

유통 (중립/Maintain)

컬리야, 너는 커서 뭐가 될래?

[유통]

김명주

02-3774-1458

myoungjoo.kim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Summary & Investment point	3
<hr/>	
II. 새벽 배송 시장 성장 예상	4
새벽 배송 시장 성장 예상	4
<hr/>	
III. SSG.COM이 시장에 미치는 영향	7
SSG.COM의 새벽 배송 진출	7
<hr/>	
IV. 컬리야, 너는 커서 뭐가 될래?	10
컬리야, 너는 커서 뭐가 될래?	10
<hr/>	
관련기업	15
이마트 (139480)	16
지어소프트 (051160)	20
마켓컬리 (Not Rated)	23

I. Summary & Investment point

새벽배송 시장, 지속 성장 예상

당분간 새벽 배송 시장의 지속적인 고성장이 예상된다. 성장 여력이 남아있는 시장이기 때문에 SSG.COM과 쿠팡 등의 참여자의 확대는 시장 성장 촉진 요인으로 작용할 것이다.

새벽 배송 시장의 수요를 1) 오프라인 할인점/슈퍼 고객의 새벽 배송 이용과 2) 온라인 할인점/슈퍼 고객의 새벽 배송 이용으로 정의 할 경우 새벽 배송이 기존 할인점/슈퍼 시장에 잠식 가능한 규모는 약 4% 수준으로 추정 가능하다. 새벽배송 침투율은 18년도 현재 0.5%이며 19년은 1.2% 수준이 될 것으로 예상된다. 참여자의 확대에 당분간 고성장이 지속될 가능성이 높다.

SSG.COM의 새벽배송 시장 진출이 미치는 영향

유통의 전통 강자 이마트가 새벽 배송 시장에 본격 진출하였다. SSG.COM의 새벽 배송 진출은 과거 마켓컬리처럼 새벽 배송 시장 성장을 촉진하는 요인이 될 것이다. 이에 따라 새벽 배송 시장 내 차별화를 이룬 플레이어는 시장 성장의 수혜를 받을 가능성이 높다.

반면 1위 업체인 마켓컬리는 새벽배송 시장 내 점유율이 하락될 것으로 판단한다. 그 이유는 1) SSG.COM과 SKU가 많이 겹칠뿐더러 2) 중복 이용 고객 비율 또한 높기 때문이다. 쿠팡 또한 1) 신규 고객 유입과 2) 고객 충성도 향상을 위하여 로켓프레시 SKU를 지속적으로 높여 나가고 있다. 마켓컬리 또한 새벽배송 서비스 이상의 차별화가 요구되는 시점이다.

SSG.COM은 새벽배송 진출을 통해 트래픽과 거래금액 증가가 예상되나 크지는 않을 것이다. 1) 현재 배송 지역과 Capa가 적고 2) 일부 기존 고객의 새벽 배송 서비스로의 이전 가능성 또한 있기 때문이다. 비용 부담이 큰 새벽배송 만으로는 SSG.COM의 기업가치가 재조명 받기는 힘들다. 1) 신규 고객 유입과 2) 기존 고객 충성도를 동시에 높여줄 수 있는 이마트만의 차별화된 고객 회복 전략이 필요하며, 하반기 이마트는 새벽 배송 서비스 이상의 온라인 전략을 내놓을 가능성이 높다.

투자전략: 차별화된 기업의 수혜 예상

SSG.COM의 새벽배송 시장 참여에 따른 시장 성장 수혜는 기존 시장 내 독자적인 차별화를 이룬 기업이 될 것으로 판단한다. 현재 새벽배송 시장 내 차별화를 이룬 기업은 쿠팡(부가서비스 차별화)과 오아시스마켓(가격 차별화)이다. 새벽 배송 시장 성장으로 차별화를 이룬 쿠팡과 오아시스마켓의 지속적인 외형 성장을 예상된다. 특히 오아시스마켓의 경우 시장 내 M/S가 굉장히 작기 때문에 배송 Capa를 확대한 현 시점에서 수요를 이끌어낼 수 있는 전략까지 확보할 경우 시장 성장에 따른 수혜를 더욱더 크게 받을 수 있다.

새벽 배송 시장 내 참여자 확대는 장기적으로 새벽 배송 서비스의 보편화로 이어질 것이다. 이에 따라 새벽 배송 시장 서비스의 강자 마켓컬리에게도 새벽 배송 서비스 이상의 차별화가 요구되고 있다.

새벽 배송 플레이어의 차별화 현황

차별화	예시	해당 기업
상품 차별화	PB상품, 프리미엄 제품, 유기농 제품 등 취급	이마트, 마켓컬리, 오아시스마켓
부가서비스 차별화	로켓와우 (무료 배송, 반품 등)	쿠팡
가격 차별화	고품질제품을 저렴하게 제공	오아시스마켓

자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 새벽 배송 시장 성장 예상

새벽 배송 시장 성장 예상

SSG.COM을 포함한 온·오프라인 유통사의 연이은 진출에 따라 새벽 배송 시장의 높은 성장이 예상된다. 언론에 따르면 19년도 새벽 배송 규모는 18년도 대비 2배 이상 성장한 1조원 규모다. 새벽 배송 시장은 성장이 끝난 시장이 아니기 때문에 참여자의 확대는 시장 촉진 요인이다. **마켓컬리의 창업 후 실제로 새벽배송 시장의 고성장이 시작되었다.**

새벽배송, 어디까지 성장할까?

새벽 배송 시장의 수요는 1) 오프라인 할인점/슈퍼 고객의 새벽 배송 이용과 2) 온라인 할인점/슈퍼 고객의 새벽 배송 이용으로 크게 구분 가능하다. 이에 따라 **새벽 배송 시장이 기존 소매시장 내 할인점/슈퍼 시장에 잠식 가능한 규모는 약 4% 수준으로 예상된다.** (배송 가능 시간 14시간, 새벽 배송 가능 시간 2시간 가정, 19년F 온라인 침투율 28% 적용)

소매시장 내 할인점/슈퍼 시장의 **새벽배송 침투율은 18년도 침투율은 현재 0.5%이며 19년은 1.2% 수준이 될 것으로 예상된다.** 새벽 배송이 소매시장 내 할인점/슈퍼 시장 내 잠식 가능한 규모를 4%라고 가정했을 때 **새벽 배송 시장의 성장 가능성은 여전히 높다.** 새벽시장 내 참여자의 확대는 시장 성장 촉진 요인이다.

그림 1. 새벽배송 시장 규모

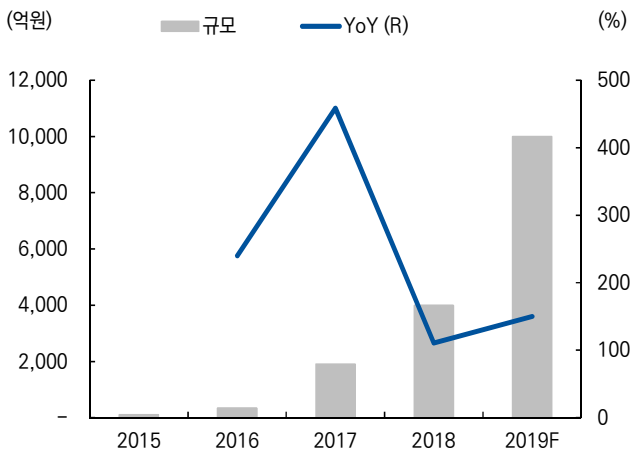
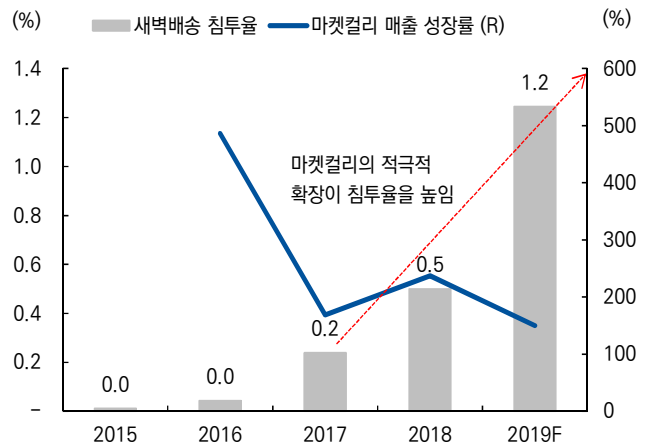


그림 2. 새벽배송 시장 침투율 추이



주: 상위 값은 언론에 나오는 추정치이며 당사 추정치가 아님
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

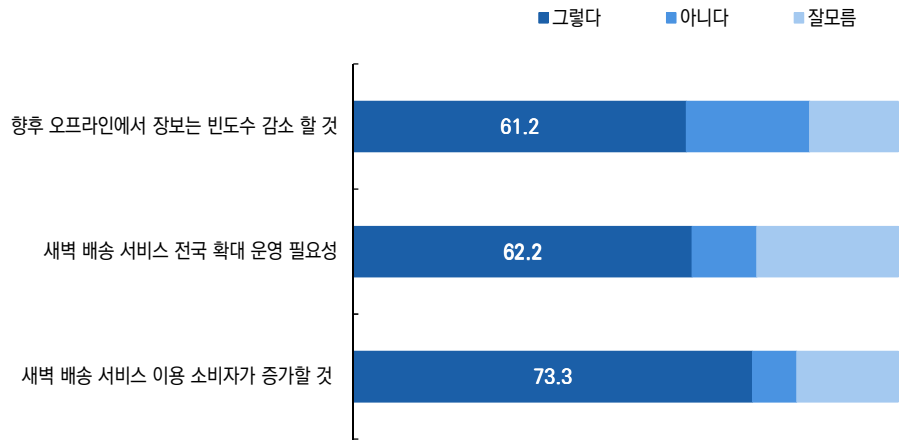
주1: 언론에서 추정되는 새벽 배송 시장 규모를 이용하여 침투율을 구함
주2: 새벽배송 침투율은 새벽배송 시장 / (소매시장 할인점+슈퍼)로 산정
주3: 마켓컬리 19년 매출액은 새벽배송 내 18도 M/S가 동일하게 유지된다고 가정 후 추정
자료: 언론보도, 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

유통사의 새벽 배송 진출 이유는?

새벽 배송에 따른 비용 부담 증가에도 불구하고 온오프라인 유통사의 새벽 배송 진출 이유는 배송 시간 확대를 통한 충성고객 확보 및 신규 고객 유입을 위해서다. 1) 새벽 배송 시장의 성장 가능성이 크고 2) 소비자의 만족도 및 니즈가 높기 때문에 유통사의 새벽배송 진출은 불가피 하다고 판단한다.

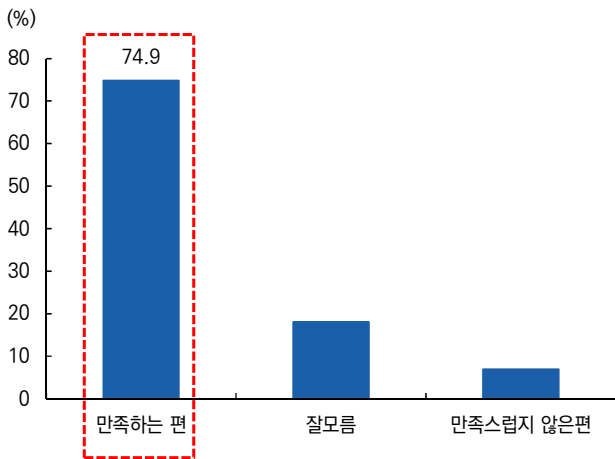
이에 따라 현재 온라인 배송을 진행하고 있는 업체 중심으로 새벽배송 진출 기업의 수는 지속적으로 늘어날 것으로 판단한다. 반면, 진출 기업 증가에 따라 새벽배송만을 영위하는 기업의 경쟁력과 손익은 악화될 가능성이 있다. 1) 참여자의 확대에 따른 경쟁력 약화에 따라 2) 소비자 이탈을 방지하기 위하여 프로모션 등을 강화할 가능성이 높기 때문이다.

