

유통 (중립/Maintain)

20년 온라인 유통 전망: 그때는 맞고 지금은 틀리다

김명주

02-3774-1458458

myoungjoo.kim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment point	3
II. 20년 온라인 전망	4
온라인 시장 고성장 지속	4

III. 20년 온라인 유통 트렌드	9
그때는 맞고 지금은 틀리다	9

Company	12
이마트 (139480)	13
지어소프트 (051160)	17
쿠팡 (비상장)	21

I. Investment point

그때는 맞고 지금은 틀리다

19년도 1) 쿠팡의 공격적인 외형 성장과 2) 온라인 기업 간 경쟁 심화에 따라 오프라인 유통 기업의 부진이 가속화되었다. 특히 오프라인 할인점과 가정 양판점의 외형이 크게 감퇴하였으며, 최저임금 인상 등에 따른 판관비 증가에 따라 영업이익이 크게 감소하는 역레버리지 효과가 발생했다.

그러나, 20년도는 1) 쿠팡과 2) 온라인 시장 성장이 오프라인에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 1) 서비스 제외 온라인 침투율 증가 속도가 둔화되고 있으며 2) 온라인 시장 내 카테고리 확장을 이끌었던 쿠팡이 외형 성장 속도를 조절 할 가능성이 높기 때문이다. 또한 대표적 저침투율 카테고리인 온라인 식품 시장 성장을 이끄는 것은 오프라인 유통사가 될 가능성이 높다.

이마트 주목 필요

20년, 이마트를 주목할 필요가 있다. 1) 쿠팡의 외형 성장 속도 조절 가능성과 2) 서비스 제외 온라인 침투율 둔화는 이마트 주가 하방 경직성을 높여줄 것이다. 20년 온라인 시장은 19년도와 마찬가지로 고성장하나 이마트에게 미치는 영향은 다르다.

이마트 20년F PER은 12배 수준으로 1) 오프라인 부진과 2) 온라인 기대감이 제외된 18년 수준보다 소폭 높다. 단기적으로 큰 폭의 영업이익 개선은 힘드나 밸류에이션을 높일 수 있는 호재가 다수 존재한다. 밸류에이션 부담이 존재함에도 주목해야 되는 이유다.

기대 가능한 호재는 1) 단기: 쓱닷컴의 온라인 점유율 회복과 2) 중단기: 낮은 기저에 따른 오프라인 기존점 하락세 둔화, 3) 장기: 오프라인 인프라 활용도 향상이다. 특히 자산 유동화를 시작으로 오프라인 인프라(매장, 부동산) 활용이 가속화 될 것이다. 이를 통한 이마트의 비용 절감과 밸류에이션 상승이 예상된다.

쿠팡의 경쟁력은 변함없다

최근 쿠팡과 소프트뱅크에 대한 부정적인 뉴스가 다수 보도되고 있다. 그러나 논란과는 별개로 쿠팡의 경쟁력은 변함없다. 1) 작년 대비 크게 높아진 M/S와 2) 소비자 충성도를 고려 시 특별한 이슈가 발생하지 않는 한 소매 시장 내 강자가 된 쿠팡의 추가 자금 유치는 충분히 가능할 것이다.

다만 1) 금융감독원의 경영 개선 요구와 2) 공정위와의 이슈 등 대외적인 상황을 고려 시 당분간 쿠팡은 손익 개선에 초점을 맞출 가능성이 높다.

단독 플랫폼(포털제외) 중 점유율 1위를 달성한 쿠팡은 과거보다 광고 수익 및 오픈마켓 수익 확보가 용이하다. 쿠팡은 수수료 수익 증대뿐 아니라 1) 효율적인 운반 및 임차로 집행에 따른 택배 단가 하락과 2) 빅데이터를 활용해 구매 빈도수(단가)를 높일 수 있는 구독경제 구축 또한 진행할 가능성이 존재한다고 판단한다.

향후 쿠팡이 1) 의미 있는 손익 개선이나 2) 추가적인 투자 집행 후 다시 공격적인 외형 성장을 한다고 해도 서비스 제외 온라인 침투율 증가 추이를 고려했을 때 오프라인 유통사, 특히 할인점에 미치는 영향은 제한적이다. 향후 쿠팡의 공격적인 확장이 다시 시작된다고 해도 오프라인 할인점보다는 온라인 시장 내 차별화 경쟁력이 부족한 오픈마켓 플레이어에게 큰 위협이 될 것이다.

II. 20년 온라인 전망

온라인 시장 고성장 지속

20년 온라인 시장은 158조원으로 17.2% 성장할 것으로 판단한다. 고성장이 지속되는 이유는 1) 온라인 서비스의 고성장 지속(ex e 쿠폰, 음식서비스)과 2) 저침투 카테고리인 음식료품의 침투율 상승 때문이다. 그러나 온라인 시장 고성장이 지속됨에도 오프라인 유통사에 미치는 영향은 19년도 보다 제한적이다. 1) 서비스를 제외한 온라인 침투율의 상승폭은 둔화되고 있고 2) 오프라인 유통사가 이끄는 온라인 음식료품 시장 성장이 온라인 시장 성장을 견인할 가능성이 높기 때문이다.

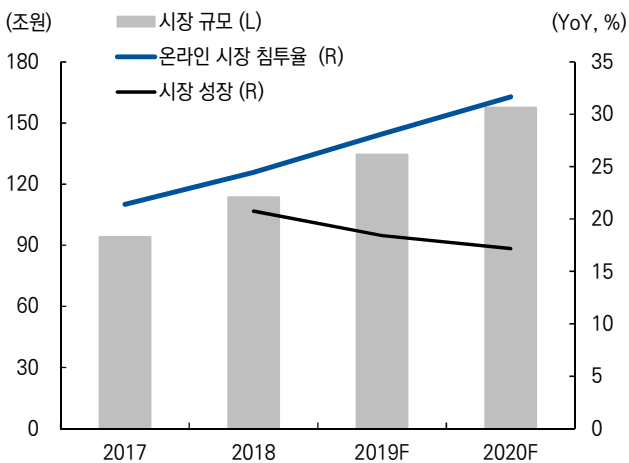
또한 18~19년 온라인 시장 성장을 이끌었던 쿠팡은 금융감독원의 경영 개선 요구 등을 고려 시 공격적인 외형 성장 보다는 1) 본업 중심의 손익 개선과 2) 택배단가 하락 등 효율성 작업에 좀 더 초점을 맞출 것으로 판단한다. 이는 할인점의 객수 하락 둔화에 긍정적이다.

온라인 시장 고성장 지속

20년 온라인 시장은 17.2%로 고성장을 이어갈 것이다. 그러나 오프라인 유통사, 특히 할인점에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 20년 온라인 고성장을 이끄는 카테고리는 1) 서비스와 2) 온라인 식품 시장 성장이기 때문이다. 온라인 식품 침투율을 높이는 주체는 1) 오프라인 매장을 보유하고, 2) 식품 매입 경쟁력이 높은 오프라인 유통사가 될 가능성이 높다.

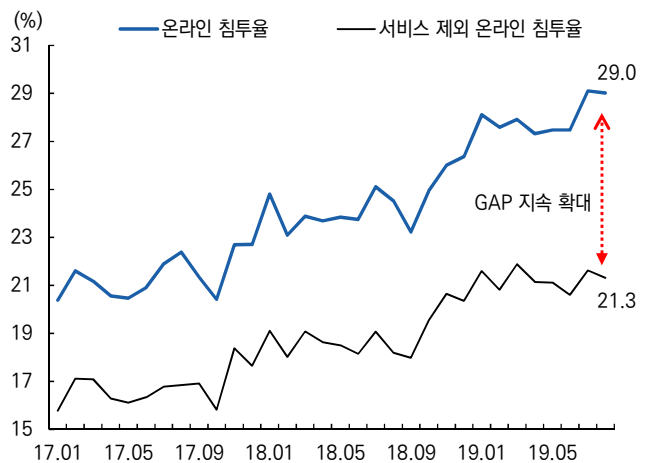
서비스를 제외한 20년 온라인 성장은 15%YoY으로 예상(vs 18년 19%YoY, 19년F 17%YoY)한다. 1) 빠른 배송의 보편화와 2) 쿠팡 등의 공격적인 외형 성장에 따라 최근 2년간 서비스 제외 온라인 침투율이 크게 증가했다. 그러나 1) 높은 기저 효과와 2) 쿠팡의 외형성장 속도(특히 일반식품, 잡화 등) 조절 가능성에 따라 20년도 서비스 제외 침투율 증가폭은 제한적일 것이다. 실제로 서비스를 제외한 온라인 침투율은 6월부터 소폭 둔화되었다.

그림 1. 온라인 시장 성장



주: 19년과 20년은 당사 추정치임
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 온라인 침투율 추이



주: 서비스는 여행 및 교통 / 문화 및 레저 / E쿠폰 / 음식서비스임
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

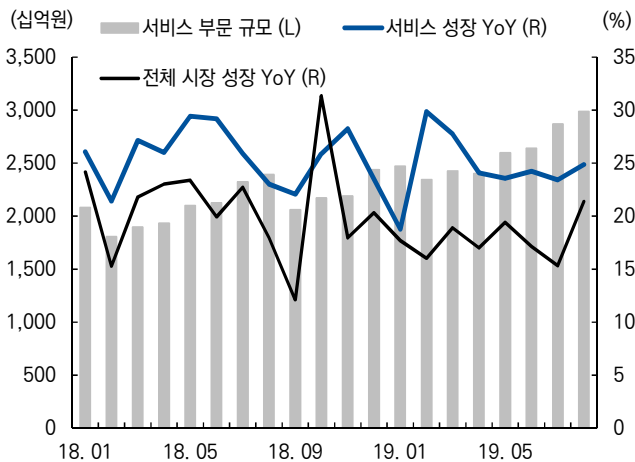
온라인 서비스 고성장 지속

20년도 온라인 성장을 이끄는 것은 서비스이다. 대표적으로 이륜차 배송 업체 및 음식배달 플랫폼의 증가에 따라 온라인 음식서비스 시장이 고성장을 이어갈 것으로 판단한다. 20년 온라인 음식서비스 시장은 72.8%YoY(vs 18년 93.0%, 19년F 87.7% YoY) 지속 **고성장하여 음식료품 시장 내 침투율 또한 19년도 8.7%에서 20년도 14.6%까지 크게 높아질 것이다.** 이에 따른 이륜차 배송의 보편화와 관련 비상장 기업의 가치 상승이 예상된다.

빠른 배달의 보편화와 음식 서비스 시장 성장이 오프라인 유통사에게 미치는 영향은 중립적이다. 그러나 장기적으로 오프라인 유통사는 신선식품, 즉석 식품 등 배달 경쟁력 있는 SKU를 확대할 가능성이 높기 때문에 **이륜차 배송 업체의 증가 및 보편화는 긍정적이다.**

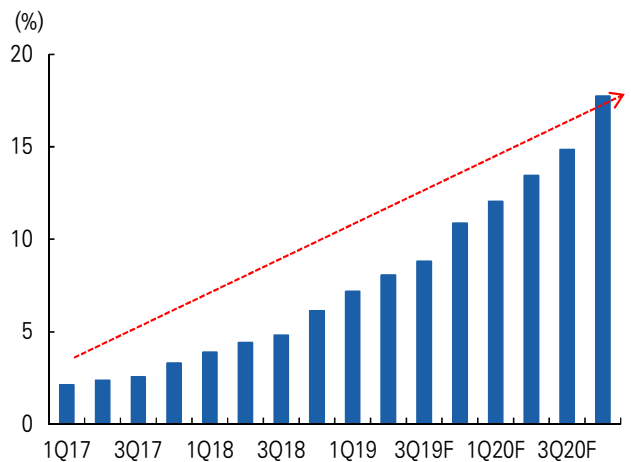
최근 쿠팡 등 온라인 기업들이 1) 트래픽 확보와 2) 차별화를 위하여 플랫폼 내 여행 등 카테고리를 강화하고 있다. 이에 따라 e 쿠폰 및 여행 및 교통 서비스의 고정장도 지속될 것이다. 그러나 Hotels.com 및 My real trip 등 기존 강자가 존재하기 때문에 호텔/레저 세션 강화를 통한 온라인 기업의 플랫폼 증가 및 시너지 효과는 제한적이다.

