우리투자증권

2014. 3. 27
Company Report

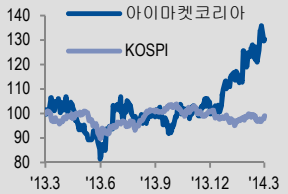
아이마켓코리아 (122900.KS)

Buy (유지)

목표주가	40,000원 (상향)
현재가 ('14/03/26)	32,950원
업종	서비스
KOSPI	1,964.31
KOSDAQ	544.13
시가총액(보통주)	1,184.3십억원
발행주식수(보통주)	35.9백만주
52주 최고가('14/03/21)	34,350원
최저가('13/06/25)	20,600원
평균거래대금(60일)	4.0십억원
배당수익률(2012)	0.97%
외국인지분율	8.3%
주요주주	
인터파크 외 2인	37.0%
우리블랙스톤PE	11.6%

주가상승률(%)	3개월	6개월	12개월
절대수익률	30.2	30.8	30.2
상대수익률	32.6	33.6	31.5

Price Trend



Analyst 배석준
02)768-7248, thomas.bae@wooriwm.com

여전히 매력적인 성장 잠재력

아이마켓코리아 관련 당사 조사분석제한기간 종료. 동사에 대한 커버리지를 투자의견 Buy와 목표주가 40,000원으로 재개. 안정적인 Captive 수요성장에 더해 동사가 진행 중인 3가지 신규사업의 성장 잠재력에 주목. 양호한 자금조달 능력을 바탕으로 한 M&A 기대감은 여전히 유효한 투자포인트

투자의견 Buy 및 목표주가 40,000원으로 커버리지 재개

- 아이마켓코리아 관련 당사 조사분석제한기간 종료. 동사에 대한 커버리지를 투자의견 Buy와 목표주가 40,000원으로 재개. 잔여이익모델을 통해 산출된 목표주가는 Forward 12개월 PER 27.5배로 역사적 평균 대비 15% 프리미엄 수준
- 신규사업을 통한 유기적인 성장과 M&A를 통한 비유기적 성장 가능성이 열려있기 때문에 프리미엄 부여 합당하다고 판단

3가지 신규사업 성장 잠재력에 주목하자

- 안정적인 삼성그룹 Captive 고객 수요성장에 더해 동사가 진행 중인 3가지 신규사업 성장 잠재력에 주목
  1) 안연케어 인수를 통해 성장하는 헬스케어 유통시장 진출. 세브란스 병원 내 유통품목 확대와 비세브란스 고객확보에 따른 성장 전망
  2) 중소기업 대상의 B2B e-commerce 플랫폼 강화. 일본 대표 MRO 업체인 Monotaro 사례분석을 통해 중소기업 MRO 시장 성장 가능성 점검
  3) 중국 Focus Technology와의 JV를 통해 중국 MRO 시장 진출. Focus Technology의 공급사/고객 DB와 동사의 구매대행 실행능력 시너지 효과 기대

비유기적 성장에 대한 가능성을 열어놓고 보자

- 풍부한 현금 및 자금조달 능력을 바탕으로 동사의 비유기적 성장 모멘텀은 향후에도 지속될 전망. 점진적으로 Consolidation 되어가는 시장구조 하에서 준비된 Player(자금여력과 실행능력 관점)에게 더 많은 기회가 주어질 전망

결산기 -12월	매출액 (십억원)	증감률 (%)	영업이익 (십억원)	영업이익률 (%)	(지배지분)순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)	순차입금 (십억원)
2012	2,046	21.6	47	2.3	39	1,073	11.7	26.5	3.2	19.8	12.7	116.2	-9
2013	2,497	22.1	49	2.0	39	1,080	0.7	23.8	2.7	15.9	11.7	129.6	-36
2014E	2,966	18.8	69	2.3	48	1,339	24.0	24.6	3.1	15.4	13.2	137.7	-30
2015F	3,322	12.0	84	2.5	58	1,610	20.2	20.5	2.8	12.8	14.3	137.0	-43
2016F	3,565	7.3	93	2.6	65	1,809	12.4	18.2	2.6	11.4	14.6	132.1	-65

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

CONTENTS

I. Summary 3

II. Valuation 4

1. 잔여이익모델에 의한 목표주가 40,000원
2. Valuation Upside 요인
3. Global Peer Valuation

III. 3가지 신규사업의 성장 잠재력에 주목하자 7

1. 안연케어 인수를 통해 헬스케어(의약품/의료기기) 유통시장 진출
2. SME 대상 오픈형 B2B E-commerce 플랫폼 강화
3. JV를 통한 중국 MRO 시장 진출

IV. 비유기적 성장 가능성을 열어놓고 보자 13

V. 실적 전망 14

Appendix. 지분구조와 재무재표 15

I. Summary

투자의견 Buy 및 목표주가 40,000원으로 커버리지 재개

아이마켓코리아에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 40,000원으로 커버리지를 재개한다. 목표주가는 잔여이익모델(RIM, 주요가정 beta 0.6, market risk premium 6.0%, risk free rate 4.0%)을 통해 산출되었으며 현 주가 대비 21.4%의 상승여력을 보유하고 있다. 목표주가 40,000원은 Forward 12개월 PER 27.5배 수준으로 동사 역사적 평균 PER 23.5배 대비 15% 프리미엄 수준이다. 삼성그룹 Captive 고객의 안정적인 수요성장에 더해 동사의 성장잠재력을 높게 보고 있어 밸류에이션 프리미엄은 정당화 될 수 있다고 판단된다.

3가지 신규사업 성장잠재력 판단

동사가 준비 중인 3가지 신규사업은 1) 안연케어 인수를 바탕으로 한 헬스케어(의약품, 의료기기 등) 유통시장 진출, 2) 중소기업 대상 오픈형 B2B E-commerce 플랫폼 강화, 3) 중국 Focus Technology와의 JV를 통한 중국 MRO 시장 진출이다.

1) 국내 헬스케어 (의약품/의료기기) 유통시장 진출

동사는 지난 2월 세브란스병원 의약품 공급업체인 안연케어 인수에 성공하면서 헬스케어 유통시장에 진출했다. 국내 헬스케어 유통시장 규모는 2012년 기준 23.6조원(의약품 19.2조원, 의료기기 5.4조원) 수준으로 전체 헬스케어 시장 성장과 더불어 가파르게 성장 중이다. 동사는 안연케어를 통해 1) 세브란스병원 의료기기/용품 유통으로 사업을 확대시키고, 2) 비세브란스병원으로 고객 다변화하는 전략을 취할 전망이다. 한편, 한국 의약품 도매시장의 점진적인 consolidation 가능성도 높다고 보고 있어 안연케어의 시장 내 입지 강화와 성장 가능성이 높다고 판단된다.

2) SME 대상 오픈형 B2B E-commerce 플랫폼 강화

동사가 지난 해 런칭한 IMK Shop은 기존 대기업 중심의 폐쇄형 MRO 구매대행 사업모델에서 벗어난 중소기업 위주의 오픈형 B2B E-commerce 플랫폼으로 첫 시도였다. 아직 매출은 미미한 수준이지만 Monotaro가 일본에서 보여준 중소기업 대상 오픈형 B2B E-commerce 시장 성장 history는 동사에게 좋은 벤치마크라고 판단된다. MRO 구매대행을 통한 비용절감 효익이 극대화 되는 고객군이 대기업보다는 중소기업이라는 점에서 중소기업 MRO 구매대행 시장의 추세적 성장 가능성은 높다고 판단된다.

3) JV를 통해 중국 MRO 시장 진출

동사는 지난 3월 중국 Focus Technology와의 JV설립을 발표하고 중국 MRO 시장 진출을 결정했다. 중국 MRO 시장은 한국의 6배 이상으로 추산되는 규모가 큰 시장이지만 글로벌 상위 업체들도 진출에 어려움을 겪는 시장이다. 하지만 당사는 Focus Technology의 축적된 공급사/고객 DB와 아이마켓코리아의 MRO 구매대행 실행능력이 결합되어 시너지 효과를 낼 것으로 전망하고 있어 이번 중국 진출은 동사 기업가치의 upside 요인이라고 판단한다.

우수한 재무구조를 바탕으로한 비유기적 성장 기대감 유효

지금까지 시장이 동사에 대해 가졌던 기대감은 삼성물량과 비삼성물량의 유기적(organic) 성장 가능성이었다. 하지만 당사는 동사의 우수한 재무구조와 팩토링을 통한 현금 동원 가능성 등을 고려해봤을 때, 합병이나 지분투자를 통한 비유기적(inorganic) 성장 가능성에 주목해 볼 것을 제안한다. 최근 일감몰아주기에 대한 정부의 강한 규제와 소속 대기업 집단의 자금 문제 등 때문에 시장에 매물로 나온 다수의 MRO 사업체들이 이 같은 기대감을 뒷받침해주고 있다.