그림 3. 새벽배송에 대한 소비자 인식



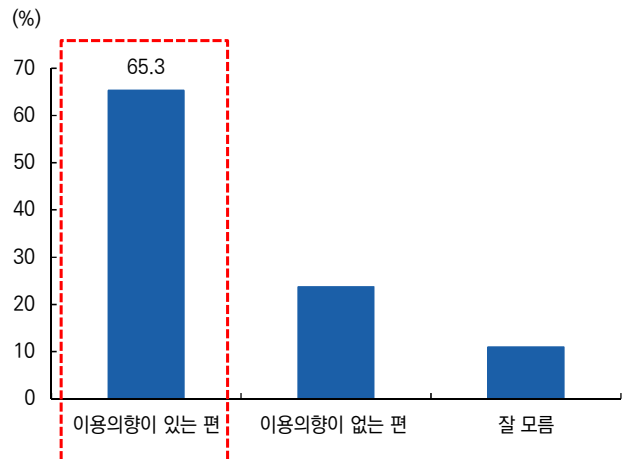
주: 19.2.8-2.11일 1,000명 대상 설문조사
자료: 트렌드모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 새벽 배송 서비스 만족도



주: 19.2.8-11일 새벽배송을 이용해본 386명 대상 설문조사
자료: 트렌드모니터, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 새벽배송 서비스 (재)이용 의향



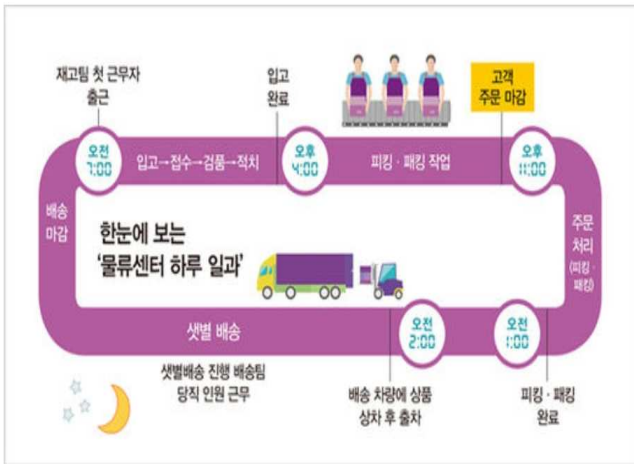
주: 19.2.8-2.11일 1,000명 대상 설문조사
자료: 트렌드모니터, 미래에셋대우 리서치센터

새벽 배송만으로 수익 창출이 가능할까?

높은 성장 가능성에도 불구하고 새벽 배송 영위만으로는 수익 창출이 힘들다. 그 이유는 1) 피킹/패킹/배송 등 많은 업무가 저녁/새벽에 이루어지고(인건비 부담) 2) 마진율이 낮은 신선 식품 판매가 많이 이루어지기 때문이다.(이마트 기준 새벽배송 신선식품 비중 40% 이상) 새벽 배송 영위만으로 수익을 창출하기 위해서는 일반 온라인 비즈니스 보다 훨씬 큰 규모의 경제 달성이 요구된다. 지속적인 참여자의 증가로 경쟁 발생 가능성이 높기 때문에 당분간 새벽 배송 시장 내 외형 성장만으로는 수익성 개선은 매우 힘들 것으로 예상된다.

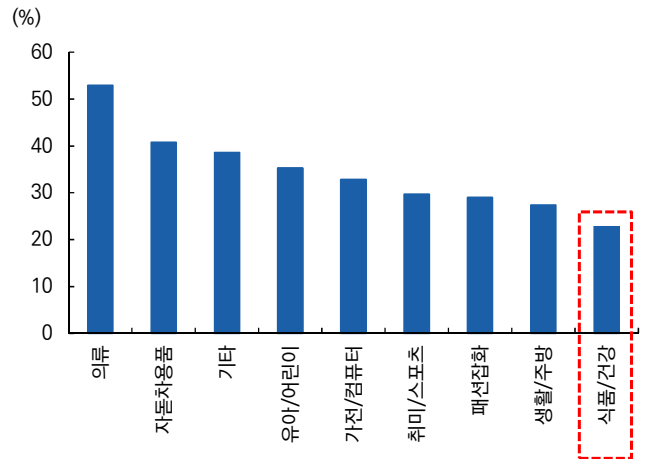
이에 따라 새벽 배송 시장 성장의 수혜는 새벽 배송만을 영위하는 플레이어가 아닌 기존 오프라인 매장 혹은 온라인 사업을 영위하고 있는 기업의 수혜가 더 클 것이다. 기존 오프라인 유통 사업을 영위하고 있는 플레이어의 경우 1) 고정자산(ex 물류센터, 창고) 등의 효율성을 높일 수 있을뿐더러 2) 바이킹파워 또한 확보 가능하기 때문이다.

그림 6. 마켓컬리 물류센터 일과



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 대형마트 마진율



주1: 중소기업중앙회의19.3월 자료로 마트에 납품방식이 직매입인 중소기업을 대상으로 한 설문
 주2: 업체별로 응답한 납품가와 매장판매가로 납품가의 평균, 매장판매가의 평균을 각각 산출하여 마진을 공식(((매장판매가-납품가)×100)÷매장판매가)에 대입 후 계산
 자료: 중소기업중앙회, 미래에셋대우 리서치센터

III. SSG.COM이 시장에 미치는 영향

SSG.COM의 새벽 배송 진출

SSG.COM이 6.27일부터 새벽 배송 시장에 진출했다. 새벽 배송 SKU는 1만개 수준이며 배송 가능 capa는 현재 3천개 수준이다. 1) 네오3가 오픈하고(연말 예정) 2) 새벽 배송 실행에 따른 신규 고객 유입이 클 경우 배송 capa 또한 늘어날 가능성이 높다.

SSG.COM의 새벽배송 진출로 1) 단기간으로 기존 1위 플레이어인 마켓컬리의 점유율 하락과 2) 중장기적으로 새벽 배송 시장 성장을 예상한다. 반면, 1) 시장 내 점유율이 낮고 2) SSG.COM과 SKU가 많이 겹치지 않은 차별화된 플레이어(ex 오아시스마켓) 들은 기존 고객 이탈 보다는 시장 성장에 따른 신규고객 유입의 효과가 더 클 것이다.

SSG.COM 새벽 배송 시장 진출, 시장 성장 촉진 요인

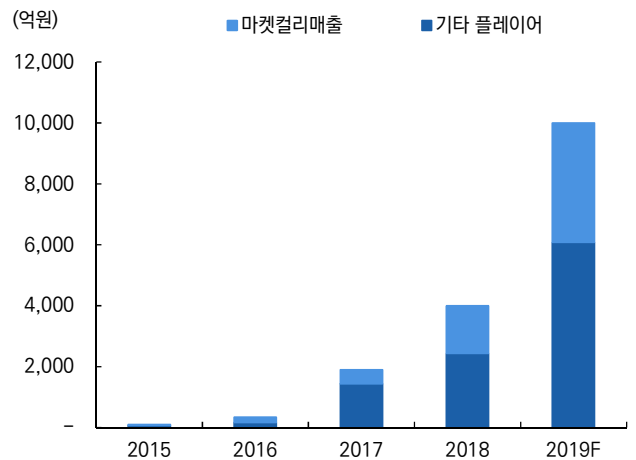
새벽 배송 시장이 소매시장 할인점/슈퍼 내 잠식 가능한 규모는 약 4% 수준이다. 19년 침투율은 1.2% 수준이 될 것으로 예상되며 SSG.COM의 새벽 배송 진출은 과거 마켓컬리와 같이 시장 성장을 촉진하는 요인이 될 것이다. 2015년 마켓컬리 창업 이 후 40배 성장하였다.

그림 8. SSG.COM 새벽배송



자료:SSG.COM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 새벽배송 시장 및 마켓컬리 매출액



주: 새벽시장 규모는 당사 추정치가 아닌 언론 추정치임
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

마켓컬리의 점유율 하락 가능성 존재

SSG.COM 등 대기업의 새벽배송 진출에 따라 시장 성장은 예상되나 기존 새벽시장 내 압도적인 1위 기업인 마켓컬리의 점유율은 하락할 것으로 예상된다. 그 이유는 마켓컬리는 1) SSG.COM과 중복 SKU와 2) 중복 사용 고객 비율이 높기 때문이다. 쿠팡 또한 1) 신규 고객 유입과 2) 기존 고객 충성도 향상을 위하여 (로켓와우 고객) 로켓 프레스 SKU(현재 4천여개)를 지속적으로 늘려갈 가능성이 높다. (컬리패스 월 4,500원 - 15,000원 이상 무료 배송 vs 로켓프레스 2,900원 - 15,000원 이상 무료 배송)

1) TV 광고 효과가 있고 (1월 월매출 300억원 기록) 2) SSG.COM과 쿠팡 로켓프레스의 영향도가 적은 올해의 경우 19년도 마켓컬리의 점유율 유지 혹은 소폭 증가가 예상된다. (18년도와 동일 한 점유율 유지를 위해서는 금년 매출 4,000억원(150%YoY) 기록 필요)

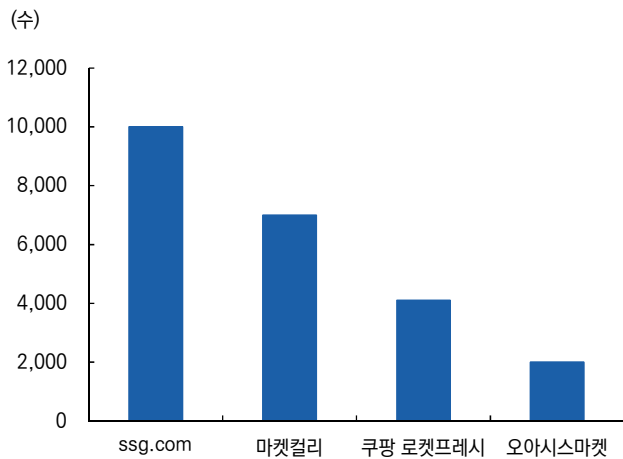
그러나 새벽배송 시장 성장에 따라 1) SSG.COM의 배송 capa 및 지역이 확대될 가능성이 높고 2) 쿠팡 또한 로켓프레스 SKU를 지속 확대 해 나갈 것으로 예상되기 때문에 20년부터 마켓컬리의 점유율 하락 가능성이 높다고 판단한다. 마켓컬리 또한 새벽 배송 이상의 차별화가 필요한 시점이다.

표 1. 주요 새벽 배송 플레이어

회사	SKU	배송마감	배송 capa	배송 방법	무료배송	가능지역	특이사항
마켓컬리	5000~7,000	23시	3~40,000	외주/내재화	4만원	서울/경기 일부	평균적인 배송건수는 2만건 내외로 알려짐
ssg.com	10,000	24시	3,000	외주	4만원	서울 10개 지역	NEO2에서 가능한 배송 capa임
오아시스마켓	2,000	20시/23시	2~3,000	외주	3만원	서울/경기 일부	배송 capa는 신규 물류센터 이전으로 크게 증가 예정
쿠팡	4,109	24시	70,000	쿠팡맨	1.5만원	전국	전국 쿠팡 캠프/물류센터가 위치한 지역 위주로 가능
헬로네이처	3,000	24시	10,000	외주	4만원	서울/경기 일부	-

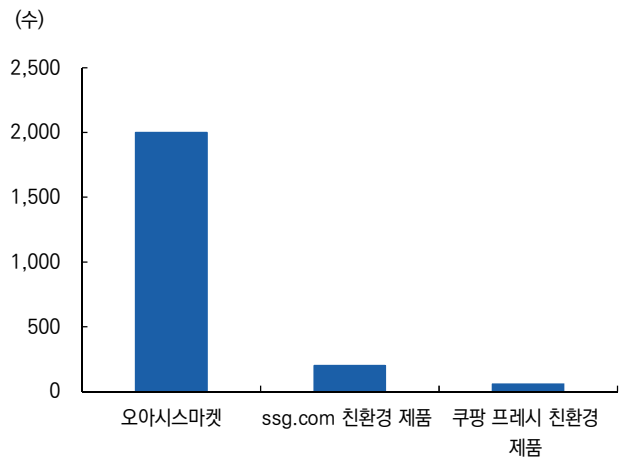
주1: 상위 정보는 언론에 노출된 정보를 정리한 것이기 때문에 현재 실제 상황과 다를 수 있음
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. SSG.COM 새벽배송 가능 SKU 수



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. SSG.COM 새벽배송 제품 중 친환경 SKU 수



주: 쿠팡 프레스의 친환경/유기농 제품 수는 6.30일 기준임
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

결국 새벽배송 시장에서도 차별화가 관건

1) 새벽 배송 시장의 성장과 2) 참여자의 확대에 따라 **독주 시장이었던 새벽 배송 시장 내에서도 경쟁이 시작될 것이다.** 1) 다양한 SKU를 확보하고 있고 2) 온오프라인 유통 인프라를 모두 가진 유통 대기업 이마트의 새벽 배송 참여로 더 이상 새벽 배송만으로 차별화는 불가능하다. SSG.COM 등의 참여자의 지속적인 확대로 새벽 배송의 보편화가 이루어질 가능성이 높기 때문이다.

