

유통 (중립/Maintain)

영원한 1등은 없다

[유통]

김명주

02-3774-1458

myoungjoo.kim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Summary & Investment point	3
II. 1위 사업자의 부진 지속	4
1위 사업자의 부진 지속	4
III. 영원한 1등은 없다	8
영원한 1등은 없다, 신흥 강자의 탄생	8
IV. 1위 사업자, 점유율 회복 전략에 주목	13
점유율 회복 가능성에 주목	13
Company	14
이마트 (139480)	15
롯데하이마트 (071840)	19
지어소프트 (051160)	24

I. Summary & Investment point

영원한 1등은 없다

기존 오프라인 유통사의 입지를 위협하는 신형 강자들이 탄생하고 있다. 쿠팡을 필두로 한 마켓컬리, 오아시스 등 차별화를 이룬 신형 강자들이 기존 시장 내 1위 사업자의 점유율을 잠식하고 있다. 이에 따라 기존 1위 사업자인 1) 오프라인: 롯데쇼핑과 이마트, 2) 온라인: 이베이 코리아의 영향력이 감소하고 있다.

향후 전통 유통 강자가 1) 객수회복을 이끌 수 있는 차별화된 전략이나 2) 객단가 상승이 가능한 SKU 차별화가 이루어지지 못한다면 점유율 하락은 지속될 것으로 판단한다.

1위 사업자의 부진 지속

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

자료: 미래에셋대우 리서치센터

투자 전략1: 1위 사업자의 점유율 회복 가능성에 주목

소매시장 내 1위 사업자인 오프라인 유통사가 산업 내 점유율 회복이 가능할 경우 주가 반등이 가능하다. 현재 오프라인 유통사의 일차적인 점유율 회복 전략은 온라인으로의 소비 이전으로부터 자유로운 카테고리 (ex 주류, 신선식품)의 매출 증대이다. 오프라인 채널이 강점을 가져갈 수 있는 카테고리의 의미 있는 매출 성장이 이루어질 경우 유통 산업 내 점유율 회복 가능하다.

장기적으로 산업 내 점유율 유지 및 확대를 위해서 충성고객 확보가 이루어져야 한다. 작년 하반기부터 온라인으로의 빠른 소비 이전에 따라 기존 오프라인 유통사의 많은 충성고객이 이탈했다. 향후 오프라인 유통사가 유통 인프라를 활용한 차별화된 전략 (ex 차별화된 멤버십, 유통 인프라를 활용한 차별화된 배송 서비스 등)을 확보할 경우 점유율 회복과 의미 있는 주가 반등이 가능할 것이다.

투자 전략2: 점유율 확대 가능성이 있는 기업에 주목

시장 내 점유율 확대 가능성이 있는 기업의 기업 가치 상승이 예상된다. 현재 소매시장 내 점유율이 의미 있게 확대되고 있는 기업은 쿠팡과, 마켓컬리 그리고 지어소프트(051160 KS)의 자회사인 오아시스이다.

최근 신형 강자들이 1) 차별화된 서비스 강화(ex 배송)와 2) 차별화된 SKU 확대를 통해 경쟁력을 강화하고 있다. 기존 1위 사업자의 점유율 회복 전략이 확보되지 않을 경우 당분간 신형강자들의 점유율 확대 및 기업가치 상승은 지속될 것이다.

점유율 확대 플레이어

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

주: 기업가치는 언론 및 당사 추정치임. 정확한 가치가 아님

자료: 미래에셋대우 리서치센터

II. 1위 사업자의 부진 지속

1위 사업자의 부진 지속

유통 내 1위 사업자의 부진이 지속되고 있다. 부진 원인은 1) 신형 강자의 약진과 2) 신규 카테고리 킬러의 등장, 그리고 외부 환경 변화(ex 온라인 소비이전 가속화)에 따른 3) 경쟁력 약화 때문이다. 이에 따라 유통 내 1위 사업자들의 시장 내 점유율 하락 및 주가 부진이 발생했다.

향후 1위 사업자가 차별화된 전략을 통해 1) 온·오프라인 객수 회복과 2) 물가 상승 이상의 객단가 상승을 이루지 못한다면 점유율 하락과 실적 부진은 지속될 것으로 판단한다.

이베이 코리아의 점유율 하락

기존 온라인 점유율 1위 업체인 이베이 코리아의 점유율이 지속적으로 하락하고 있다. 그 이유는 차별화된 온라인 플레이어의 등장 때문이다. 포털 사이트의 본격적인 커머스 강화 또한 단순 셀러에게 판매 공간을 제공하던 오픈마켓의 비즈니스 경쟁력을 약화 시키는 요인이다.

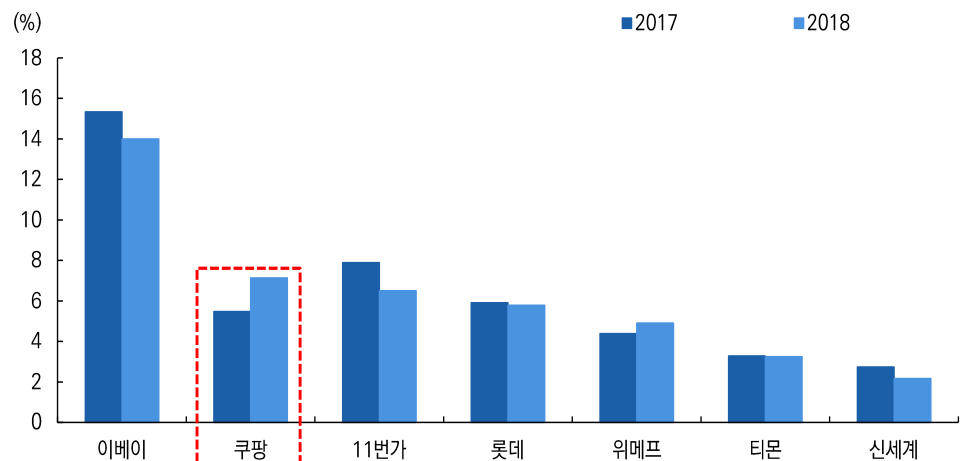
이에 따라 이베이 코리아는 스마일 클럽을 통한 충성 고객 확보 및 배송 차별화에 나서고 있다. 그러나 단순 가격 할인 및 추가 적립금이 혜택이 주가 되는 스마일 클럽의 효과는 크지 않은 것으로 판단된다. 대부분의 카테고리 내 가격 검색이 동반되는 국내 전자상거래 시장 내에서는 가격 할인 이상의 차별화가 필요하다.

국내 온라인 플레이어 중 차별화를 이룬 쿠팡의 약진은 이베이 점유율 하락의 가장 큰 요인이다. 1) 압도적인 직매입 SKU(현재 기준 약 522만개)와 2) 로켓 배송 서비스로 충성 고객을 지속적으로 확대해 나가고 있기 때문이다.

향후 쿠팡이 영업이익 개선 및 플랫폼 경쟁력 강화를 위하여 오픈마켓 비즈니스를 본격 강화에 나설 것이다. 이는 이베이코리아의 점유율 하락을 더욱더 가속화 하는 요인으로 작용할 것이다.

또한 무신사(온라인 편집샵/비상장), 암테이블(온라인 수산식품 유통/비상장), 육그램(온라인 축산 유통/비상장) 등 자체 트래픽을 확보해 나가는 신형 카테고리 킬러의 등장 또한 1) 압도적인 SKU와 2) 높은 트래픽이 경쟁력인 이베이 코리아에게 매우 부정적이다.

그림 1. 2017년 vs 2018년 온라인 시장 점유율 추정



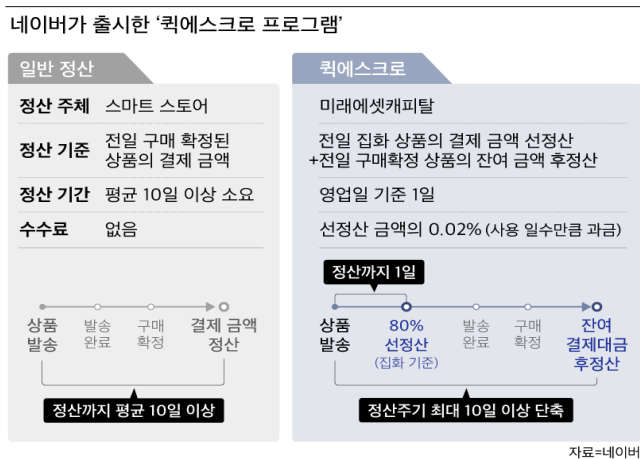
주: 언론보도 및 각 기업 매출액 기반 당사 추정치임
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

유통
영원한 1등은 없다

포털사이트의 커머스 강화 또한 이베이 코리아에게 부정적이다. 이베이코리아는 1) 직매입 및 소셜 커머스 대비 포털사이트를 통한 트래픽 유입률이 높을뿐더러 2) 포털사이트가 커머스 강화 시 진화된 오픈마켓이 될 가능성이 매우 높기 때문이다.

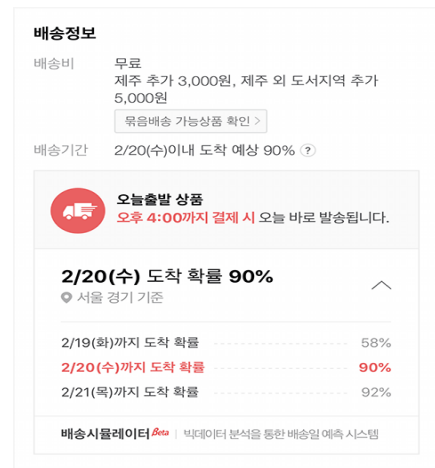
향후 포털 사이트는 자체 쇼핑 거래 금액 증가 및 소비자 체류 시간 확보를 위하여 1) 판매자 편의성 (오픈마켓 입점 감소)와 2) 소비자 편의성 (오픈마켓 구매 감소)을 지속적으로 향상 시켜 나갈 것이다. 포털사이트의 커머스 강화는 장기적으로는 온라인 시장 내 점유율 확보가 요구되는 오프라인 유통사에게도 부정적이다.

그림 2. 네이버 판매자 편의성 향상: '퀵에스크로 프로그램'



자료: 네이버, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 판매자 소비자 편의성 향상: 배송 시뮬레이터



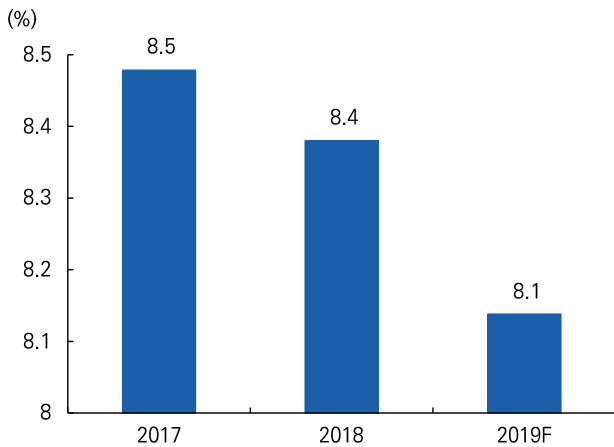
자료: 네이버, 미래에셋대우 리서치센터

전통 유통 공룡의 부진

1) 온라인으로의 빠른 소비 이전과 2) 소매시장 내 신규 카테고리 킬러의 등장으로 전통 오프라인 유통 공룡의 소매시장 내 영향력이 감소하고 있다. 소매시장 내 전통 오프라인 채널의 19년도 점유율은 -0.3%p 하락한 8.1%가 예상되며, 전통 유통 공룡 이마트, 롯데쇼핑 점유율 또한 각각 -0.2%p, -0.1%p 하락할 것으로 예상된다.

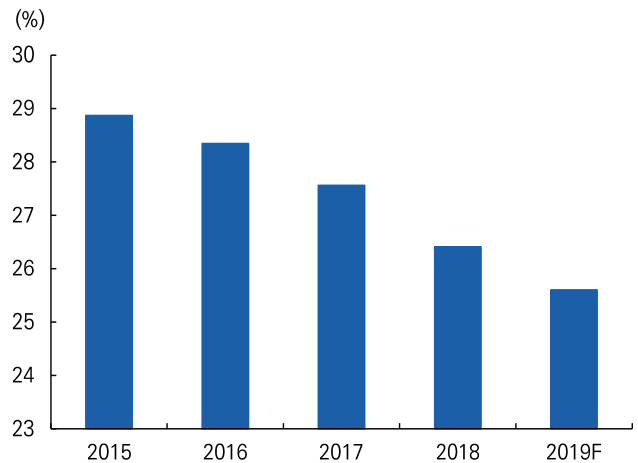
향후 오프라인 유통사가 오프라인 고객 회복 및 객단가 상승을 이끌 수 있는 차별화된 전략이 확보되지 않는다면 점유율 하락은 지속될 것이다. 현재 오프라인 유통사는 온라인으로의 소비로부터 자유로울 수 있는 카테고리의 매출 비중을 확대(ex 술, 명품, 신선식품 등)에 힘쓰고 있다. 향후 충성고객 확보를 위하여 오프라인 유통 인프라를 이용한 차별화 서비스 (ex 빠른 배송, 차별화된 유료 멤버십 등) 또한 제공할 것으로 예상된다.