II. Valuation

1. 잔여이익모델에 의한 목표주가 40,000원

목표주가는 Forward 12개월 PER 27.5배 상승여력 21.4%

아이마켓코리아에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 40,000원을 제시하며 커버리지를 재개한다. 목표주가는 잔여이익모델(RIM, 주요가정 beta 0.6, market risk premium 6.0%, risk free rate 4.0%)을 통해 산출되었으며 현 주가 대비 21.4%의 상승여력을 보유하고 있다. 목표주가 40,000원은 Forward 12개월 PER 27.5배 수준으로 동사 역사적 평균 PER 23.5배 대비 15% 프리미엄 수준이다. 2010년 7월 30일 상장 이후 동사의 PER은 15~30배에서 형성됐다. 삼성그룹 Captive 고객의 안정적인 수요성장에 더해 동사 신규사업의 성장잠재력이 높다고 보고 있어 동사 밸류에이션 프리미엄은 정당화 될 수 있다고 판단된다.

아이마켓코리아 잔여이익모델(RIM) (단위: 십억원, 원)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Net profit	**48**	**58**	**65**	**72**	**78**	**82**	**92**	**104**	**118**	**134**	**152**	**172**
Shareholder's equity	**384**	**424**	**464**	**504**	**539**	**571**	**605**	**641**	**680**	**721**	**765**	**811**
Forecast ROE (FROE)	13.2%	14.3%	14.6%	15.0%	14.9%	14.8%	15.6%	16.7%	17.9%	19.1%	20.4%	21.8%
Spread (FROE-COE)	5.6%	6.7%	7.0%	7.4%	7.3%	7.2%	8.0%	9.1%	10.3%	11.5%	12.8%	14.2%
Residual income	**20**	**27**	**31**	**36**	**38**	**40**	**47**	**57**	**68**	**81**	**95**	**112**
Cost of equity (COE)	7.6%											
Beta	0.6											
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%											
Risk-free rate (Rf)	4.0%											
Beginning shareholder's equity												
PV of forecast period RI	347											
PV of continuing value	376											
Equity value (C+P)	**623**											
No of shares (common, mn)	1,346											
		12m TP										
Fair price (C)		**40,289**										
Current price (C)		32,950										
Upside (-downside)		22.3%										
Implied P/B (x)		4.1										
Implied P/E (x)		28.6										

주: RIM(Residual Income Model, 잔여이익모델)은 현금흐름할인모형의 하나로 주주 입장에서 투자원금인 자기자본과 자기자본비용을 초과하는 이익(잔여이익)의 현재가치를 합한 금액을 적정주주가치(자기자본가치)로 보는 Valuation 모델이다. 산식으로 표현하면 다음과 같다.

자기자본가치 = 자기자본 + 미래 잔여이익의 현재가치 합

*** 잔여이익(RIt) = 당기순이익t - 자기자본t-1 * 자기자본비용(Cost of Equity)t = 자기자본t-1 * (ROEt - COEt)**

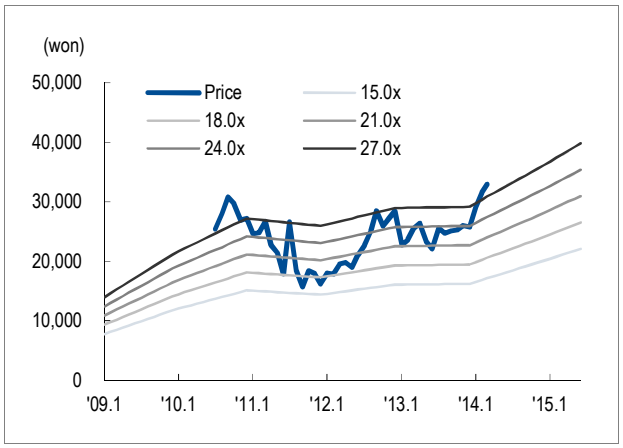
RIM은 이론적으로 배당할인모형(DDM), 잉여현금흐름할인모형(DCF)과 같은 결과를 도출하면서도 측정지표상의 주관성을 최소화시킨 객관적인 Valuation 모델이라고 할 수 있어 당사 Valuation 기본모델로 사용하고 있다.

Market Risk Premium 적용 기준 (Guidance)

구분	Mega Cap.	Large Cap.	Middle Cap.	Small Cap.
기준	M-cap 10 조원 이상 + 신용등급 'AAA'이상	M-cap 1 조~10 조원 + 'A0'이상	M-cap 2 천억~1 조원+'BBB+'이상	M-cap 2 천억원 미만+'BBB-'이상
Risk Premium	5.2%	6.0%	7.0%	8.0%

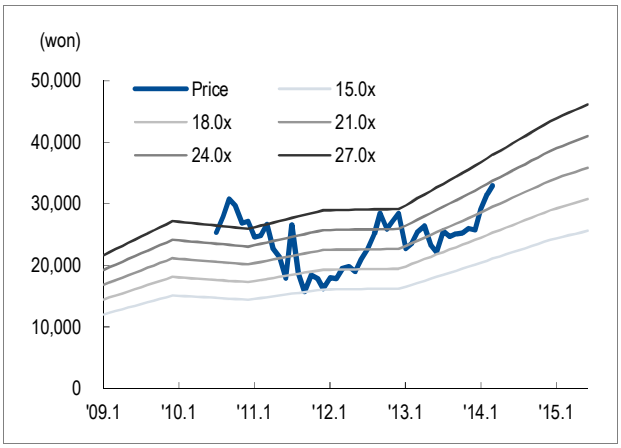
* Risk Free Rate = 4.0%(공통)

아이마켓코리아 Trailing PER 밴드차트



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

아이마켓코리아 Forward 12 개월 PER 밴드차트



자료: Dataguide Pro, 우리투자증권 리서치센터

2. Valuation Upside 요인

신규사업 가치 valuation에 미반영 향후 upside 요인

당사는 아이마켓코리아 중 안연케어의 가치만을 잔여이익모델을 통한 valuation에 반영했다. 오픈형 B2B E-commerce 플랫폼과 중국 MRO사업 JV 가치는 아직 사업가시성이 떨어진다고 판단했기 때문에 실적 추정과 valuation에 미반영했다. 하지만, 동사 신규사업의 성장잠재력이 높다고 판단하기 때문에 사업가시화 속도에 따라 동사 valuation의 upside 요인이 될 가능성이 높다고 판단한다.

오픈형 B2B E-commerce 플랫폼 사업 가치 추정(순이익을 현금흐름의 proxy로 보고 DCF 모델 사용) (단위: 십억원, %)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profit	**0.0**	**1.6**	**3.3**	**3.4**	**7.6**	**7.0**	**9.4**	**13.5**	**19.7**	**26.1**	**29.9**	**37.8**	**58.7**
Cost of equity (COE)	7.6%	6.8%	7.0%	6.9%	6.7%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Beta	0.6												
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%												
Risk-free rate (Rf)	4.0%												
Terminal growth rate	1.0%												
PV of forecast period NI (C)	116.0												
PV of terminal value (P)	460.9												
Equity value (C+P)	**576.9**												

자료: 우리투자증권 리서치센터 추정

중국 MRO JV사업 가치 추정(순이익을 현금흐름의 proxy로 보고 DCF 모델 사용) (단위: 십억원, %)

	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
Net profit	**0.0**	**0.6**	**1.7**	**2.8**	**4.2**	**6.1**	**8.3**	**10.5**	**13.1**	**15.0**	**16.8**	**18.4**	**19.5**
Cost of equity (COE)	7.6%	6.8%	7.0%	6.9%	6.7%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
Beta	0.6												
Market risk premium (Rm-Rf)	6.0%												
Risk-free rate (Rf)	4.0%												
Terminal growth rate	1.0%												
PV of forecast period NI (C)	64.6												
PV of terminal value (P)	255.5												
Equity value (C+P)	**320.0**		50:50 JV 이기 때문에 JV 사업가치의 50%인 1,600 억원 만큼이 동사 귀속 가치										

자료: 우리투자증권 리서치센터 추정

3. Global Peer Valuation

미국 Peer 2014년 평균 PER 22.8배

일본 모노타로 2014년 PER 57.1배

미국 MRO 업체 5개사(Grainger, Fastenal, MSC, Wesco, ATI)의 밸류에이션 평균은 2014년 EPS 기준 PER 22.8배 수준이다. 1) 미국 MRO 업체들은 오프라인 기반으로 시작했다는 점, 2) 미국 MRO 산업 성숙도가 한국에 비해 훨씬 높다는 점, 3) 미국 MRO 업체들의 품목 전문성과 산업자재유통 비중이 높다는 점을 감안하면 아이마켓코리아와의 직접 비교는 어렵지만, 오히려 국내 MRO 산업이 성장 초기 국면이라고 판단하기 때문에 업계 상위 업체인 동사에 대해 과도한 디스카운트를 적용할 필요는 없다고 판단된다. 한편 일본 MRO인 모노타로의 경우, 안정적인 고성장에 따른 높은 밸류에이션 프리미엄을 향유하며 2014년 PER 기준 57.1배에 거래되고 있다.