그림 3. 온라인 서비스 부문 성장 추이



자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 온라인 음식서비스의 음식료품 시장 내 침투율 추정



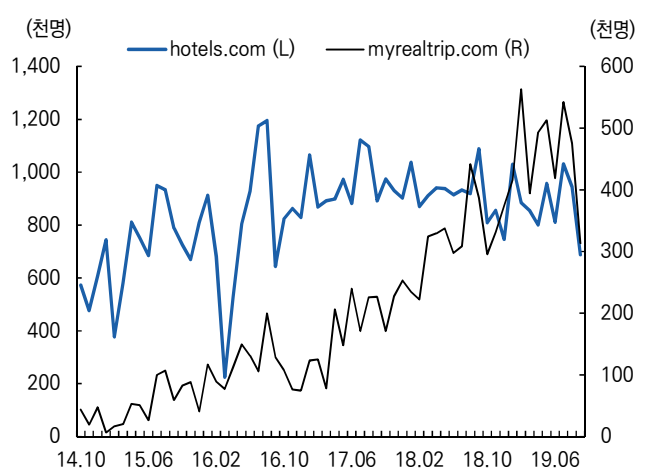
주: 온라인 음식서비스 / 전체 소매시장 음식료품
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 쿠팡 '여행/레저' 세션



자료: 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. Hotels.com, My real trip 트래픽 추이



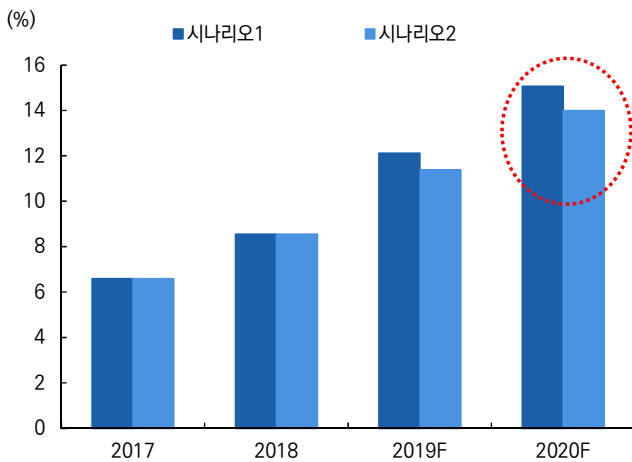
자료: 코리아인클릭, 미래에셋대우 리서치센터

쿠팡, 손익 개선 가능성에 주목할 시점

19년 공격적인 외형 성장으로 소매시장 내 강자로 자리잡은 쿠팡은 20년도 손익 개선에 좀 더 초점을 맞출 것으로 예상된다. 1) 금융감독원의 경영 개선 요구 등과 2) 18년 대비 크게 높아진 19년 쿠팡의 점유율을 고려 시 공격적인 외형 확장보다는 손익 개선에 초점을 맞출 시점이다. 또한 최근 쿠팡이츠 및 프래시 등 신사업 확장에 따라 본업 외 사업군에서 적자가 크게 늘었을 것으로 추정된다.

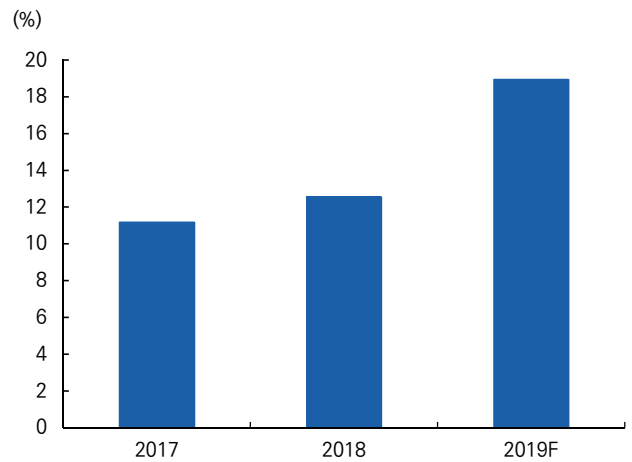
19년 8월 기준(연간 누적) 주요 온라인 플레이어 중 쿠팡의 점유율은 단독 플랫폼 기준 12.4%로 가장 높다. (와이즈앱 결제 금액 기준, 쿠페이 등 고려 시 점유율 훨씬 높을 것, 포털사이트 제외 기준) 점유율 상승에 따라 플랫폼 경쟁력이 높아진 쿠팡은 1) 오픈마켓 수수료와 2) 광고 수익 확보에 용이하다. 플랫폼 경쟁력을 갖춘 쿠팡은 직매입 확대를 통한 공격적 확장보다는 오픈마켓 및 광고 수익 확보를 통해 손익 개선에 초점을 맞출 가능성이 높다. 또한 쿠팡은 공격적인 물동량 증가를 통한 택배단가 하락보다는 운반 및 입차료 절감을 통해 택배 단가 하락과 쿠팡맨의 효율성을 높여갈 것이다.

그림 7. 시나리오별 쿠팡 예상 점유율



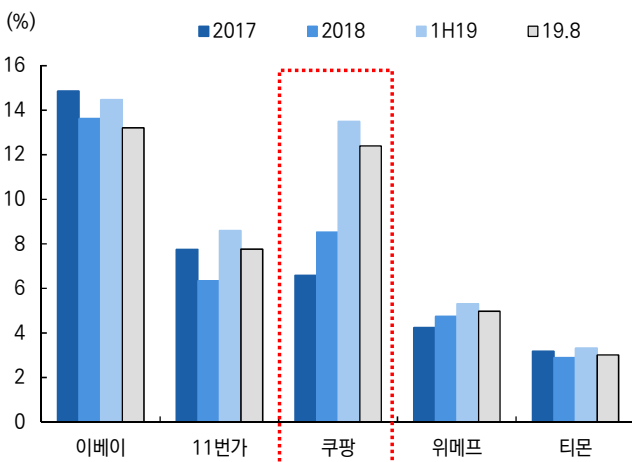
주1: 과거 수치는 언론보도를 기반으로 한 당사 추정임
주2: 시나리오 또한 당사 가정기반 추정임
자료: 언론 보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 쿠팡 택배 시장 내 점유율



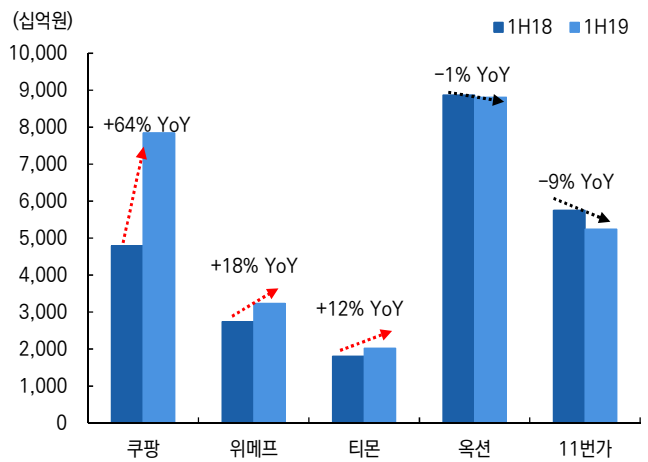
주1: 2019년 물동량은 물류신문에 보도된 28억 1,135만개를 사용
주2: 17년 일평균 물동량은 80만개/18년 100만개/19년 180만개로 가정
주3: 전체 시장은 3PL 물동량 + 쿠팡 물동량으로 가정. 쿠팡 실제 점유율은 상위 값보다 적을 것
자료: 언론 보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 주요 온라인 플레이어 점유율 추이



주: 와이즈앱 보도 자료와 기타 언론 보도 자료 추론하여 당사가 추정한 값임
자료: 와이즈앱, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 주요 온라인 플레이어 거래금액 증가



주: 와이즈앱은 신용카드, 체크카드, 계좌이체, 휴대폰 소액 결제 등만을 반영
자료: 와이즈앱, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 시나리오1: 쿠팡이 손익관리를 할 경우

	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출	3,485	11,338	19,159	26,846	44,228	80,000	107,520
YoY		225.3	69.0	40.1	64.7	80.9	34.4
상품 매출	1,949	9,904	17,047	24,592	40,846	74,251	97,746
YoY		408.2	72.1	44.3	66.1	81.8	31.6
수수료 및 기타매출	1,536	1,434	2,112	2,255	3,382	5,749	9,774
YoY		-6.7	47.3	6.8	50.0	70.0	70.0
매출원가	1,892	9,891	15,263	21,665	36,727	66,392	85,445
상품매출 원가율	97.1	99.9	89.5	88.1	89.9	89.4	87.4
판매비	2,808	6,917	9,549	11,570	18,471	29,404	36,784
인건비		3,627	5,664	6,555	9,866	14,850	17,820
YoY			56.16	15.7	50.5	50.5	20.0
서비스이용수수료		884	1,076	1,651	2,700	4,884	6,564
% of 매출		7.8	5.6	6.2	6.1	6.1	6.1
세금과 공과		185	228	174	293	530	712
% of 매출		1.6	1.2	0.6	0.7	0.7	0.7
운반 및 임차료		983	1,294	1,468	2,367	4,154	5,272
% of 상품 매출		9.9	7.6	6.0	5.8	5.6	5.4
소모품 등 매입		243	277	349	537	976	1,285
% of 상품 매출		2.5	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
감가상각		192	412	525	572	624	681
YoY			115.0	27.4	9.1	9.1	9.1
광고선전비		560	323	538	1,548	2,323	3,019
YoY		-	42.26	66.33	187.80	50.0	30.0
기타		242	274	310	588	1,063	1,429
% of 매출		2.1	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
영업이익	-1,215	-5,470	-5,653	-6,389	-10,970	-15,796	-14,709
공통가정	1) 19년도 매출액 8조원 가정 2) 18년도부터 매출 구분 변경되어 수수료 및 기타 매출 구분 불가. 18년도 50%로 성장 가정 3) 19년도부터 입점 수수료 소폭 인상했을 것이라 가정						
시나리오 가정	1) 20년 매출 성장을 시장(17.2% YoY) 성장 2배로 가정 2) 수수료 및 기타매출 19년 70%YoY, 20년 70%YoY 가정 3) 19년 매출원가 개선 50bp, 20년 매출원가 개선 200bp 가정 4) 운반 및 임차료 19년도 상품 매출 중 5.6%. 20년도 5.4% 가정 5) 광고비 19년 50%YoY 20년 30% YoY 가정						

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 시나리오2: 외형 확장 지속할 경우

(억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출	3,485	11,338	19,159	26,846	44,228	80,000	120,000
YoY		225.3	69.0	40.1	64.7	80.9	50.0
상품 매출	1,949	9,904	17,047	24,592	40,846	74,927	112,391
YoY		408.2	72.1	44.3	66.1	83.4	50.0
수수료 및 기타매출	1,536	1,434	2,112	2,255	3,382	5,073	7,609
YoY		-6.7	47.3	6.8	50.0	50.0	50.0
매출원가	1,892	9,891	15,263	21,665	36,727	66,996	99,933
상품매출 원가율	97.1	99.9	89.5	88.1	89.9	89.4	88.9
관련비	2,808	6,917	9,549	11,570	18,471	30,000	40,714
인건비		3,627	5,664	6,555	9,866	14,850	17,820
YoY			56.16	15.7	50.5	50.5	20.0
서비스이용수수료		884	1,076	1,651	2,700	4,884	7,326
% of 매출		7.8	5.6	6.2	6.1	6.1	6.1
세금과 공과		185	228	174	293	530	794
% of 매출		1.6	1.2	0.6	0.7	0.7	0.7
운반 및 임차료		983	1,294	1,468	2,367	3,967	4,826
% of 상품 매출		9.9	7.6	6.0	5.8	5.3	4.3
소모품 등 매입		243	277	349	537	985	1,478
% of 상품 매출		2.5	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
감가상각		192	412	525	572	624	681
YoY			115.0	27.4	9.1	9.1	9.1
광고선전비		560	323	538	1,548	3,097	6,194
YoY			-42.26	66.33	187.80	100.0	100.0
기타		242	274	310	588	1,063	1,595
% of 매출		2.1	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
영업이익	-1,215	-5,470	-5,653	-6,389	-10,970	-16,997	-20,647

공통가정

- 1) 19년도 매출액 8조원 가정
- 2) 18년도부터 매출 구분 변경되어 수수료 및 기타 매출 구분 불가. 18년도 50%로 성장 가정
- 3) 19년도부터 입점 수수료 소폭 인상했을 것이라 가정

시나리오 가정

- 1) 20년 매출 성장률 50%로 가정
- 2) 수수료 및 기타매출 19년 50%YoY, 20년 50%YoY 가정
- 3) 19년 매출원가 개선 50bp, 20년 매출원가 개선 50bp 가정
- 4) 운반 및 임차료 19년도 상품 매출중 5.3%, 20년도 4.3% 가정
- 5) 광고비 19년/20년 100%YoY 가정

자료: 미래에셋대우 리서치센터

III. 20년 온라인 유통 트렌드

그때는 맞고 지금은 틀리다

20년 온라인 시장은 17.2%YoY로 고성장 하나 오프라인 채널, 특히 할인점에 미치는 영향은 제한적일 것이다. 1) 최근 서비스 제외 온라인 침투율 상승이 제한적이고, 2) 음식 서비스 등 서비스 카테고리가 20년도 시장 성장을 이끌 것이기 때문이다. 또한 대표적 저침투율 카테고리인 온라인 식품 시장 성장을 이끄는 것은 오프라인 기업이 될 가능성이 높다. 20년도는 낮은 기저를 바탕으로 오프라인 유통사의 반격이 예상된다. 오프라인 유통사는 강점인 오프라인 매장을 활용하여 온라인 사업의 효율성을 높여나갈 것이다.

