		
베타(12M) 일간수익률	0.77		
52주 최저가(원)	1,230		
52주 최고가(원)	8,690		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	37.2	497.9	267.9
상대주가	35.0	442.0	318.3

신흥 카테고리 킬러의 등장

- 지어소프트의 자회사인 유기농/친환경 식품 판매 회사 '오아시스'의 약진 지속
- 오아시스의 강점
 - 수요를 확실히 이끌어 낼 수 있는 차별화된 SKU 확보
 - 오프라인 매장을 활용한 차별화된 배송 서비스
- 19년도 온라인 중심의 외형성장 이어질 것

점유율 확대 가능성 존재

- 오아시스의 슈퍼 시장 내 지속적인 점유율 확대 예상
- 오프라인 매장이 온라인 사업의 배송 효율성을 높여 줄 것
- 브랜드 인지도 향상 시 1) 바잉파워 상승과 2) 신규 고객 유입 또한 가능해 질 것



결산기 (18월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18
매출액 (십억원)	37	36	38	64	100	132
영업이익 (십억원)	-6	-1	-1	-2	1	1
영업이익률 (%)	-16.2	-2.8	-2.6	-3.1	1.0	0.8
순이익 (십억원)	-5	-2	-2	-6	-1	1
EPS (원)	-449	-196	-189	-582	-107	70
ROE (%)	-32.2	-13.8	-15.2	-66.5	-18.8	12.4
P/E (배)	-2.2	-3.6	-9.5	-3.5	-21.4	45.8
P/B (배)	0.9	0.7	2.1	4.0	4.6	5.6
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

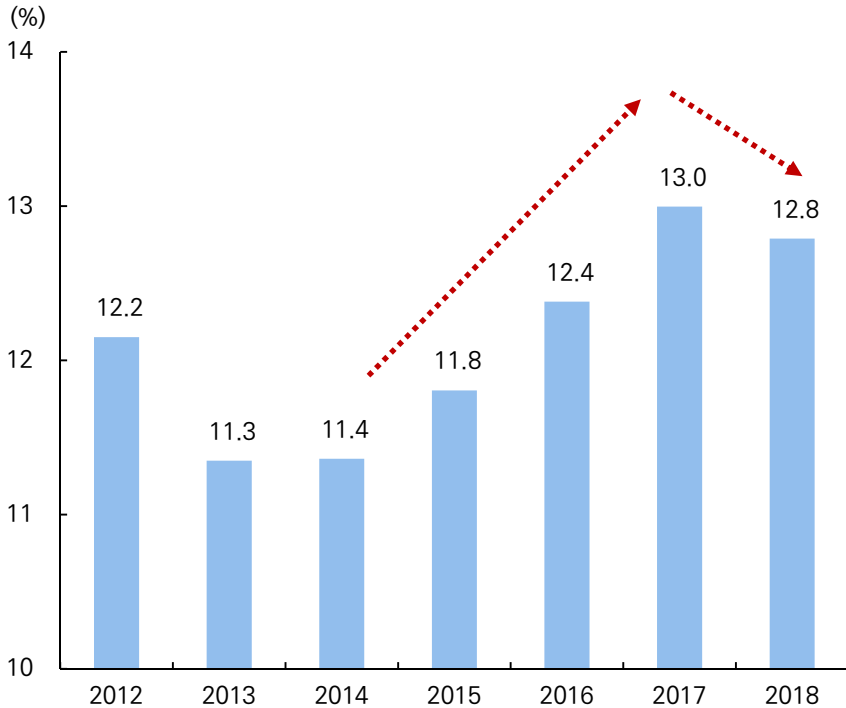
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

1위 사업자의 점유율 회복 가능성 주목

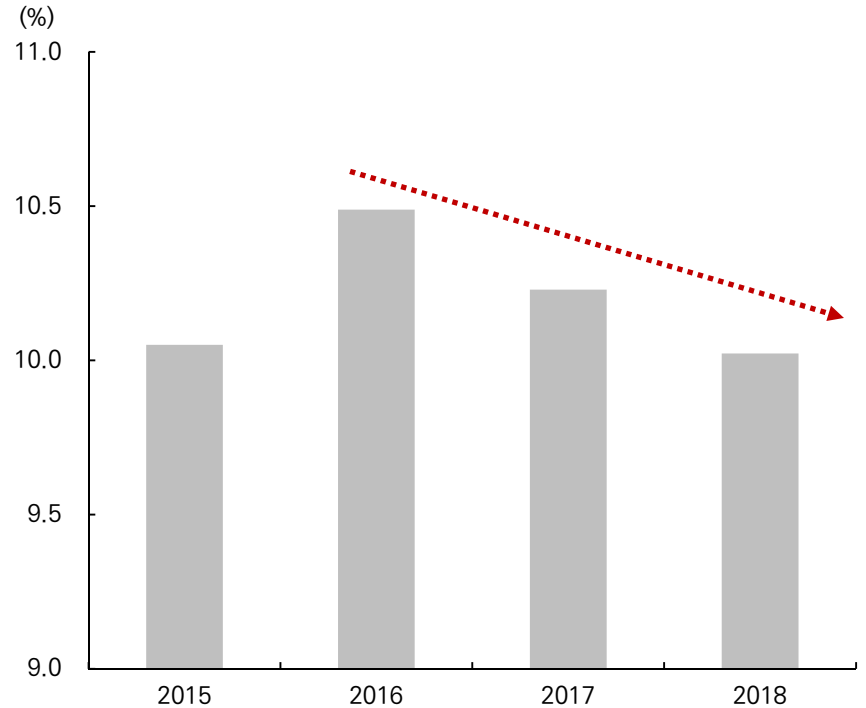
- 기존 1위 사업자가 점유율 회복 가능할 경우 주가 반등 가능
- 오프라인 유통사의 1차 전략은 온라인으로의 소비 이전으로 부터 자유로운 카테고리 매출 증대
- 장기적으로 충성고객 확보 가능한 차별화된 전략 확보가 필요