Global Peer Analysis II – Valuation

국가		한국	일본	미국				
회사명		iMarket Korea	Monotaro	Grainger	Fastenal	MSM Industrial	Wesco	Allegheny Technology
PER (배)	2013	23.8	56.7	22.2	31.5	20.3	18.3	N/A
	2014E	24.6	57.1	20.2	29.3	21.7	14.9	87.5
	2015F	20.5	41.4	17.8	25.1	18.9	13.0	20.1
PBR (배)	2013	2.7	17.7	5.4	8.0	3.5	2.3	1.3
	2014E	3.1	16.7	4.8	7.4	3.6	1.8	1.5
	2015F	2.8	12.7	4.2	6.4	3.3	1.6	1.5
EV/EBITDA (배)	2013	15.9	30.1	12.0	18.1	11.5	9.9	29.3
	2014E	15.4	30.7	10.7	16.9	11.6	8.6	13.3
	2015F	12.8	24.4	9.5	14.4	10.2	7.3	7.6
ROE (%)	2013	11.7	35.5	25.0	26.9	18.5	16.7	5.7
	2014E	13.2	31.4	25.5	25.6	16.8	14.7	2.0
	2015F	14.3	33.8	24.5	26.3	18.2	14.5	7.7
ROA (%)	2013	5.2	17.8	15.5	23.1	14.0	6.0	2.3
	2014E	6.2	17.7	16.1	22.0	12.7	6.1	0.6
	2015F	6.7	19.0	16.5	22.9	14.2	6.9	3.2
Div yield (%)	2013	1.0	0.6	1.4	1.7	1.6	0.0	2.0
	2014E	0.9	0.6	1.6	1.8	1.5	0.0	1.9
	2015F	1.5	0.7	1.7	2.3	1.6	0.0	2.0

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터 전망

III. 3가지 신규사업의 성장 잠재력에 주목

1. 안연케어 인수를 통해 헬스케어(의약품/의료기기) 유통시장 진출

아이마켓코리아, 안연케어 인수 확정

지난 2월 아이마켓코리아는 연세세브란스 병원에 의약품을 납품하는 안연케어(전 제중상사)의 인수를 발표했다. 안연케어는 연세재단이 100% 소유하고 있는 의약품 도매업체로 지난 10년간 안정적인 실적 성장을 시현해 왔다. 하지만 2012년 6월 8일부터 시행된 약사법 개정안에 따라 도매업체와 특수관계에 있는 의료기관에 대한 의약품 공급이 금지(친족거래도매제한법)되면서 연세세브란스 병원과의 거래가 중단됐다. 연세재단이 지분 매각을 통해 대주주 지위를 포기하고 안연케어와 연세세브란스 병원과의 거래를 재개할 의지를 보이면서 안연케어 51% 지분이 시장에 매물로 나오게 됐다.

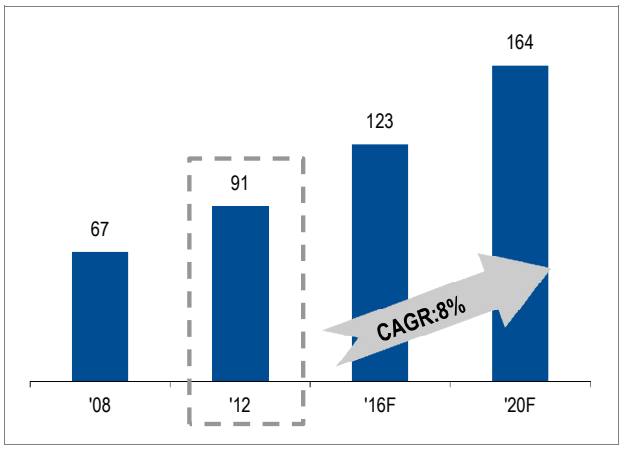
한국 헬스케어 시장 2020년까지 164조원 시장으로 확대 전망 (연 평균 8% 성장)

한국 헬스케어 시장은 인구고령화와 소득성장이 맞물리면서 향후 양호한 성장세를 나타낼 것으로 전망된다. 한국 보건의료산업 통계에 따르면 국내 헬스케어 시장은 2020년 164조원으로 2012년 91조원 대비 약 80%의 시장확대가 전망된다. 한국 헬스케어 시장에서 의약품이 차지하는 비중은 21.0%로 19조2,266억원 수준의 시장규모이다. 글로벌 헬스케어 시장(25.8%)에 비해 의약품 비중이 상대적으로 낮은 것은 지난 2년간 단행된 약가 인하 때문으로 파악된다.

한국 1,792개 의약품 도매업체 난립 중

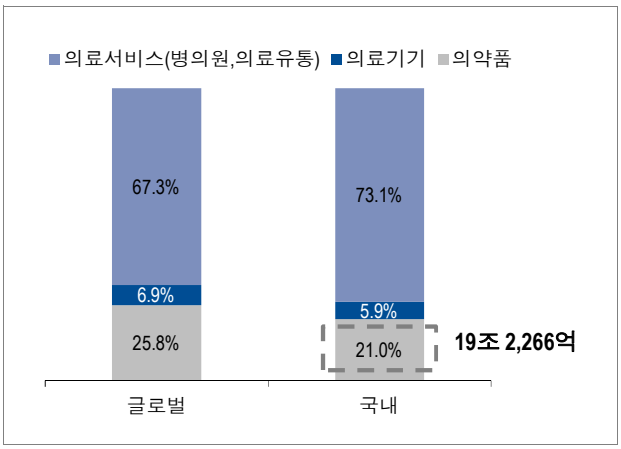
한편 한국 의약품 도매시장은 1) 중소병원의 자체 납품회사 보유, 2) 토착업체의 지역카르텔 형성, 3) 제약사들의 비공식적인 의약도매상 운용 등으로 인해 중소형 업체들이 난립해 있는 상황이다(미국 20개, 독일 16개, 영국 11개 등 대비 한국 1,792개). 선진국 헬스케어 산업이 산업 내 유통 업체들의 value chain 내 관련업체 인수 등을 통해 재편되었듯이 한국의 의약품 도매시장도 대형화 및 집중화 과정을 거치면서 소수 플레이어로 통합될 전망이다.

한국 헬스케어 시장성장 전망 (단위: 조원)



자료: 보건의료산업통계, 아이마켓코리아 자료 재인용

글로벌과 한국 헬스케어 시장 Breakdown



자료: 보건의료산업통계, 아이마켓코리아 자료 재인용

주요 국가별 의약품 도매 업체 수 (한국은 의약품 도매업체가 난립하고 있는 수준)

자료: IMH Health, 도협신문, 아이마켓코리아 자료 재인용

안연케어 성장전략
1) Captive 고객 내 수요 품목 확대
2) 신규고객사 확대

아이마켓코리아는 안연케어 인수를 통해 세브란스병원을 의약품 Captive 시장으로 확보한 가운데 1) 세브란스병원 이외 시장으로의 진출(중소형 M&A 추진 및 세브란스 물량을 바탕으로 타병원 의약품 입찰에 참여하는 방식으로)과 2) 세브란스병원 내에서 의료용품/장비 유통으로 공급품목을 확대하는 전략을 세우고 있다. 2012년 기준 전체 의약품 유통 시장규모는 19.2조원, 의료용품/의료장비 유통 시장규모는 5.4조원 수준이기 때문에 세브란스 병원 내 의료용품/장비 수요만해도 500억~600억원에 달할 것으로 추정된다. 한편, 세브란스병원 암병동 오픈이 오는 4~5월 예정되어 있어 병상규모 확대에 따른 추가적인 매출 증대가 기대된다. 세브란병원은 현재 3,137병상을 보유하고 있고 신규 암병동 오픈에 따라 454병동이 추가될 전망이다.

안연케어 실적 추정

당사가 추정하는 안연케어 2014년 실적은 매출액 1,820억원, 영업이익 128억원 수준이다(4월부터 영업시작 가정). 2015년 영업이익은 마지막으로 정상영업이 이뤄졌던 2011년과 유사한 199억원으로 추정하는 등 보수적인 관점을 반영했다.

안연케어 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F
매출액	**195.7**	**212.3**	**227.9**	**87.0**	거래 중단	**182.0**	**271.6**	**290.6**	**311.0**	**332.7**	**356.0**	**373.8**
매출원가	180.8	193.9	206.6	75.3		167.4	249.9	267.4	286.1	306.1	327.5	343.9
매출총이익	14.9	18.4	21.3	11.7		14.6	21.7	23.2	24.9	26.6	28.5	29.9
GPM(%)	7.6%	8.7%	9.3%	13.5%		8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
판관비	1.0	1.2	1.4	1.0		1.7	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3
영업이익	**13.8**	**17.2**	**19.9**	**10.7**		**12.8**	**19.9**	**21.4**	**22.9**	**24.5**	**26.3**	**27.6**
OPM(%)	7.1%	8.1%	8.7%	12.3%		7.1%	7.3%	7.3%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
금융수익	0.1	0.0	0.0	0.1		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융비용	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타수익	0.0	0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비용(기부금)	**14.0**	**16.8**	**19.3**	**10.8**		**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
세전이익	-0.1	0.5	0.7	0.0		12.8	19.9	21.4	22.9	24.5	26.3	27.6
당기순이익	**-0.1**	**-0.2**	**0.5**	**0.7**		**9.8**	**15.2**	**16.3**	**17.5**	**18.8**	**20.1**	**21.1**

자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

2. SME 대상 오픈형 B2B E-commerce 플랫폼 강화

일본 모노타로 사례 보기

모노타로는 일본 스미토모상사와 미국 그레인져가 공동출자해 2000년 설립한 B2B E-commerce 사이트로 중소기업을 대상으로 하는 MRO 구매대행 전문기업이다. One-price, one-stop shopping, one-day delivery 원칙아래 풍부한 소싱채널과 다양한 취급재고를 강점으로 꾸준히 일본 MRO 시장점유율을 높여나가고 있다.