반면, 온라인 시장 내 점유율 변화, 즉 시장 재편이 조금씩 일어날 것이다. 1) 서비스 제외 온라인 침투율 증가가 둔화되고 있고 2) 손익 개선을 위하여 쿠팡이 오픈마켓 비즈니스 경쟁력 강화 가능성이 존재하기 때문이다. 또한 포털사이트의 커머스 강화 또한 20년 온라인 시장 재편 가능성을 높여주고 있다.

유통은 오프라인이 필요하다

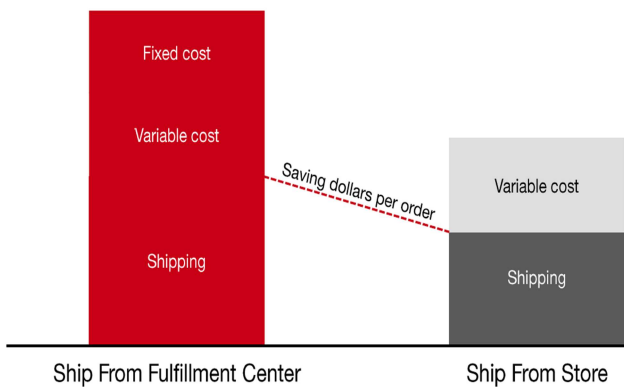
20년 오프라인 유통사의 온라인 시장 내 반격이 예상된다. 이에 따라 오프라인 매장의 활용도가 높아질 것이다. 오프라인 유통사는 1) 배송 비용 절감과 2) 고정 자산의 활용도 향상을 위하여 오프라인 매장을 온라인 사업에 적극적으로 활용 할 것이다.

1) 단기: 오프라인 매장의 PP센터 기능 확대와 2) 중장기: 일부 매장의 거점물류센터 전환이 예상된다. 이미 거점 물류센터를 확보하고 있는 홈플러스 뿐 아니라 이마트와 롯데마트 또한 거점 물류센터를 확보해 나갈 것이다. 할인점은 거점 물류센터 설립을 통해 1) 중복상권(혹은 부진점) 폐점과 2) 배송 CAPA 및 권역 확대가 가능하다. 중장기적으로는 중복상권(혹은 부진점)할인점을 폐점하고 신규 사업에도 활용 가능할 것이다.

그림 11. 매장을 활용한 배송의 고정비 절감 효과

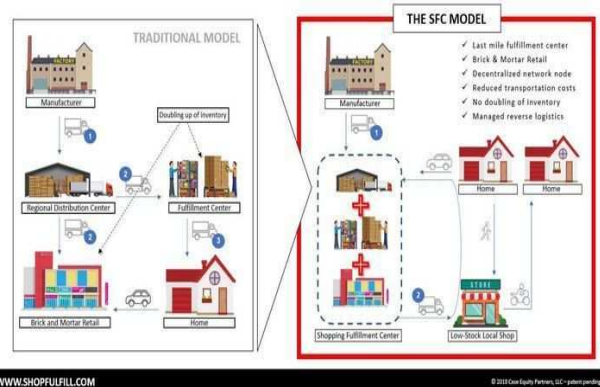
그림 12. 쇼핑 풀필먼트 센터 개념 (SFC)

Total Cost of Fulfillment



자료: Tartget, 미래에셋대우 리서치센터

the combination and integration of retail shops and a last-mile fulfillment center translates to significant savings, synergies and efficiencies



자료: Insider trends, 미래에셋대우 리서치센터

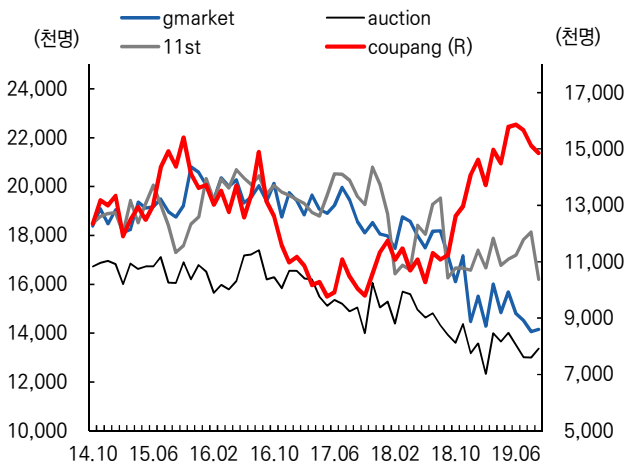
전통 오픈마켓의 경쟁력 약화 가속화

20년도 온라인 시장 내 전통 채널인 오픈마켓의 경쟁력 약화 가속화가 예상된다. 1) 쿠팡의 오픈마켓 비즈니스 강화 가능성이 높고, 2) 무신사, 오아시스마켓 등 차별화된 플랫폼들이 지속적으로 등장하고 있기 때문이다. 포털사이트의 커머스 강화 움직임 또한 1) 오픈마켓의 셀러 이탈과 2) 소비자 이탈에 큰 영향을 미치고 있다.

1) 금융감독원의 경영 권고와 2) 공정위 이슈 등 대외적인 상황 고려 시 쿠팡은 단기적으로 손익 개선에 초점을 맞출 가능성이 높다. 단독 플랫폼 내 점유율 1위인 쿠팡은 수수료 수익 및 광고 수익 확보에 용이하다. 쿠팡의 오픈마켓 비즈니스 강화 움직임으로 전통 오픈마켓의 경쟁력 약화가 가속화될 가능성이 높다.

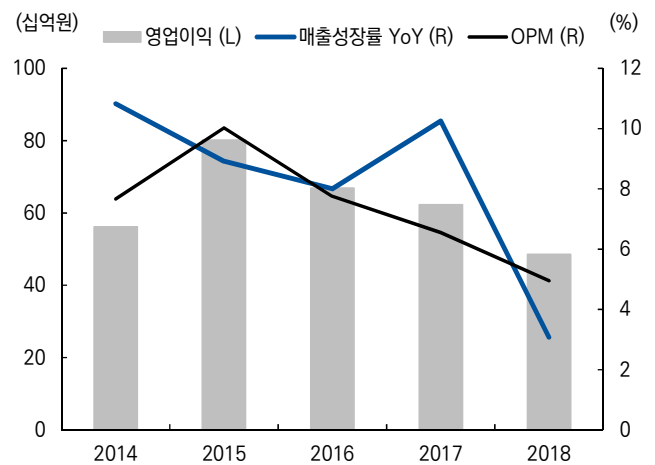
이에 따라 생존을 위한 오픈마켓의 진화가 지속적으로 이루어질 것으로 판단한다. 진화 방향성은 1) 셀러 확보를 위한 셀러 편의성 향상(ex 풀필먼트 서비스 제공)과 2) 소비자 편의성 제고(ex 명품 감정, 편리한 반품)이다.

그림 13. 오픈마켓 트래픽 추이



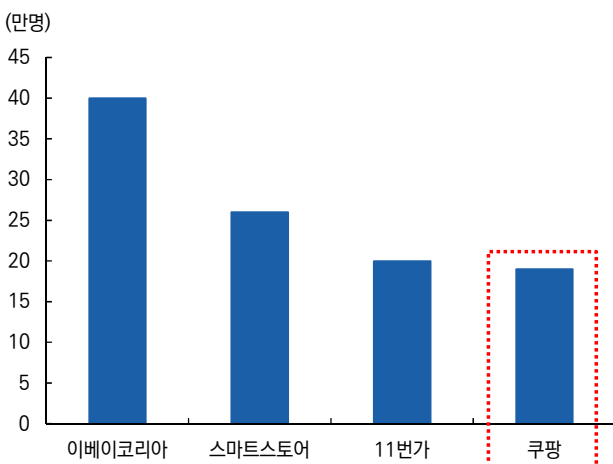
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 이베이코리아 손익 추이



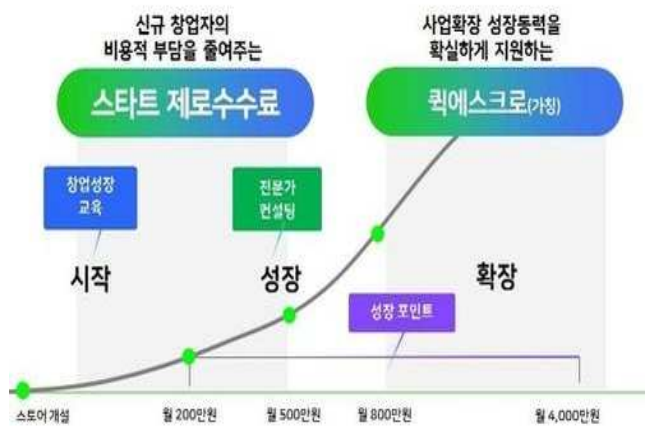
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 주요 온라인 플레이어 입점 판매자 수



주: 언론에 보도된 업계추정값임
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 네이버 쿼 에스프로



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

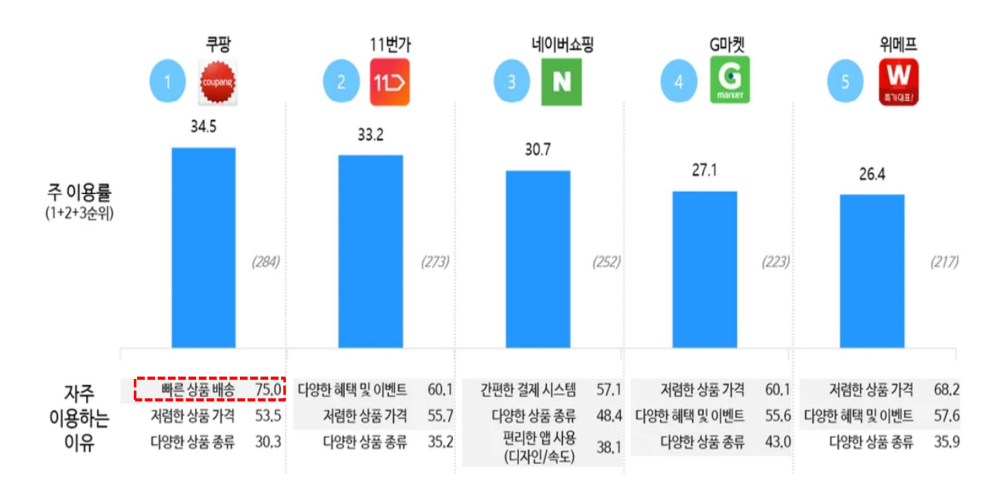
결국, 차별화가 관건

1) 오프라인 유통사의 반격과 2) 쿠팡의 오픈마켓 비즈니스 강화, 그리고 3) 포털사이트의 커머스 강화로 온라인 경쟁 심화는 지속될 것이다. 그러나 서비스를 제외한 온라인 침투율 증가가 둔화되고 있기 때문에 **온라인 경쟁 심화는 오프라인 유통사의 외형 감퇴 보다는 온라인 기업 간 시장 재편에 큰 영향을 줄 것이다.**

1) 경쟁 심화와 2) 시장 성장의 둔화(서비스 제외 온라인 침투율 둔화)에 따라 시장 내 승자는 차별화를 이룬 기업이 될 것이다. 현재 **온라인 시장 내 차별화를 이룬 기업은 1) 쿠팡(정확하고 빠른 배송/압도적인 SKU)과 2) 오아시스마켓(유기능제품 판매/ 가격 경쟁력), 그리고 3) 무신사(큐레이션) 등의 카테고리 킬러이다.** 시장 재편이 가속화될수록 차별화된 플레이어의 점유율은 확대될 가능성이 높다.