새벽 배송 중 가장 많은 커버리지(현재 로켓배송 서비스 지역과 동일)를 가지고 있는 쿠팡 또한 1) 신규 고객 유입과 2) 기존 고객 충성도 확보를 위하여 로켓프레시 SKU를 지속적으로 확대해 나갈 것이다. 더 이상 **새벽배송은 온라인 기업의 차별화 포인트가 아닌 소비자의 배송 편의를 높여주는 배송 서비스 중 하나이다.**

이에 따라 **참여자들은 배송 서비스 이상의 차별화를 위하여 노력할 것으로 판단한다.** 그 방법으로는 1) 상품 차별화 2) 부가 서비스 차별화 3) 가격 차별화이다. 마켓컬리 또한 기존 유통사와 마찬가지로 1) PB상품 강화 및 2) 컬리패스 서비스 강화 등을 진행할 가능성이 높다.

또한 이미 **독자적인 차별화를 이룬 1) 쿠팡(부가서비스 차별화)과 2) 오아시스마켓(가격 차별화)**은 참여자 증가에 따른 고객 이탈 보다 시장 성장에 따른 수혜를 크게 받을 것으로 판단한다.

SSG.COM은 **새벽배송 진출로 1) 신규 고객 확보와 2) 기존 고객 충성도 향상**을 통해 온라인 트래픽 증가와 거래금액 성장이 예상된다. 그러나 1) 배송 지역 및 capa가 작고 2) 기존 고객의 새벽 배송으로의 이전 가능성이 높기 때문에 **그 규모는 크지 않을 것으로 판단한다.** (50% 신규 고객 유입 가정 시 1.8%~2% 고객 증가, capa 기준으로 계산) 반면, 새벽 배송 서비스 초기 진출에 따른 비용 부담(ex 프로모션, 높은 인건비 등)으로 온라인 적자는 확대될 가능성이 높다.

향후 SSG.COM이 새벽 배송 이외의 **차별화된 객수 회복 전략을 확보하여 신규 유입 고객을 충성도 고객화 할 경우 새벽 배송 서비스 제공에 따른 비용 부담 이상의 효익 창출이 가능할 것이다.**

표 2. 새벽 배송 플레이어의 차별화

차별화	예시	해당 기업
상품 차별화	PB상품, 프리미엄 제품, 유기농 제품 등 취급	이마트, 마켓컬리, 오아시스마켓
부가서비스 차별화	로켓와우 (무료 배송, 반품 등)	쿠팡
가격 차별화	고품질제품을 저렴하게 제공	오아시스마켓

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 쿠팡의 차별화

로켓와우 클럽
로켓배송상품 100% 무료배송
+ 최대 5% 캐시적립 가입 후 30일동안
30일 무료체험 찬스)
無약정, 無위약금, 언제든 해지 가능

자료: 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 오아시스마켓의 차별화

세상에는 없는 가격! 오아시스에는 있습니다!
품목당 2개씩 구매 하실 수 있는 오아시스 감동특가

계주청정우유 900ml 4,500원 1,650원	무항생제 닭살김 (7이음, 500g) 17,500원 12,080원	새척 손질 삼재뿌리 (130g) 6,000원 4,500원	천연발효종 찹국수떡 (390g) 6,500원 3,900원

자료: 오아시스마켓, 미래에셋대우 리서치센터

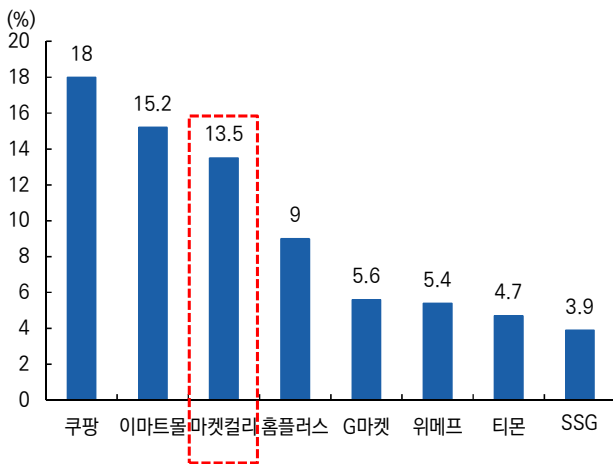
IV. 컬리야, 너는 커서 뭐가 될래?

컬리야, 너는 커서 뭐가 될래?

SSG.COM의 새벽배송 진출과 오아시스마켓 등 신형 강자의 약진으로 마켓컬리의 점진적인 점유율 하락이 예상된다. 이에 따라 향후 마켓컬리는 1) 배송 시간 확대와 함께 2) 오프라인 시장 (매장 혹은 물류센터 기능을 겸비한 매장) 진출할 가능성이 존재한다고 판단한다. 이를 통해 1) 외형 성장 회복과 2) 바잉 파워 향상 그리고 3) 재고 관리의 편의 증가에 따른 효율적인 판관비 운영이 가능하기 때문이다.

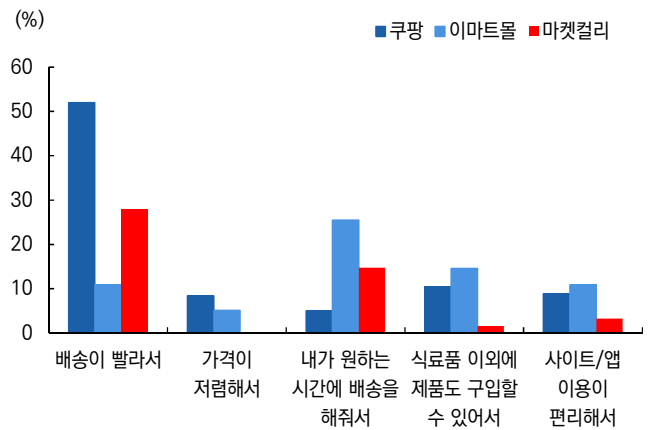
향후 마켓컬리가 실제로 1) 배송 시간 확대 및 2) 오프라인 진출을 할 경우 기존 오프라인 유통사, 특히 할인점/슈퍼에게 부정적인 영향을 미칠 것이다. 또한 배송시간 확대에 따라 온라인 식품 시장 경쟁 또한 가속화될 가능성이 높다고 판단한다. 결론적으로 **온오프라인 경쟁 심화에 따라 배송뿐 아니라 상품 경쟁력까지 확보한 유통 기업이 주목 받을 것으로** 판단한다.

그림 14. 가장 먼저 떠오르는 온라인 식품품 구매 쇼핑몰



주: 한달에 한번 이상 온라인 식품품 구매자 960명 대상 설문 (단수 응답)
자료: 오픈서베이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 쿠팡 vs 이마트몰 vs 마켓컬리 이용 이유



주: 국내 거주하는 20-49세 여성이며 1500명 표본임
자료: 오픈서베이 서베이자료(19.1.22), 미래에셋대우 리서치센터

새벽 배송 1위 업체, 마켓컬리 점유율 하락 가능성 존재

SSG.COM의 새벽 배송 진출에 따라 새벽 배송 시장 성장은 분명하다. 그러나 SSG.COM의 새벽 배송 진출로 점유율 39%의 1위 기업인 마켓컬리의 점유율은 점진적으로 하락할 것으로 예상된다.

현재 SSG.COM 새벽배송의 일 배송 건수는 약 3,000건, 배송지역은 서울 내 10개 권역이다. 배송 capa 3~4만건, 배송권역 서울/경기(일부)인 마켓컬리에 비하여 배송 시간 및 커버리지 지역이 작다. 그러나 1) 제품 카테고리가 중복되고 2) SSG.COM과 중복 구매자가 많기 때문에 SSG.COM의 새벽배송 진출은 장기적으로 마켓컬리 점유율 하락에 기여할 것이다.

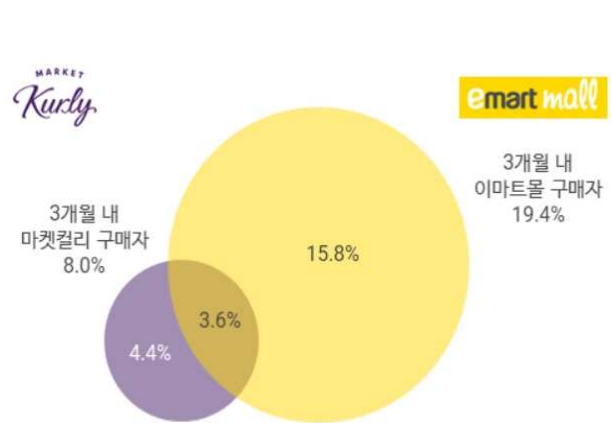
SSG.COM뿐 아니라 마켓컬리 보다 유료멤버십 비용이 싸고 혜택이 많은 쿠팡 또한 1) 신규고객 유입과 2) 기존 고객 충성도 향상을 위하여 로켓프레시 SKU(현재 약 4,000개 vs 마켓컬리 SKU 5~7,000개)를 지속적으로 넓히고 있다. SSG.COM과 쿠팡과 같은 기존 산업 내 1위 사업자의 적극적인 새벽 배송 서비스 확대는 장기적으로 새벽배송의 보편화로 이어질 가능성이 높다.