온라인 신선식품 시장 내 이마트 점유율



주1: 이마트몰 총매출 중 30%를 신선식품으로 가정
 주2: 2017년 이전 통계자료는 통계 자료 기준 변경에 따라 자체 조정함
 자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

상위 3사 슈퍼마켓 점유율 추이

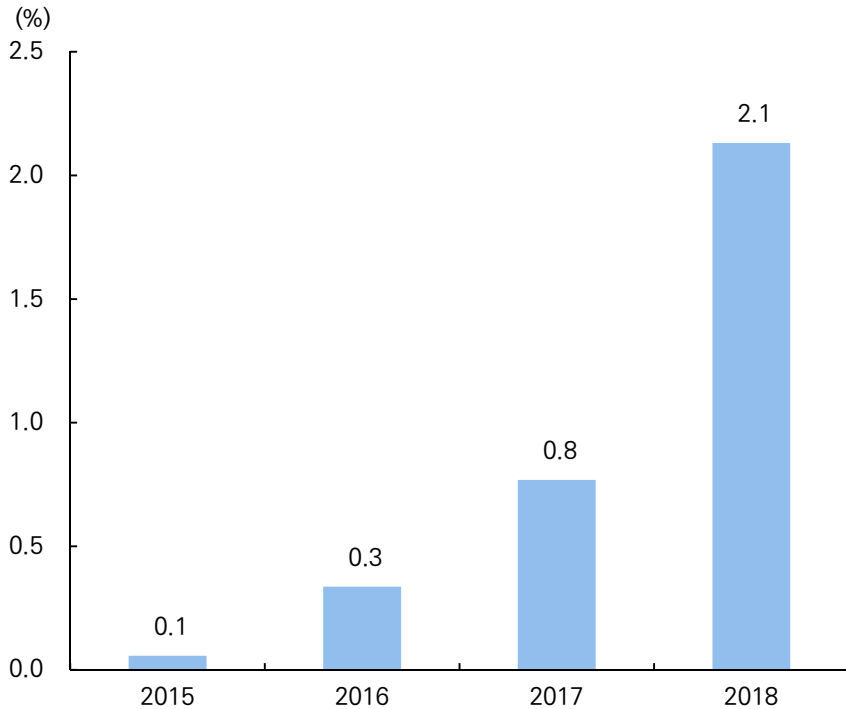


주: 상위 3사는 GS슈퍼, 이마트에브리데이, 롯데슈퍼임
 자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

점유율 확대 가능성 높은 기업 주목

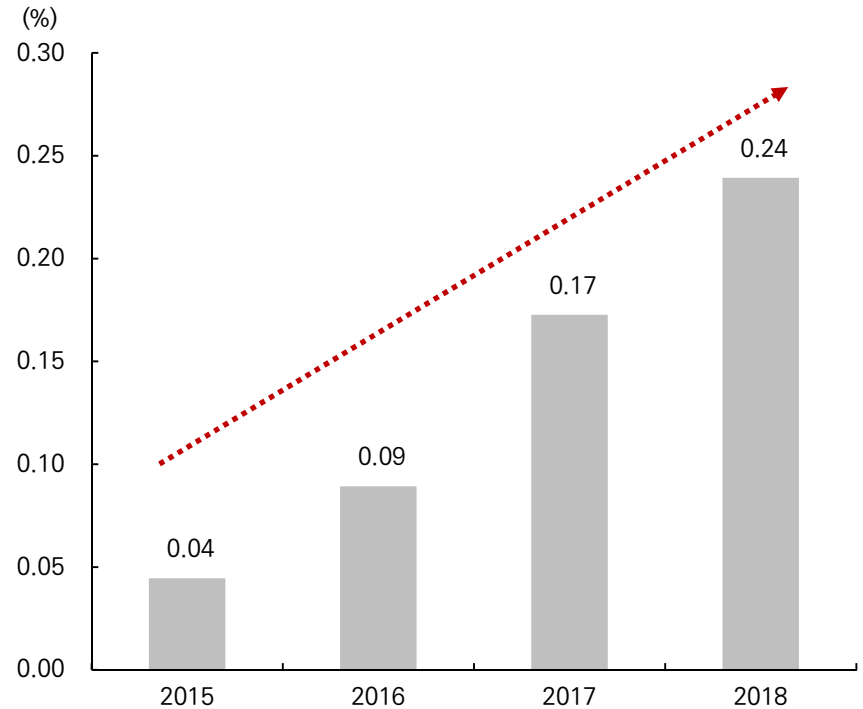
- 시장 내 점유율 확대 가능성이 높은 기업의 기업 가치 상승 예상
- 소매시장 내 점유율이 의미 있게 확대되고 있는 기업은 쿠팡, 마켓컬리 그리고 오아시스
- 신흥 강자들이 차별화된 서비스와 SKU 확보를 통해 경쟁력 강화 중

온라인 신선식품 시장 내 마켓컬리 점유율



주: 마켓컬리 매출 중 40%를 신선식품으로 가정
자료: 국가통계포털, 마켓컬리, 미래에셋대우 리서치센터

슈퍼 시장 내 오아시스 점유율 추이



자료: 국가통계포털, Dart, 미래에셋대우 리서치센터