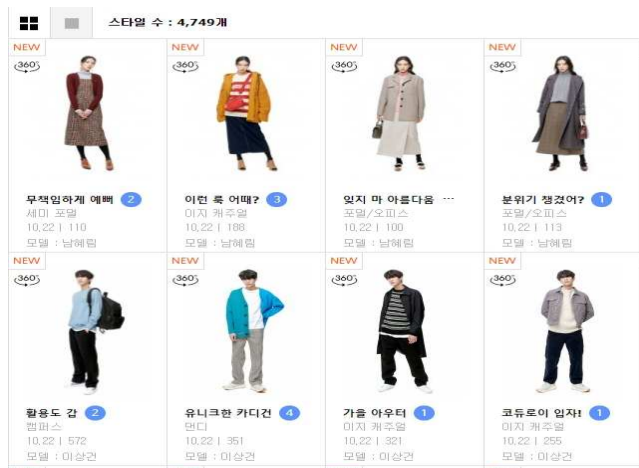
쓱닷컴 등 오프라인 유통사의 온라인 플랫폼의 차별화 경쟁력은 현재 부족하다. 향후 오프라인 유통사가 1) 오프라인 인프라와 2) 계열사 등 **장점을 활용한 차별화가 가능할 경우 1) M/S 회복과 2) 기업 가치 인정**이 가능하다.

그림 17. 쿠팡 이용 이유 (쿠팡의 차별화)



자료: 2H18 모바일 쇼핑 트렌드 리포트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 무신사 큐레이션



자료: 무신사스토어, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 오아시스마켓 가격 경쟁력

세상에 없는 가격! 오아시스에 있습니다!

오! 감동

친환경 유기농 신선식품을 생산자 직거래 방식으로 공급하고 있습니다.
오아시스 회원만의 감동가를 경험해보세요.

<p>맑은콩 무농약 콩나물 1,800 500</p>	<p>자연이랑무항생제 동물복지유정란 10구입 4,500 2,500</p>	<p>제주청정우유 900ml 4,500 1,650</p>	<p>좋은발효 플레인요구르트 500ml 4,200 2,500</p>
-----------------------------------------	-----------------------------------------------------	--------------------------------------------	--------------------------------------------------

자료: 오아시스마켓, 미래에셋대우 리서치센터

Company

이마트 (139480/매수) 그때는 맞고 지금은 틀리다

- 이마트 주가는 왜 부진했을까?
- 그때는 맞고 지금은 틀리다
- 20년, 이마트 주목 필요

지어소프트 (051160/Not Rated) 유기농 새벽을 여는 오아시스마켓

- 새벽배송 시장 내 차별화는 분명하다
- 손익 개선에 중점을 둘 것
- 3Q. 외형은 오케이, 손익은 보수적으로

쿠팡 (비상장/Not Rated) 경쟁력은 변함없다

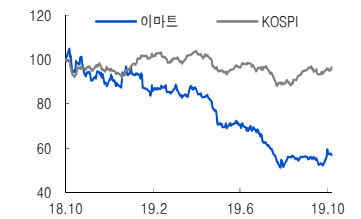
- 경쟁력은 변함없다
- 손익개선에 초점을 맞출 것
- 19년 전체 적자 증가는 불가피. 그러나 본업 손익 개선 일어나고 있을 것

이마트 (139480)

그때는 맞고 지금은 틀리다

대형할인점

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	190,000원
현재주가(19/10/22)	117,500원
상승여력	62%
영업이익(19F, 십억원)	205
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	225
EPS 성장률(19F, %)	-61.3
MKT EPS 성장률(19F, %)	-29.6
P/E(19F, x)	18.8
MKT P/E(19F, x)	13.4
KOSPI	2,088.86
시가총액(십억원)	3,275
발행주식수(백만주)	28
유통주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	36.0
베타(12M) 일간수익률	0.96
52주 최저가(원)	105,500
52주 최고가(원)	216,000
주가상승률(%)	1개월 3.5, 6개월 -32.5, 12개월 -45.6
절대주가	3.5, -32.5, -45.6
상대주가	3.7, -28.3, -43.7



이마트 주가는 왜 부진했을까?

이마트가 주가가 부진했던 이유는 1) SSG.COM의 시장 성장 하회에 따른 온라인 법인 기대감 하락과 2) 온라인 침투율 증가에 따른 기존점 하락 심화 때문이다. 특히 쿠팡이 18.10월 소프트뱅크로부터 추가 투자 유치 후 공격적으로 소매시장 내 M/S를 확보함에 따라 주가 부진이 가속화되었다. 동시에 **보유 오프라인 인프라 활용도 부재에 따라 밸류에이션 또한 크게 하락**하였다.

1) 금융감독원의 경영 개선 요구나 2) 최근 대외적인 환경 고려 시 **쿠팡은 단기적으로 외형 성장 속도를 조절할 가능성이 높다**. 현재 쿠팡은 플랫폼 경쟁력이 높아졌기 때문에 작년보다 수수료 수익 확보도 용이하다. 직매입 확대를 통한 공격적인 외형 성장보다는 1) 수수료 수익 증대와 2) 보유 경쟁력(ex 빅데이터 등)을 통한 운영 효율화를 꾀할 것으로 판단한다. **쿠팡의 외형 성장 속도 조절 가능성은 이마트의 오프라인 객수 하락 둔화에 긍정적이다**.

그때는 맞고 지금은 틀리다

중단기적으로 쿠팡은 외형 성장속도를 조절 할 가능성이 높으나 손익 개선과 추가적인 자금유치 후 다시 공격적인 외형 성장을 지속할 것이다. 그러나 **쿠팡이 공격적으로 외형 성장을 진행하고 있다고 해도 이마트에 미치는 영향은 제한적**이라 판단한다. 그 이유는 1) 서비스를 제외한 온라인 침투율 상승이 둔화되고 있고 2) 이마트 또한 오프라인 매장 내 경쟁력 있는 SKU 확대를 진행하고 있기 때문이다. 이마트는 온라인으로 구매가 불가능하거나 어려운 카테고리인 주류와 신선식품 경쟁력을 높이는 대신 잡화 등의 SKU를 줄이고 있다. **1) 낮은 기저와 2) SKU 변화를 통해 20년 객수는 회복 가능성이 높다**.

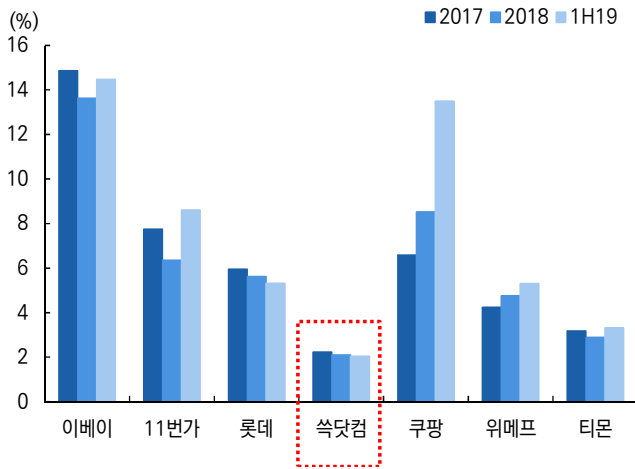
20년, 이마트 주목 필요

20년 이마트를 주목할 필요가 있다. 1) 쿠팡의 외형 성장 속도 조절 가능성과 2) 서비스 제외 온라인 침투율 성장 둔화는 이마트 주가 하방 경직성을 높여준다. 이마트 20년F PER는 12배 수준으로 1) 오프라인 부진과 2) 온라인 기대감이 제외된 18년 보다 소폭 높다. **단기적으로 큰 폭의 영업이익 개선은 힘들나 밸류에이션을 높일 수 있는 호재가 다수 존재한다. 목표 주가와 투자의견 변함 없이 유지하는 이유**. 기대 가능한 호재는 1) 단기: 썬닷컴의 온라인 점유율 회복과 2) 중단기: 낮은 기저에 따른 오프라인 기존점 하락세 둔화, 그리고 3) 장기: 오프라인 인프라 활용도 향상이다. 특히 자산 유동화를 시작으로 **오프라인 인프라(매장, 부동산) 활용이 가속화** 될 것이다. 이를 통한 이마트의 **비용 절감과 밸류에이션 상승이 예상**된다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	14,615	15,515	17,049	19,055	20,018	21,169
영업이익 (십억원)	569	585	463	205	305	396
영업이익률 (%)	3.9	3.8	2.7	1.1	1.5	1.9
순이익 (십억원)	376	616	450	174	264	336
EPS (원)	13,497	22,101	16,150	6,251	9,484	12,058
ROE (%)	5.1	7.7	5.5	2.0	2.9	3.6
P/E (배)	13.6	12.3	11.3	18.8	12.4	9.7
P/B (배)	0.7	0.9	0.6	0.4	0.4	0.3
배당수익률 (%)	0.8	0.6	1.1	1.7	1.7	1.7

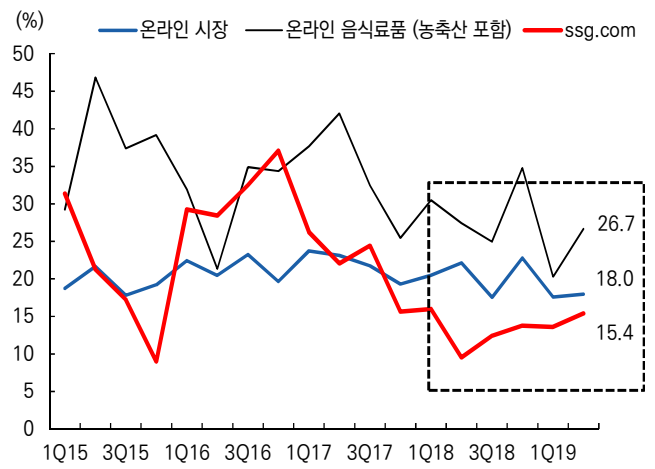
주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 온라인 시장 내 ssg.com 점유율 추이



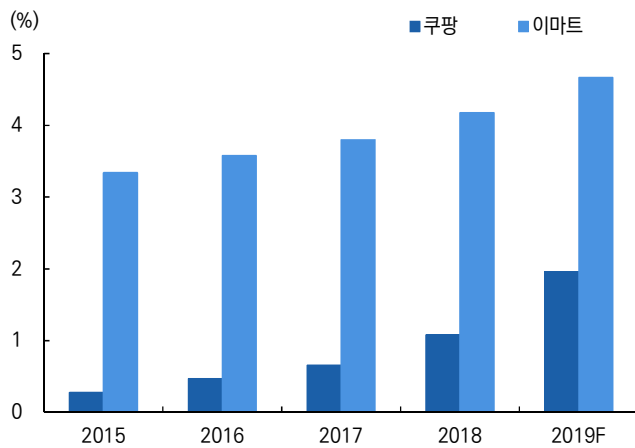
주: ssg.com은 이마트물과 신세계 온라인 부문임
자료: 언론보도 기반 당사 추정, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 온라인 성장 vs 음식료품 vs ssg.com 성장



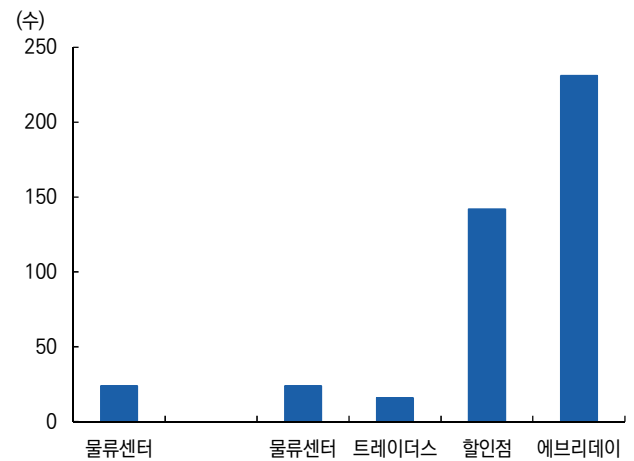
자료: 국가통계포털, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 소매시장 내 쿠팡 vs 이마트 비중 (매출액 기준)