그림 4. 소매시장 내 롯데쇼핑+이마트 합산 점유율 추이



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

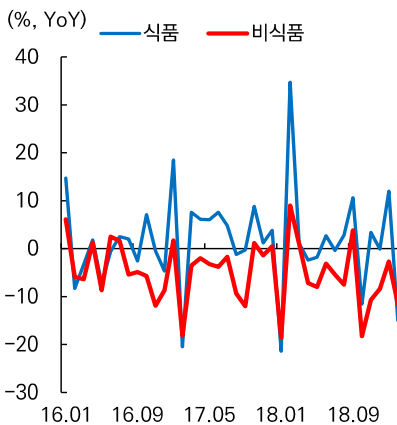
그림 5. 소매시장 내 전통 오프라인 채널 점유율 추이



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

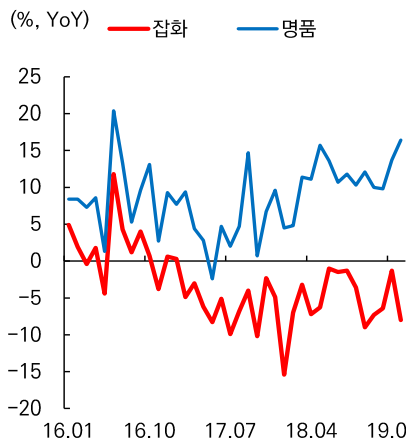
1) 빠른 배달의 보편화와 2) 물류 인프라 확대에 따라 온라인으로의 소비 이전이 가속화되면서 오프라인 유통사의 잡화, 가전 등 일반 제품 매출이 지속적으로 하락하고 있다. 가장 정형화된 카테고리 중 하나인 가전의 온라인 침투율은 17년 32%수준에서 18년 38%까지 올라왔다. (vs 18년 소매시장 온라인 침투율(자동차 제외) 31%) 이에 따라 오프라인 유통사는 온라인으로의 소비 이전에서 자유로운 카테고리인 명품, 주류, 신선식품의 카테고리를 확대하고 있다.

그림 6. 할인점 식품 vs 비식품 매출 성장



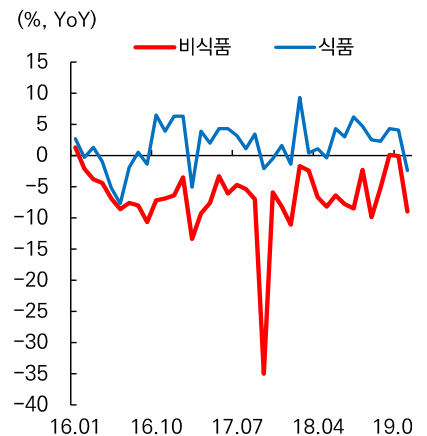
자료: 산업통상자원부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 백화점 명품 vs 잡화 매출 성장



자료: 산업통상자원부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 슈퍼마켓 식품 vs 비식품 매출 성장

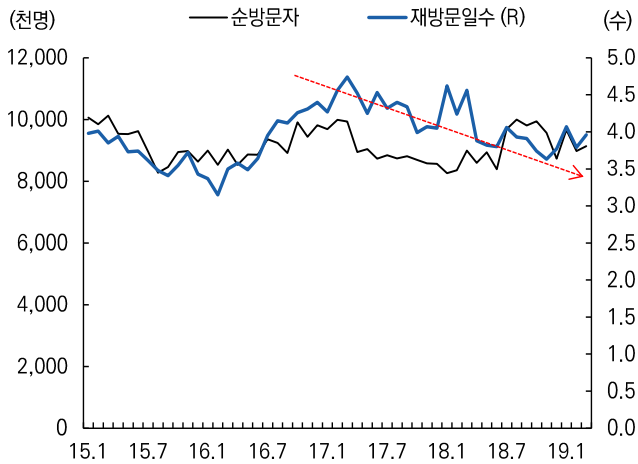


자료: 미래에셋대우 리서치센터

쿠팡을 필두로 마켓컬리, 오아시스마켓 등 오프라인 유통 업체의 점유율을 뺏어가는 카테고리 킬러가 지속적으로 등장하고 있다. 1) 물류 기술 발달 따른 배송 편의성 증가와 2) 1·2인 가구 증가에 따른 소비자의 구매 패턴 다양화 때문이다.

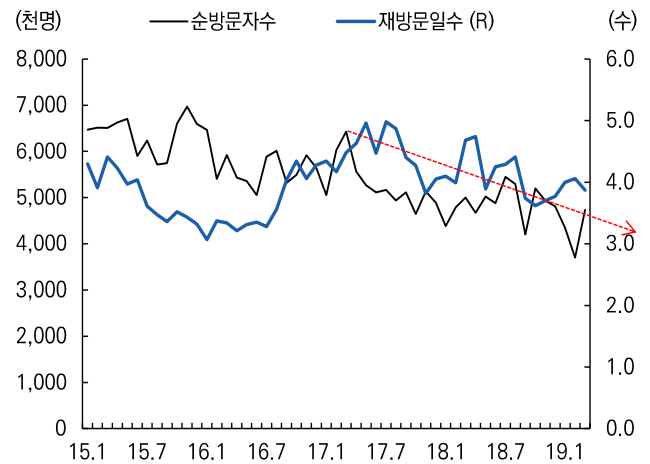
전통 유통 강자의 1) SKU 다변화(ex 프리미엄, 친환경 신선식품 확보 등)와 2) 차별화된 서비스(ex 근거리 배송, 유료 멤버십 등) 확보가 이루어지지 못할 경우 신흥 카테고리 킬러의 약진은 향후에도 지속될 것이다.

그림 9. ssg.com 순방문자·재방문일수 추이



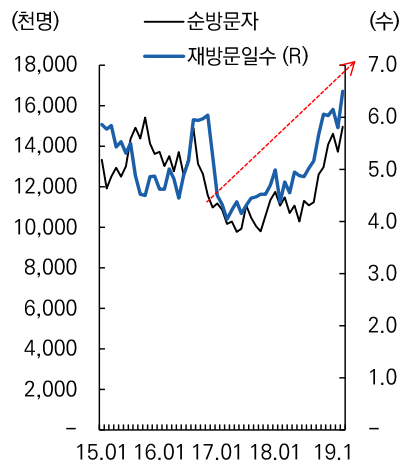
자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 롯데닷컴 순방문자·재방문일수 추이



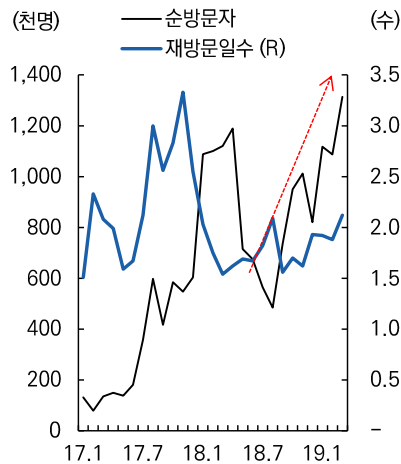
자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 쿠팡 순방문자·재방문일수 추이



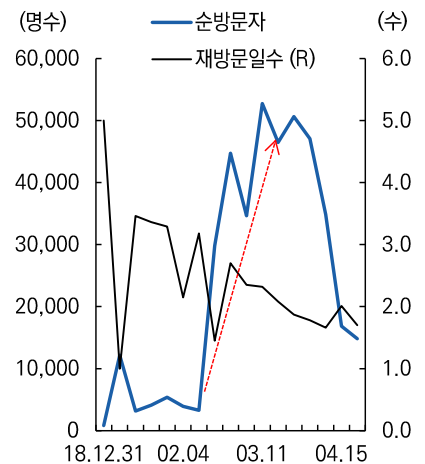
자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 마켓컬리 순방문자·재방문일수 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 오아시스마켓 순방문자·재방문일수 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

III. 영원한 1등은 없다

영원한 1등은 없다, 신형 강자의 탄생

기존 오프라인 유통사의 입지를 위협하는 신형 강자들이 탄생하고 있다. 전통 유통 강자가 1) 객수 회복을 이끌 수 있는 차별화된 전략이나 2) 객단가 상승이 가능한 SKU 차별화(ex 프리미엄 친환경 제품 등)가 이루어지지 못한다면 쿠팡을 필두로 마켓컬리, 오아시스마켓 등 1위 업체의 점유율을 잠식하는 신형강자들의 약진이 지속될 것이다.

쿠팡 - 빠른 외형성장 지속, 온·오프라인 유통사에 부정적

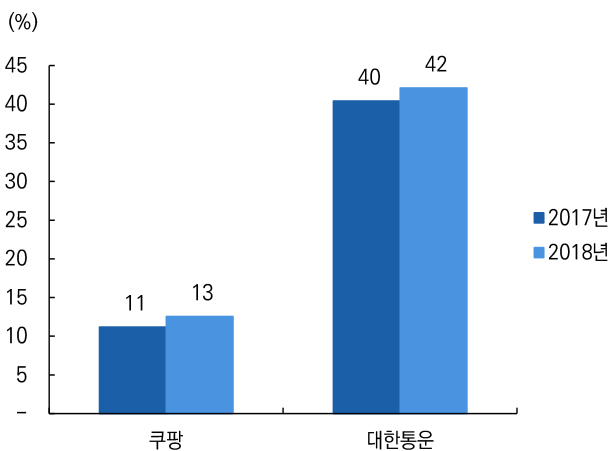
2019년 쿠팡의 거래 금액은 12조원을 상회할 것으로 예상된다. (vs 18년 거래금액 7~7.5조원, M/S 6.5~7%) 1) 차별화된 배송과 2) 압도적인 SKU 경쟁력을 가진 쿠팡의 빠른 약진은 온·오프라인 유통사의 객수 하락에 영향을 미칠 것이다. 더 나아가 1위 유통사의 소매시장 내 점유율 하락에도 기여할 것으로 판단한다.

향후 쿠팡은 수익성 개선을 위하여 1) 외형 성장을 통한 규모의 경제 달성 전략과 2) 수수료 증대 전략을 펼칠 것이다.

로켓 배송 관련 고정비가 높은 쿠팡은 1) 로켓맨의 택배 단가 하락과 2) 인프라 등의 고정비 커버를 위하여 1차적으로 외형 성장이 필요하다. 네이버에 재리스팅(18.11)한 이유도 택배 물동량 확보 때문이라 판단한다. 당분간 쿠팡은 외형 성장을 위한 광고 및 프로모션을 지속할 것으로 판단하며 이에 따른 1) 빠른 물동량 증가와 2) 온라인 시장 내 점유율 확대를 예상한다.

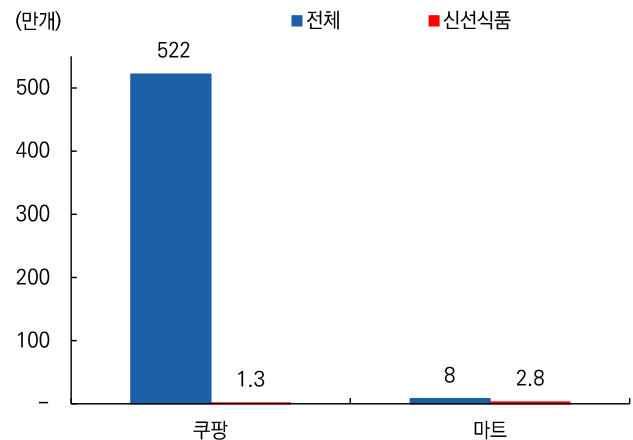
또한 플랫폼 경쟁력을 바탕으로 수수료 수익 증대에 힘쓸 것이다. 고정비가 거의 들지 않는 수수료 수익의 증가는 쿠팡의 영업이익 개선에 크게 기여 가능하다. 방안으로는 1) 플랫폼 확장(ex 쿠팡이츠)과 2) 오픈마켓 및 광고 수익 확대가 될 것으로 예상된다.