SME 오픈형 B2B E-commerce에 특화

모노타로의 주요 고객은 일본 사업체의 99.7%를 차지하는 중소기업이다. 특히, 건설업종의 경우 10인 미만 사업장 비중이 80%에 달하고, 일반제조업의 경우도 전체 54만 고객 중에서 절반 정도가 5인미만 사업장일 정도로 주요 고객층이 소기업에 속한다. 매출의 경우도 36%가 10인 이하 사업장으로부터, 27%가 11~30인 사업장으로부터 나오고 있어 30인 이하 사업장 매출이 60% 이상을 차지하고 있다. 주문방식은 인터넷을 통한 주문이 80%, 팩스를 통한 주문이 15%, 전화를 통한 주문이 5%를 차지하고 있다. 2000년 초반만 해도 팩스를 통한 주문이 60% 이상을 차지했다. 결제방식은 신용카드가 20%, 인보이스 발송이 70%를 차지하고 있으며 인보이스 결제대금 정산은 익월 30일 기준으로 진행하고 있다.

규모의 경제 실현으로 GPM 30% 이상 기록 중

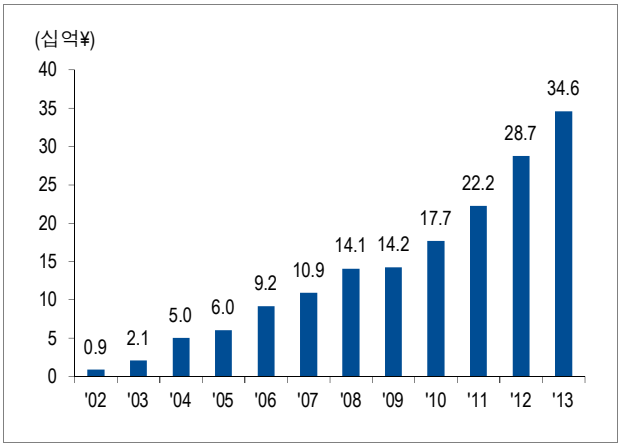
현재 모노타로의 전략은 취급품목 상품확대, one-day delivery 비중 상승을 통한 고객 이탈률 낮추기, 규모의 경제 실현에 따른 마진율 개선 등이다. 모노타로의 매출총이익률(GPM)은 꾸준히 상승추세에 있고, 매출액 대비 판관비율이 낮아지면서 영업레버리지 효과가 관찰되고 있다. 모노타로 해외진출 전략은 대주주 Grainger가 미국과 유럽 진출을 막아놨기 때문에 아시아 지역에 초점을 맞추고 있다. 2010년 싱가포르에 E-commerce 사이트를 오픈한 것으로 해외진출을 시작해 2013년에는 한국에 나비엠알오를 런칭했다. 2013년 나비엠알오 매출액 규모는 50억원 수준이며 모노타로가 보는 breakeven point는 매출액 200억원 수준이다.

모노타로 실적 및 valuation (단위: 백만엔, 엔, 배, %)

	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액	22,239	28,742	34,557	42,604	52,634	66,336
영업이익	2,010	2,926	3,885	4,451	5,636	8,745
EBITDA	2,258	3,212	4,242	4,868	6,038	7,726
순이익	1,149	1,689	2,289	2,674	3,696	5,153
EPS	19	28	38	43	60	84
PER	21.1	49.3	56.7	57.1	41.4	29.3
PBR	5.8	15.1	17.7	16.7	12.7	9.5
EV/EBITDA	10.7	25.6	30.1	30.7	24.5	19.1
ROE	32.1	34.5	34.3	31.4	33.8	35.2
Dividend yield	1.4	0.6	0.6	0.6	0.7	1.1
Growth %y-y						
매출액		29.2	20.2	48.2	23.5	26.0
영업이익		45.6	32.8	52.1	26.6	55.2
EBITDA		42.2	32.1	51.6	24.0	28.0
순이익		47.0	35.5	58.3	38.2	39.4
Margin %						
OPM	9.0	10.2	11.2	10.4	10.7	13.2
EBITDAM	10.2	11.2	12.3	11.4	11.5	11.6
NPM	5.2	5.9	6.6	6.3	7.0	7.8

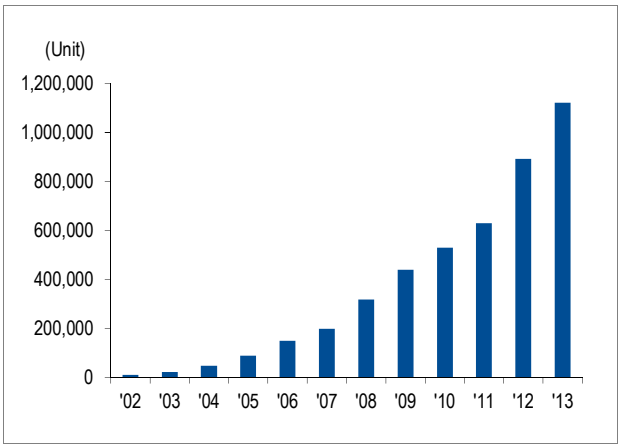
자료: Bloomberg consensus

모노타로 매출액 추이(연 평균 20% 이상의 고성장)



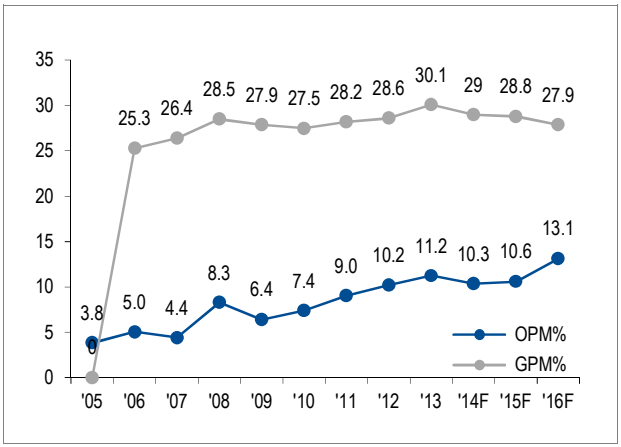
자료: 모노타로, 우리투자증권 리서치센터

모노타로 고객계좌 개설 추이(연 평균 15% 이상의 고성장)



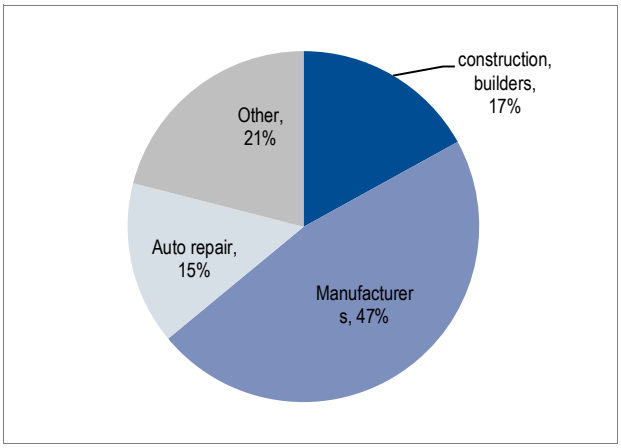
자료: 모노타로, 우리투자증권 리서치센터

모노타로 마진율 추이(규모의 경제효과로 상승 추세)



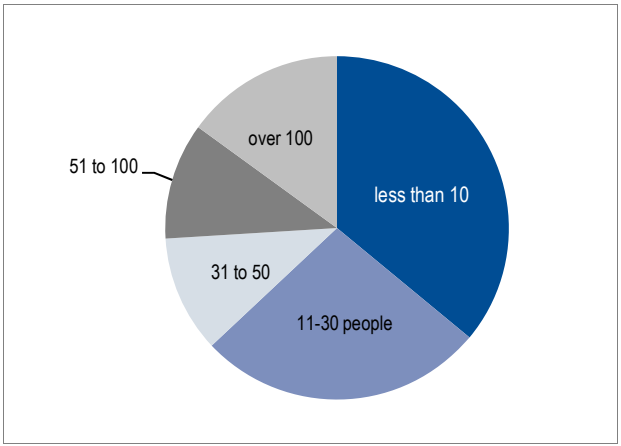
자료: 모노타로, 우리투자증권 리서치센터

모노타로 주요 고객 사업군은 건설업, 제조업, 차량정비업



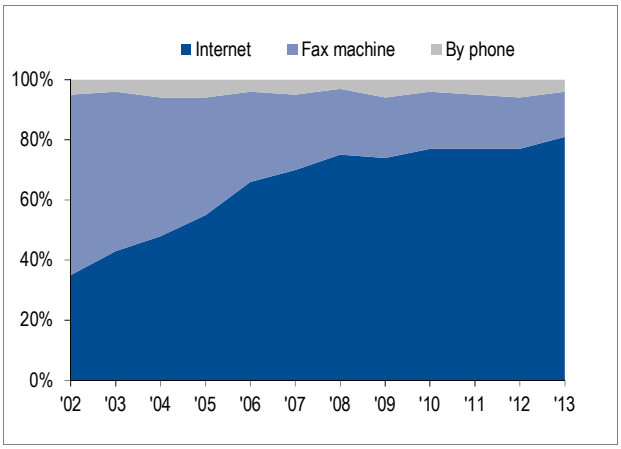
자료: 모노타로, 우리투자증권 리서치센터

모노타로 매출액 60% 이상이 30인 이하 SME 고객에서 창출



자료: 모노타로, 우리투자증권 리서치센터

모노타로 주문방식 팩스에서 인터넷으로 빠르게 변화



자료: 모노타로, 우리투자증권 리서치센터

MRO 구매대행, 대기업 보다 중소기업에 최적화 된 서비스

유통상들에게 있어 단위당 구매비용은 주문규모가 커지면 커질 수록 줄어드는 효과가 있다. 때문에 유통상들은 대량구매하는 고객들에게 디스카운트 혜택을 부여하고 있고 소량구매하는 품목들에 있어서는 오히려 마크업을 붙여서 판매하는 구조를 취하고 있다. 일반적으로 대기업은 대량구매를 하는 경우가 많기 때문에 중소기업보다 원가경쟁력을 가지게 되고 중소기업의 경우 공장 운영에 필수적인 부품에 있어서도 조달에 어려움을 겪는 경우가 많다.