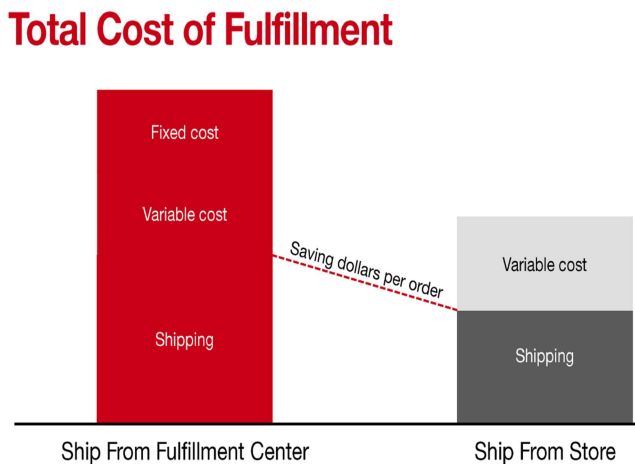
주1: 쿠팡 19년도 매출액 8조원으로 가정. 이마트는 연결 기준 매출액으로 산정
주2: 양사 모두 동일한 비교를 위하여 총매출액이 아닌 매출액으로 산정하였기 때문에 실제 소매 시장 내 점유율은 양사 모두 훨씬 큼. 특히 쿠팡의 점유율은 크게 다를 것
자료: 국가통계포털, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 쿠팡 vs 이마트 오프라인 인프라 비교



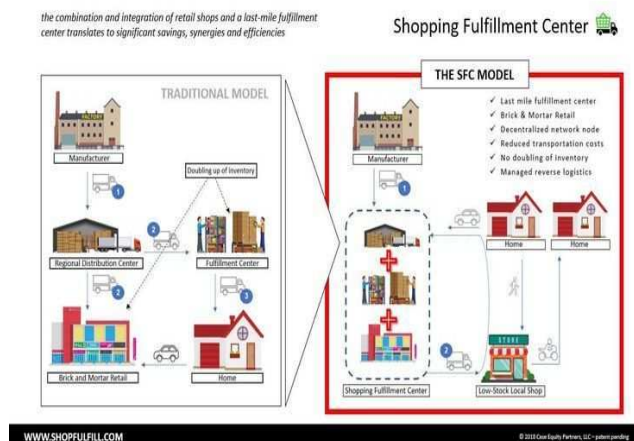
주1: 쿠팡은 캠프 및 창고를 제외한 언론에 알려진 물류센터만을 산정
주2: 이마트는 이마트24 매장수를 제외한 숫자
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 매장을 활용한 배송의 고정비 절감 효과



자료: Target, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 쇼핑 풀필먼트 센터 개념 (SFC)



자료: Insider trends, 미래에셋대우 리서치센터

유통

20년 온라인 유통 전망:

표 3. 이마트 실적 추정 (별도)

(십억원,%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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	3,453	3,913	3,619	14,471	14,896	14,688	15,214
할인점	2,898	2,756	3,110	2,920	2,905	2,699	3,157	2,733	2,839	2,579	2,956	2,650	11,683	11,494	11,023	10,927
트레이더스	352	356	410	403	459	452	537	462	551	558	626	635	1,521	1,910	2,371	2,961
순매출액	3,056	2,914	3,322	3,159	3,288	3,108	3,617	3,136	3,324	3,086	3,517	3,253	12,451	13,148	13,180	13,652
매출총이익	919	887	990	945	955	906	1,044	904	923	869	976	900	3,741	3,810	3,668	3,752
할인점	803	766	854	811	806	757	874	749	760	704	797	721	3,234	3,186	2,983	2,957
트레이더스	60	62	71	69	78	79	94	78	95	96	107	107	261	328	405	507
영업이익	184	83	207	165	162	55	198	75	107	-7	126	47	638	489	273	316
할인점	175	73	193	156	147	41	178	74	114	-4	122	66	597	440	298	325
트레이더스	12	14	15	10	13	16	24	9	14	14	22	9	51	63	59	85
YoY 증가율																
총매출액	5.5	8.7	4.2	8.7	5.0	2.7	4.6	-1.9	-0.6	-1.5	-4.1	0.8	6.7	2.9	-1.4	3.6
순매출액	4.9	9.3	4.4	10.1	7.6	6.7	8.9	-0.7	1.1	-0.7	-2.8	3.7	7.0	5.6	0.2	3.6
매출총이익	6.7	8.7	3.3	8.8	4.0	2.1	5.5	-4.3	-3.4	-4.1	-6.5	-0.5	6.8	1.8	-3.7	2.3
영업이익	-2.4	25.4	-9.2	9.3	-12.2	-34.1	-4.1	-54.5	-33.9	적전	-36.4	-36.9	0.8	-23.3	-44.2	15.7

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 이마트 실적 추정 (연결)

(십억원,%)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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	4,581	5,102	4,787	15,515	17,049	19,055	20,018
이마트	3,056	2,914	3,322	3,159	3,288	3,108	3,617	3,136	3,324	3,086	3,517	3,253	12,451	13,148	13,180	13,652
에브리데이	274	289	298	273	279	294	314	288	298	309	330	303	1,133	1,175	1,239	1,268
이마트24	130	171	205	178	208	256	288	287	282	338	376	365	684	1,038	1,362	1,616
조선호텔	153	147	153	89	43	46	48	55	45	50	49	56	542	192	201	202
신세계푸드	285	303	321	299	318	310	337	313	317	327	357	337	1,208	1,279	1,337	1,428
SSG.COM									177	169	189	194			729	838
매출총이익	1,100	1,073	1,209	993	1,128	1,097	1,259	1,112	1,150	1,173	1,404	1,308	4,375	4,596	5,034	5,458
영업이익	160	55	183	187	154	53	195	61	74.3	-30	116	44	585	463	205	305
이마트	184	83	207	165	162	55	198	75	107	-7	126	47	638	489	273	316
할인점	175	73	193	156	147	41	178	74	114	-4	122	66	597	440	298	325
트레이더스	12	14	15	10	13	16	24	9	14	14	22	9	51	63	59	85
에브리데이	0	1	3	-2	0	2	5	-1	2	5	4	3	2	5	13	13
이마트24	-13	-10	-11	-17	-12	-10	-7	-10	-9	-6	-5	-5	-52	-40	-25	-18
조선호텔	-5	-7	-2	-5	-1	-1	-4	-2	-6	-6	-2	0	-18	-8	-13	-5
신세계푸드	5	9	9	7	10	7	6	5	3	7	6	7	30	27	24	24
SSG.COM									-11	-11	-15	-14			-51	-37
세전이익	173	42	377	207	167	121	253	44	93	-38	130	47	800	585	232	356
순이익(지배주주)	130	24	378	84	118	91	192	49	68	-25	96	35	616	450	174	264
YoY 증가율																
매출액	7.4	10.2	6.2	0.8	5.3	4.8	10.3	19.9	11.7	14.8	7.9	13.3	6.2	9.9	11.8	5.1
영업이익	2.6	17.9	-14.9	23.6	-4.1	-3.8	6.5	-67.1	-51.6	적전	-40.3	-28.0	2.9	-20.9	-55.8	49.0
순이익	7.8	160.9	155.9	-15.1	-8.7	275.5	-49.4	-41.1	-42.5	적전	-49.7	-29.1	63.8	-26.9	-61.3	51.7

주: 중국이마트와 조선호텔 면세사업부는 중단산업으로 분리됨

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

이마트 (139480)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액	17,049	19,055	20,018	21,169
매출원가	12,453	14,020	14,560	15,383
매출총이익	4,596	5,035	5,458	5,786
판매비와관리비	4,133	4,829	5,152	5,389
조정영업이익	463	205	305	396
영업이익	463	205	305	396
비영업손익	122	27	51	57
금융손익	-54	-106	-130	-121
관계기업등 투자손익	37	68	75	85
세전계속사업손익	585	232	356	453
계속사업법인세비용	126	56	89	113
계속사업이익	459	176	267	340
중단사업이익	17	0	0	0
당기순이익	476	176	267	340
지배주주	450	174	264	336
비지배주주	26	2	3	3
총포괄이익	19	202	267	340
지배주주	-4	195	252	321
비지배주주	23	6	15	19
EBITDA	993	1,054	1,102	1,133
FCF	-125	1,285	1,173	1,247
EBITDA 마진율 (%)	5.8	5.5	5.5	5.4
영업이익률 (%)	2.7	1.1	1.5	1.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	0.9	1.3	1.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
유동자산	2,286	3,734	3,772	3,994
현금 및 현금성자산	284	1,466	1,402	1,465
매출채권 및 기타채권	584	661	691	738
재고자산	1,123	1,272	1,329	1,419
기타유동자산	295	335	350	372
비유동자산	14,468	17,101	16,379	15,757
관계기업투자등	718	814	850	907
유형자산	10,404	9,971	9,199	8,488
무형자산	288	1,258	1,232	1,208
자산총계	16,754	20,835	20,150	19,751
유동부채	4,998	5,637	5,707	4,972
매입채무 및 기타채무	1,560	1,767	1,847	1,971
단기금융부채	1,674	1,872	1,772	773
기타유동부채	1,764	1,998	2,088	2,228
비유동부채	2,898	4,766	3,798	3,849
장기금융부채	2,165	4,044	3,044	3,044
기타비유동부채	733	722	754	805
부채총계	7,896	10,403	9,506	8,821
지배주주지분	8,172	9,015	9,225	9,506
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	2,773	2,817	3,027	3,309
비지배주주지분	685	1,417	1,420	1,424
자본총계	8,857	10,432	10,645	10,930

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
영업활동으로 인한 현금흐름	770	1,746	1,173	1,247
당기순이익	476	176	267	340
비현금수익비용가감	579	897	702	668
유형자산감가상각비	503	824	771	712
무형자산상각비	27	26	25	25
기타	49	47	-94	-69
영업활동으로인한자산및부채의변동	-296	695	110	171
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	60	19	-24	-38
재고자산 감소(증가)	-163	-123	-57	-89
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	43	81	57	88
법인세납부	-63	-118	-89	-113
투자활동으로 인한 현금흐름	-817	-605	-47	-73
유형자산처분(취득)	-692	-398	0	0
무형자산감소(증가)	-20	-10	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	1,334	-122	-47	-73
기타투자활동	-1,439	-75	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	103	110	-1,154	-1,054
장단기금융부채의 증가(감소)	139	2,077	-1,099	-999
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-82	-78	-54	-54
기타재무활동	46	-1,889	-1	-1
현금의 증가	60	1,209	-64	63
기초현금	224	284	1,466	1,402
기말현금	284	1,466	1,402	1,465

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
P/E (x)	11.3	18.8	12.4	9.7
P/CF (x)	4.8	3.1	3.4	3.3
P/B (x)	0.6	0.4	0.4	0.3
EV/EBITDA (x)	9.2	8.5	7.2	6.0
EPS (원)	16,150	6,251	9,484	12,058
CFPS (원)	37,841	38,501	34,776	36,153
BPS (원)	293,262	323,476	331,007	341,112
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	11.7	31.0	20.4	16.0
배당수익률 (%)	1.1	1.7	1.7	1.7
매출액증가율 (%)	9.9	11.8	5.1	5.7
EBITDA증가율 (%)	-6.9	6.1	4.6	2.8
조정영업이익증가율 (%)	-20.9	-55.7	48.8	29.8
EPS증가율 (%)	-26.9	-61.3	51.7	27.1
매출채권 회전을 (회)	40.0	37.8	36.6	36.6
재고자산 회전을 (회)	16.0	15.9	15.4	15.4
매입채무 회전을 (회)	12.1	11.8	11.3	11.3
ROA (%)	2.9	0.9	1.3	1.7
ROE (%)	5.5	2.0	2.9	3.6
ROIC (%)	3.9	1.8	2.2	3.1
부채비율 (%)	89.1	99.7	89.3	80.7
유동비율 (%)	45.7	66.2	66.1	80.3
순차입금/자기자본 (%)	38.0	40.6	30.0	19.3
조정영업이익/금융비용 (x)	5.7	1.6	2.3	3.3

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

지어소프트 (051160)

유기농 새벽을 여는 오아시스마켓

새벽배송 시장 내 차별화는 분명하다

마켓컬리에 이어 쓱닷컴과 쿠팡 등이 새벽배송 시장에 진출하고 있다. 새벽배송 시장은 기존 슈퍼/마트 시장을 대체하는 시장으로 4%수준 까지 잠식 가능하다. (배송 가능 시간 14시간, 새벽 배송 가능 시간 2시간 가정, 19년F 온라인 침투율 28% 적용) 19년도 잠식율은 1.2% 수준으로 여전히 성장 여력이 높다. 손익 부담에도 지속적으로 경쟁자가 등장하는 이유다.