그림 14. 쿠팡, 택배시장 내 점유율 추정



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

그림 15. 쿠팡 SKU vs 할인점 SKU 비교



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

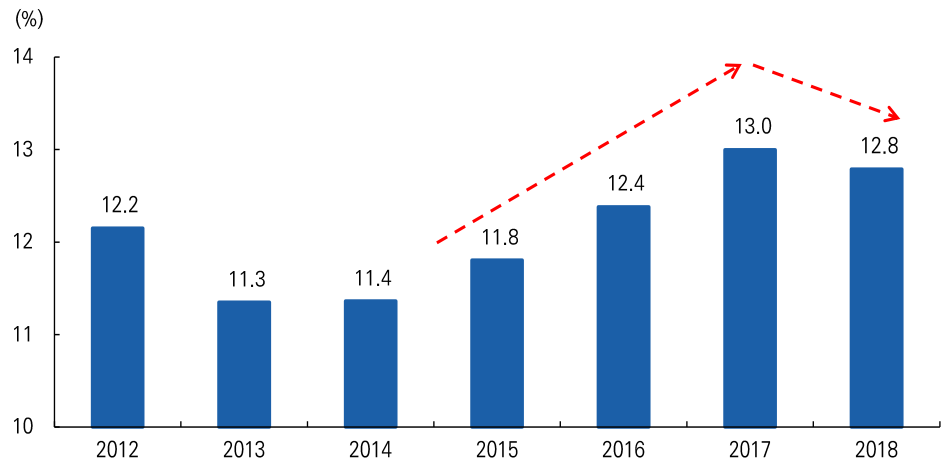
마켓컬리 - 온라인 식품시장 내 점유율 확대 중

마켓컬리의 온라인 식품 시장 내 점유율이 확대되고 있다. 당사 추정 기준 15년도 0.1% 수준이었던 마켓컬리의 점유율은 18년도 2.1%까지 높아졌다. 특히 이마트의 온라인 신선식품 점유율이 하락했던 2018년도 마켓컬리의 점유율 개선 폭이 가장 컸다.

마켓컬리의 약진은 기존 온라인 신선식품 1위 사업자 이마트의 입지를 약화시킨다. 현수준의 마켓컬리는 SKU가 적기 때문에(약 5,000개) 압도적인 SKU와 물류 인프라를 갖춘 쿠팡처럼 오프라인 내 이마트의 입지는 위협하지는 못한다. 그러나 차별화된 1) 새벽 배송과 2) SKU는 이마트의 온라인 식품 성장 둔화에는 충분히 기여하고 있다고 판단한다.

향후 마켓컬리가 지속적인 투자 유치 혹은 유통사의 제휴를 통해 1) 배송 커버리지 및 (ex: 새벽 ->전시간) 2) 차별화된 SKU를 확대 해나간다면 오프라인 이마트의 입지에도 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다.

그림 16. 이마트 신선식품 시장 내 점유율 추정

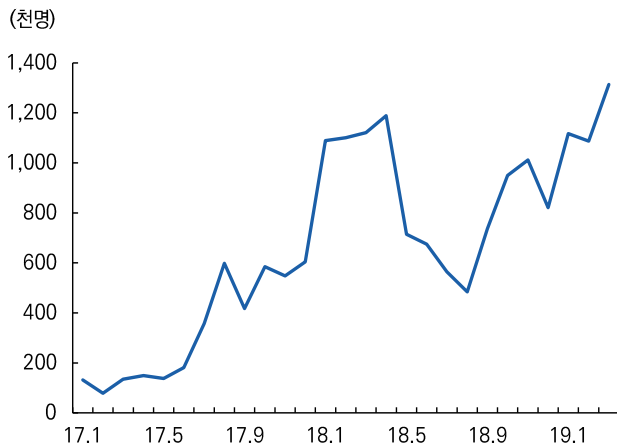


주1: 이마트 총매출 중 30%를 신선식품으로 가정

주2: 2017년 이전 통계자료는 통계 자료 기준 변경에 따라 자체 조정함

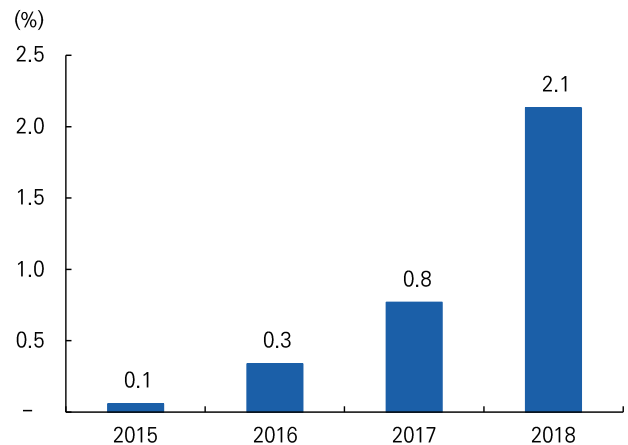
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. 마켓컬리 트랙픽 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 온라인 신선식품 시장 내 마켓컬리 점유율 추정



주: 마켓컬리 매출 중 40%를 신선식품으로 가정

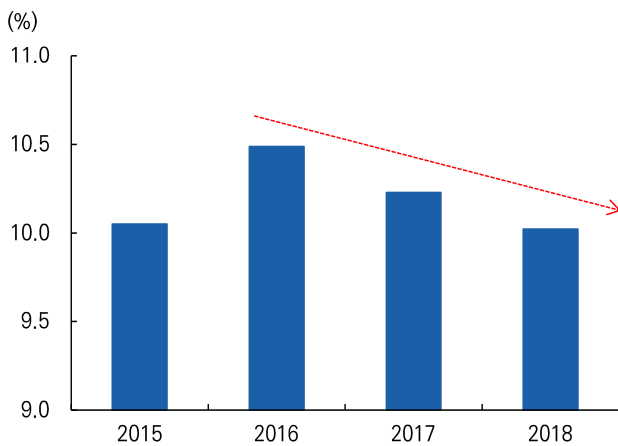
자료: 국가통계포털, 마켓컬리, 미래에셋대우 리서치센터

오아시스 – 오프라인에서 온라인으로

지어소프트(051160 KS/Not Rated)의 자회사인 친환경 슈퍼마켓 오아시스가 약진하고 있다. 오아시스는 유기농 신선식품을 판매하는 회사로 18.8월부터 온라인 배송을 시작했다. 직영 매장 38개 및 대리점을 포함한 71개의 점포를 보유하고 있으며 물류센터 및 일부 매장을 통해 배송 서비스를 진행하고 있다. 1) 가격 경쟁력과 2) 배송 차별화를 이룬 친환경 신선식품 판매 회사인 오아시스는 기존 상위 슈퍼마켓 기업의 점유율 하락에 기여하고 있다고 판단한다.

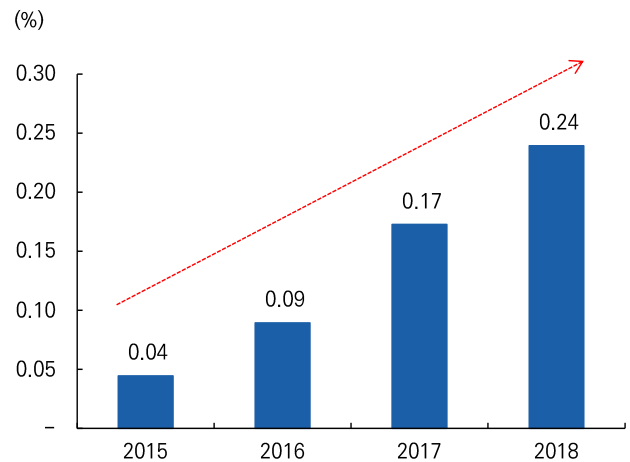
2018년 온라인 매출 비중은 미비하나 현재 50%MoM 성장과 일 결제 금액 1억원을 돌파했다. 향후 1) 온라인 배송 capa 및 배송 커버리지가 확대되고 2) SKU 또한 증가할 경우 기존 슈퍼 및 할인점 1위 사업자의 온라인 성장 둔화에 기여할 것으로 예상된다.

그림 19. 상위 3사 슈퍼마켓 점유율 추이



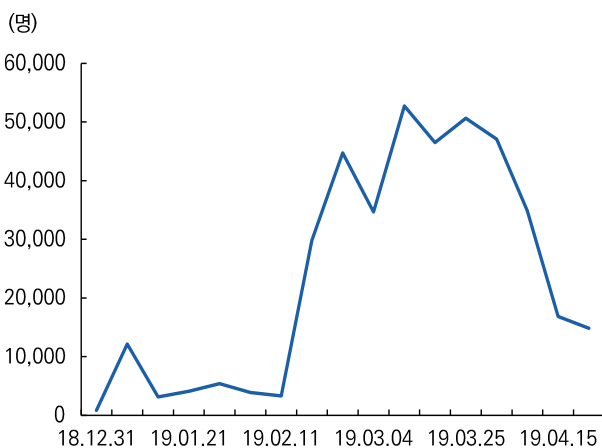
주: 상위 3사는 GS슈퍼, 이마트에브리데이, 롯데슈퍼임
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 슈퍼시장 내 오아시스 점유율 추이



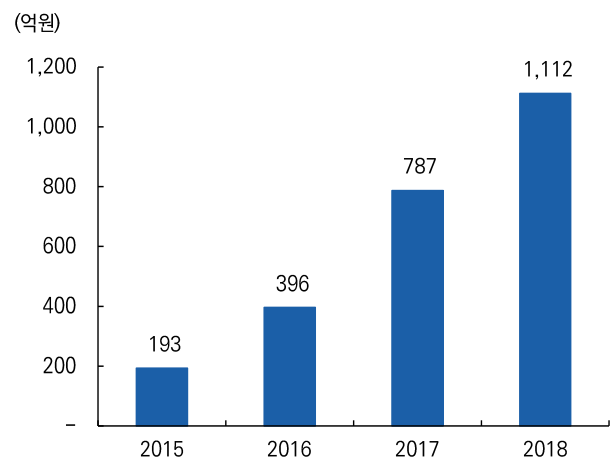
자료: Dart, 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 오아시스마켓 온라인 트래픽 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 오아시스 매출 추이



자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

신흥 카테고리 킬러의 등장

온·오프라인 유통 1위 사업자의 트래픽 분산을 유발하는 신흥 카테고리 킬러가 등장하고 있다. 1) 물류 기술 발전에 따른 빠른 배달의 보편화와 2) 1·2인 가구 증가에 따른 소비자의 구매 패턴 다양화 때문이다. 단일 카테고리 내 경쟁력을 가진 신흥 카테고리 킬러의 지속적인 등장과 약진은 기존 유통 산업 내 1위 사업자의 점유율이 하락에 기여한다.

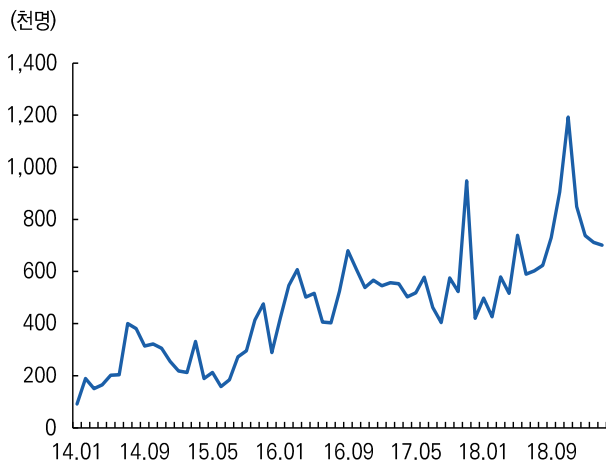
온라인 편집샵 '무신사' - 유통사 패션 잡화 매출 둔화에 기여

온라인 패션 편집샵 무신사의 약진은 온·오프라인 유통사의 패션 잡화 매출 둔화에 영향을 미친다고 판단한다. 무신사는 18년도 매출액 1,081억원(60% YoY), 영업이익 269억원(15% YoY)을 기록하여 외형 성장을 지속하고 있다. 회원수 또한 18년 말 기준 470만명을 기록하여 16년 100만명 대비 4배 이상의 고객을 확보했다. 금년 무신사의 거래금액 목표는 1.1조원이다.(145% YoY)

무신사가 꾸준한 외형 성장을 이룰 수 있었던 이유는 1) 큐레이팅을 통한 충성고객 유지 및 2) 차 MD 경쟁력을 통한 차별화된 제품 확보를 통한 신규고객 유입이 모두 가능했기 때문이다. 무신사의 플랫폼 경쟁력이 높아지면서 18년 무신사의 수수료 매출은 71%YoY 신장했다.

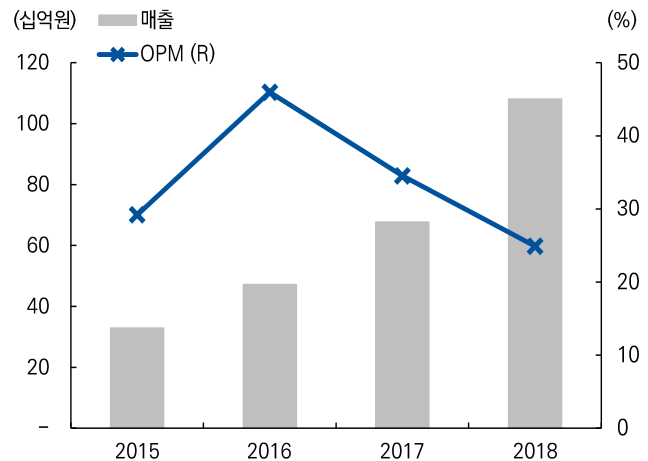
1) 충성고객 확보에 성공하고 2) 플랫폼 경쟁력 또한 갖춘 무신사의 약진은 지속될 것이다. 이에 따라 1) 온·오프라인 유통사의 패션 잡화 매출 둔화와 2) 트래픽 이탈 및 회복 둔화를 예상한다.