그림 16. 각 물에서 자주 구매하는 물품

품목 (1+2+3순위)	MARKET Kurly	emart mall
간편식 - 요리류 (불고기, 닭갈비, 푸꾸미볶음 등)	29.1%	9.1%
베이커리/빵 (식빵, 케익 등)	20.0%	0.9%
간편식 - 반찬류 (멸치볶음, 진미계무침, 김치 등)	10.0%	0.9%
수산물 (생선, 조개류 등)	10.9%	2.7%
간편식 - 국/탕/찌개류	14.5%	10.9%
유제품 (우유, 요구르트, 치즈 등)	23.6%	20.0%
냉장/냉동식품류 (두부, 햄, 만두 등)	30.9%	30.0%
조미료/장류/소스류 (설탕, 참기름, 오일, 드레싱 등)	8.2%	8.2%
정육 (소고기, 돼지고기 등)	13.6%	14.5%
과일	10.0%	10.9%
달걀류	8.2%	13.6%
가공식품류 (통조림, 즉석카레, 시리얼 등)	15.5%	23.6%
채소류	3.6%	11.8%
과자류 (스낵, 비스켓 등)	11.8%	27.3%
커피/차	2.7%	19.1%
생수/음료 (주스, 탄산음료 등)	5.5%	32.7%
라면/면류	0.9%	29.1%

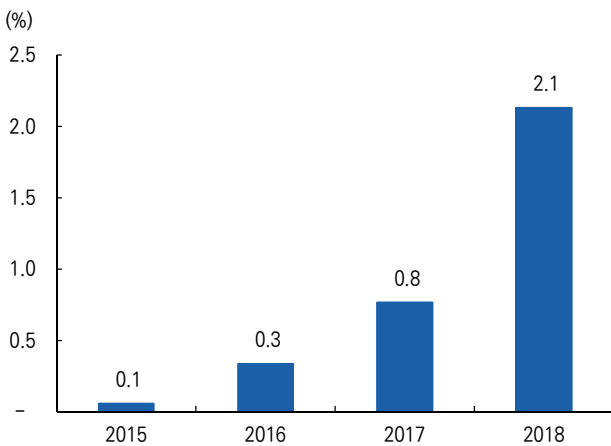
주: 최근 3개월 내 구매 경험자 각각 110명 대상 오피서베이 자체 설문(18.11월)
자료: 오피서베이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 마켓컬리와 ssg.com의 이용자 및 중복 이용자



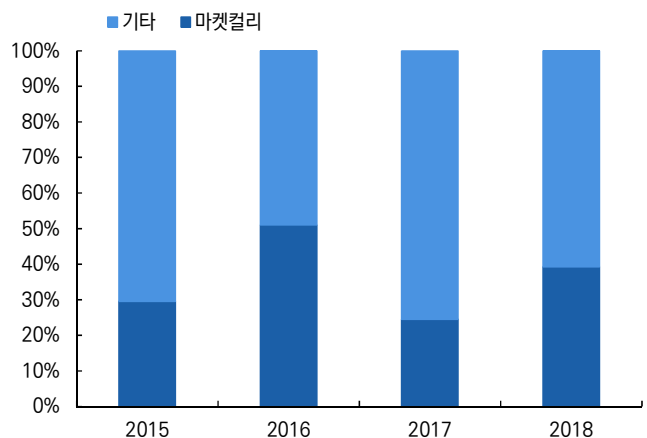
주: 최근 3개월 내 사용자 여성 1,500명을 대상으로 한 오피서베이 자체 설문조사(18.11월)
자료: 오피서베이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 온라인 신선식품 시장 내 마켓컬리 점유율



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

그림 19. 새벽배송 시장 내 마켓컬리 점유율



주: 새벽배송 시장은 언론에서 추정된 숫자를 사용. 당사 추정치가 아님
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

컬리아에게 무엇이 필요한가?

1) SSG.COM의 새벽 배송 진출과 2) 쿠팡의 로켓 프레스 SKU 확대로 새벽 배송 시장 내마켓컬리의 점유율은 하락할 것이다. 또한 참여자의 확대로 새벽배송 서비스는 특화서비스가 아닌 보편화된 배송 서비스가 될 가능성이 높다.

이에 따라 마켓컬리는 과거보다 효율적인 외형 성장과 비용 집행이 필요하다. 장기적으로 현 수준의 플랫폼 경쟁력을 유지하고 온오프라인 유통사와 경쟁하기 위해서는 1) 섯별 배송뿐 아니라 다양한 배송 서비스와 2) 제품 경쟁력(ex 저렴한 가격, 독자적인 제품 등)이 요구된다고 판단한다.

마켓컬리의 과거 4개년치 재무제표를 보면 외형 성장 대비 1) 매출 원가 개선이 더디고 2) 배송 관련 비용이 급증하였다. 또한 폐기율 1% 미만을 엄격하게 유지하기 위한 관련 비용 또한 크게 지출 될 것으로 판단한다.

마켓컬리의 상위 문제를 모두 해결 할 수 있는 방법은 1) 일반 배송 시간 확대: 물동량 증가 및 배송 단가 하락과 2) 오프라인 매장 진출: 바잉파워 확보 및 효율적인 재고 관리라고 판단한다.

표 3. 마켓컬리 재무제표

(억원)

	2015	2016	2017	2018	코멘트
매출	30	174	466	1,571	
YoY		487	168	237	
매출원가	24	134	339	1,144	원가율 추가 절감을 위해서 규모의 경제 달성 필요
원가율	81	77	73	73	방법: 1) 온라인 매출 증대 2) 오프라인 진출
판관비	59	128	250	764	
인건비	15	31	50	84	
YoY		111	59	69	
감가상각비	2	5	6	14	
YoY		144	10	129	
지급임차료	2	15	29	50	
YoY		577	95	72	
배송관련 비용	26	54	107	368	물동량 증가에 따른 배송 비용 증가
YoY		102	99	245	방법: 일반 배송 물동량 증가를 통한 배송 단가 하락
광고선전비	6	6	24	148	TV 광고 등에 따른 비용
YoY		-2	278	520	방법: 효율적인 광고 집행
기타	7	17	35	100	엄격한 1% 폐기율 유지를 위한 비용 발생
YoY		130	109	189	방법: 오프라인 진출 (매장 혹은 물류센터 기능을 확보한 매장 출점)
영업이익	-54	-88	-124	-337	

주: 배송 관련 비용은 차량 유지비, 운반비, 포장비, 지급수수료 중 외주 배달 비용 추정 (지급수수료 - PG 수수료 - 기타 지급수수료)하여 산정

자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

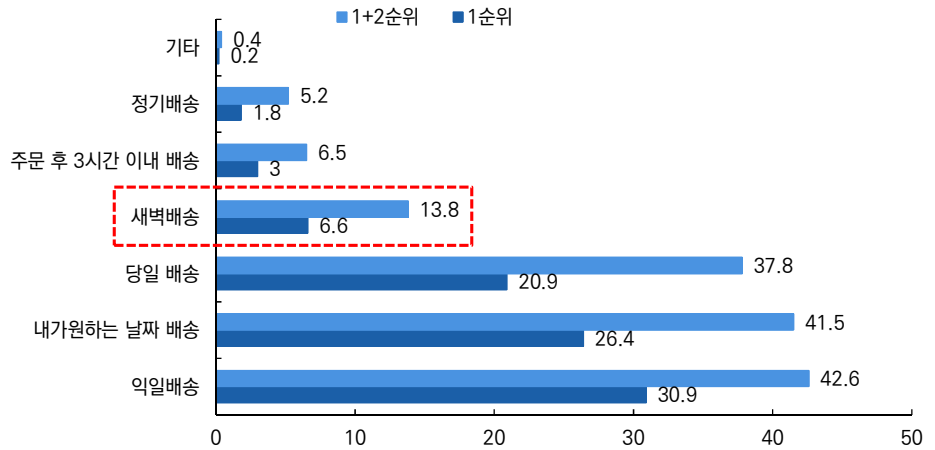
배송 시간 확대 가능성 존재

향후 마켓컬리의 배송 시간이 확대될 가능성이 높다고 판단한다. 그 이유는 1) 소비자는 새벽 배송 서비스뿐 아니라 다양한 배송 서비스를 원할뿐더러 2) 마켓컬리는 일반 배송 확대를 통해 효율적인 배송 비용 집행이 가능하기 때문이다. (1건당 배송 비용 하락)

창업 직후 초창기 때와 다르게 현재 마켓컬리는 외주 배송 비율(언론에 따르면 마켓컬리 새벽배송 차량 중 직접소유 차량 100대, 지입차 500여대)이 높다. 이미 외주 배송 커버율이 80%이상으로 높기 때문에 향후 새벽 배송 물동량이 증가한다고 해서 1건당 배송 비용이 크게 떨어지지 않을 것이다.

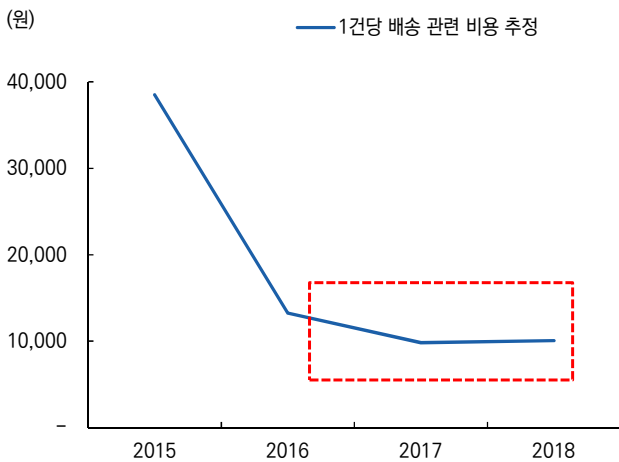
1) 신규 고객 유입과 2) 효율적인 판관비 집행(언론에 따르면 새벽배송 인건비 비용이 일반 배송보다 1.5배 비쌌) 3) 고정자산의 효율성 향상을 위하여 마켓컬리는 새벽 배송 서비스를 넘어서 일반 배송 서비스 또한 제공할 가능성이 높다고 판단한다.

그림 20. 소비자들이 선호하는 배송 형태



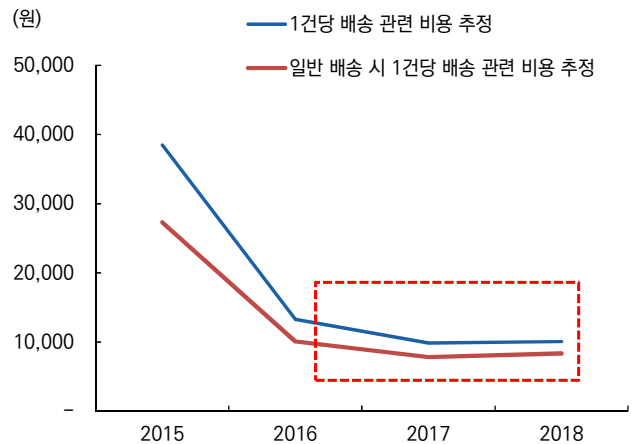
주: 국내 거주하는 20-49세 여성이며 1500명 표본임
자료: 오픈서베이 서베이자료(19.1.22), 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 마켓컬리 1건당 배송 관련 비용 추정



주1: 상위 비용 추정은 1건 배송 관련 비용을 임의로 추정된 값이기 때문에 실제 값이 아님
주2: 지급수수료 비용 중 PG 등 수수료 비용을 2.5%로 가정. 앱 등 관리 비용을 지급수수료 중 주3: 정확한 물동량 추정은 힘들기 때문에 매출/43,000원으로 추정 20%라 가정. 나머지 지급수수료 금액을 배송 관련 외주 비용이라 가정
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 마켓컬리의 일반배송 가정 시 배송 관련 비용 추정



주1: 상위 값은 당사의 자의적인 추정이며 실제 값과 다를
주2: 새벽배송 비용이 일반배송 보다 1.5배 비싸다고 가정
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

오프라인 매장 진출 가능성 존재

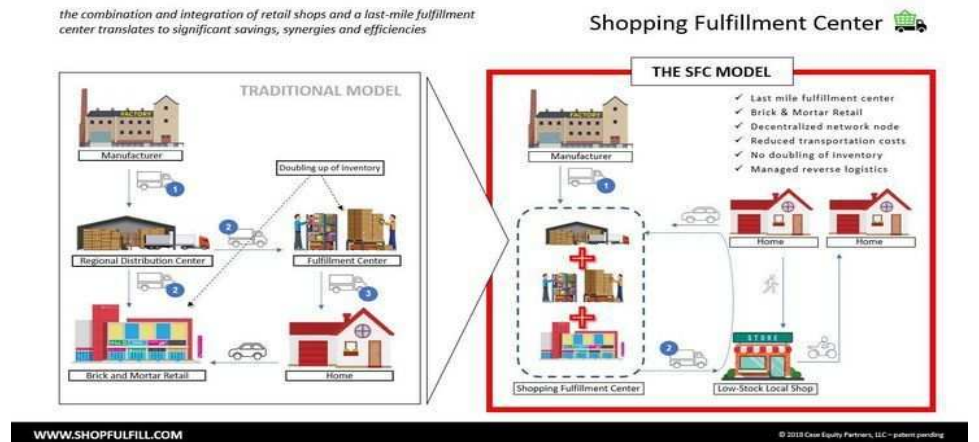
또한 마켓컬리는 오프라인 진출 가능성 또한 높다고 판단한다. 그 이유는 오프라인 진출을 통해 (특히 풀필먼트 기능을 가진 매장) 1) 비잉 파워를 높여주고 2) 재고 관리 효율성을 높여줄 수 있기 때문이다. 풀필먼트센터 기능을 가진 매장의 경우 배송 효율성까지 높여줄 수 있다. 향후 마켓컬리가 오프라인 매장에 진출하게 될 경우 기존 오프라인 유통사, 특히 할인점과 슈퍼에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

지어소프트의 자회사인 오아시스마켓이 새벽 배송(온라인 배송 중 90% 새벽배송)을 영위함에도 불구하고 온라인 부문 내 적자가 발생하지 않는 이유는 오프라인 매장을 보유하고 있기 때문이다. 오프라인 매장을 보유하고 있기 때문에 오아시스마켓의 재고 폐기율은 0% 수준에 가깝다.