그러나 장기적으로 **새벽배송은 보편화될 것**이며, 새벽 배송 시장 내 배송 이외의 차별화를 이룬 플레이어가 1) 시장 성장에 따른 외형 성장과 2) 충성도 있는 소비자 확보가 가능할 것이다. **오아시스마켓은 1) 유기농 제품 판매와 2) 가격 경쟁력에서 차별화**를 이루었다. 오아시스마켓의 리스크는 경쟁자 증가가 아닌 물류 경쟁력 약화 등에 따른 가격 경쟁력 훼손이다.

한번 더 쿼텀 점프

최근 **지어소프트 주가가 부진한 이유는 온라인 1주년 프로모션 후 일매출 추가로 높일 수 있는 요인이 부재했기 때문**이다. 이는 공장 이전에 따른 1) 인원 정비 및 2) 피커 효율성 작업에 따른 것이다. 온라인 일매출은 안정적으로 2억원 수준을 유지하고 있을 것으로 파악된다. (vs 프로모션 전 1.3억원)

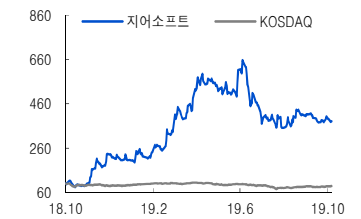
신규 물류센터 안정화를 이룬 **오아시스마켓은 1) 배송 마감 시간 확대와 (8시 → 11시) 2) SKU 확대(ex 반찬)를 통해 한번 더 일매출 쿼텀 점프를 이룰 것**이다. 프로모션 첫날 소화한 물량 및 일매출 등을 고려 시 신규 물류센터는 현재 일매출 3억원 수준은 무난히 처리 가능하다.

3Q. 외형은 오케이, 손익은 보수적으로

3분기 오아시스마켓의 외형 성장은 양호할 것이다. 1) 프로모션 행사에 따라 양호한 온라인 성장분 아니라 2) 오프라인 매장 또한 3분기가 성수기(추석)이기 때문이다. 그러나 1) 물류센터 이전에 따른 추가 인원 고용과(약 100명 수준 예상, 50여명 피커/50여명 배송 기사)과 2) 물류센터 안정화 시기가 3분기였음을 고려 시 **손익은 보수적으로** 봐야 한다.

4분기부터는 영업이익 개선이 예상된다. 물류센터 안정화가 이루어졌기 때문에 외형 성장의 이익기여도가 높아졌다. 오아시스마켓은 4Q 또한 1) 온오프라인 프로모션과 2) SKU 확대를 통해 외형 성장을 이어갈 것이다.

투자이전	Not Rated		
목표주가(12M,유지)	-		
현재주가(19/10/22)	5,560원		
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	655.91		
시가총액(십억원)	81		
발행주식수(백만주)	15		
유통주식비율(%)	76.4		
외국인 보유비중(%)	4.1		
베타(12M) 일간수익률	1.04		
52주 최저가(원)	1,230		
52주 최고가(원)	9,600		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.6	-30.1	241.1
상대주가	-8.6	-18.7	287.0



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

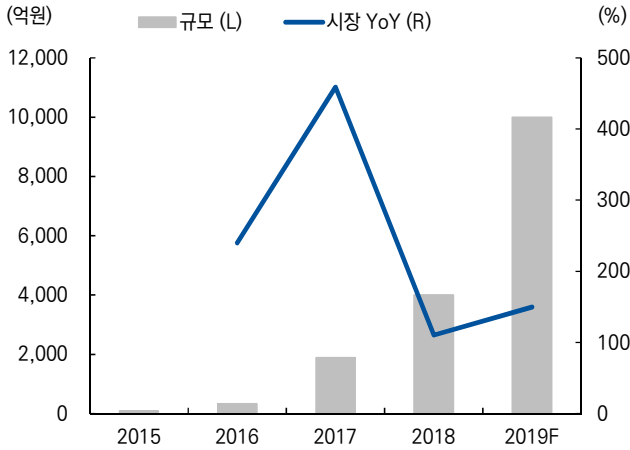
주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 새벽 배송 플레이어의 차별화 포인트

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	고품질 제품을 저렴하게 제공	오아시스마켓

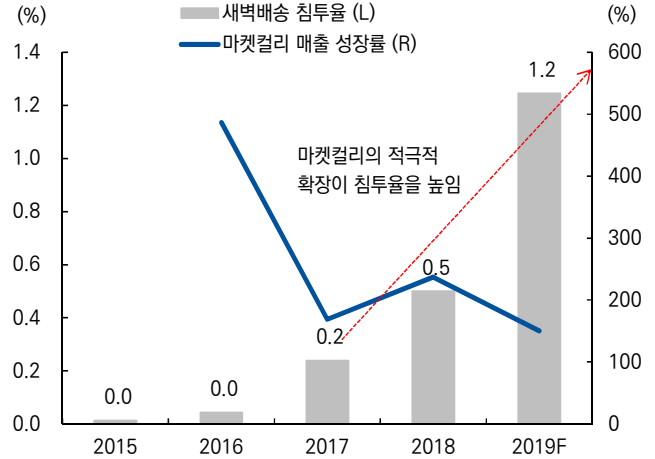
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 새벽배송 시장 규모



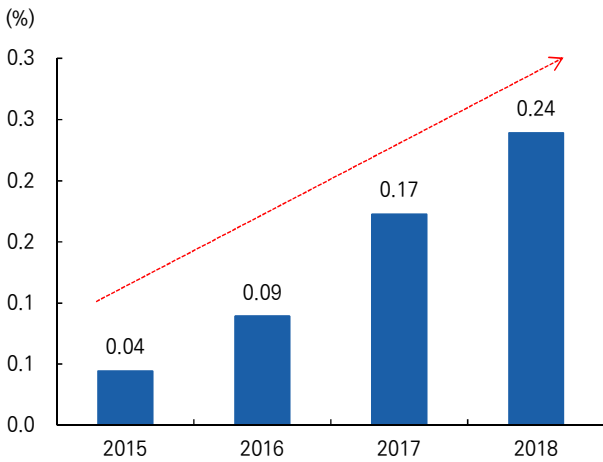
주: 상위 값은 언론에 나오는 추정치이며 당사 추정치가 아님
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 새벽배송 시장 침투율 추이



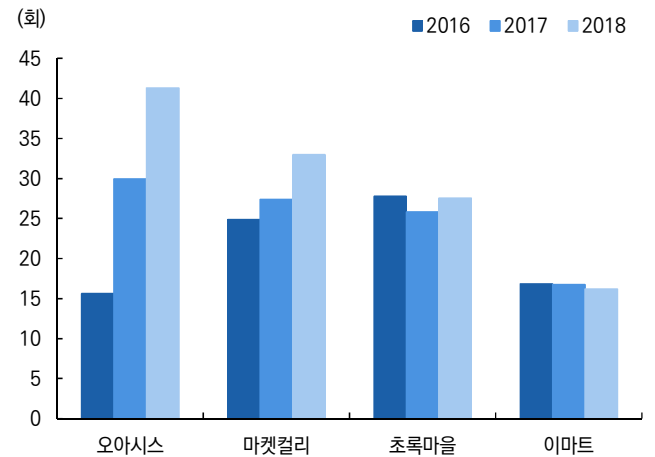
주1: 언론에서 추정되는 새벽 배송 시장 규모를 이용하여 침투율을 구함
주2: 새벽배송 침투율은 새벽배송 시장 / (소매시장 할인점+슈퍼)로 산정
주3: 마켓컬리 19년 매출액은 새벽배송 내 18도 M/S가 동일하게 유지된다고 가정 후 추정
자료: 언론보도, 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 슈퍼마켓 시장 내 오아시스 점유율



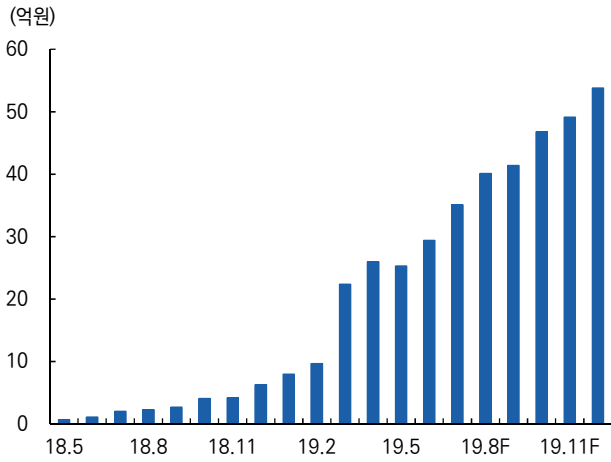
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 오아시스마켓 재고자산회전율 비교



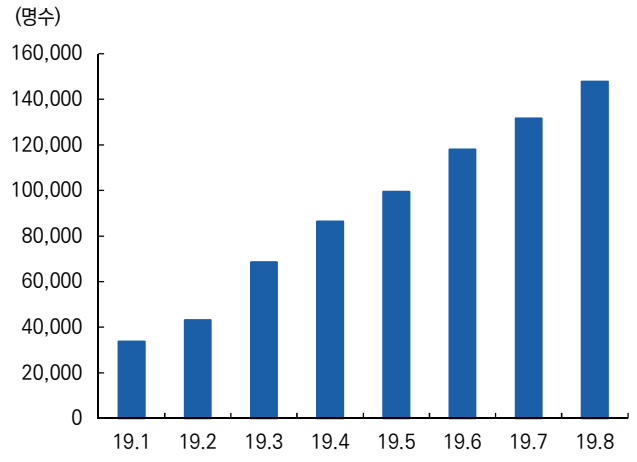
주1: 재고자산회전율은 매출액 / Avg(기초재고+기말재고)로 계산함
주2: 이마트는 개별 기준으로 계산
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 오아시스마켓 온라인 매출 성장 추이



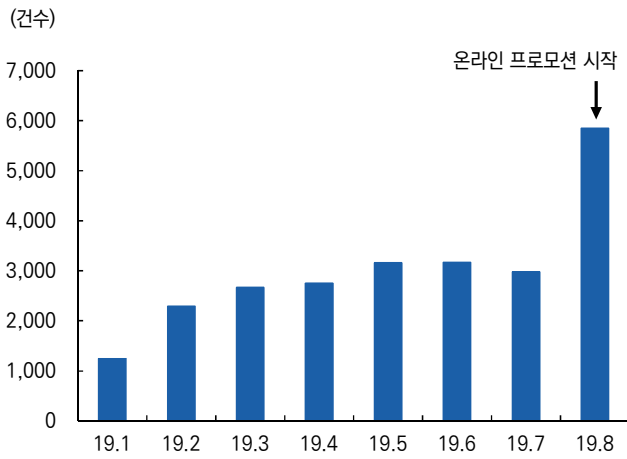
주: 6월 이후는 당사 추정치임
자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 누적 회원수 추이



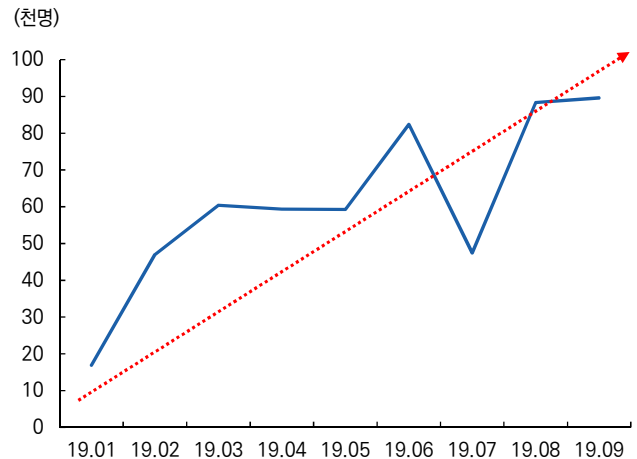
자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 오아시스마켓 일 최대 주문건수 추이



자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 오아시스마켓 트래픽 추이



자료: 코리아 클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 오아시스 꽃판매 시작 (SKU 확대)



미니국화화분 20개(18+증정2)

일반가 50,000원
할인가 36,000원 28%
보관방법 실은
배송구분 새벽배송 택배배송
구매수량 1
합계금액 36,000 원

[❤️](#) [🛒 장바구니](#)

그림 35. 새벽배송 마감 시간

새벽배송 가능 시간
오늘 밤 11시까지 주문 완료 하시면 다음날 오전 7시 이전에 새벽배송을 받으실 수 있습니다 (일부 지역은 오후 8시 주문 마감)

주문 마감 시간
11:00 PM

배송 도착 시간
7:00 AM

자료: 오아시스마켓, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 오아시스마켓, 미래에셋대우 리서치센터

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

쿠팡 (비상장)

경쟁력은 변함 없다

유통

투자이견

Not Rated

경쟁력은 변함없다

최근 쿠팡과 소프트뱅크에 대한 부정적인 뉴스가 다수 보도되고 있다. 그러나 논란과는 별개로 쿠팡의 경쟁력은 변함없다. 특별한 이슈가 발생하지 않는 한 **소매 시장 내 강자가 된 쿠팡의 추가 자금 유치는 충분히 가능할 것이다.**

온라인 단독플랫폼 중 점유율 1위: 19년 1월~8월 와이즈앱 발표 거래금액(카드/체크카드) 기준 쿠팡의 점유율은 12.4%으로 단독 플랫폼 중 1위다. 쿠팡이 가입자가 1,000만 명 이상임을 고려할 때 쿠팡의 m/s는 더욱더 높을 것이다.