그림 23. 무신사 순방문자 추이



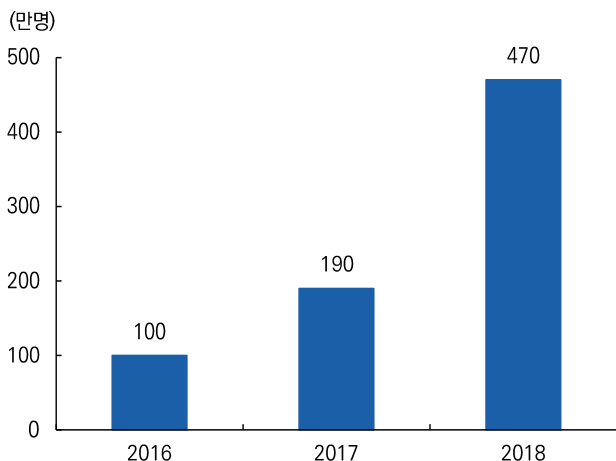
자료: 코리아 클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 무신사(그랩) 매출 추이



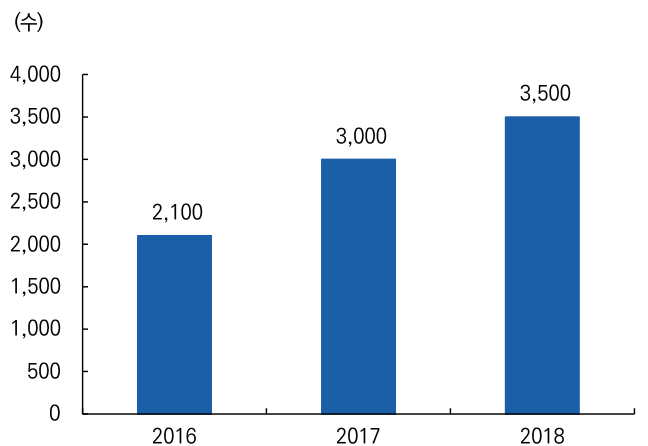
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 무신사 누적회원수 추이



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 무신사 입점 브랜드 수 추이



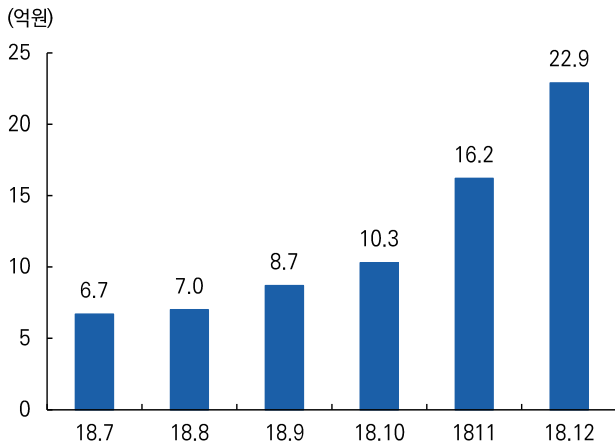
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

온라인 수산물 커머스 기업 ‘암테이블’ - 유통사 신선식품 매출 둔화에 기여

암테이블은 수산물을 직매입 후 직접 가공하여 판매하는 온라인 수산물 기업이다. 할인점 및 시장 등 기존 오프라인 유통 채널이 독점하던 수산물 시장 내 등장한 카테고리 킬러이다. **암테이블과 같은 신선식품 시장 내 신흥 강자의 탄생은 기존 유통사의 신선 식품 매출 및 객수 둔화에 영향을 미칠 것이라 판단한다.**

암테이블은 창업 후 110억원의 투자 유치에 성공했다. 현재 4곳의 프로세싱센터와 1곳의 센트럴 키친을 운영하고 있다. 금년 매출 목표 310억원 이상이며 투자 후 매출이 빠르게 증가하고 있다.

그림 27. 암테이블 월매출 추이



자료: 언론 보도, 미래셋대우 리서치센터

그림 28. 암테이블 ‘바다먹자’에서 주문한 회



자료: 네이버 블로그, 미래셋대우 리서치센터

‘온라인 축산유통 기업’ 육그램 - 유통사 신선식품 매출 둔화에 기여

육그램은 직매입을 통하여 1) 육류 당일 배송과 2) 음식점을 대상으로 하는 B2B 서비스까지 제공하는 온라인 축산 유통 기업이다. 할인점과 백화점 및 정육점이 독점하던 축산 유통 시장 내 등장한 카테고리 킬러이다. **육그램과 같이 기존 오프라인이 독점하던 시장 내 신흥 강자의 탄생은 기존 유통사의 경쟁력 약화에 영향을 미친다고 판단한다.**

육그램은 금월 30억원 규모의 시드 투자를 유치했다.

그림 29. 육그램 회사 설명

편리한 주문, 편리한 배송

인터넷에서 쉽게 주문해도 배송을 기다리는 건 늘 어렵습니다. 특히 신선식품은 배송 중 상한진 압을 걱정도 되구요 육그램은 주문한 당일 도착합니다. 배송 걱정 없이 주문하세요.

전문가가 엄선한 품질

비싼 고기인데, 먹어보고 싶 수가 없으니 답답할 노릇이죠. 육그램의 모든 고기는 식품전문가, MD, 셰프 등이 시식하여 엄선된 제품만을 판매하고 있습니다. 또한 고가의 고기집이나 레스토랑에서만 만날 수 있었던 숙성육을 집에서 손쉽게 맛 볼 수 있게 소포장하여 판매합니다.

합리적인 가격

산지 거래처와 직접 계약하여 불필요한 유통단계를 줄였습니다. 포장재는 아이스박스 대신 보냉백으로 간편하고 안전하게 제공합니다. 유통에 필요한 부가비용을 줄이고 상품가격의 거품을 뺐습니다.

자료: 육그램 홈페이지, 미래셋대우 리서치센터

그림 30. 육그램, B2B사업 진출



자료: 육그램, 미래셋대우 리서치센터

Ⅳ. 1위 사업자, 점유율 회복 전략에 주목

점유율 회복 가능성에 주목

기존 1위 사업자인 오프라인 유통사가 산업 내 점유율 회복이 가능할 경우 주가 반등 가능하다. 현재 오프라인 유통사의 일차적인 점유율 회복 전략은 온라인으로의 소비 이전으로부터 자유로운 카테고리 매출 증대이다.

현재 할인점 내 식품 매출 비중은 60% 수준이다.(신선식품 약 30-35% 추정) 잡화 등의 매출 부진에 따라 식품 매출 비중이 커지고 있으나 매출 성장 폭은 크지 않다. 향후 식품, 특히 신선식품의 의미 있는 매출 성장이 가능하다면 오프라인 채널 객수 회복 및 시장 내 점유율 회복 또한 가능할 것으로 예상된다.

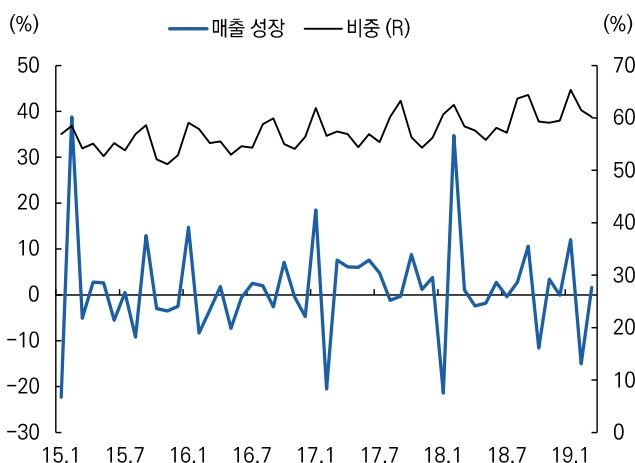
향후 오프라인 유통사가 신규 고객 유입 및 충성고객 확보가 가능한 차별화된 전략(ex 차별화된 멤버십, 오프라인 유통 인프라를 활용한 서비스 등)까지 확보할 경우 주가 회복 및 빠른 실적 개선 또한 가능할 것으로 예상된다.

표 1. 오프라인 유통사 점유율 회복 전략

기업	전략
이마트	신선식품 및 주류 매출 증대 일부 카테고리에 한하여 최저가 전략
롯데마트	SKU 축소 및 입점 업체 확대 일부 카테고리 한하여 최저가 전략
롯데백화점	명품 강화, 프리미엄 가전 강화
신세계백화점	명품 강화, SSG.COM을 통한 온라인 매출 확대
현대백화점	명품 강화, 주류(와인) 매출 증대

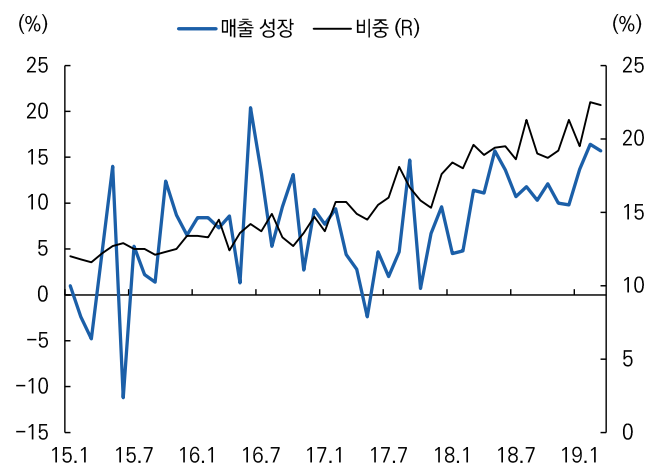
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 할인점 내 식품 매출 비중 및 성장



자료: 산업통상자원부, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 백화점 내 명품 매출 비중 및 성장



자료: 산업통상자원부, 미래에셋대우 리서치센터

Company

이마트 (139480/매수) 온·오프라인 객수 회복 전략에 주목

- 반등 조건, 온·오프라인 객수 회복 전략 확보
- 2Q19 까지 부진은 불가피
- 목표주가 24만원, 투자의견 매수 유지

롯데하이마트 (071840/Trading buy) 가장 큰 위험은 온라인 가격 검색

- 가전은 온라인 가격 검색이 가장 쉬운 카테고리
- 입주 물량 감소, 대형가전 수요 감소
- Trading buy, 목표주가 55,000원으로 하향 조정

지어소프트 (051160/Not Rated) 오아시스, 기업가치는 얼마인가?

- 신흥 카테고리 킬러의 등장
- 점유율 확대 가능성 존재
- 오아시스, 기업가치는 얼마인가?

이마트 (139480)

온·오프라인 객수 회복 전략에 주목

대형할인점

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	240,000원
현재주가(19/05/03)	170,500원
상승여력	41%
영업이익(19F, 십억원)	507
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	515
EPS 성장률(19F, %)	-8.8
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.2
P/E(19F, x)	11.6
MKT P/E(19F, x)	12.2
KOSPI	2,196.32
시가총액(십억원)	4,753
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	71.4
외국인 보유비중(%)	46.3
베타(12M) 일간수익률	0.49
52주 최저가(원)	170,500
52주 최고가(원)	277,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.4 -16.0 -35.5
상대주가	-1.1 -19.8 -27.0



반등 조건, 온·오프라인 객수 회복 전략 확보

이마트의 주가 반등 조건은 온·오프라인 객수 회복 전략의 확보이다. 1) 온라인으로의 빠른 소비 이전에 대응할 수 있는 오프라인 객수 확보 전략과 2) 쿠팡, 마켓컬리 등으로부터 점유율을 방어할 수 있는 온라인 전략이 필요하다.

현재 이마트는 오프라인 매장 내 식품 및 주류 카테고리 강화에 나서고 있다. 식품, 주류 등의 카테고리가 온라인으로의 소비이전으로부터 자유롭고 오프라인 매장이 우위를 가져갈 수 있는 카테고리이기 때문이다. 이에 따라 비식품 SKU 감소와 할인점 내 입점 업체 확대를 예상한다.

또한 온라인 충성고객 확보 및 거래금액 증가를 위하여 온라인 명품 및 신선식품 SKU 확대를 예상한다. 향후 신세계 그룹 유통 인프라를 활용한 차별화된 유료 멤버십 또한 도입될 가능성 또한 크다.

2Q19까지 부진은 불가피

2Q19까지 이마트의 부진은 불가피하다. 1) 전 분기 대비 공휴일 수가 2일 적고(2Q19: 28개 VS 2Q18: 30개) 2) 온라인으로의 빠른 소비 이전에 따라 당분간 비식품 카테고리의 부진이 지속되고 있기 때문이다. 비식품 카테고리의 본격적인 부진은 1) 한국판 블프데이와 2) 쿠팡의 공격적인 마케팅이 시작되었던 18.11월부터였다.