또한 물류센터가 온라인을 위한 물류센터와 오프라인 매장의 창고 기능을 효율적으로 병행하기 때문에 고정 자산의 효율성 또한 높다. 외형 성장이 요구되나 과도한 비용 증가(배송 관련 비용, 재고 폐기 등)가 부담되는 마켓컬리에게 오프라인 매장 진출은 매력적인 선택지가 될 수 있다.

풀필먼트 센터 기능을 확보한 오프라인 매장에 진출할 경우 배송 효율성과 커버 지역 또한 동시에 확보 가능하다. 거점 물류센터 배송을 통한 배송 커버 지역 및 시간 확대가 가능해지기 때문이다. 현재 국내에 쇼핑 풀필먼트 센터 개념을 도입한 유통사는 홈플러스가 유일하다. (인천 계산점 현재 1개 -> 향후 3개 점포로 확대 예정)

그림 23. 쇼핑 풀필먼트 센터 개념 (SFC)



자료: Insider trends, 미래셋대우 리서치센터

관련기업

이마트 (139480/매수) 새벽 배송 진출이 SSG.COM에 미치는 영향

- SSG.COM 새벽배송 본격 진출
- 결국 관건은 차별화된 객수 회복 전략
- 목표주가 19만원, 투자의견 매수 유지

지어소프트 (051160/Not Rated) 품질과 가격이 경쟁력이다

- 새벽배송이 아닌 품질과 가격이 근본 경쟁력
- 마켓컬리 매각가 하락이 오아시스마켓 가치에 영향을 미칠까?

마켓컬리 (Not Rated) 컬리아, 너는 커서 뭐가 될래?

- 새벽 배송 시장 내 점유율 하락 가능성 요약
- 컬리에겐 무엇이 필요한가?
- 컬리아, 너는 커서 뭐가 될래?

이마트 (139480)

새벽 배송 진출이 SSG.COM에 미치는 영향

대형할인점

투자의견(유지)	매수		
목표주가(12M,유지)	190,000원		
현재주가(19/07/08)	140,500원		
상승여력	35%		
영업이익(19F,십억원)	377		
Consensus 영업이익(19F,십억원)	364		
EPS 성장률(19F,%)	-32.4		
MKT EPS 성장률(19F,%)	-23.3		
P/E(19F,x)	12.9		
MKT P/E(19F,x)	12.5		
KOSPI	2,064.17		
시가총액(십억원)	3,917		
발행주식수(백만주)	28		
유동주식비율(%)	71.4		
외국인 보유비중(%)	44.1		
베타(12M) 일간수익률	0.75		
52주 최저가(원)	140,000		
52주 최고가(원)	245,500		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	-28.3	-42.8
상대주가	-3.4	-29.7	-37.0



SSG.COM, 새벽배송 본격 진출

SSG.COM이 6.27일 새벽배송 시장에 본격 진출했다. 서울 내 10개 지역 내 우선 시행하며 현재 배송 capa는 3천건, SKU는 1만개이다. 향후 네오3가 오픈하고 새벽배송 서비스에 대한 신규 고객 유입이 클 경우 배송 capa 및 지역은 지속적으로 확대될 가능성이 높다.

SSG.COM의 새벽 배송 진출에 따라 온라인 트래픽 증가와 거래금액 증가를 예상한다. 실제로 6.24-30일의 SSG.COM 트래픽은 23.5%WoW 증가한 반면 경쟁사인 마켓컬리의 트래픽은 -43%WoW 감소하였다. 그러나 실제 신규 고객 증가는 크지 않을 것이다. 그 이유는 1) 현재 배송 지역과 capa가 적고 2) 일부 기존 고객 중 일부가 새벽 배송 서비스로 이전될 가능성도 높기 때문이다. (50% 신규 고객 유입 가정 시 1.8%~2% 고객 증가, capa 기준으로 계산). 향후 배송 지역과 capa 확대에 따라 실제 신규 고객 유입은 늘어날 수 있으나 이에 따른 비용 부담 또한 동반될 것으로 예상된다.

결국 관건은 차별화된 객수 회복 전략

비용 부담이 큰 새벽 배송 진출만으로 SSG.COM의 기업가치가 재조명 받기는 힘들다. 또한 향후 참여자의 증가에 따라 새벽배송 서비스는 보편화될 가능성이 높다. 결국 SSG.COM의 기업가치를 재조명 받기 위해서는 새벽 배송 서비스 이외에 1) 신규 고객 유입과 2) 고객 충성도를 동시에 높일 수 있는 차별화된 객수 회복 전략이 반드시 필요하다. 하반기 이마트는 새벽 배송 서비스 이상의 온라인 전략을 내놓을 가능성이 높다고 판단한다. (ex 온/오프라인 유통 채널 및 인프라를 활용한 유료 멤버십 등)

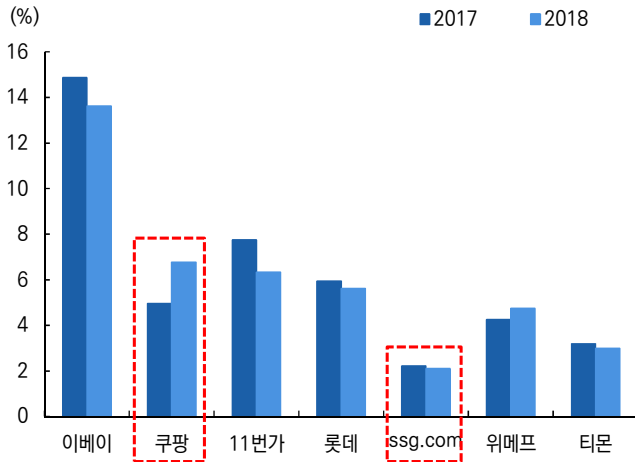
목표주가 19만원, 투자의견 매수 유지

이마트의 목표주가 19만원, 투자의견 매수 유지한다. 온오프라인 유통사 경쟁심화에 따라 이마트의 본업 부진은 당분간 지속될 것이다. 본업 부진에도 불구하고 하반기 이마트의 주가의 하방 경직성은 매우 높다고 판단한다. 1) SSG.COM의 기업가치가 재조명될 가능성이 있고 2) 에브리데이, 프라퍼티 등 자회사 실적 개선이 지속되고 있기 때문이다. 하반기 1) SSG.COM의 배송 capa 확대와 2) 새벽배송, 프로모션 등을 통한 신규고객 유입으로 SSG.COM의 트래픽과 외형 성장은 회복될 것이다. 추가적으로 SSG.COM만의 차별화된 객수 회복 전략까지 확보할 경우 SSG.COM의 기업가치는 재조명될 가능성이 매우 높다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	13,640	14,615	15,515	17,049	18,645	19,285
영업이익 (십억원)	504	569	585	463	377	464
영업이익률 (%)	3.7	3.9	3.8	2.7	2.0	2.4
순이익 (십억원)	455	376	616	450	304	387
EPS (원)	16,312	13,497	22,101	16,150	10,920	13,883
ROE (%)	6.5	5.1	7.7	5.5	3.6	4.3
P/E (배)	11.6	13.6	12.3	11.3	12.9	10.1
P/B (배)	0.8	0.7	0.9	0.6	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.8	0.8	0.6	1.1	1.4	1.4

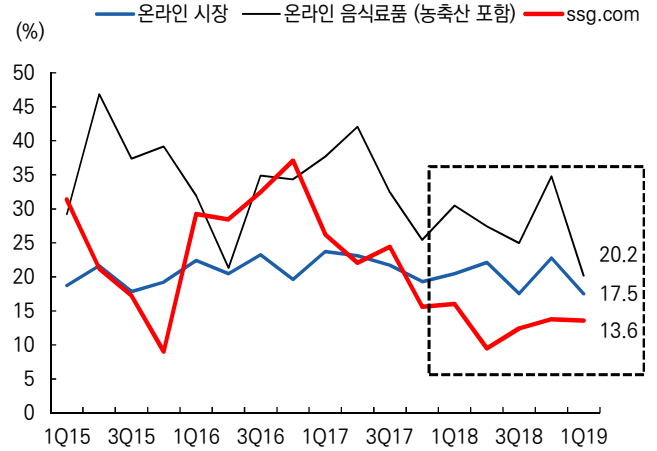
주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 온라인 시장 내 ssg.com 점유율 추이



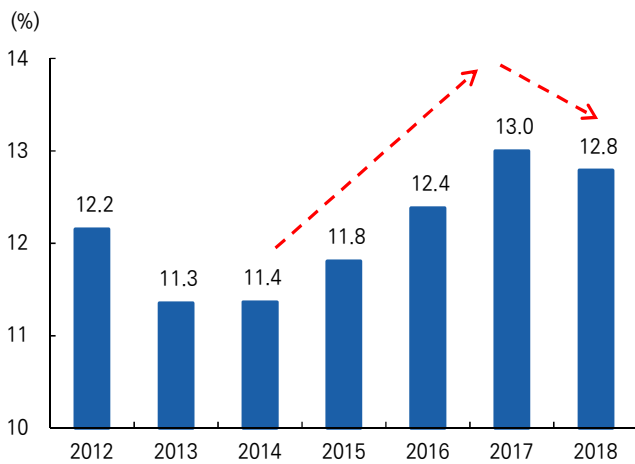
주: ssg.com은 구) 이마트몰과 신세계 온라인 부문임
자료: 언론보도 기반 당사 추정, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 온라인 시장 vs 음식료품 vs SSG.COM 성장



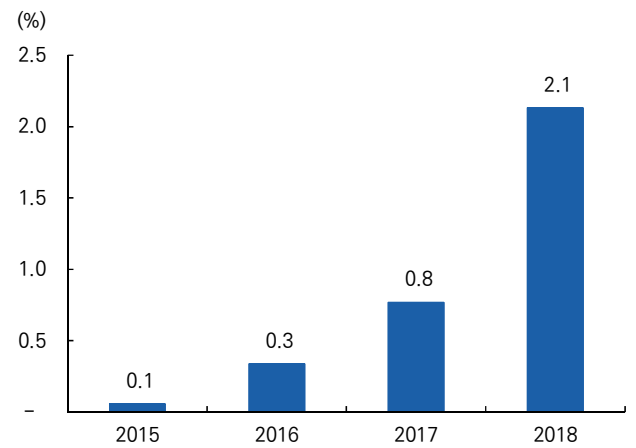
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 온라인 신선식품 시장 내 이마트 점유율



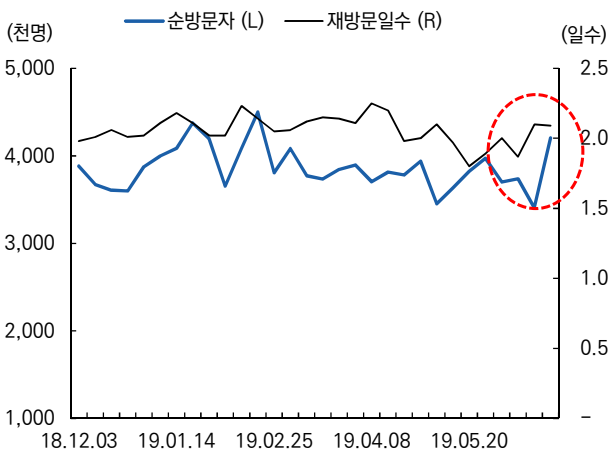
주1: 이마트몰 총매출 중 30%를 신선식품으로 가정
주2: 2017년 이전 통계자료는 통계 자료 기준 변경에 따라 자체 조정함
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 온라인 신선식품 시장 내 마켓컬리 점유율