충성도 높은 고객 확보: 쿠팡은 온라인 플레이어 중 차별화를 이룬 (배송차별화 – 정확한/빠른 배송) 기업이다. 1) 높은 모바일 트래픽 비중과 2) 쿠팡이 및 로켓와우 가입자를 고려 시 타플랫폼 대비 쿠팡 플랫폼에 대한 고객 충성도는 매우 높다.

손익 개선에 중점을 둘 것

1) 금융감독원의 경영 개선 요구와 2) 공정위와의 이슈 등 대외적인 상황 고려 시 쿠팡은 손익 개선에 초점을 둘 것으로 판단한다.

국내 온라인 단독 플랫폼 중 점유율 1위로 자리잡았기 때문에 쿠팡은 과거 보다 광고 수익 및 오픈마켓 수익 확보가 용이하다. 특히 오픈마켓 수익 확보는 직매입 대비 큰 부담 없이 거래금액 증가 또한 가능하다. 향후 쿠팡은 원가율 훼손 부담이 있는 직매입을 통한 공격적인 확장보다는 **영업이익 개선 효과가 큰 수수료 수익 확대에 초점을 맞출 가능성**이 높다고 판단한다. 동시에 1) 효율적인 운반 및 임차료 집행에 따른 택배 단가 하락과 2) 빅데이터를 활용한 기존 고객의 구매빈도수(단가)를 높일 수 있는 구독 경제 구축 또한 진행할 가능성도 존재한다.

19년 전체 적자 확대는 불가피. 그러나 본업 손익 개선 일어나고 있을 것

19년도 쿠팡의 적자는 전년 대비 확대될 것으로 판단한다. 쿠팡이츠와 로켓 프레시 등 신사업 확대에 따른 매출원가율 상승 및 프로모션 비용 증가가 불가피 하기 때문이다. 그러나 **쿠팡의 본업인 플랫폼 비즈니스(로켓배송/오픈마켓)의 손익은 개선되고 있을 것으로** 판단한다. 언론에 따르면 18년 대비 물동량은 100% 증가했으나 로켓맨의 수는 25~50% 수준으로 증가했다. 물동량 증가에 따른 택배 밀집도 상승에 따라 쿠팡맨 및 고정자산의 효율성이 높아졌기 때문이다. 또한 쿠팡의 높아진 플랫폼 점유율을 고려 했을 때 오픈마켓 및 광고 수익 또한 작년보다 크게 증가했을 것이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18
매출액 (십억원)	348	1,134	1,916	2,685	4,423
영업이익 (십억원)	-122	-547	-565	-639	-1,097
순이익 (십억원)	-119	-526	-562	-674	-1,113

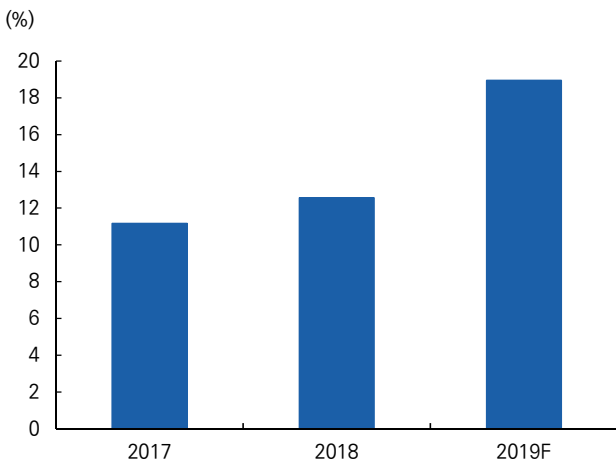
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 쿠팡, 투자 유치 연혁

시리즈	일자	투자자	금액
A	2010년 12월	파운더컬렉티브 로즈파크어드바이저	42억원
B	2011년 3월	매버릭캐피탈 알토스벤처스	200억원
C	2014년 5월	세쿼이아캐피탈 소프트뱅크그룹 그린옥스캐피탈 크로스크릭어드바이저 일루미네이트벤처스 파노라마포인트파트너스 로즈파크어드바이저 런치타임 Brad Kotansky	1,022억원
D	2014년 12월	월링턴 블랙록 그린옥스캐피탈 일루미네이트벤처스 로즈파크어드바이저	3,322억원
E	2015년 6월 2018년 3월 2018년 11월	소프트뱅크그룹 비공개기관 소프트뱅크인베스트먼트 어드바이저	1조 1000억원 1,500억원 2조 2,500억원

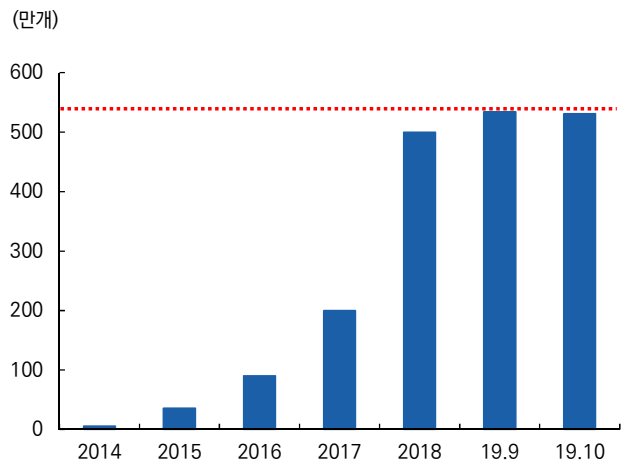
주: 해당 사이트의 투자 연혁은 언론보도 기반이기 때문에 실제 쿠팡의 투자 연혁과는 상이할 가능성 있음
자료: 더브이씨, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 쿠팡, 택배 시장 내 점유율 추정



주1: 2019년 물동량은 물류신문에 보도된 28억 1,135만개를 사용
주2: 17년 일평균 물동량은 80만개/18년 100만개/19년 180만개 가정
주3: 전체 시장은 3PL 물동량 + 쿠팡 물동량으로 가정. 쿠팡 실제 점유율은 상위 값보다 적을 것
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 쿠팡 로켓배송 가능한 SKU 변화



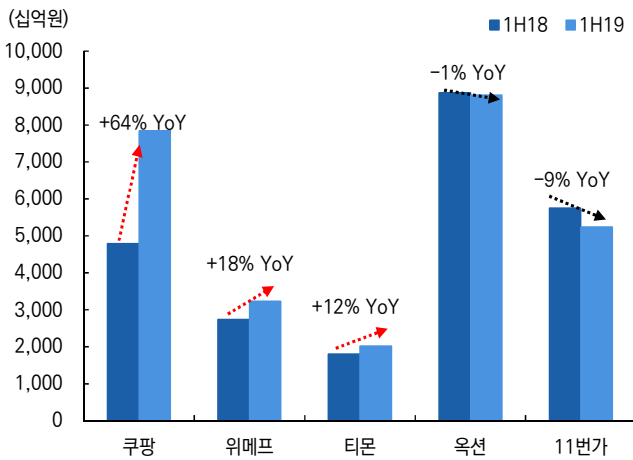
주: 19.10월은 19.10.22일 쿠팡앱 기준 SKU임
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

손익개선 예상 방안 1: 수수료 수익 확대에 초점

19년 8월 기준(연간 누적) 주요 온라인 플레이어 중 쿠팡의 점유율은 12.4%으로 가장 높다. 쿠페이 가입자를 고려 시 쿠팡의 실제 점유율은 이베이코리아(13.2%)를 넘어설 가능성이 높다. **점유율 상승에 따라 플랫폼 경쟁력이 높아진 쿠팡은 과거보다 1) 오픈마켓 수수료와 2) 광고 수익 확보가 용이하다.**

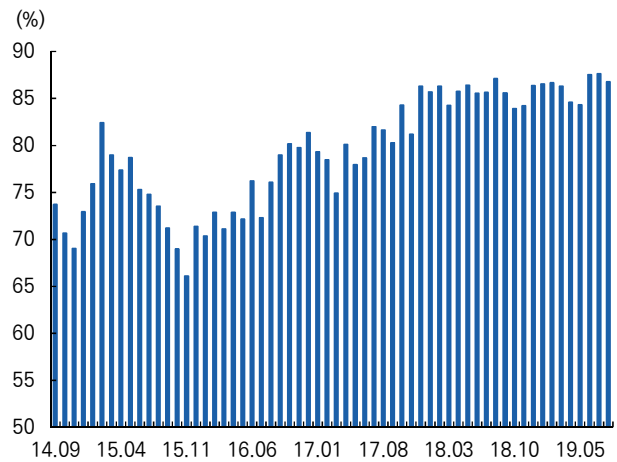
최근 신사업 확장에 따라 본업 외 사업군에서 적자가 크게 늘었을 것이다. 플랫폼 경쟁력을 갖춘 쿠팡은 원가를 훼손 가능성이 높은 직매입 확대 보다는 **영업 이익 개선 효과가 큰 수수료 수익 확대에 초점을 맞출 것으로 판단한다.**

그림 38. 온라인 주요 플레이어 1H19 거래금액 추이



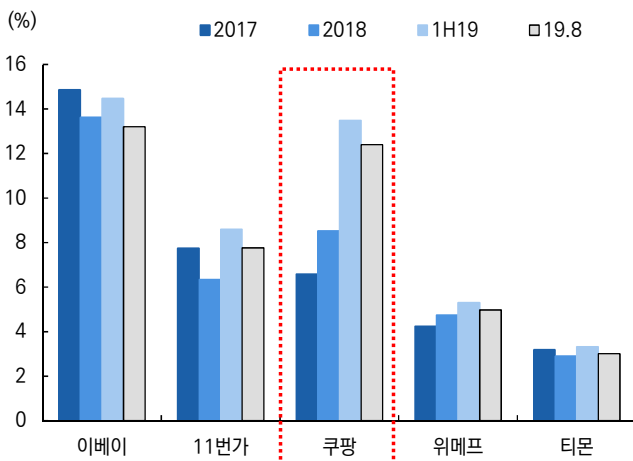
자료: 언론보도, 와이즈리테일, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 쿠팡 트래픽 중 모바일 비중



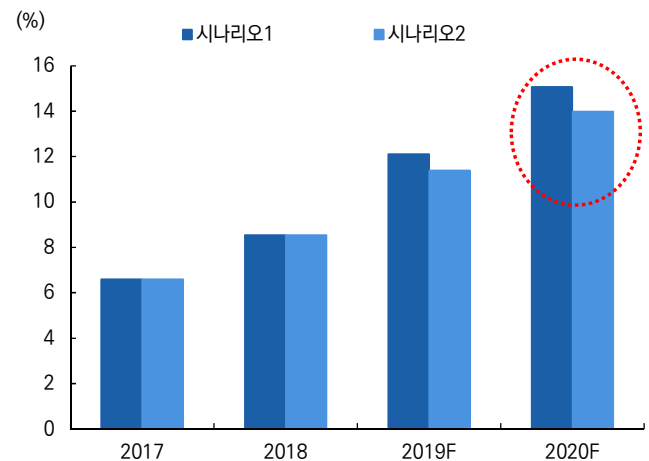
주: 모바일 총 사용시간 / PC+모바일 총 사용시간으로 계산
자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 주요 온라인 플레이어 점유율 추이