이마트의 오프라인 부진은 온라인으로부터 자유로운 카테고리인 신선식품과 주류 등의 매출 증가가 본격적으로 이루어지기 전까지는 지속될 것이다. 현재 이마트의 신선식품 매출 비중은 오프라인 30% 온라인 35% 수준이다.

목표주가 24만원, 투자의견 매수 유지

이마트 목표주가 24만원, 투자의견 매수 유지한다. 오프라인 객수 감소 및 온라인으로의 소비 이전에 따른 이마트의 부진은 당분간 불가피하다. 온라인 또한 점유율 확보를 위한 프로모션 및 광고 비용의 증가로 영업 적자가 확대가 예상된다. 그러나 향후 이마트는 온·오프라인 객수 회복이 가능한 차별화된 전략 확보 가능성이 높다. 소매시장 내 점유율 유지를 위해서는 오프라인 유통 인프라(ex 매장, 물류센터) 보유가 반드시 필요하다. 단기 부진에도 불구하고 매수 유지하는 이유다.

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

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

유통
영원한 1등은 없다

표 2. 이마트 실적 추정 (별도)

(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	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	3,555	3,943	3,364	14,471	14,896	14,565	14,766
할인점	2,898	2,756	3,110	2,920	2,905	2,699	3,157	2,733	2,839	2,654	3,190	2,697	11,683	11,494	11,379	11,594
트레이더스	352	356	410	403	459	452	537	462	551	582	692	607	1,521	1,910	2,433	2,942
온라인	244	251	278	278	304	297	323	334	380	371	400	414	1,050	1,257	1,565	1,925
순매출액	3,056	2,914	3,322	3,159	3,288	3,108	3,617	3,136	3,324	3,152	3,496	2,940	12,451	13,148	12,912	13,086
매출총이익	919	887	990	945	955	906	1,044	904	937	904	1,058	902	3,741	3,810	3,801	3,961
할인점	803	766	854	811	806	757	874	749	773	731	867	726	3,234	3,186	3,097	3,155
트레이더스	60	62	71	69	78	79	94	78	92	99	118	103	261	328	412	499
온라인	54	57	63	63	78	68	74	74	-	-	-	-	237	293	-	-
영업이익	184	83	207	165	162	55	198	75	141	48	211	117	638	489	517	523
할인점	175	73	193	156	147	41	178	74	138	37	180	100	597	439.7	455.1	463
트레이더스	12	14	15	10	13	16	24	9	16	21	31	12	51	63	80	97
온라인	-4	-4	-2	-3	0	-3	-5	-9	0	0	0	0	-13	-16.4	0	0
YoY 증가율																
총매출액	5.5	8.7	4.2	8.7	5.0	2.7	4.6	-1.9	-0.6	1.4	-3.3	-6.2	6.7	2.9	-2.2	1.4
순매출액	4.9	9.3	4.4	10.1	7.6	6.7	8.9	-0.7	1.1	1.4	-3.3	-6.2	7.0	5.6	-1.8	1.4
매출총이익	6.7	8.7	3.3	8.8	4.0	2.1	5.5	-4.3	-1.9	-0.2	1.3	-0.3	6.8	1.8	-0.2	4.2
영업이익	-2.4	25.4	-9.2	9.3	-12.2	-34.1	-4.1	-54.5	-12.5	-12.8	6.5	56.0	0.8	-23.3	5.7	1.2

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 이마트 실적 추정 (연결)

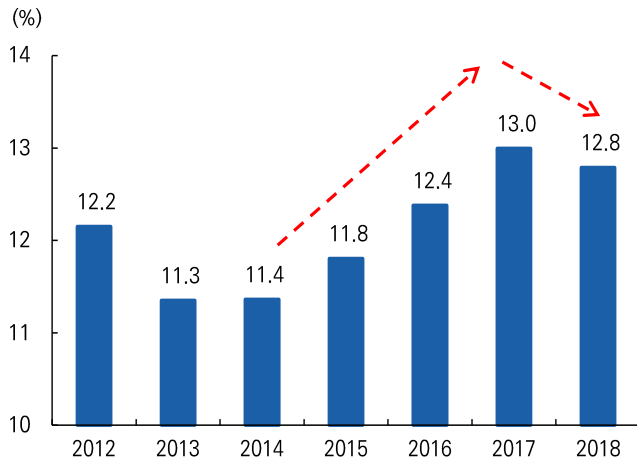
(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	3,899	3,807	4,284	3,887	4,106	3,989	4,727	4,226	4,414	4,406	4,708	4,114	15,515	17,049	17,641	18,263
이마트	3,056	2,914	3,322	3,159	3,288	3,108	3,617	3,136	3,324	3,152	3,496	2,940	12,451	13,148	12,912	13,086
에브리데이	274	289	298	273	279	294	314	288	286	300	317	290	1,133	1,175	1,193	1,210
이마트24	130	171	205	178	208	256	288	287	303	353	381	370	684	1,038	1,407	1,665
조선호텔	153	147	153	89	43	46	48	55	44	47	49	56	542	192	196	202
신세계푸드	285	303	321	299	318	310	337	313	325	333	364	339	1,208	1,279	1,360	1,460
매출총이익	1,100	1,073	1,209	1,139	1,128	1,097	1,259	1,112	1,206	1,219	1,295	1,124	4,375	4,596	4,845	4,980
영업이익	160	55	183	169	154	53	195	61	136	36	213	122	567	463	507	518
이마트	184	83	207	165	162	55	198	75	141	48	211	117	638	489	517	523
할인점	175	73	193	156	147	41	178	74	138	37	180	100	597	440	455	463
트레이더스	12	14	15	10	13	16	24	9	16	21	31	12	51	63	80	97
에브리데이	0	1	3	-2	0	2	5	-1	0	0	0	0	2	5	1	1
이마트24	-13	-10	-11	-17	-12	-10	-7	-10	-11	-10	-6	-6	-52	-40	-33	-26
조선호텔	-5	-7	-2	-5	-1	-1	-4	-2	-4	-4	-1	1	-18	-8	-8	-3
신세계푸드	5	9	9	7	10	7	6	5	7	8	9	8	30	27	31	31
세전이익	173	42	377	159	167	121	253	46	160	39	230	125	800	585	553	585
순이익(지배주주)	130	24	378	84	118	91	192	52	118	29	170	93	616	453	411	434
YoY 증가율																
매출액	7.4	10.2	6.2	11.1	5.3	4.8	10.3	8.7	7.5	10.5	-0.4	-2.7	6.2	9.9	3.5	3.5
영업이익	2.6	17.9	-14.9	11.7	-4.1	-3.8	6.5	-56.6	-11.1	-32.2	9.3	98.2	-0.3	-18.4	9.5	2.3
순이익	7.8	160.9	155.9	-15.1	-8.8	275.3	-49.3	-38.2	0.1	-68.0	-11.1	78.5	63.8	-26.5	-9.3	5.8

주: 중국이마트와 조선호텔 면세사업부는 중단산업으로 분리됨

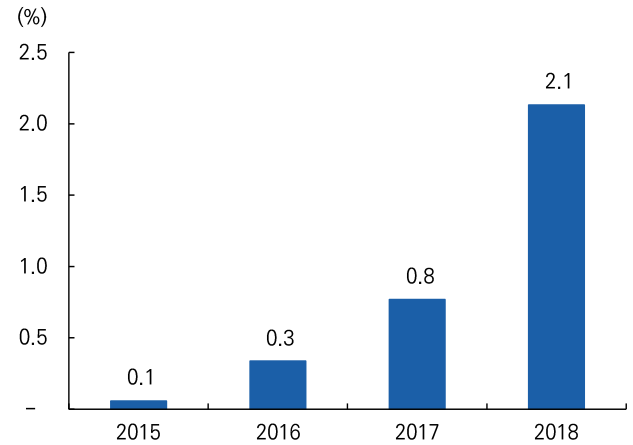
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 온라인 신선식품 시장 내 이마트 점유율



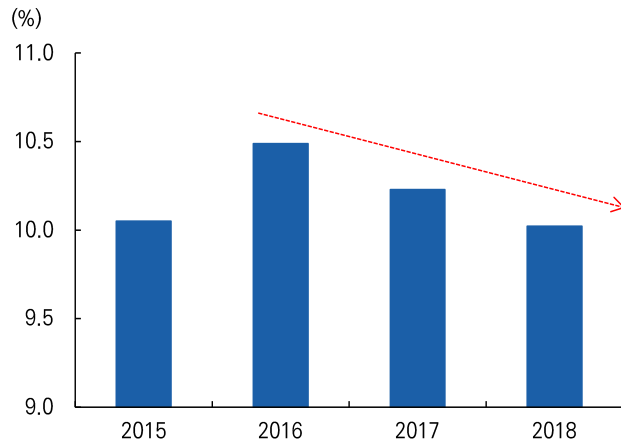
주1: 이마트몰 총매출 중 30%를 신선식품으로 가정
주2: 2017년 이전 통계자료는 통계 자료 기준 변경에 따라 자체 조정함
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 온라인 신선식품 시장 내 마켓컬리 점유율



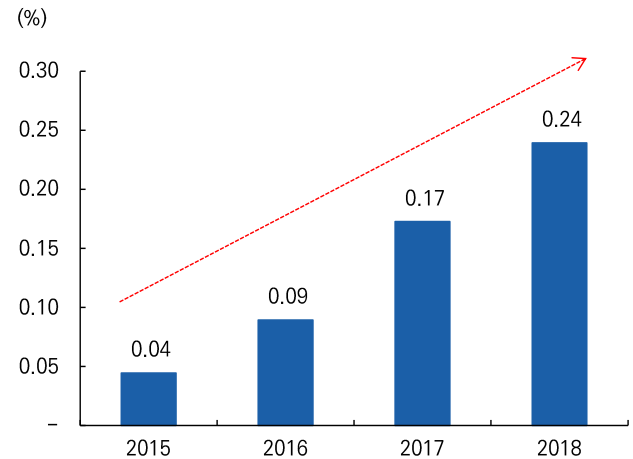
주: 마켓컬리 매출 중 40%를 신선식품으로 가정
자료: 국가통계포털, 마켓컬리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 35. 상위 3사 슈퍼마켓 점유율 추이



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

그림 36. 오아시스 점유율 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

유통
영원한 1등은 없다

이마트 (139480)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	15,515	17,049	17,641	18,263
매출원가	11,140	12,453	12,796	13,283
매출총이익	4,375	4,596	4,845	4,980
판매비와관리비	3,790	4,133	4,338	4,461
조정영업이익	585	463	507	518
영업이익	585	463	507	518
비영업손익	215	122	46	67
금융손익	-72	-54	-133	-130
관계기업등 투자손익	53	37	91	101
세전계속사업손익	800	585	553	585
계속사업법인세비용	192	126	138	146
계속사업이익	608	459	415	439
중단사업이익	20	17	0	0
당기순이익	628	476	415	439
지배주주	616	450	411	434
비지배주주	12	26	4	4
총포괄이익	633	19	415	439
지배주주	622	-4	442	468
비지배주주	12	23	-28	-29
EBITDA	1,067	993	1,022	978
FCF	175	-125	-484	-29
EBITDA 마진율 (%)	6.9	5.8	5.8	5.4
영업이익률 (%)	3.8	2.7	2.9	2.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	2.6	2.3	2.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	1,895	2,286	6,988	7,129
현금 및 현금성자산	223	284	5,039	5,042
매출채권 및 기타채권	458	584	568	609
재고자산	1,011	1,123	1,093	1,171
기타유동자산	203	295	288	307
비유동자산	14,171	14,468	10,566	11,290
관계기업투자등	524	718	699	749
유형자산	9,800	10,404	6,564	7,205
무형자산	377	288	265	247
자산총계	16,067	16,754	17,555	18,419
유동부채	4,214	4,998	5,209	5,640
매입채무 및 기타채무	1,428	1,560	1,518	1,626
단기금융부채	1,440	1,674	1,974	2,174
기타유동부채	1,346	1,764	1,717	1,840
비유동부채	3,081	2,898	3,129	3,179
장기금융부채	2,260	2,165	2,415	2,415
기타비유동부채	821	733	714	764
부채총계	7,295	7,896	8,338	8,819
지배주주지분	8,241	8,172	8,528	8,905
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	2,465	2,773	3,128	3,506
비지배주주지분	530	685	689	694
자본총계	8,771	8,857	9,217	9,599

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	898	770	870	1,054
당기순이익	628	476	415	439
비현금수익비용가감	478	579	688	633
유형자산감가상각비	455	503	492	442
무형자산상각비	26	27	23	17
기타	-3	49	173	174
영업활동으로인한자산및부채의변동	-89	-296	-60	155
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-82	60	13	-33
재고자산 감소(증가)	-81	-163	30	-78
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	60	43	-30	77
법인세납부	-132	-63	-138	-146
투자활동으로 인한 현금흐름	-622	-817	-1,329	-1,146
유형자산처분(취득)	-593	-692	-1,354	-1,083
무형자산감소(증가)	-23	-20	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	45	1,334	24	-63
기타투자활동	-51	-1,439	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-121	103	494	145
장단기금융부채의 증가(감소)	-178	139	550	201
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-59	-82	-56	-56
기타재무활동	116	46	0	0
현금의 증가	157	60	4,727	2
기초현금	66	224	284	5,039
기말현금	223	284	5,039	5,042