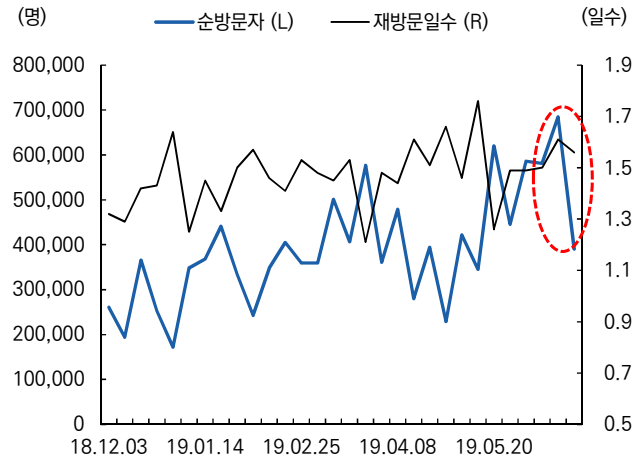
주: 마켓컬리 매출 중 40%를 신선식품으로 가정
자료: 국가통계포털, 마켓컬리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 새벽배송 진출 후 SSG.COM 트래픽 추이



자료: 코리아클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. SSG.COM 새벽 배송 진출 후 마켓컬리 트래픽 추이



자료: 코리아클릭, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 이마트 실적 추정 (별도)

(십억원,%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
총매출액	3,546	3,413	3,853	3,659	3,724	3,505	4,029	3,588	3,703	3,460	3,944	3,366	14,471	14,896	14,473	14,663
할인점	2,898	2,756	3,110	2,920	2,905	2,699	3,157	2,733	2,839	2,586	3,204	2,710	11,683	11,494	11,339	11,553
트레이더스	352	356	410	403	459	452	537	462	551	555	679	596	1,521	1,910	2,381	2,880
순매출액	3,056	2,914	3,322	3,159	3,288	3,108	3,617	3,136	3,324	3,068	3,498	2,941	12,451	13,148	12,830	12,995
매출총이익	919	887	990	945	955	906	1,044	904	923	872	1,045	905	3,741	3,810	3,746	3,907
할인점	803	766	854	811	806	757	874	749	760	702	855	729	3,234	3,186	3,046	3,104
트레이더스	60	62	71	69	78	79	94	78	95	96	118	102	261	328	410	496
영업이익	184	83	207	165	162	55	198	75	107	16	199	85	638	489	407	443
할인점	175	73	193	156	147	41	178	74	114	34	177	73	597	440	399	406
트레이더스	12	14	15	10	13	16	24	9	14	20	31	12	51	63	76	93
YoY 증가율																
총매출액	5.5	8.7	4.2	8.7	5.0	2.7	4.6	-1.9	-0.6	-1.3	-3.3	-6.2	6.7	2.9	-2.8	1.3
순매출액	4.9	9.3	4.4	10.1	7.6	6.7	8.9	-0.7	1.1	-1.3	-3.3	-6.2	7.0	5.6	-2.4	1.3
매출총이익	6.7	8.7	3.3	8.8	4.0	2.1	5.5	-4.3	-3.4	-3.7	0.1	0.1	6.8	1.8	-1.7	4.3
영업이익	-2.4	25.4	-9.2	9.3	-12.2	-34.1	-4.1	-54.5	-33.9	-70.5	0.1	13.7	0.8	-23.3	-16.9	8.9

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 이마트 실적 추정 (연결)

(십억원,%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	3,899	3,807	4,284	3,525	4,106	3,989	4,727	4,226	4,585	4,623	5,014	4,424	15,515	17,049	18,645	19,285
이마트	3,056	2,914	3,322	3,159	3,288	3,108	3,617	3,136	3,324	3,068	3,498	2,941	12,451	13,148	12,830	12,995
에브리데이	274	289	298	273	279	294	314	288	298	316	334	306	1,133	1,175	1,253	1,275
이마트24	130	171	205	178	208	256	288	287	282	337	363	353	684	1,038	1,336	1,554
조선호텔	153	147	153	89	43	46	48	55	45	47	49	56	542	192	198	202
신세계푸드	285	303	321	299	318	310	337	313	317	333	364	339	1,208	1,279	1,352	1,460
SSG.COM									176	170	185	194			725	835
매출총이익	1,100	1,073	1,209	993	1,128	1,097	1,259	1,112	1,150	1,279	1,379	1,209	4,375	4,596	5,018	5,258
영업이익	160	55	183	187	154	53	195	61	74	12	199	92	585	463	377	464
이마트	184	83	207	165	162	55	198	75	107	16	199	85	638	489	407	443
할인점	175	73	193	156	147	41	178	74	114	34	177	73	597	440	399	406
트레이더스	12	14	15	10	13	16	24	9	14	20	31	12	51	63	76	93
에브리데이	0	1	3	-2	0	2	5	-1	2	2	2	2	2	5	8	9
이마트24	-13	-10	-11	-17	-12	-10	-7	-10	-9	-7	-5	-5	-52	-40	-26	-18
조선호텔	-5	-7	-2	-5	-1	-1	-4	-2	-6	-5	-2	1	-18	-8	-12	-4
신세계푸드	5	9	9	7	10	7	6	5	3	7	7	11	30	27	28	28
SSG.COM									-10	-11	-10	-13			-45	-32
세전이익	173	42	377	207	167	121	253	44	93	13	213	93	800	585	411	521
순이익(지배주주)	130	24	378	84	118	91	192	49	68	9	158	69	616	450	304	387
YoY 증가율																
매출액	7.4	10.2	6.2	0.8	5.3	4.8	10.3	19.9	11.7	15.9	6.1	4.7	6.2	9.9	9.4	3.4
영업이익	2.6	17.9	-14.9	23.6	-4.1	-3.8	6.5	-67.1	-51.6	-77.4	2.2	49.7	2.9	-20.9	-18.5	23.0
순이익	7.8	160.9	155.9	-15.1	-8.7	275.5	-49.4	-41.1	-42.5	-89.7	-17.3	38.9	63.8	-26.9	-32.4	27.1

주: 중국이마트와 조선호텔 면세사업부는 중단산업으로 분리됨

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

유통

컬리아, 너는 커서 뭐가 될래?

이마트 (139480)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	15,515	17,049	18,645	19,285
매출원가	11,140	12,453	13,628	14,027
매출총이익	4,375	4,596	5,017	5,258
판매비와관리비	3,790	4,133	4,640	4,794
조정영업이익	585	463	377	464
영업이익	585	463	377	464
비영업손익	215	122	34	57
금융손익	-72	-54	-121	-130
관계기업등 투자손익	53	37	80	92
세전계속사업손익	800	585	411	521
계속사업법인세비용	192	126	103	130
계속사업이익	608	459	309	391
중단사업이익	20	17	0	0
당기순이익	628	476	309	391
지배주주	616	450	304	387
비지배주주	12	26	4	4
총포괄이익	633	19	335	391
지배주주	622	-4	334	389
비지배주주	12	23	2	2
EBITDA	1,067	993	1,193	1,221
FCF	175	-125	638	1,393
EBITDA 마진율 (%)	6.9	5.8	6.4	6.3
영업이익률 (%)	3.8	2.7	2.0	2.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	2.6	1.6	2.0

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	898	770	921	1,393
당기순이익	628	476	309	391
비현금수익비용가감	478	579	925	862
유형자산감가상각비	455	503	789	731
무형자산상각비	26	27	27	26
기타	-3	49	109	105
영업활동으로인한자산및부채의변동	-89	-296	-240	246
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-82	60	-429	-35
재고자산 감소(증가)	-81	-163	-17	-82
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	60	43	1,449	81
법인세납부	-132	-63	-80	-130
투자활동으로 인한 현금흐름	-622	-817	-1,115	-67
유형자산처분(취득)	-593	-692	-228	0
무형자산감소(증가)	-23	-20	-4	0
장단기금융자산의 감소(증가)	45	1,334	-43	-67
기타투자활동	-51	-1,439	-840	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-121	103	277	-1,155
장단기금융부채의 증가(감소)	-178	139	-42	-1,099
자본의 증가(감소)	0	0	-44	0
배당금의 지급	-59	-82	-15	-56
기타재무활동	116	46	378	0
현금의 증가	157	60	23	119
기초현금	66	224	284	329
기말현금	223	284	329	448

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	1,895	2,286	3,178	3,444
현금 및 현금성자산	223	284	329	447
매출채권 및 기타채권	458	584	611	654
재고자산	1,011	1,123	1,175	1,258
기타유동자산	203	295	1,063	1,085
비유동자산	14,171	14,468	16,776	16,125
관계기업투자등	524	718	752	805
유형자산	9,800	10,404	9,831	9,100
무형자산	377	288	1,296	1,270
자산총계	16,067	16,754	19,954	19,569
유동부채	4,214	4,998	6,378	6,522
매입채무 및 기타채무	1,428	1,560	1,633	1,747
단기금융부채	1,440	1,674	2,899	2,799
기타유동부채	1,346	1,764	1,846	1,976
비유동부채	3,081	2,898	3,391	2,526
장기금융부채	2,260	2,165	1,463	463
기타비유동부채	821	733	1,928	2,063
부채총계	7,295	7,896	9,769	9,048
지배주주지분	8,241	8,172	8,754	9,085
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,194	4,194
이익잉여금	2,465	2,773	2,951	3,283
비지배주주지분	530	685	1,431	1,435
자본총계	8,771	8,857	10,185	10,520

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	12.3	11.3	12.9	10.1
P/CF (x)	6.8	4.8	3.2	3.1
P/B (x)	0.9	0.6	0.4	0.4
EV/EBITDA (x)	10.7	9.2	7.1	5.9
EPS (원)	22,101	16,150	10,920	13,883
CFPS (원)	39,672	37,841	44,267	44,930
BPS (원)	295,750	293,262	314,028	325,913
DPS (원)	1,750	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	7.8	11.7	18.1	14.3
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.4	1.4
매출액증가율 (%)	6.2	9.9	9.4	3.4
EBITDA증가율 (%)	4.1	-6.9	20.1	2.3
조정영업이익증가율 (%)	2.8	-20.9	-18.6	23.1
EPS증가율 (%)	63.7	-26.9	-32.4	27.1
매출채권 회전을 (회)	45.6	40.0	38.6	37.7
재고자산 회전을 (회)	15.6	16.0	16.2	15.9
매입채무 회전을 (회)	12.2	12.1	12.0	11.7
ROA (%)	4.0	2.9	1.7	2.0
ROE (%)	7.7	5.5	3.6	4.3
ROIC (%)	4.8	3.9	2.8	3.3
부채비율 (%)	83.2	89.1	95.9	86.0
유동비율 (%)	45.0	45.7	49.8	52.8
순차입금/자기자본 (%)	38.4	38.0	30.3	17.6
조정영업이익/금융비용 (x)	6.0	5.7	2.9	3.6

지어소프트 (051160)

품질과 가격이 경쟁력이다

품질과 가격이 경쟁력

오아시스마켓의 온라인 매출 중 90% 이상이 새벽배송에서 창출됨에도 불구하고 (10% 온라인 점포 배송) **오아시스마켓의 경쟁력은 새벽배송이 아니다. 오아시스마켓의 근본적인 경쟁력은 품질과 가격이다.**

기존 새벽 배송 플레이어인 마켓컬리 대비 오아시스마켓의 SKU는 매우 작다. (마켓컬리 5~7,000개 vs 오아시스마켓 1,500~2,000개) 배송 capa 또한 1/10수준이다. (마켓컬리 3~4만건 추정 vs 오아시스마켓 3~4천건 추정, 물류센터 이전 전) 그럼에도 불구하고 오아시스마켓의 빠른 월매출 증가가 가능했던 이유는 친환경/유기능 제품을 저렴하게 판매했기 때문이다.