주: 와이즈앱은 신용카드, 체크카드, 핸드폰 결제 등만을 반영한 것. 쿠페이 이용자가 높기 때문에 쿠팡의 실제 점유율은 훨씬 높을 것
자료: 와이즈앱, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 시나리오 1 vs 시나리오 2 쿠팡 점유율 비교



주: 상위 점유율은 가정에 따라 당시의 순수 추정치이기 때문에 부정확함
자료: 미래에셋대우 리서치센터

유통

20년 온라인 유통 전망:

표 7. 시나리오1: 쿠팡이 손익관리를 할 경우

(억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출	3,485	11,338	19,159	26,846	44,228	80,000	107,520
YoY		225.3	69.0	40.1	64.7	80.9	34.4
상품 매출	1,949	9,904	17,047	24,592	40,846	74,251	97,746
YoY		408.2	72.1	44.3	66.1	81.8	31.6
수수료 및 기타매출	1,536	1,434	2,112	2,255	3,382	5,749	9,774
YoY		-6.7	47.3	6.8	50.0	70.0	70.0
매출원가	1,892	9,891	15,263	21,665	36,727	66,392	85,445
상품매출 원가율	97.1	99.9	89.5	88.1	89.9	89.4	87.4
판매비	2,808	6,917	9,549	11,570	18,471	29,404	36,784
인건비		3,627	5,664	6,555	9,866	14,850	17,820
YoY			56.16	15.7	50.5	50.5	20.0
서비스이용수수료		884	1,076	1,651	2,700	4,884	6,564
% of 매출		7.8	5.6	6.2	6.1	6.1	6.1
세금과 공과		185	228	174	293	530	712
% of 매출		1.6	1.2	0.6	0.7	0.7	0.7
운반 및 임차료		983	1,294	1,468	2,367	4,154	5,272
% of 상품 매출		9.9	7.6	6.0	5.8	5.6	5.4
소모품 등 매입		243	277	349	537	976	1,285
% of 상품 매출		2.5	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
감가상각		192	412	525	572	624	681
YoY			115.0	27.4	9.1	9.1	9.1
광고선전비		560	323	538	1,548	2,323	3,019
YoY		-	42.26	66.33	187.80	50.0	30.0
기타		242	274	310	588	1,063	1,429
% of 매출		2.1	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
영업이익	-1,215	-5,470	-5,653	-6,389	-10,970	-15,796	-14,709

공통가정

- 1) 19년도 매출액 8조원 가정
- 2) 18년도부터 매출 구분 변경되어 수수료 및 기타 매출 구분 불가. 18년도 50%로 성장 가정
- 3) 19년도부터 입점 수수료 소폭 인상했을 것이라 가정

시나리오 가정

- 1) 20년 매출 성장률 시장(17.2% YoY) 성장 2배로 가정
- 2) 수수료 및 기타매출 19년 70%YoY, 20년 70%YoY 가정
- 3) 19년 매출원가 개선 50bp, 20년 매출원가 개선 200bp 가정
- 4) 운반 및 임차료 19년도 상품 매출 중 5.6%. 20년도 5.4% 가정
- 5) 광고비 19년 50%YoY 20년 30% YoY 가정

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 시나리오2: 외형 확장 지속할 경우

(억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출	3,485	11,338	19,159	26,846	44,228	80,000	120,000
YoY		225.3	69.0	40.1	64.7	80.9	50.0
상품 매출	1,949	9,904	17,047	24,592	40,846	74,927	112,391
YoY		408.2	72.1	44.3	66.1	83.4	50.0
수수료 및 기타매출	1,536	1,434	2,112	2,255	3,382	5,073	7,609
YoY		-6.7	47.3	6.8	50.0	50.0	50.0
매출원가	1,892	9,891	15,263	21,665	36,727	66,996	99,933
상품매출 원가율	97.1	99.9	89.5	88.1	89.9	89.4	88.9
관련비	2,808	6,917	9,549	11,570	18,471	30,000	40,714
인건비		3,627	5,664	6,555	9,866	14,850	17,820
YoY			56.16	15.7	50.5	50.5	20.0
서비스이용수수료		884	1,076	1,651	2,700	4,884	7,326
% of 매출		7.8	5.6	6.2	6.1	6.1	6.1
세금과 공과		185	228	174	293	530	794
% of 매출		1.6	1.2	0.6	0.7	0.7	0.7
운반 및 임차료		983	1,294	1,468	2,367	3,967	4,826
% of 상품 매출		9.9	7.6	6.0	5.8	5.3	4.3
소모품 등 매입		243	277	349	537	985	1,478
% of 상품 매출		2.5	1.6	1.4	1.3	1.3	1.3
감가상각		192	412	525	572	624	681
YoY			115.0	27.4	9.1	9.1	9.1
광고선전비		560	323	538	1,548	3,097	6,194
YoY			-42.26	66.33	187.80	100.0	100.0
기타		242	274	310	588	1,063	1,595
% of 매출		2.1	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
영업이익	-1,215	-5,470	-5,653	-6,389	-10,970	-16,997	-20,647

공통가정

- 1) 19년도 매출액 8조원 가정
- 2) 18년도부터 매출 구분 변경되어 수수료 및 기타 매출 구분 불가. 18년도 50%로 성장 가정
- 3) 19년도부터 입점 수수료 소폭 인상했을 것이라 가정

시나리오 가정

- 1) 20년 매출 성장률 50%로 가정
- 2) 수수료 및 기타매출 19년 50%YoY, 20년 50%YoY 가정
- 3) 19년 매출원가 개선 50bp, 20년 매출원가 개선 50bp 가정
- 4) 운반 및 임차료 19년도 상품 매출중 5.3%, 20년도 4.3% 가정
- 5) 광고비 19년/20년 100%YoY 가정

자료: 미래에셋대우 리서치센터

손익개선 예상 방안2: 택배 단가 하락

또한 쿠팡은 손익 개선을 위하여 택배단가 하락에 초점을 둘 것이다. 택배 단가를 낮출 수 있는 방법은 1) 물동량 증가에 따른 배송 밀집도 상승과 2) 운반 및 임차료 절감이다.

18년 11월 쿠팡이 네이버에 재리스팅을 한 이유도 물동량을 늘리기 위해서다. 실제로 쿠팡은 1) 네이버 재리스팅과 2) 공격적인 프로모션을 통해 18년 일평균 100만개에서 현재 200만개까지 물동량이 크게 증가하였다. (언론 기반)

1) 금감원의 경영 개선 요구와 2) 공정위 등 대외적인 환경 고려 시 공격적인 물동량 확대보다는 **운반 및 임차료 절감을 통해 택배 단가 하락과 쿠팡맨의 효율성을 높여갈 것으로 예상된다.** 최근 현대 오일뱅크와 맺은 주유소 활용 관련 전략적 제휴 또한 주유소를 배송 거점/혹은 반품 거점으로 활용하여 관련 비용을 절감을 위한 것으로 해석 가능하다.

표 9. 운반 및 임차료 변동에 따른 택배단가 및 영업이익 추정

운반 및 임차료의 시나리오 가정 (상품 매출 중 %)	2018	2019년 가정			
		5.6%	5.8%	6.0%	7.6%
택배단가 추정 (원)	4,674	4,154	4,175	4,193	4,363
영업이익 (억원)	-10,970	-15,796	-15,944	-16,074	-17,276

가정

- 1) 시나리오 1을 기반으로 추정
- 2) 18년도 일평균 배송 건수 100만건, 19년도 일평균 배송 건수 180만건으로 가정
- 3) 택배단가 추정은 (전체 판관비 x 매출 중 상품 매출 비중) / 물동량으로 산정하였기 때문에 정확한 택배 단가가 아님

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 쿠팡 - 현대오일뱅크와 전략적 제휴



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 홈픽서비스(줌마) 구조



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

손익개선 예상 방안3: 빅데이터의 활용

언론에 따르면 쿠팡이 가입자는 1,000만명을 돌파했으며, 유료 멤버십 로켓와우 이용자는 250만 명 이상이다. **쿠팡의 가장 큰 경쟁력 중 하나는 빅데이터이다.** 향후 1) 손익 개선과 2) 효율적인 운영을 위하여 쿠팡의 빅데이터 활용도가 높아질 것으로 판단한다.

현재 쿠팡은 빅데이터를 1) 로켓배송과 플렉서 등의 효율적인 배송 동선 설정과 차량 내 상품 적재 그리고 2) 직매입 제품들의 가격 결정 등에 활용되고 있다. 1) 기 확보 고객 수가 많고 2) 추가적인 외형 성장을 위한 공격적인 프로모션이 부담스러운 **쿠팡은 기존 고객의 동반(혹은 추가) 구매를 이끌어 내는데 빅데이터를 적극적으로 활용할 가능성이 높다.**

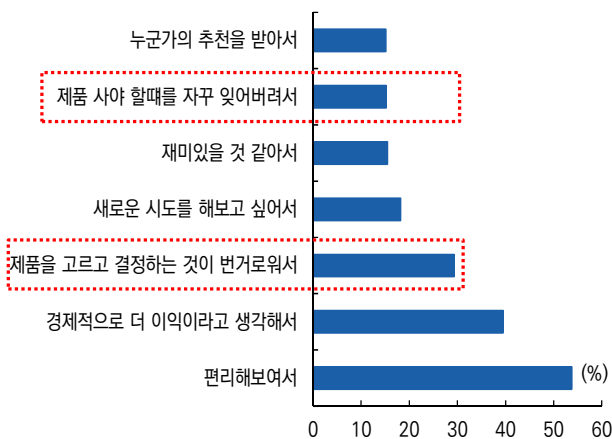
플랫폼 내 소비자 구매 빈도나 단가를 높일 수 있는 대표적인 방법은 큐레이션(추천, 제안 등)이다. 향후 쿠팡 또한 축적된 고객 데이터를 바탕으로 소비자의 구매 빈도수와 단가를 높이는 큐레이션을 진행 할 가능성이 존재한다. 장기적으로 **빅데이터를 통해서 구매빈도수(혹은 단가)를 높일 수 있는 구독 경제를 구축하게 될 경우 수익 창출 또한 가능하다.**

그림 44. 소비자 구매 빈도를 높일 수 있는 방법



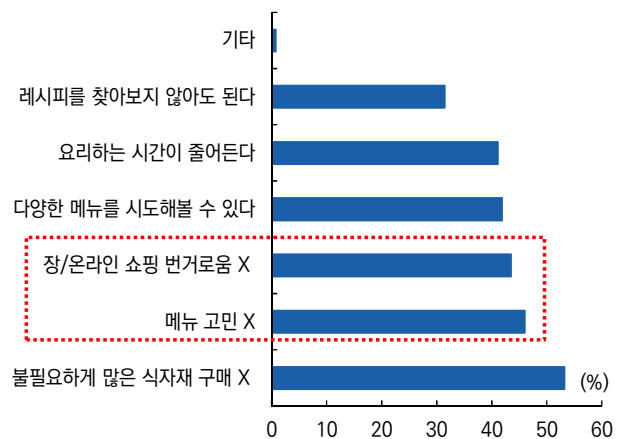
자료: MyBuys 7th Annual Consumer Personalization Survey, 2015, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 구독서비스 이용 이유



주: 18.2.7일 서베이 조사임. 단수응답이며 1,686명 대상
자료: SM C&C 셀프 서베이 플랫폼 릴리언 프로, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 쿠팡박스, 반찬, 이유식 등 정기 배송하면서 좋았던 부분



주: 18.2.7일 서베이 조사임. 복수응답이며 식품정기구독이용자 248명 대상
자료: SM C&C 셀프 서베이 플랫폼 릴리언 프로, 미래에셋대우 리서치센터

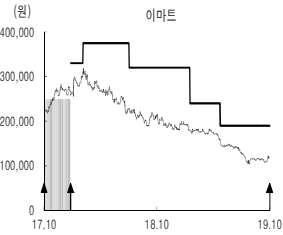
유통

20년 온라인 유통 전망:

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자이건	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
이마트(139480)					2018.02.25	매수	375,000	-29.59	-15.33
2019.05.15	매수	190,000	-	-	2018.01.16	매수	330,000	-14.39	-6.06
2019.02.06	매수	240,000	-27.07	-23.96	2017.08.31	분석 대상 제외		-	-
2018.07.24	매수	320,000	-37.27	-29.22					

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



투자이건 분류 및 적용기준

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

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자이건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
84.57%	9.88%	5.55%	0.00%

* 2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 이마트(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(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 책임에 종속 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.