향후 한국 MRO 시장에서 중소기업 역할이 점차 커질 전망

때문에 MRO 구매대행에 대한 필요성이 더 절실한 기업집단은 중소기업이다. 전문 MRO 구매대행업체 이용 시 중소기업 입장에서는 대량구매하는 물품은 여전히 좋은 가격에 조달 가능하고 소량구매하던 물품에 대해서는 상대적으로 싼 가격으로 조달이 가능하게 되기 때문이다. 뿐만 아니라 전문 MRO 구매대행업체 규모가 커질 수록 규모의 경제효과가 커지면서 대기업 입장에서도 사용할만한 이점이 발생할 수 있다. 이 같은 이유 때문에 전 세계적으로 MRO 구매대행 사업은 중소기업을 상대로 시작해 대기업까지 확장되는 구조를 가지고 있다. 하지만 한국의 경우는 그 순서가 반대였다. 대기업 그룹 내에서 전문구매 업체를 설립해 그룹 내 MRO 구매대행서비스를 담당하는 방식으로 시장이 커졌기 때문에 한국 MRO 시장은 철저하게 대기업 위주로 형성되어 있다. 당사는 향후 MRO 시장성장 관점에서 중소기업을 대상으로 한 시장의 성장 가능성이 더 크다고 보고 있다.

아이마켓코리아, 중소기업 대상 B2B E-commerce 플랫폼 강화에 초점

아이마켓코리아는 중소기업 MRO 시장에 대응하기 위해 기존의 "IMK SHOP"에서 "아이마켓"으로 이름을 바꾸고 본격적으로 B2B E-commerce 플랫폼 강화에 나설 전망이다. 일본 모노타로와 달리 물품에 대한 소싱파워는 이미 Captive user를 통해 확보된 상황이다. 다만 중소기업에 대한 대금결제 조건을 공격적으로 바꿀 가능성은 낮은 것으로 보인다. 대손충당금에 대한 부담과 결제조건에 맞는 고객의 경우 폐쇄형 플랫폼에 충분히 편입시켜 대응할 수 있기 때문이다. 당사는 동사의 오픈형 플랫폼인 "아이마켓"의 성장 가능성이 동사 기업가치의 upside 요인이라고 판단하고 있다.

모노타로 성장 history 를 바탕으로 추정한 아이마켓코리아 오픈형 B2B E-commerce 플랫폼 실적 (단위: 십억원, 십억엔, %)

<아이마켓 실적 추정>	2013	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	21.2	50.5	60.6	92.6	110.0	142.0	143.4	178.5	224.5	290.2	348.9	433.9	536.1	670.8
y-y growth(%)		138.1	20.0	52.9	18.8	29.1	1.0	24.5	25.8	29.2	20.2	24.4	23.5	25.1
영업이익(십억원)	0.0	0.0	2.3	4.7	4.8	11.8	9.2	13.2	20.3	29.5	39.2	44.9	56.8	88.1
OPM(%)	0.0	0.0	3.8	5.0	4.4	8.3	6.4	7.4	9.0	10.2	11.2	10.3	10.6	13.1
당기순이익(십억원)	0.0	0.0	1.6	3.3	3.4	8.3	6.4	9.2	14.2	20.7	27.5	31.4	39.8	61.7

<모노타로 실적 추이>	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015F	2016F
매출액(십억엔)	2.1	5.0	6.0	9.2	10.9	14.1	14.2	17.7	22.2	28.7	34.6	43.0	53.1	66.4
y-y growth(%)		138.1	20.0	52.9	18.8	29.1	1.0	24.5	25.8	29.2	20.2	24.4	23.5	25.1
영업이익(십억엔)	0.0	0.0	0.0	2.3	2.9	4.0	4.0	4.9	6.3	8.2	10.4	12.5	15.3	18.5
OPM(%)	-0.9	-0.3	0.2	0.5	0.5	1.2	0.9	1.3	2.0	2.9	3.9	4.4	5.6	8.7
당기순이익(십억엔)	-42.9	-6.0	3.8	5.0	4.4	8.3	6.4	7.4	9.0	10.2	11.2	10.3	10.6	13.1

자료: Bloomberg, 우리투자증권 리서치센터 추정

3. JV 통한 중국 MRO 시장 진출

아이마켓코리아, Focus Technology와 JV 설립을 통해 중국 MRO 시장 진출

아이마켓코리아는 지난 3월 중국 Focus Technology와의 JV설립을 발표하고 중국 MRO 시장 진출을 결정했다. 중국 부자재 및 MRO 시장규모는 392조원에 달해 한국 시장(62조원) 대비 6배 이상 큰 것으로 추산된다. 하지만, 글로벌 1위 사업자인 Grainger 조차 2006년 중국 법인 설립 이후 별다른 성과를 내지 못하고 있어 성공이 쉽지 않은 시장으로 판단된다. Grainger는 현재 1) www.grainger.cn 사이트(2013년 9월 런칭)를 통한 온라인 채널, 2) 전화를 이용한 텔레마케팅 채널, 3) 직접판매 연계 채널 등 다양한 채널에 대한 테스트를 중국에서 진행 중에 있다.

중국 MRO 성공을 좌우하는 건 로컬 공급사 및 고객사 DB

Grainger가 밝히는 중국 시장에서의 가장 큰 어려움은 미주/유럽과 달리 중국기업들의 구매대행 업체 의존도가 낮다는 점이다. 바꿔 이야기 하면 대다수 중국업체들이 로컬기반으로 물품을 조달하기 때문에 웬만한 글로벌 MRO 구매대행업체보다 현지 사정에 밝다는 뜻이다. 때문에 당사는 중국 MRO 사업에서의 성공을 좌우하는 요소는 다변화된 판매 채널이나 글로벌 물품 소싱파워보다는 중국 내 지역별 로컬공급사 및 고객사 데이터베이스라고 판단한다.

Focus Technology 15년 이상 축적된 로컬공급사 DB 보유

Focus Technology는 중국 로컬 공급사들에 대한 데이터베이스를 확보해서 해당 물품이 필요한 고객들에게 정보를 제공해주는 역할을 하는 기업이다. 1996년 1월 설립된 이후 회원가입비, 광고수수료 등으로 성장해왔지만 최근 성장의 한계에 부딪히면서 확보한 데이터베이스를 바탕으로 직접 MRO 구매대행 사업에 뛰어들기로 결심한 것으로 추정된다.

아이마켓코리아 MRO 구매대행 실행능력과의 시너지 효과 기대

때문에 당사는 Focus Technology의 축적된 공급사 및 고객 데이터베이스와 아이마켓코리아의 MRO 구매대행 실행능력이 시너지 효과를 낼 것으로 전망한다. 물론 중국 B2B E-commerce 시장에서 절대 강자로 군림하는 알리바바(www.1688.com)의 존재와 중국 내 로컬시장의 폐쇄성을 감안하면 신규 플레이어의 진출과 사업 진행이 만만치 않은 것은 사실이다. 다만, 아이마켓코리아 입장에서 이번 중국 진출 건이 기업가치 downside보다는 upside 요인으로 작용할 가능성이 높다고 판단된다.

아이마켓코리아와 중국 Focus Technology 합작법인 실적 추정 (단위: 십억원, %)

<아이마켓 실적 추정>	2014E	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액(십억원)	70.0	154.0	246.4	345.0	448.4	560.6	683.9	820.7	968.4	1,113.6	1,247.3	1,359.5	1,441.1
y-y growth(%)		120.0	60.0	40.0	30.0	25.0	22.0	20.0	18.0	15.0	12.0	9.0	6.0
영업이익(십억원)	0.0	0.9	2.5	4.1	6.3	9.0	12.3	15.6	19.4	22.3	24.9	27.2	28.8
OPM(%)	0.1	0.6	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
세전이익(십억원)	0.0	0.8	2.2	3.7	5.7	8.1	11.1	14.0	17.4	20.0	22.5	24.5	25.9
당기순이익(십억원)	0.0	0.6	1.7	2.8	4.2	6.1	8.3	10.5	13.1	15.0	16.8	18.4	19.5

자료: 우리투자증권 리서치센터 추정

Ⅳ. 비유기적 성장 가능성을 열어놓고 보자

풍부한 자금조달 여력, M&A에 우호적인 산업환경 변화

지금까지 시장이 아이마켓코리아에 대해 가졌던 기대감은 삼성물량과 비삼성물량의 유기적(organic) 성장 가능성이었다. 하지만 당사는 동사의 우수한 재무구조(2분기 말 기준 순현금 1,367억원)와 팩토링을 통한 현금 동원 가능성(2분기 말 기준 매출채권 잔액 6,573억원) 등을 고려해봤을 때, 합병이나 지분투자를 통한 비유기적(inorganic) 성장 가능성에 주목해 볼 것을 제안한다. 최근 일감몰아주기에 대한 정부의 강한 규제와 소속 대기업 집단의 자금문제 등 때문에 다수의 MRO 사업체들이 시장에 매물로 나오고 있어 이 같은 기대감을 뒷받침해 주고 있다.