향후 오아시스마켓이 외형 성장과 함께 현 수준의 상품 경쟁력을 유지한다면 SSG.COM의 새벽 배송 시장 진출에 따른 고객 이탈보다 시장 성장에 따른 수혜를 더 크게 받을 것이다. 결국 **오아시스마켓의 관건은 1) 신규 수요 창출 전략과 2) 지속적인 상품 경쟁력(저렴한 가격과 차별화된 SKU) 유지 여부다.**

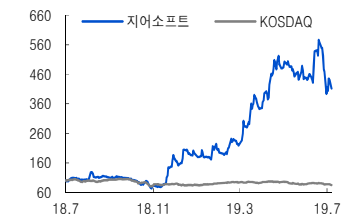
마켓컬리 매각가 하락이 오아시스마켓 가치에 영향을 미칠까?

언론에 따르면, 1) 대기업의 잇단 새벽 배송 진출과 2) 오아시스마켓과 같은 신형강자의 등장으로 마켓컬리 매각가가 시리즈D 투자 시 산정 가치를 하회하고 있다. (시리즈 D 투자 시 가치 6,000억원, 현재 언론에 언급되는 매각가 3~4,000억원)

마켓컬리의 밸류에이션 하락은 오아시스마켓 가치에 전혀 영향을 미치지 않는다고 판단한다. 그 이유는 오아시스마켓의 경쟁력은 새벽 배송이 아닌 제품과 가격이 경쟁력이기 때문에 참여자 확대에 따른 시장 성장으로 점유율 증가가 예상되기 때문이다. 점유율을 확대해 나가던 과거의 마켓컬리 밸류에이션 적용이 전혀 부담스럽지 않다. 물류센터가 창고/온라인 물류센터 기능을 하는 오아시스마켓은 마켓컬리 대비 고정자산 효율성이 매우 높다. 새벽 배송 시장 성장에 따른 오아시스마켓의 점유율 확대가 가시화될 경우 과거 마켓컬리 이상의 밸류에이션도 가능하다 판단한다.

현재 오아시스마켓의 월매출은 1.4억원 수준이다. **1) 공급: 이전의 신규 물류센터 가동률이 본격화 되고 2) 수요: PPL 및 배너 광고 등을 통해 수요가 본격화되는 3Q19를 기점으로 온라인 매출이 크게 증가할 가능성이 있다고 판단한다.**

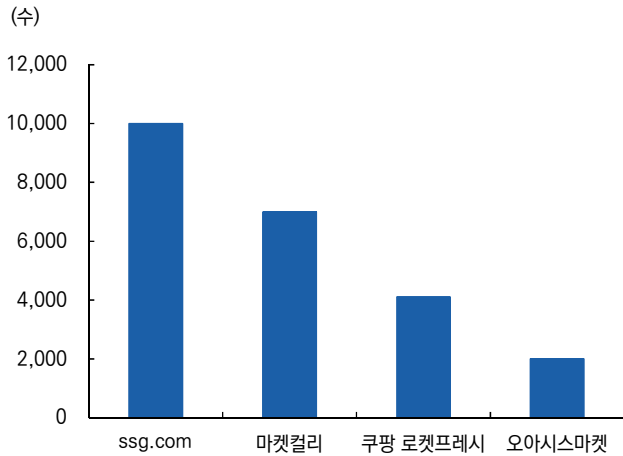
투자이전	Not Rated
목표주가(12M,유지)	-
현재주가(19/07/08)	6,870원
상승여력	-
영업이익(19F,십억원)	-
Consensus 영업이익(19F,십억원)	-
EPS 성장률(19F,%)	-
MKT EPS 성장률(19F,%)	-
P/E(19F,x)	-
MKT P/E(19F,x)	-
KOSDAQ	668.72
시가총액(십억원)	100
발행주식수(백만주)	15
유동주식비율(%)	76.4
외국인 보유비중(%)	3.1
베타(12M) 일간수익률	1.06
52주 최저가(원)	1,230
52주 최고가(원)	9,600
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-10.4 103.9 312.6
상대주가	-4.0 103.8 399.1



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

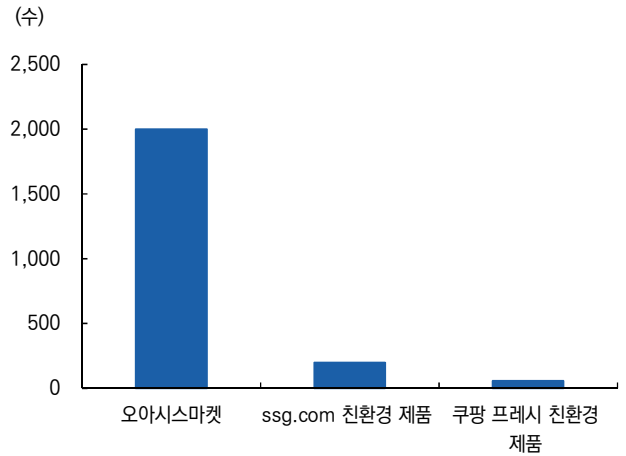
주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. SSG.COM 새벽배송 가능 SKU 수



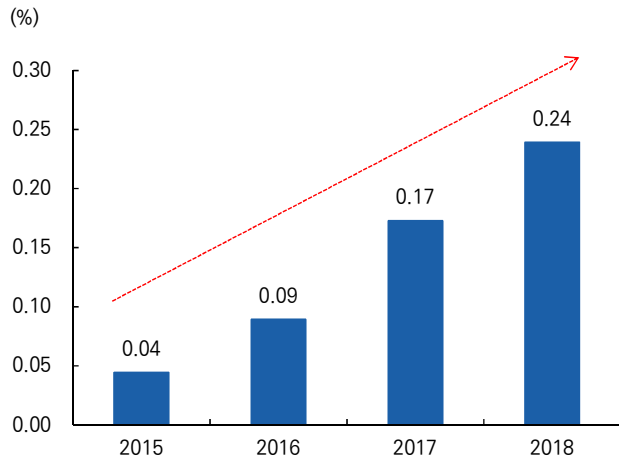
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. SSG.COM 새벽배송 제품 중 친환경 SKU 수



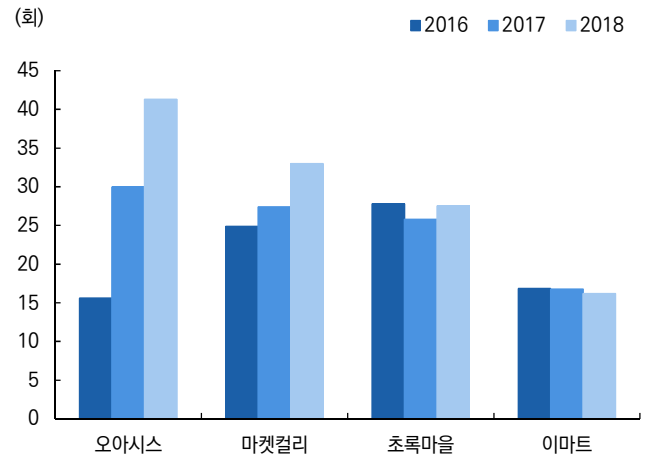
주: 쿠팡 프레시의 친환경/유기농 제품 수는 6.30일 기준임
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 슈퍼마켓 시장 내 오아시스 점유율



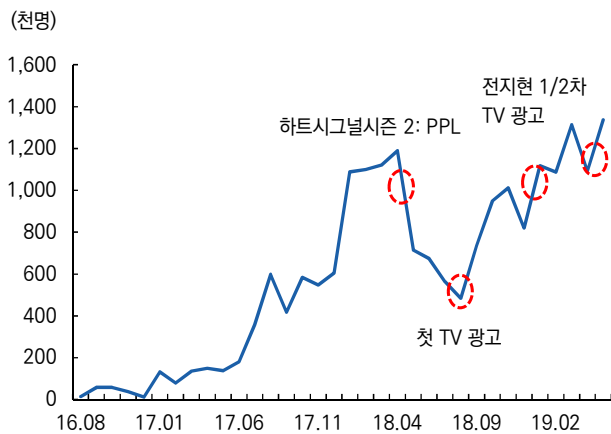
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 재고자산회전율 비교



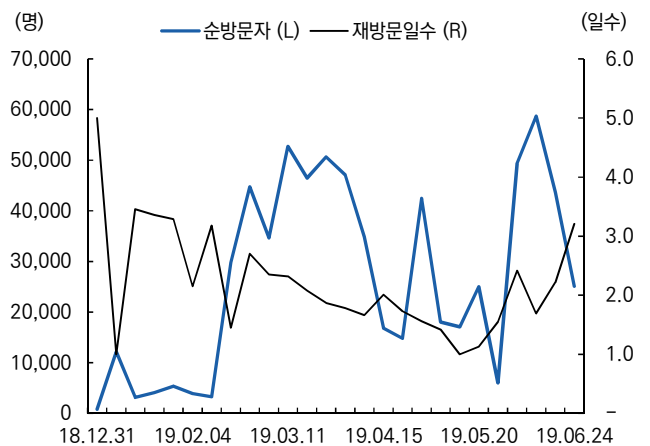
주1: 재고자산회전율은 매출액 / Avg(기초재고+기말재고)로 계산함
주2: 이마트는 개별 기준으로 계산
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 마켓컬리 트래픽 추이



자료: 코리아클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 오아시스마켓 트래픽 추이



자료: 코리아클릭, 미래에셋대우 리서치센터

유통

컬리아, 너는 커서 뭐가 될래?

지어소프트 (051160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17	12/18
매출액	38	64	100	132
매출원가	32	54	83	103
매출총이익	6	10	17	29
판매비와관리비	7	11	17	28
조정영업이익	-1	-2	1	1
영업이익	-1	-2	1	1
비영업손익	-1	-5	-2	0
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	-2	-7	-1	1
계속사업법인세비용	0	0	0	0
계속사업이익	-2	-7	-1	1
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-2	-7	-1	1
지배주주	-2	-6	-1	1
비지배주주	-1	-2	0	0
총포괄이익	-3	-7	-1	1
지배주주	-2	-5	-1	1
비지배주주	-1	-2	0	0
EBITDA	0	0	3	3
FCF	-3	4	-2	2
EBITDA 마진율 (%)	0.0	0.0	3.0	2.3
영업이익률 (%)	-2.6	-3.1	1.0	0.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	-5.3	-9.4	-1.0	0.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17	12/18
유동자산	15	20	17	17
현금 및 현금성자산	1	4	4	3
매출채권 및 기타채권	10	10	9	10
재고자산	2	3	3	3
기타유동자산	2	3	1	1
비유동자산	11	9	10	12
관계기업투자등	2	0	0	0
유형자산	1	2	2	3
무형자산	2	2	1	1
자산총계	26	29	27	28
유동부채	11	20	18	17
매입채무 및 기타채무	8	13	11	13
단기금융부채	1	4	4	2
기타유동부채	2	3	3	2
비유동부채	2	1	2	2
장기금융부채	1	0	0	0
기타비유동부채	1	1	2	2
부채총계	13	22	19	19
지배주주지분	10	6	7	8
자본금	6	6	7	7
자본잉여금	27	27	28	29
이익잉여금	-21	-26	-27	-26
비지배주주지분	3	1	1	1
자본총계	13	7	8	9

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/15	12/16	12/17	12/18
영업활동으로 인한 현금흐름	-2	5	0	4
당기순이익	-2	-7	-1	1
비현금수익비용가감	2	8	5	3
유형자산감가상각비	0	1	1	1
무형자산상각비	1	1	1	0
기타	1	6	3	2
영업활동으로인한자산및부채의변동	-2	4	-3	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	-1	-1	-2
재고자산 감소(증가)	-2	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	5	-1	3
법인세납부	0	0	0	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	2	-4	-2	-3
유형자산처분(취득)	-1	-1	-2	-1
무형자산감소(증가)	-1	-1	-1	-1
장단기금융자산의 감소(증가)	2	-1	1	-1
기타투자활동	2	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	0	2	2	-1
장단기금융부채의 증가(감소)	0	1	-1	-1
자본의 증가(감소)	0	1	1	1
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	2	-1
현금의 증가	0	3	0	-1
기초현금	1	1	4	4
기말현금	1	4	4	3

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17	12/18
P/E (x)	-9.5	-3.5	-21.4	45.8
P/CF (x)	129.5	26.3	8.7	11.0
P/B (x)	2.1	4.0	4.6	5.6
EV/EBITDA (x)	65.2	484.6	12.4	16.4
EPS (원)	-189	-582	-107	70
CFPS (원)	14	77	264	293
BPS (원)	857	500	495	579
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	5.6	68.4	56.3	32.0
EBITDA증가율 (%)	-	-	-	0.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	0.0
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전을 (회)	4.5	7.5	11.1	13.8
재고자산 회전을 (회)	23.3	24.5	35.3	44.4
매입채무 회전을 (회)	5.4	6.6	8.3	10.6
ROA (%)	-8.5	-26.4	-5.0	3.5
ROE (%)	-15.2	-66.5	-18.8	12.4
ROIC (%)	-9.3	-34.5	44.4	36.5
부채비율 (%)	102.4	301.2	258.9	206.8
유동비율 (%)	137.0	98.8	93.6	99.5
순차입금/자기자본 (%)	9.8	-24.4	0.1	-10.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-2.2	-10.9	4.0	11.0

자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

마켓컬리 (Not Rated)

컬리야, 너는 커서 뭐가 될래?