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	12.3	11.3	11.6	10.9
P/CF (x)	6.8	4.8	4.3	4.4
P/B (x)	0.9	0.6	0.6	0.5
EV/EBITDA (x)	10.7	9.2	4.5	4.9
EPS (원)	22,101	16,150	14,730	15,580
CFPS (원)	39,672	37,841	39,566	38,447
BPS (원)	295,750	293,262	305,993	319,573
DPS (원)	1,750	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	7.8	11.7	13.4	12.7
배당수익률 (%)	0.6	1.1	1.2	1.2
매출액증가율 (%)	6.2	9.9	3.5	3.5
EBITDA증가율 (%)	4.1	-6.9	2.9	-4.3
조정영업이익증가율 (%)	2.8	-20.9	9.5	2.2
EPS증가율 (%)	63.7	-26.9	-8.8	5.8
매출채권 회전율 (회)	45.6	40.0	37.8	38.3
재고자산 회전율 (회)	15.6	16.0	15.9	16.1
매입채무 회전율 (회)	12.2	12.1	11.7	11.9
ROA (%)	4.0	2.9	2.4	2.4
ROE (%)	7.7	5.5	4.9	5.0
ROIC (%)	4.8	3.9	4.9	7.0
부채비율 (%)	83.2	89.1	90.5	91.9
유동비율 (%)	45.0	45.7	134.1	126.4
순차입금/자기자본 (%)	38.4	38.0	-9.1	-6.8
조정영업이익/금융비용 (x)	6.0	5.7	3.8	4.0

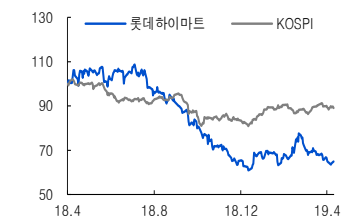
자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

롯데하이마트 (071840)

가장 큰 위협은 온라인 가격 검색

가전양판점

투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(12M, 하향)	▼ 57,000원
현재주가(19/05/03)	48,200원
상승여력	18%
영업이익(19F, 십억원)	179
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	188
EPS 성장률(19F, %)	50.3
MKT EPS 성장률(19F, %)	-18.2
P/E(19F, x)	8.9
MKT P/E(19F, x)	12.2
KOSPI	2,196.32
시가총액(십억원)	1,138
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	38.6
외국인 보유비중(%)	14.0
베타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	45,250
52주 최고가(원)	80,700
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-6.0 -16.0 -38.8
상대주가	-5.7 -19.9 -30.7



가전은 온라인 가격 검색이 가장 쉬운 카테고리

가전은 온라인 가격 검색이 가장 쉬운 카테고리이다. 신선식품과 의류와 달리 정형화된 카테고리이기 때문이다. 18년도 소매시장 전체 온라인 침투율은 31%였고(승용차 제외) 가전(가전제품+통신기기 및 컴퓨터)의 침투율은 38%이다. 가전 판매의 1인자인 롯데하이마트의 장기적인 위협 요인은 1) 온라인으로의 빠른 소비 이전과 이에 따른 2) 가격 검색 활성화라고 판단한다.

가격 검색이 쉬운 카테고리임에도 불구하고 지난 2년간 롯데하이마트의 매출 호조가 가능했던 이유는 1) 벌크 가전 구매 수요가 견조하고 (결혼, 이사) 2) 설치 등에 따른 대형가전 온라인 구매의 불편함, 그리고 3) 프리미엄 가전 출시에 따른 오프라인 구매 수요 증가 때문이었다. 그러나 금년은 1) 입주 물량 감소와 2) 대형 가전의 온라인 구매 편의성 향상으로 롯데하이마트의 외형 부진과 가전 시장 내 점유율 하락을 예상한다.

입주 물량 감소, 대형가전 수요 감소

아파트 입주 물량 19년 -13.6%YoY, 20년 -15.4%YoY 감소에 따라 대형가전 중심의 가전 구매 수요 부진이 지속될 것으로 판단한다. 신규 가전 카테고리 및 환경 가전 고신장은 지속되고 있으나 1) 매출 비중이 낮을 뿐 더러 2) 소형 가전(ex 공기청정기, 청소기 등)을 넘어서 대형가전 또한 온라인으로의 구매 이전이 빠르게 이루어지고 있다. 쿠팡을 중심으로 한 온라인 기업의 가전 카테고리 확장에 따라 대형가전의 온라인 구매 편의성이 향상되고 있기 때문이다. 롯데하이마트 또한 19년도 온라인 매출 비중 확대 및 M/S확보에 힘을 예정보다 이에 따른 가격 할인 및 쿠폰 행사에 따른 비용 부담은 불가피하다.

Trading buy, 목표주가 57,000원으로 하향 조정

롯데하이마트 목표주가 Trading buy 유지하며 목표주가 기존 6만원에서 5.7만원으로 소폭 하향 조정한다. 19년 순이익 추정치를 -4.2% 소폭 하향 조정하였다. 1) 아파트 입주 물량 감소에 따른 대형 가전 구매 수요 감소와 2) 온라인으로의 빠른 소비 이전에 따라 당분간 롯데하이마트의 부진은 불가피하다.

온라인으로의 m/s 확대 노력에 따른 비용 부담 또한 예상된다. 롯데하이마트의 의미 있는 영업이익 개선과 밸류에이션 회복을 위해서는 오프라인 고객을 확보할 수 있는 신규 가전 카테고리 확대가 필요하다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	3,896	3,939	4,099	4,113	4,226	4,363
영업이익 (십억원)	160	175	207	186	179	193
영업이익률 (%)	4.1	4.4	5.1	4.5	4.2	4.4
순이익 (십억원)	107	121	148	85	128	141
EPS (원)	4,515	5,144	6,288	3,620	5,442	5,972
ROE (%)	6.1	6.6	7.6	4.2	6.1	6.4
P/E (배)	13.1	8.2	11.0	12.9	8.9	8.1
P/B (배)	0.8	0.5	0.8	0.5	0.5	0.5
배당수익률 (%)	0.7	1.2	2.7	3.6	3.5	3.5

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

표 4. 롯데하이마트 목표주가 산정

(십억원 배, %)

2019년 순이익 예상	128	
PER multiple	10.6	과거 입주물량감소에 따라 매출 둔화가 일어났던 2011년 배수11.8배에서
적정시가총액	1,363	10% 할인하여 10.6배 적용
유통 주식수(천주)	23,608	
목표주가	57,000	
현재주가	48,200	19.5.3일 주가
상승여력(%)	18.3	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 5. 롯데하이마트 연간실적 변경

(십억원, %)

	변경전		변경후		변동률		변경사유
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	
매출액	4,164	4,303	4,226	4,363	1.5	1.4	
영업이익	185	195	179	193	-3.4	-1.2	
영업이익률(%)	4.4	4.5	4.2	4.4	-0.2	-0.1	
순이익	134	144	128	141	-4.2	-2.2	

주: 개별기준

자료: Dataguide, 롯데하이마트, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 롯데하이마트 분기 및 연간실적 추이

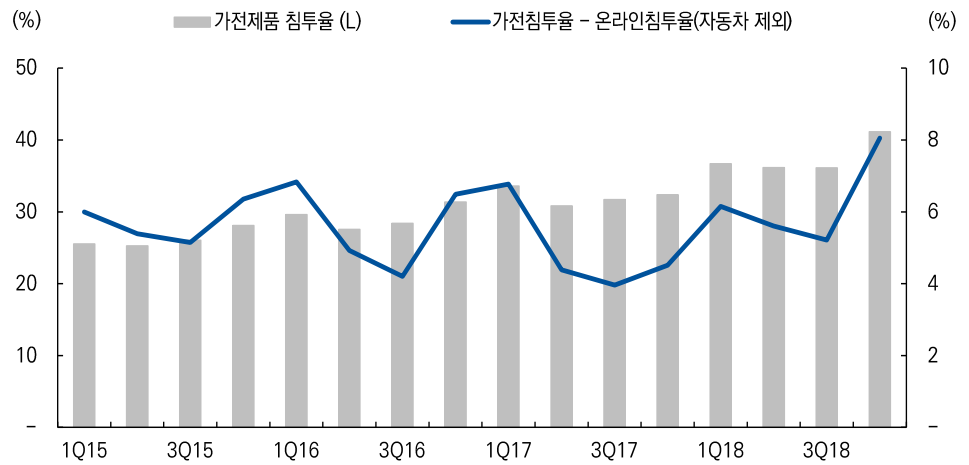
(십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2017	2018	2019F	2020F
매출액	897	1,064	1,182	957	952	1,087	1,113	960	997	1,092	1,144	993	4,105	4,113	4,226	4,363
매출이익	222	298	318	213	241	297	302	232	249	299	311	245	1,057	1,073	1,104	1,140
판매비	196	236	237	184	200	231	238	219	216	242	246	222	854	886	925	947
영업이익	36	61	81	29	41	67	65	13	34	57	65	23	207	186	179	193
세전이익	34	60	80	26	39	65	63	-41	31	54	63	21	199	127	169	185
순이익	25	45	60	17	30	50	48	-42	24	41	48	16	148	81	128	141
YoY 증가율																
매출액	1.0	11.9	5.4	-2.4	6.2	2.2	-5.8	0.4	4.7	0.5	2.8	3.4	4.2	0.2	2.7	3.3
영업이익	30.1	50.0	21.8	-26.5	13.7	9.3	-20.0	-53.5	-18.9	-15.0	0.7	71.4	18.9	-10.1	-4.2	7.8
순이익	33.9	57.2	31.7	-37.3	17.0	9.5	-20.0	적전	-21.0	-16.8	-1.1	-137.9	22.2	-45.3	50.2	9.7

주: 개별기준

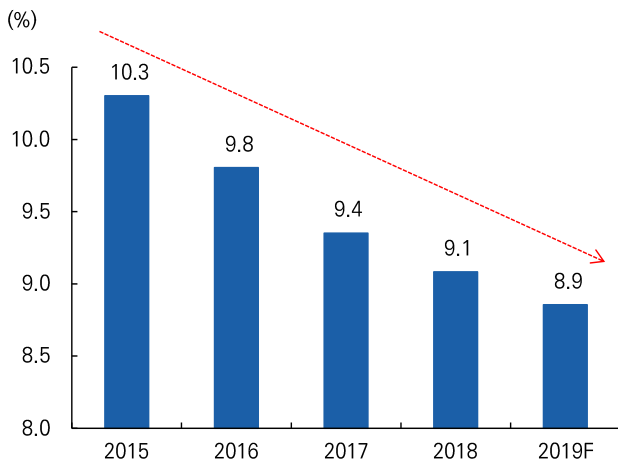
자료: 롯데하이마트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 가전 침투율 - 온라인 침투율 추이



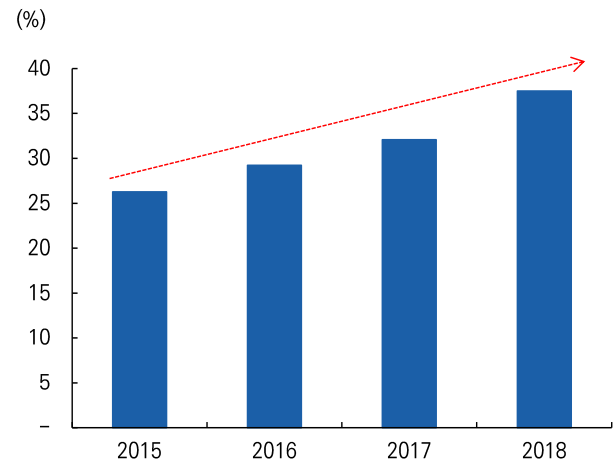
주1: 통계자료 개편으로 과거치는 개편 전 자료를 기반으로 당사가 조정
주2: 온라인 침투율은 자동차 제외한 침투율임
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 가전 시장 내 롯데하이마트 점유율



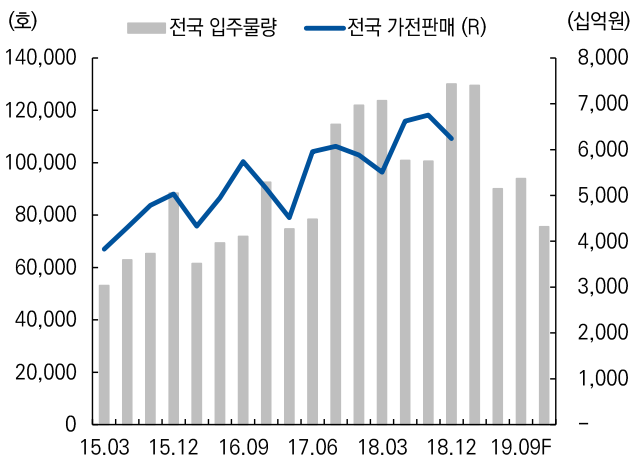
주1: 가전 시장은 소매시장 내 가전제품+ 통신기기 및 컴퓨터임
주2: 19년 가전 매출 및 하이마트 매출은 당사 추정치임
자료: 국가통계포털, 롯데하이마트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 가전 시장 온라인 침투율