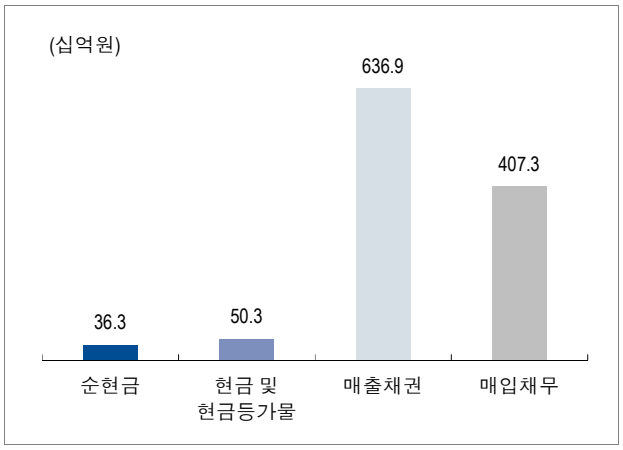
안연케어 인수 이후 비유기적 성장에 대한 기대감 상승 중

특히 지난 해 하반기부터 진행해왔던 안연케어 인수에 성공함으로써 본격적인 지분인수 및 M&A를 통한 성장 기대감이 높아지고 있다. 최근 본 입찰에서는 빠졌지만 인수여부를 검토했던 에스에이엠티(삼성전자 메모리 반도체 유통), 사실무근이라고 답변했으나 기사화 됐던 케어켐프(삼성의료원 의료기기/용품 유통) 등은 최근 아이마켓코리아의 행보를 잘 설명해주는 사례라고 판단된다.

지분인수 및 M&A 방향성은 헬스케어 유통시장으로 추정

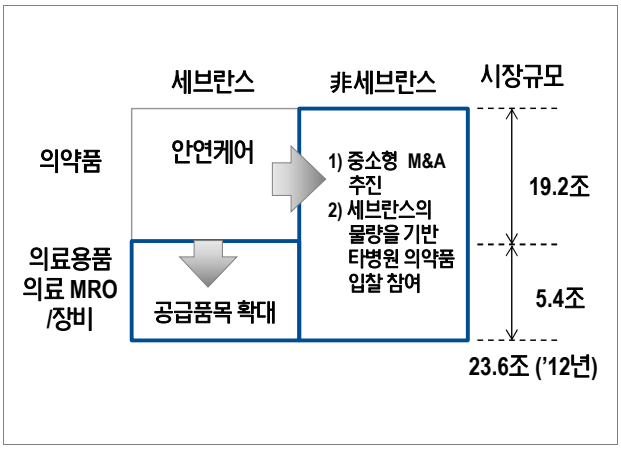
향후 아이마켓코리아의 지분인수 및 M&A 방향성은 헬스케어 시장에 초점을 맞출 가능성이 높아 보인다. 앞서 이야기 한 것처럼 안연케어의 비세브란스 병원으로의 확장 전략 중 하나가 중소형 규모의 M&A이기 때문이다. 국내 의약품 도매업체의 수는 1,800개 수준으로 선진국 대비 중소도매상들이 난립되어 있는 상황이고 향후 선진국형 산업구조조정이 진행된다고 했을 때 자금력과 사업경험을 보유한 동사가 M&A 주체로 나설 가능성이 높다는 판단이다.

안연케어 인수 후에도 자금조달 여력 충분 (13년 말 기준)



자료: 아이마켓코리아, 우리투자증권 리서치센터

안연케어의 양방향 성장 전략



자료: 아이마켓코리아, 우리투자증권 리서치센터

V. 실적 전망

1분기 매출액 6,383억원(+18.4%y-y) 영업이익 129억원 (+11.6% y-y) 전망

당사가 추정하는 IFRS연결기준 아이마켓코리아 1분기 실적은 매출액 6,420억원(+19.1% y-y), 영업이익 135억원(+17.2% y-y)으로 시장컨센서스를 10% 가량 상회하는 양호한 실적을 기록할 전망이다. 안연케어 인수효과 부재에도 불구하고 삼성 해외 고객사의 가파른 볼륨 성장이 이어지는 가운데 비삼성 고객사 물량 역시 양호한 성장세를 보인 것으로 추정된다.

2분기부터 안연케어 인수효과 반영 시작

2분기부터는 안연케어 인수효과가 본격적으로 반영될 전망이다. 당사는 동사 2분기 매출액과 영업이익이 전년동기 대비 각각 19.2%, 20.7% 증가한 7,552억원, 201억원에 달할 것으로 전망한다. 4~5월 연세세브란스 병원 암병동 오픈에 따른 실적 upside 가능성 여전히 남아있다고 판단한다.

2014년 매출액 2.97조원(+18.7%y-y) 영업이익 686억원 (+38.6%y-y) 전망

동사 2014년 매출액은 전년대비 18.7% 성장한 2조9,665억원, 영업이익은 전년동기 대비 38.6% 증가한 686억원을 기록할 것으로 전망된다. 지배주주 순이익은 전년동기 대비 24.0% 증가한 481억원으로 추정한다. 산업자재 유통부문에서의 마진 개선이 예상보다 빠르게 진행될 경우 이익추정치 상향 가능성도 남아 있다.

아이마켓코리아 연간 실적 추정 (IFRS 연결기준) (단위: 십억원, %)

	2012	2013	2014E	2015F	2016F	2017F
매출액	2,045.5	2,496.8	2,966.5	3,322.3	3,564.7	3,775.8
삼성그룹	1,415.9	1,750.0	2,124.9	2,292.1	2,475.5	2,624.0
비삼성그룹	266.4	285.0	326.9	405.7	486.8	559.8
연결자회사		10.5	45.0	86.7	88.4	90.2
안연케어				182.0	271.6	290.6
매출총이익	83.7	100.8	126.6	152.1	174.0	189.1
영업이익	47.3	49.5	68.6	83.5	93.1	101.9
세전이익	51.4	50.7	69.2	85.4	95.5	105.8
순이익	38.6	38.8	48.1	57.9	65.0	72.4
(y-y% growth)						
매출액	21.6	22.1	18.8	12.0	7.3	5.9
영업이익	14.7	4.6	38.6	21.8	11.4	9.5
순이익	11.7	0.7	24.0	20.2	12.4	11.3
(%, margin)						
GPM	4.1	4.0	4.3	4.6	4.9	5.0
OPM	2.3	2.0	2.3	2.5	2.6	2.7
NPM	1.9	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9

주: 순이익은 지배주주순이익 기준
자료: 우리투자증권 리서치센터 전망

아이마켓코리아 1분기 실적 Preview (IFRS 연결기준) (단위: 십억원, %)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14E				2Q14F
					당사전망치	y-y	q-q	컨센서스	
매출액	538.9	633.4	620.6	703.9	642.0	19.1	-8.8	636.6	755.2
영업이익	11.5	16.6	11.3	10.0	13.5	17.2	34.9	11.5	20.1
영업이익률	2.1	2.6	1.8	1.4	2.1				2.7
세전이익	11.6	16.6	12.2	10.4	13.7	18.3	31.4	11.9	20.3
순이익	8.9	12.8	9.2	7.9	10.5	17.4	33.0	9.1	13.9

주: 순이익은 지배주주순이익 기준
자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터 전망

Appenidx. 지분구조와 재무제표

인터파크 37.0% 지분 컨소시엄에 주가 수익률 관련 보장계약

삼성그룹은 2011년 12월 9개 개열사가 보유한 58.7%의 지분 가운데 48.7%를 인터파크 컨소시엄으로 매각했다. 지분 매각 후에는 삼성그룹 10개 계열사가 10.1%를 보유하고 있다. 인터파크 컨소시엄의 지분 구조는 인터파크 36.99%, 우리블랙스톤코리아PE 11.55%, 벤처기업협회 0.18% 순이다. 한편, 인터파크는 우리블랙스톤코리아PE와 벤처기업협회에 아이마켓코리아 주가 수익률 관련 보전계약을 맺은 상황이다. 2011년 말 취득원가 24,100원에 대해 매년 7~8% 수익률이 보장되는 구조로 계약기간은 2015년 말까지이다(매년 7.5% 수익률 보장 가정하고 계산하면 2015년 말 약 32,200원의 주가 보장).