유통

투자 의견

Not Rated

새벽 배송 시장 내 점유율 하락 가능성

SSG.COM 등 대기업의 새벽배송 진출에 따라 시장 성장은 예상되나 **기존 새벽시장 내 압도적인 1위 기업인 마켓컬리의 점유율이 점진적으로 하락할 것으로 예상된다.** 그 이유는 마켓컬리는 1) SSG.COM와 중복되는 제품 수가 많고 2) 유료 멤버십 경쟁력 또한 쿠팡 대비 떨어지기 때문이다. (컬리패스 월 4,500원 - 15,000원 이상 무료 배송 vs 로켓프레시 2,900원 - 15,000원 이상 무료 배송) 또한 **참여자의 확대로 새벽배송 서비스가 보편화될 가능성이 매우 높다.** 마켓컬리도 새벽배송 서비스의 이상의 차별화가 요구되는 시점이다.

컬리에겐 무엇이 필요한가?

새벽 배송 시장 내 점유율 하락 가능성이 높아지면서 **마켓컬리는 과거 보다 효율적인 외형 성장과 비용 집행이 필요하다.** 마켓컬리의 과거 4개년치 재무제표를 보면 외형 성장 대비 1) 매출 원가 개선이 더디고 2) 배송 관련 비용이 급증하였다. 또한 폐기율 1% 미만을 엄격하게 유지하기 위한 관련 비용 또한 크게 지출 될 것으로 판단한다. 마켓컬리의 상위 문제를 모두 해결할 수 있는 방법은 1) 일반 배송 시간 확대: 물동량 증가 및 배송 단가 하락과 2) 오프라인 매장 진출: 바잉파워 확보 및 효율적인 재고 관리이다.

장기적으로는 **마켓컬리 또한 차별화가 필요하다.** 마켓컬리 또한 새벽 배송 서비스 이상의 차별화 경쟁력을 확보하기 위하여 1) 상품 경쟁력 강화: PB 상품 및 독점 판매 제품 확대와 2) 부가서비스 경쟁력 강화: 컬리패스 경쟁력 강화에 나설 가능성이 높다.

컬리야, 너는 커서 뭐가 될래?

향후 마켓컬리의 1) 정규 시간으로의 배송 시간 확대와 2) 오프라인 진출 가능성이 존재한다고 판단한다. 그 이유는 1) 일반 배송 확대를 통해 효율적인 배송 집행이 가능할뿐더러 2) 신규 고객 유입도 가능하기 때문이다. 또한 플랫폼 기능을 확보한 오프라인 매장 진출 시 1) 재고 관리 비용 절감과 함께 2) 배송 효율성 또한 높일 수 있다.

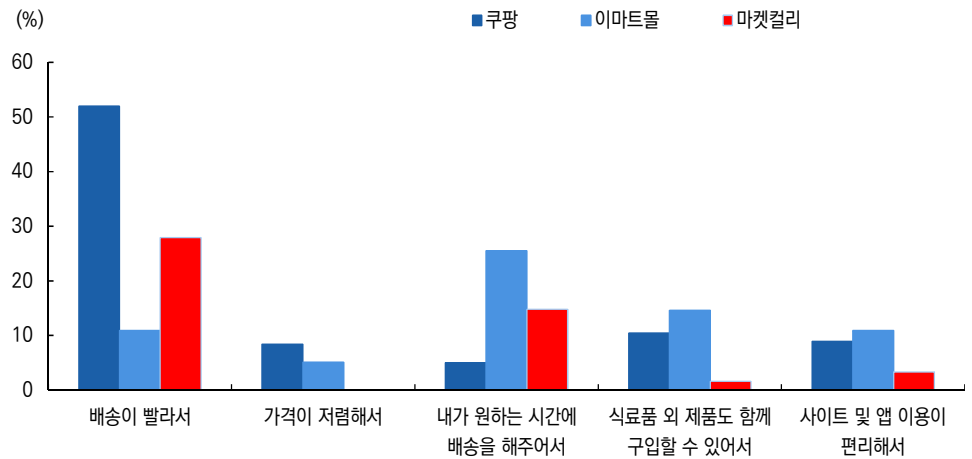
향후 마켓컬리가 실제로 1) 배송 시간 확대 및 2) 오프라인 진출을 할 경우 기존 오프라인 유통사, 특히 할인점/슈퍼에게 부정적인 영향을 미칠 것이다. 또한 배송시간 확대에 따라 온라인 식품 시장 경쟁 또한 가속화될 가능성이 높다고 판단한다. 결론적으로 **온오프라인 경쟁 심화에 따라 배송뿐 아니라 상품 경쟁력까지 확보한 유통 기업이 주목 받을 것으로 판단한다.**

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18
매출액 (십억원)	30	174	466	1,571
영업이익 (십억원)	-54	-88	-124	-337
순이익 (십억원)	-60	-141	-126	-350

주: K-IFRS 기준

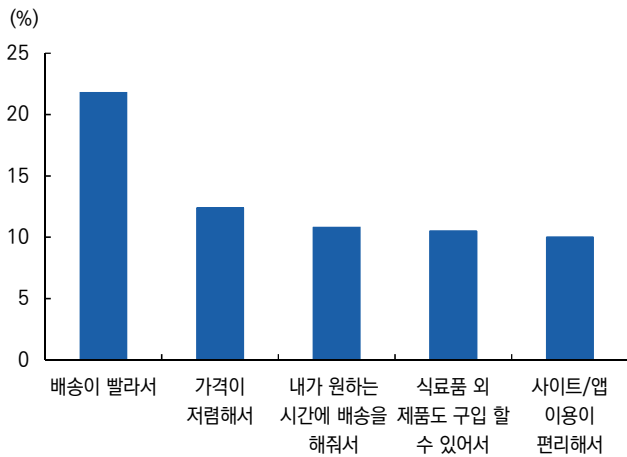
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 마켓컬리 vs 쿠팡 vs 이마트몰 이용 이유



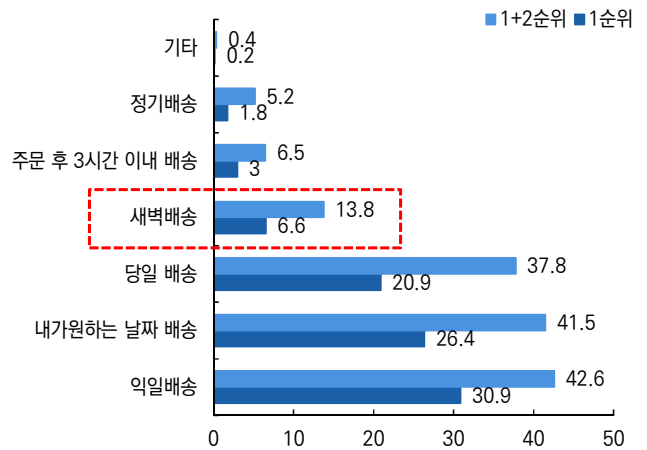
주: 국내 거주하는 20-49세 여성이며 1500명 표본임
자료: 오픈서베이 서베이자료(19.1.22), 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 주 구매 온라인몰 이용 이유



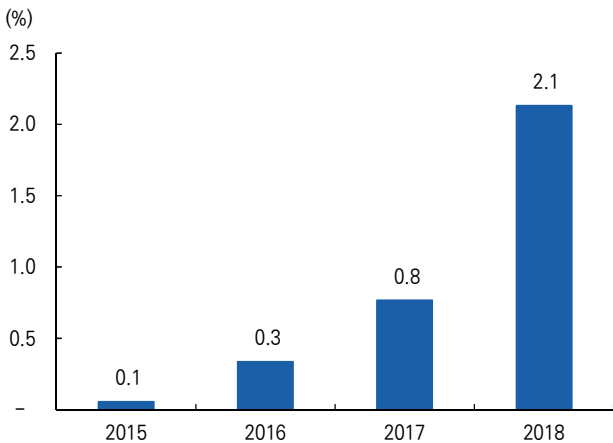
주: 국내 거주하는 20-49세 여성이며 1500명 표본임
자료: 오픈서베이 서베이자료(19.1.22), 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 소비자들이 가장 선호하는 배송 형태



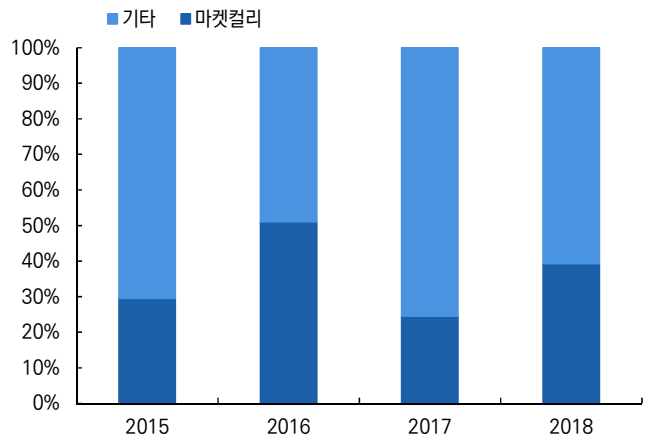
주: 국내 거주하는 20-49세 여성이며 1500명 표본임
자료: 오픈서베이 서베이자료(19.1.22), 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 온라인 신선식품 시장 내 마켓컬리 점유율



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

그림 40. 새벽배송 시장 내 마켓컬리 점유율



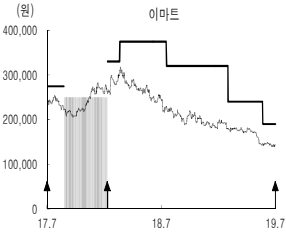
주: 새벽배송 시장은 언론에서 추정된 숫자를 사용. 당사 추정치가 아님
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

유통
컬리아, 너는 커서 뭐가 될래?

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
이마트(139480)					2018.07.24	매수	320,000	-37.27	-29.22
2019.05.28	매수	190,000	-	-	2018.02.25	매수	375,000	-29.59	-15.33
2019.05.15	매수	240,000	-39.58	-38.96	2018.01.16	매수	330,000	-14.39	-6.06
2019.05.15	매수	190,000	-16.58	-16.58	2017.08.31	분석 대상 제외		-	-
2019.02.06	매수	240,000	-27.07	-23.96	2017.06.20	매수	275,000	-14.38	-7.64

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 추가(-), 목표주가(←), Not covered(▣)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.14%	8.72%	8.14%	0.00%

* 2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 이마트(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유통성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
 - 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 - 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.