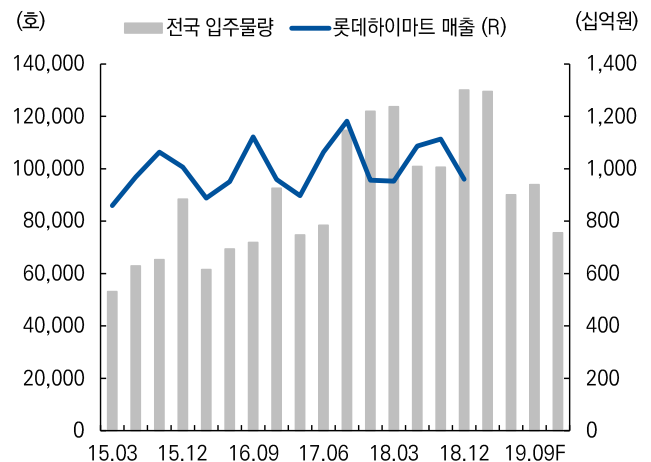
주: 온라인 침투율은 (온라인 가전·전자·통신기기+컴퓨터 및 주변기기)/(소매시장 가전제품+통신기기 및 컴퓨터)로 산정
자료: 국가통계포털, 롯데하이마트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 전국 입주물량 vs 가전 매출



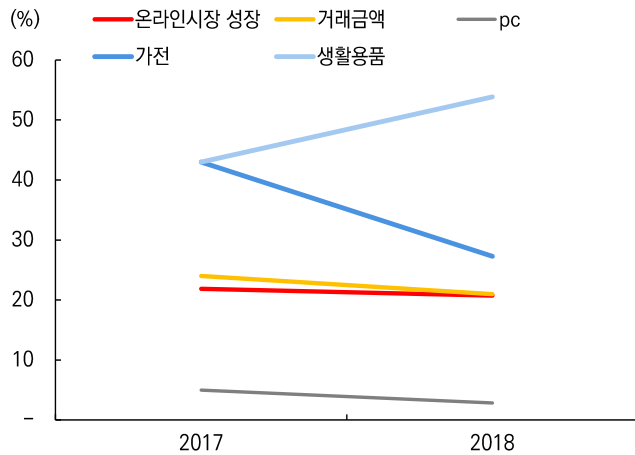
자료: 국가통계포털, 부동산114, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 전국 입주물량 vs 롯데하이마트 매출



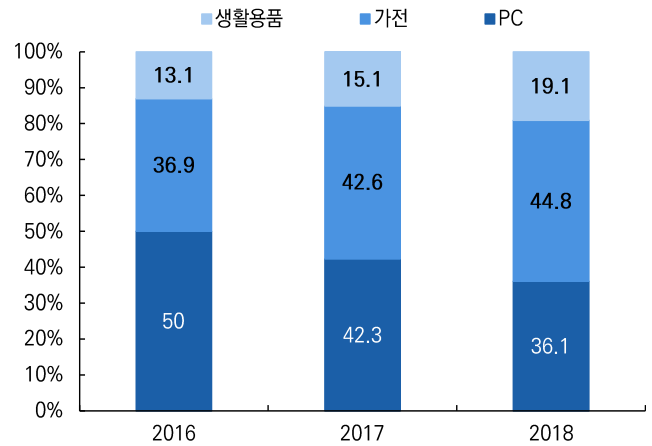
자료: 국가통계포털, 부동산114, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 다나와 가격비교 거래액 성장 추이



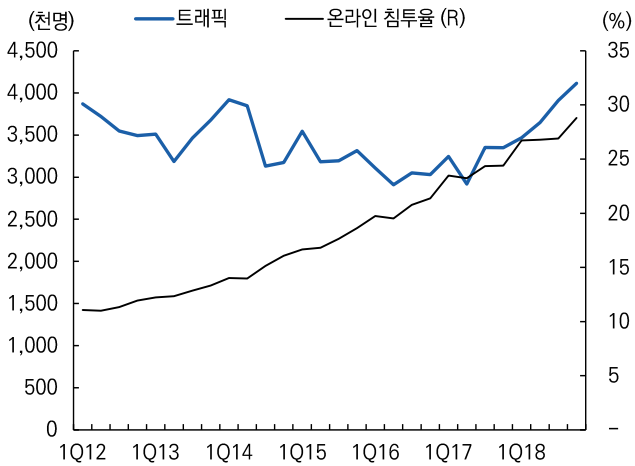
주1: 2017년 온라인 시장 성장률은 개편 전후 통계 자료 기반 당사 추정
주2: 다나와 언론 보도 자료 기반으로 당사가 재계산
자료: 다나와, 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 다나와 가격비교 거래액 비중 추이



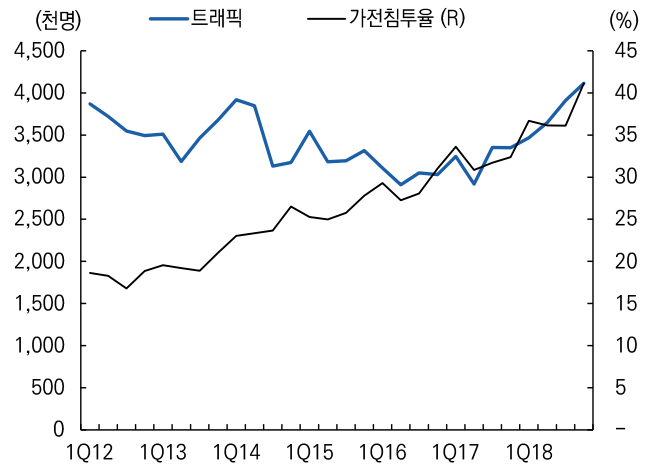
자료: 다나와, 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 다나와 트래픽 추이 vs 온라인 침투율 추이



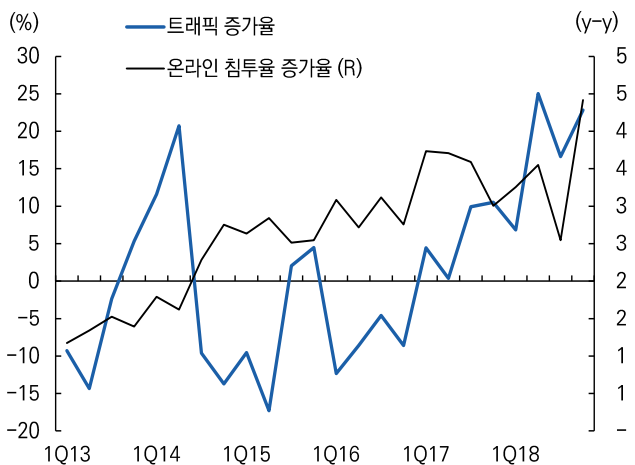
주: 온라인 침투율은 승용차 시장 제외 후 산정
자료: 코리아나클릭, 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 다나와 트래픽 추이 vs 가전 온라인 침투율 추이



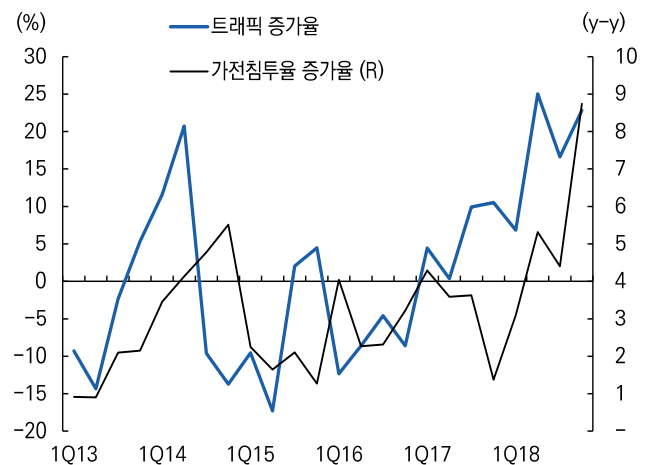
주: 가전 온라인 침투율은 (온라인 시장 내 가전제품 + 통신기기 및 컴퓨터) / (소매시장 내 가전제품 + 통신기기 및 컴퓨터)
자료: 코리아나클릭, 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 다나와 트래픽 증가율 vs 온라인 침투율 증가율



주: 침투율 증가율은 침투율의 증분값으로 산정
자료: 국가통계포털, 코리아나클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 47. 다나와 트래픽 증가율 vs 가전 온라인 침투율 증가율



주: 침투율 증가율은 침투율의 증분값으로 산정
자료: 국가통계포털, 코리아나클릭, 미래에셋대우 리서치센터

유통
영원한 1등은 없다

롯데하이마트 (071840)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
매출액	4,099	4,113	4,226	4,363
매출원가	3,038	3,040	3,122	3,223
매출총이익	1,061	1,073	1,104	1,140
판매비와관리비	854	886	925	947
조정영업이익	207	186	179	193
영업이익	207	186	179	193
비영업손익	-8	-59	-10	-8
금융손익	-10	-8	-6	-3
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	199	127	169	185
계속사업법인세비용	51	41	40	44
계속사업이익	148	85	128	141
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	148	85	128	141
지배주주	148	85	128	141
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	142	80	128	141
지배주주	142	80	128	141
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	257	234	225	227
FCF	222	22	163	161
EBITDA 마진율 (%)	6.3	5.7	5.3	5.2
영업이익률 (%)	5.1	4.5	4.2	4.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.6	2.1	3.0	3.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
유동자산	930	915	944	926
현금 및 현금성자산	329	300	308	267
매출채권 및 기타채권	93	93	96	99
재고자산	478	499	516	535
기타유동자산	30	23	24	25
비유동자산	2,275	2,202	2,175	2,161
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	403	413	385	369
무형자산	1,708	1,653	1,650	1,648
자산총계	3,205	3,117	3,120	3,087
유동부채	847	538	452	417
매입채무 및 기타채무	397	303	313	325
단기금융부채	330	130	30	-20
기타유동부채	120	105	109	112
비유동부채	332	517	518	418
장기금융부채	320	499	499	399
기타비유동부채	12	18	19	19
부채총계	1,179	1,055	970	836
지배주주지분	2,026	2,062	2,150	2,251
자본금	118	118	118	118
자본잉여금	1,056	1,056	1,056	1,056
이익잉여금	862	888	977	1,078
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	2,026	2,062	2,150	2,251

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	252	72	175	173
당기순이익	148	85	128	141
비현금수익비용가감	126	167	92	82
유형자산감가상각비	43	40	39	29
무형자산상각비	6	7	7	6
기타	77	120	46	47
영업활동으로인한자산및부채의변동	24	-126	-6	-6
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	1	-3	-3
재고자산 감소(증가)	-16	-21	-17	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	23	-93	7	8
법인세납부	-46	-56	-40	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	-53	-21	-12	-13
유형자산처분(취득)	-28	-49	-12	-12
무형자산감소(증가)	-6	-8	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	-7	49	-4	-5
기타투자활동	-12	-13	8	8
재무활동으로 인한 현금흐름	-27	-80	-154	-201
장단기금융부채의 증가(감소)	0	-20	-100	-150
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-12	-44	-40	-40
기타재무활동	-15	-16	-14	-11
현금의 증가	171	-30	9	-41
기초현금	158	329	300	308
기말현금	329	300	308	267

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18	12/19F	12/20F
P/E (x)	11.0	12.9	8.9	8.1
P/CF (x)	5.9	4.4	5.2	5.1
P/B (x)	0.8	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	7.5	6.0	6.0	5.4
EPS (원)	6,288	3,620	5,442	5,972
CFPS (원)	11,630	10,699	9,356	9,466
BPS (원)	85,810	87,338	91,073	95,345
DPS (원)	1,850	1,700	1,700	1,700
배당성향 (%)	29.4	47.0	31.2	28.5
배당수익률 (%)	2.7	3.6	3.5	3.5
매출액증가율 (%)	4.1	0.3	2.7	3.2
EBITDA증가율 (%)	13.2	-8.9	-3.8	0.9
조정영업이익증가율 (%)	18.3	-10.1	-3.8	7.8
EPS증가율 (%)	22.2	-42.4	50.3	9.7
매출채권 회전율 (회)	48.4	45.5	45.9	45.8
재고자산 회전율 (회)	8.7	8.4	8.3	8.3
매입채무 회전율 (회)	10.7	12.4	15.0	15.0
ROA (%)	4.8	2.7	4.1	4.5
ROE (%)	7.6	4.2	6.1	6.4
ROIC (%)	7.0	5.7	6.0	6.6
부채비율 (%)	58.2	51.2	45.1	37.1
유동비율 (%)	109.8	170.1	208.9	221.7
순차입금/자기자본 (%)	14.8	15.0	9.3	4.1
조정영업이익/금융비용 (x)	12.8	11.1	12.8	18.3

자료: 롯데하이마트, 미래에셋대우 리서치센터

지어소프트 (051160)

오아시스, 기업가치는 얼마인가?