삼성그룹 인터파크 지분 인터파크 컨소시엄에 매각 전/후 지분구조 (단위: 천주, %)

	매각 전		매각 후	
	주식수	지분율	주식수	지분율
삼성그룹	21,100	58.7	3,594	10.1
삼성전자	3,800	10.6	647	1.8
삼성물산	3,800	10.6	647	1.8
삼성전기	3,600	10.0	613	1.7
삼성중공업	2,600	7.2	443	1.2
삼성 SDI	2,000	5.6	341	0.9
삼성엔지니어링	1,900	5.3	324	0.9
삼성코닝정밀소재	1,400	3.9	238	0.7
제일모직	1,000	2.8	170	0.5
삼성에버랜드	1,000	2.8	170	0.5
삼성생명	0	0	28	0.1
인터파크 컨소시엄	0	0	17,506	48.7
인터파크	0	0	13,292	37.0
우리블랙스톤 PE	0	0	4,150	11.5
벤처기업협회	0	0	64	0.2
기타주주	14,833	41.3	14,833	41.3

자료: 인터파크, 아이마켓코리아, 우리투자증권 리서치센터

아이마켓코리아 지분구조 (2013년 4분기 말 기준) (단위: 천주, %)

주주	주식수	지분율	비고
인터파크 컨소시엄	17,463	48.6	
인터파크	13,292	37	인터파크, 컨소시엄에 수익률 보전계약체결
우리블랙스톤 PE	4,150	11.6	취득시점(2011년 말) 기준 24,100원에 대해
벤처기업협회	64	0.2	매년 7~8% 수익률 보전계약 (2015년 말 종료)
우리사주조합	25	0.1	
삼성그룹 10개 계열사	3,623	10.2	
트러스톤자산운용	3,153	8.77	2월 7일 보고서에서 보유비율 8.77%로 감소
미래에셋자산운용	2,702	7.5	8월 1일 보고서에서 보유비율 7.57%로 증가
국민연금공단	2,724	7.9	10월 8일 보고서에서 보유비율 7.58%로 증가
기타주주	6,506	18.1	
국내주주	3,274	9.11	
외국인주주	2,983	8.3	

자료: 금융감독원 전자공시, 우리투자증권 리서치센터

포괄손익계산서(IFRS)

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F	2018/12F
매출액	2,497	2,966	3,322	3,565	3,776	3,978
증감률 (%)	22.1	18.8	12.0	7.3	5.9	5.4
매출원가	2,370	2,814	3,148	3,376	3,572	3,760
매출원가율 (%)	94.9	94.9	94.8	94.7	94.6	94.5
매출총이익	127	152	174	189	204	218
Gross 마진 (%)	5.1	5.1	5.2	5.3	5.4	5.5
증감률 (%)	25.6	20.1	14.3	8.7	7.9	6.7
판매비와 일반관리비	77	84	90	96	102	108
영업이익 (A, GP-SG&A)	49	69	84	93	102	109
OP 마진 (%)	2.0	2.3	2.5	2.6	2.7	2.7
증감률 (%)	4.6	38.6	21.8	11.4	9.5	7.1
유/무형자산상각비 (B)	6	6	7	7	7	7
유형자산상각비	2	2	2	2	3	3
무형자산상각비	4	4	4	4	4	4
EBITDA (A+B)	56	75	90	100	109	116
EBITDA 마진 (%)	2.2	2.5	2.7	2.8	2.9	2.9
증감률 (%)	8.9	34.2	20.3	10.5	9.1	6.9
금융수익	2	3	3	4	5	6
이자수익	2	3	3	4	5	6
외환관련수익	0	0	0	0	0	0
기타금융수익	0	0	0	0	0	0
금융비용	1	1	1	1	1	1
이자비용	1	1	1	1	1	1
외환관련비용	0	0	0	0	0	0
기타금융비용	0	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	0	0	0	0
기타영업외수익	10	13	12	11	12	12
기타영업외비용	10	14	12	11	11	12
종속 및 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0	0
법인세차감전순이익	51	69	85	95	106	114
증감률 (%)	-1.4	36.7	23.4	11.8	10.9	7.6
법인세비용	12	16	20	22	25	27
계속사업이익	39	53	65	73	81	87
중단사업이익	0	0	0	0	0	0
당기순이익	39	53	65	73	81	87
Net 마진 (%)	1.5	1.8	2.0	2.0	2.1	2.2
증감률 (%)	0.0	37.3	23.4	11.8	10.9	7.6
지배주주지분 순이익	39	48	58	65	72	78
비지배주주지분 순이익	0	5	7	8	9	9
기타포괄이익	-1	0	0	0	0	0
증감률 (%)	적지	-100.0	N/A	N/A	N/A	N/A
총포괄이익	38	53	65	73	81	87
증감률 (%)	0.2	40.7	23.4	11.8	10.9	7.6
지배주주지분 총포괄이익	38	53	66	74	82	88
비지배주주지분 총포괄이익	0	0	0	-1	-1	-1
순이익 (우선주배당금제외)	39	53	65	73	81	87
총현금배당금	9	11	18	25	32	43

재무상태표

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F	2018/12F
현금 및 단기금융상품	53	52	66	89	116	138
매출채권	637	757	847	909	963	1,015
재고자산	36	42	47	51	54	57
기타유동자산	17	20	22	24	25	27
유동자산	742	871	983	1,073	1,158	1,236
증감률 (%)	16.5	17.4	12.8	9.2	7.9	6.7
Current Asset Turnover	3.6	3.7	3.6	3.5	3.4	3.3
유형자산	11	14	15	19	23	28
설비투자	1	5	4	6	7	8
유형자산처분	0	0	0	0	0	0
감가상각비	2	2	2	2	3	3
투자자산	4	5	5	6	6	6
무형자산	31	26	22	18	14	10
기타비유동자산	0	0	0	0	0	0
비유동자산	50	49	47	47	47	48
증감률 (%)	6.6	-1.9	-4.2	-0.4	1.1	2.7
Non-Current Asset Turnover	51.8	60.1	69.4	76.3	80.5	83.2
기타금융업자산	0	0	0	0	0	0
자산총계	792	920	1,029	1,119	1,205	1,284
증감률 (%)	15.9	16.2	11.9	8.8	7.6	6.6
Total Asset Turnover	3.4	3.5	3.4	3.3	3.2	3.2
매입채무	407	484	542	581	616	649
단기성부채	16	17	18	19	19	20
단기차입금	15	17	18	19	19	20
단기사채	0	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0	0
단기금융부채	0	0	0	0	0	0
기타유동부채	18	22	24	26	27	29
유동부채	441	523	584	626	663	698
증감률 (%)	22.7	18.5	11.8	7.2	5.8	5.3
Current Liability Turnover	6.2	6.2	6.0	5.9	5.9	5.8
장기성부채	3	7	7	7	7	7
사채	1	5	5	5	5	5
장기차입금	0	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	2	2	2	2	2	2
장기충당부채	3	3	4	4	4	5
기타비유동부채	0	0	0	0	0	0
비유동부채	6	10	11	11	11	11
증감률 (%)	-24.1	76.4	4.0	2.6	2.2	2.1
Non-Current LiabilityTurnover	369.2	367.9	316.5	328.7	339.9	350.5
부채총계	447	533	595	637	674	709
증감률 (%)	21.7	19.2	11.7	7.1	5.8	5.2
Total Liabilities Turnover	6.1	6.1	5.9	5.8	5.8	5.8
자본금	18	18	18	18	18	18
자본잉여금	135	135	135	135	135	135
주식발행초과금	135	135	135	135	135	135
기타	0	0	0	0	0	0
이익잉여금	194	231	271	311	351	386
기타자본	0	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0	0
지배주주지분 자본총계	347	384	424	464	504	539
비지배주주지분	-2	3	10	18	27	36
자본총계	345	387	434	482	531	575
증감률 (%)	9.1	12.2	12.2	11.0	10.1	8.3
Shareholders' Equity Turnover	7.6	8.1	8.1	7.8	7.5	7.2
Capital Employed	351	397	445	493	542	586

현금흐름표

(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	53	9	28	47	59	62
+ 당기순이익	39	53	65	73	81	87
+ 현금유출이없는비용(수익)	23	22	25	26	28	29
+ 유형자산상각비	2	2	2	2	3	3
+ 무형자산상각비	4	4	4	4	4	4
+ 종속, 관계기업관련손실(이익)	0	0	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	1	0	0	0	0
+ 자산처분손실(이익)	0	0	0	0	0	0
+ 기타손실(이익)	16	15	18	20	21	22
Gross Cash Flow	61	75	90	100	109	116
- 운전자본의증가(감소)	4	-51	-44	-32	-29	-32
- 매출채권의 증가(감소)	-38	-120	-91	-62	-54	-52
- 재고자산의 증가(감소)	-6	-7	-5	-3	-3	-3
+ 매입채무의 증가(감소)	61	77	58	40	34	33
- 기타운전자본의증가(감소)	-14	-1	-7	-7	-7	-10
투자활동 현금흐름	-16	-6	-5	-7	-8	-9
+ 유동자산의감소(증가)	-2	0	0	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	-4	0	-1	0	0	0
+ 유형자산의감소	0	0	0	0	0	0
- 유형자산의증가(CAPEX)	-1	-5	-4	-6	-7	-8
+ 무형자산의감소(증가)	-3	0	0	0	0	0
+ 기타	-6	-1	0	0	0	0
Free Cash Flow	52	4	24	41	52	54
Net Cash Flow	37	3	23	40	51	54
재무활동현금흐름	1	-4	-10	-17	-25	-32
+ 단기차입금의 증가(감소)	15	1	1	1	1	1
+ 유동성장기부채의 증가(감소)	0	0	0	0	0	0
+ 사채의 증가(감소)	0	4	0	0	0	0
+ 장기차입금의 증가(감소)	-2	0	0	0	0	0
+ 기타 이자발생자산부채의 증감	0	0	0	0	0	0
+ 자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0	0
+ 자기주식의처분(취득)	0	0	0	0	0	0
- 배당금의 지급	-9	-9	-11	-18	-25	-32
+ 기타	-2	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0	0
현금 및 현금성 자산의 증가	38	-1	13	23	26	22
기초 현금 및 현금성자산	12	50	49	62	85	112
기말 현금 및 현금성자산	50	49	62	85	112	134

VALUATION (I)

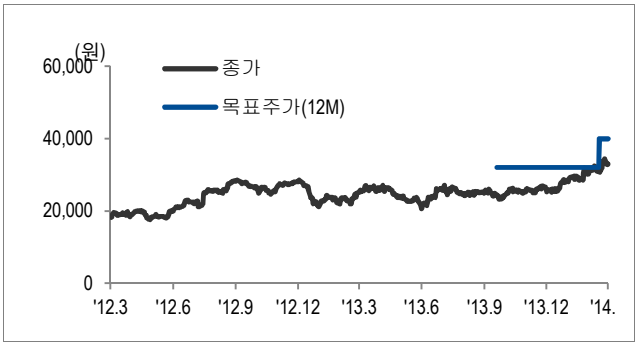
(십억원)	2013/12A	2014/12E	2015/12F	2016/12F	2017/12F	2018/12F
WACC (%)						
부채비용 (COD)	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
평균부채비용	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
조정 (세금 등)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
자기자본비용 (COE)	6.6	7.6	6.8	7.0	6.9	6.7
무위험수익률	3.0	4.0	3.2	3.4	3.3	3.1
주식리스크 Premium	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6
WACC	5.0	5.4	5.1	5.2	5.2	5.1
전년대비 변동률 (%p)	0.6	0.4	-0.3	0.1	0.0	0.0
RIM						
Spread (FROE-COE) (%)	5.0	5.6	7.5	7.7	8.1	8.2
Residual Income	16.8	20.4	27.1	31.3	35.6	38.3
12M RIM Target Price (W)	40,289					
EVA						
투하자본	308.8	357.1	392.1	417.1	439.6	461.9
영업용비유동자산	45.1	43.8	41.2	40.6	40.8	41.8
순운영자본	263.7	313.3	350.9	376.5	398.8	420.1
세후영업이익	37.7	52.5	63.9	71.2	78.0	83.5
EBIT	49.5	68.6	83.5	93.1	101.9	109.2
(세금)	11.8	16.1	19.6	21.9	23.9	25.7
ROIC (%)	12.2	15.8	17.1	17.6	18.2	18.5
ROIC - WACC (%)	7.1	10.3	12.0	12.4	13.0	13.4
EVA	22.0	36.9	47.0	51.8	57.3	62.0
DCF						
EBIT	49.5	68.6	83.5	93.1	101.9	109.2
+ 유/무형자산상각비	6.3	6.3	6.6	6.6	6.8	7.1
- 세금	-11.8	-16.1	-19.6	-21.9	-23.9	-25.7
- CAPEX	-0.9	-5.0	-4.0	-6.0	-7.0	-8.0
- 영업용자본의 증가 (+감소)	2.1	-49.6	-37.6	-25.6	-22.3	-21.3
Free Cash Flow for Firm	40.9	103.4	104.1	97.3	100.0	103.9
Enterprise Value						
+ 시가총액	926	1,184	1,184	1,184	1,184	1,184
+ Net debt (-cash)	-36	-30	-43	-65	-92	-113
+ 비지배주주지분	-2	3	10	18	27	36
Enterprise Value	887	1,157	1,152	1,137	1,120	1,107
- 투자자산	4	5	5	6	6	6
EV (조정후)	883	1,152	1,147	1,132	1,114	1,101
EV/ EBITDA (X)	15.9	15.4	12.8	11.4	10.3	9.5
EV/ EBIT (X)	17.9	16.9	13.8	12.2	11.0	10.1
EV/ EBITDA (조정후) (X)	15.8	15.4	12.7	11.4	10.2	9.5
EV/ EBIT (조정후) (X)	17.8	16.8	13.7	12.2	10.9	10.1
주당EBIT (W)	1,377	1,908	2,324	2,589	2,835	3,037
주당EBITDA (W)	1,553	2,084	2,507	2,772	3,024	3,233

VALUATION (II)

	2012/12A	2013/12F	2014/12F	2015/12F	2016/12F	2017/12F
PER, PBR & PCR						
PER (X)	23.8	24.6	20.5	18.2	16.4	15.2
PER (High,X)	26.4	25.8	21.4	19.1	17.1	15.9
PER (Low.X)	18.7	18.8	15.6	13.9	12.5	11.6
EPS (W)	1,080	1,339	1,610	1,809	2,014	2,167
PBR (X)	2.7	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2
PBR (High,X)	3.0	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3
PBR (Low,X)	2.1	2.4	2.1	1.9	1.8	1.7
BPS (W)	9,648	10,687	11,797	12,905	14,019	14,987
PCR (X)	15.1	15.9	13.1	11.9	10.9	10.2
CFPS (W)	1,703	2,074	2,512	2,768	3,033	3,233
PSR & PEG						
PSR (End)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
주당매출액 (W)	69,466	82,532	92,433	99,175	105,048	110,670
PEG (X)	1.3	1.7	2.0	2.2	-0.2	-0.2
PER/ 주당EBIT 증감률 (X)	1.0	1.7	2.2	2.5	N/A	N/A
PER/ 주당EBITDA 증감률 (X)	1.1	1.9	2.3	2.6	N/A	N/A
주당EPS CAGR (3년) (%)	18.7	14.6	10.4	8.2	N/A	N/A
주당EBIT CAGR (3년) (%)	23.4	14.1	9.3	7.3	N/A	N/A
주당EBITDA CAGR (3년) (%)	21.3	13.2	8.8	7.1	N/A	N/A
Profitability Breakdown						
투자수익률						
총자산이익률 (ROA) (%)	5.2	6.2	6.7	6.8	7.0	7.0
투하자본이익률 (ROIC) (%)	12.2	15.8	17.1	17.6	18.2	18.5
EBITDA/ 자기자본 (%)	16.2	19.4	20.7	20.7	20.5	20.2
EBITDA/ 총자산 (%)	7.0	8.1	8.8	8.9	9.0	9.1
ROE Breakdown						
자기자본이익률 (ROE) (%)	11.7	13.2	14.3	14.6	15.0	14.9
순이익/매출액 (%)	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.0
매출액/총자산 (X)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1
총자산/자기자본 (평균,%)	238.3	251.7	254.7	252.2	249.0	246.3
Stability & Turnover						
장기부채비율						
순부채(현금)/ 자기자본 (%)	-10.5	-7.9	-9.8	-13.6	-17.2	-19.7
총부채/ 자기자본 (%)	129.6	137.7	137.0	132.1	127.0	123.4
순이자비용/ 매출액 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT/ 순이자비용 (X)	95.3	71.6	74.7	80.3	85.7	89.8
단기유동성비율						
유동비율 (%)	168.2	166.7	168.2	171.3	174.7	177.1
당좌비율 (%)	160.2	158.6	160.1	163.2	166.6	169.0
현금비율 (%)	11.4	9.4	10.7	13.6	16.9	19.2
자산회전율						
재고자산회전율 (X)	85.4	76.3	74.2	72.7	72.3	72.1
매출채권회전율 (X)	4.1	4.3	4.1	4.1	4.0	4.0
순운전자본회전율 (X)	9.4	10.3	10.0	9.8	9.7	9.7
Dividend						
배당수익률 (%)	1.0	0.9	1.5	2.1	2.7	3.6
총현금배당금 (십억원)	9	11	18	25	32	43
보통주 주당현금배당금(W)	250	300	500	700	900	1,200
주식및 주가 Data						
총발행주식수 (mn)	36	36	36	36	36	36
보통주 (mn)	36	36	36	36	36	36
우선주 (mn)	0	0	0	0	0	0
가중평균주식수 (보통주) (mn)	36	36	36	36	36	36
가중평균주식수 (FD) (보통주) (mn)	36	36	36	36	36	36
액면가 (W)	500	500	500	500	500	500

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
아이마켓코리아	122900.KS	2014.03.27.	Buy	40,000원(12개월)
		조사분석제한(2013.12.13~2014.03.06)		
		2013.10.14	Buy	32,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings)

1. 대상기간: 12개월
2. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준 종목의 목표수익률이
   - Strong Buy : Buy 등급 중 High Conviction 종목
   - Buy : 15% 초과
   - Hold : 0% ~ 15%
   - Reduce : 0% 미만

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 "아이마켓코리아"의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.wooriwm.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.