신흥 카테고리 킬러의 등장

지어소프트의 자회사인 **오아시스**의 약진이 지속되고 있다. 오아시스는 유기농/친환경 식품을 판매하는 신흥 카테고리 킬러다. 18년 5월 온라인 플랫폼 오아시스마켓을 오픈 하면서 새벽 배송과 매장을 통한 근거리 배송을 진행하고 있다.

오아시스가 기존 업체 대비 빠른 외형 성장을 이룰 수 있었던 이유는 **1) 수요를 확실히 이끌어 낼 수 있는 차별화된 SKU 확보와 2) 오프라인 매장을 활용한 차별화된 배송 서비스**를 제공했기 때문이다. 오아시스의 SKU는 약 3~5,000개 수준으로 기존 슈퍼 대비 수가 적다. 그러나 가격 경쟁력과 재고 회전율은 압도적으로 높다.

점유율 확대 가능성 존재

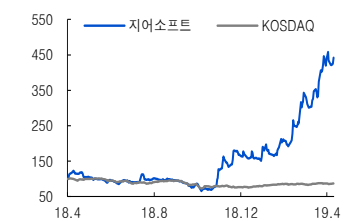
신흥 카테고리 킬러인 오아시스의 슈퍼 시장 내 지속적인 점유율 확대를 예상한다. 그 이유는 온라인 배송 효율성을 높여줄 오프라인 매장을 보유하고 있기 때문이다. 향후 추가적으로 브랜드 인지도가 높아질 경우 1) 바이링 파워 상승에 따른 매입 단가 하락 및 2) 신규 고객 유입에 따른 자연적인 외형 성장 또한 기대 가능하다.

19년도 오아시스의 점유율 확대 전략은 서비스 권역 및 SKU 확대를 통한 온라인 매출 확대이다. 오아시스는 마켓컬리와 달리 오프라인 매장을 보유하고 있기 때문에 효율적인 온라인 매출 증대가 가능하다. 오프라인 매장은 오프라인 유통 채널임과 동시에 소규모 물류센터 기능도 수행하기 때문이다. **19년도 온라인 중심의 오아시스의 빠른 외형 성장을 예상한다.**

오아시스, 기업가치는 얼마인가?

오아시스는 친환경 슈퍼마켓이다. **19년도 오아시스의 매출을 오프라인/온라인으로 나누어 밸류에이션 시 1,300~1,500억원 수준의 가치 산정이 가능하다.** 1) 오아시스의 매출 성장 속도와 2) 온라인 매출 증대를 통한 빠른 점유율 확대를 고려했을 때 **기업 가치는 당사 시나리오 이상의 평가도 충분히 가능하다.** 오아시스의 가장 큰 장점은 수요를 확실히 이끌어 낼 수 있는 차별화된 SKU 확보 능력과 오프라인 매장을 활용한 효율적인 배송이다. 온·오프라인 모두 성장이 가능한 오아시스는 피어 대비 높은 밸류에이션 배수 적용도 충분히 가능하다. **19년 오아시스의 슈퍼 시장 내 빠른 점유율 확대와 기업가치 상승이 예상된다.**

투자 의견	Not Rated
목표주가(12M, 유지)	—
현재주가(19/05/03)	8,370원
상승여력	—
영업이익(19F, 십억원)	—
Consensus 영업이익(19F, 십억원)	—
EPS 성장률(19F, %)	—
MKT EPS 성장률(19F, %)	—
P/E(19F, x)	—
MKT P/E(19F, x)	—
KOSDAQ	761.82
시가총액(십억원)	122
발행주식수(백만주)	15
유통주식비율(%)	76.4
외국인 보유비중(%)	3.1
베타(12M) 일간수익률	0.77
52주 최저가(원)	1,230
52주 최고가(원)	8,690
주가상승률(%)	1개월 37.2 6개월 497.9 12개월 267.9
절대주가	35.0 442.0 318.3
상대주가	



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

공통가정

- 19년도 오프라인 매장 매출은 작년 수준의 40% 성장 가정
- 오프라인 매장 매출의 PSR: 이마트 PSR 배수에 오아시스의 작년 2개년치 성장 고려
- 온라인 매출의 PSR: 언론에 공개된마켓컬리의 밸류에이션 고려하여 산정
- 18년도 온라인 매출 미미한 것으로 판단되어 0으로 가정

표 7. 오아시스 기업가치 추정 시나리오 1

(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019F	PSR	기업가치
매출	19,341	39,612	78,734	111,169	192,137		134,125
YoY		104.8	98.8	41.2	72.8		
오프라인					155,637	0.5	79,375
온라인					36,500	1.5	54,750
매출총이익	4,399	6,591	14,071	23,904	가정1: 오프라인 매출 작년 수준의 성장 40% 가정		
영업이익	158	911	2,029	280	가정2: 온라인 현 수준의 매출 가정		

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 오아시스 기업가치 추정 시나리오 2

(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019F	PSR	기업가치
매출	19,341	39,612	78,734	111,169	195,787		139,600
YoY		104.8	98.8	41.2	76.1		
오프라인					155,637	0.5	79,375
온라인					40,150	1.5	60,225
매출총이익	4,399	6,591	14,071	23,904	가정1: 오프라인 작년 수준의 매출 성장 40% 가정		
영업이익	158	911	2,029	280	가정2: 온라인 현 수준의 10% 추가 성장 가정		

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 오아시스 기업가치 추정 시나리오 3

(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019F	PSR	기업가치
매출	19,341	39,612	78,734	111,169	199,437		145,075
YoY		104.8	98.8	41.2	79.4		
오프라인					155,637	0.5	79,375
온라인					43,800	1.5	65,700
매출총이익	4,399	6,591	14,071	23,904	가정1: 오프라인 매출 성장 40% 가정		
영업이익	158	911	2,029	280	가정2: 온라인 현 수준의 20% 추가 성장 가정		

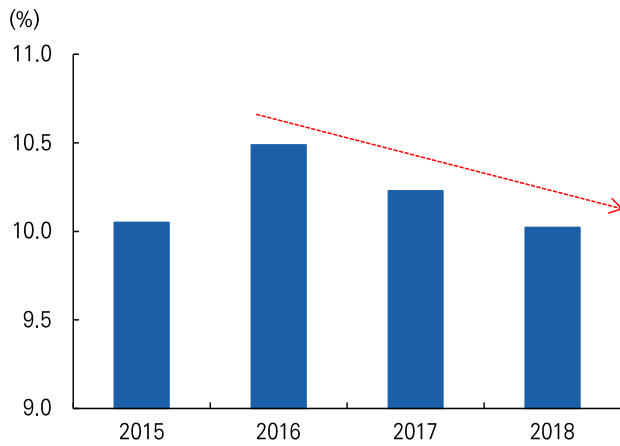
자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 10. 오아시스 기업가치 추정 시나리오 4

(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019F	PSR	기업가치
매출	19,341	39,612	78,734	111,169	203,087		150,550
YoY		104.8	98.8	41.2	82.7		
오프라인					155,637	0.5	79,375
온라인					47,450	1.5	71,175
매출총이익	4,399	6,591	14,071	23,904	가정1: 오프라인 매출 성장 40% 가정		
영업이익	158	911	2,029	280	가정2: 온라인 현 수준의 30% 추가 성장 가정		

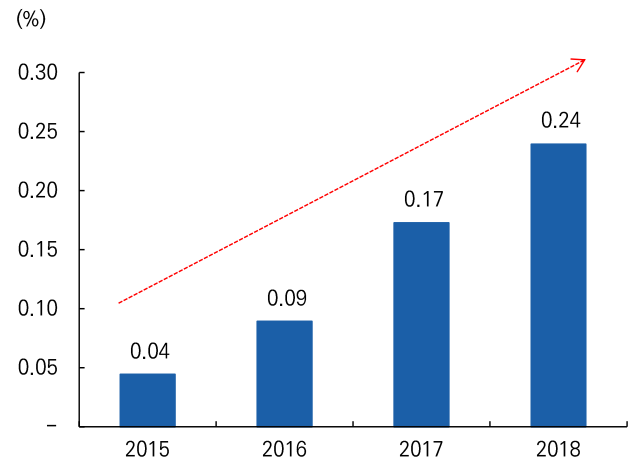
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. 상위 3사 슈퍼마켓 점유율 추이



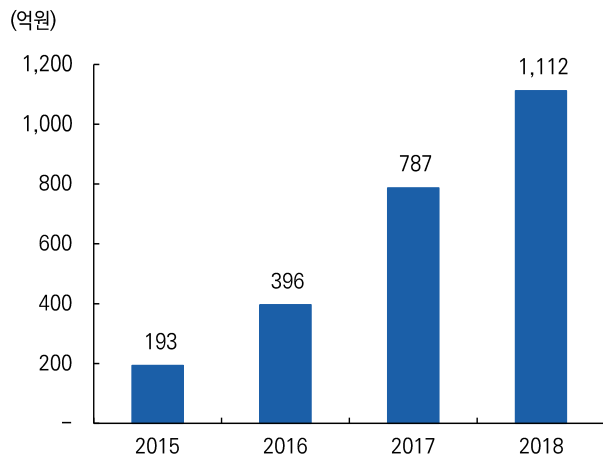
주: 상위 3사는 GS슈퍼, 이마트에브리데이, 롯데슈퍼임
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 오아시스 점유율 추이



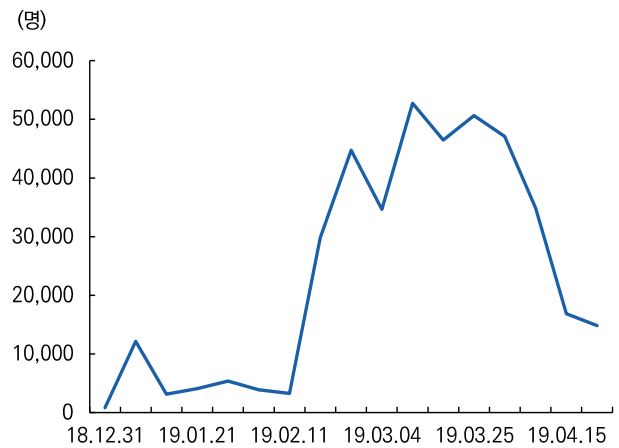
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 오아시스 매출 추이



자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. 오아시스마켓 트래픽 추이



자료: 코리안클릭, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. 오아시스 매장



자료: 오아시스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 오아시스마켓(온라인) 배송 서비스



새벽배송

오후 8시 또는 오후 11시 까지
주문완료시
오전 7시 이전 새벽배송



매장 직배송

오후 4시까지 주문 완료 시
당일 배송
오후 4시 이후 주문
익일 오후 1시까지 배송

자료: 오아시스, 미래에셋대우 리서치센터

지어소프트 (051160)

유통

영원한 1등은 없다

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 회전율 (회)	4.5	7.5	11.1	13.8
재고자산 회전율 (회)	23.3	24.5	35.3	44.4
매입채무 회전율 (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

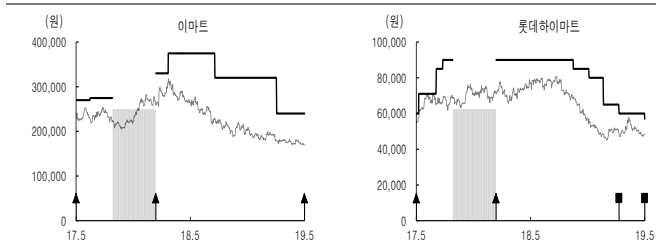
자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

유통
영원한 1등은 없다

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
이마트(139480)					2019.02.13	Trading Buy	60,000	-15.04	-4.00
2019.02.06	매수	240,000	-	-	2018.12.25	매수	65,000	-24.26	-20.46
2018.07.24	매수	320,000	-37.27	-29.22	2018.11.09	매수	80,000	-36.12	-30.50
2018.02.25	매수	375,000	-29.59	-15.33	2018.09.20	매수	85,000	-28.28	-19.65
2018.01.16	매수	330,000	-14.39	-6.06	2018.01.16	매수	90,000	-17.36	-10.33
2017.08.31	분석 대상 제외		-	-	2017.08.31	분석 대상 제외		-	-
2017.06.20	매수	275,000	-14.38	-7.64	2017.07.30	매수	90,000	-24.89	-21.89
2017.04.04	매수	270,000	-13.74	-6.48	2017.07.09	매수	85,000	-21.87	-19.18
롯데하이마트(071840)					2017.05.14	매수	71,000	-6.18	0.85
2019.05.06	Trading Buy	57,000	-	-	2016.10.04	매수	60,000	-21.67	-3.83

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



투자의견 분류 및 적용기준

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
83.52%	8.24%	8.24%	0.00%

* 2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 이마트을(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 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.