

유통 (중립/Maintain)

난세는 영웅을 만든다

[유통]

김명주

02) 3774-1458

myoungjoo.kim@miraeasset.com

경민정

02) 3774-1437

minjeong_kyeong@miraeasset.com

Contents

난세는 영웅을 만든다	3
I. 변화1: 온라인으로의 소비 이전 가속화	4
II. 변화2: 오프라인, 변화의 계기	9
III. 변화3: 코로나19, 차별화된 경쟁력의 강화 기회	13
IV. 관심 종목	14
이마트 (139480/매수)	
지누스 (013890/매수)	
지어소프트 (051160/Not Rated)	

난세는 영웅을 만든다

코로나19 위기이자 기회

- 코로나19는 위기이자 기회
- 코로나19로 인해 변화되는 소비 패턴에 주목
- 온라인으로의 소비 가속화 → 저침투 카테고리의 고성장 예상
- 오프라인 부진의 심화 → 기업 효율화 작업 가속화 및 변화의 계기
- 주목 기업은 1) 이마트 2) 지어소프트 3) 지누스

코로나19에 따른 유통 산업 영향 분석

산업	20년 EPS (또는 매출)	21년 EPS (또는 매출)	Valuation	20년 주가	코멘트	종목
면세	하락	유지	유지	하락	- 20년도 EPS 하락 불가피 - 21년도 EPS 및 밸류에이션 영향 없음	호텔신라 신세계 현대백화점
백화점	하락	하락 가능성	하락 가능성	하락	- 온라인으로의 소비 이전에 따라 잡화/중저가 의류 온라인 침투율 증가	신세계 현대백화점 롯데쇼핑
편의점	하락	유지	유지	하락	- 근접 소비 채널이기 때문에 21년도 EPS 및 밸류에이션 영향 없음	GS리테일 BGF리테일
할인점	유지	유지	일부 종목 상승	소폭 하락	- 1) 낮은 기저와 2) 일부 사재기 발생에 따라 20/21년도 EPS 하락 없음 - 온라인 채널 내 경쟁력을 가지고 있는 기업은 밸류에이션 상승 가능	이마트 롯데쇼핑
온라인	상승	상승	상승	상승	- 코로나19에 따른 소비 패턴 변화에 따라 저침투 카테고리의 고성장 및 침투율 상승 예상	지누스 지어소프트

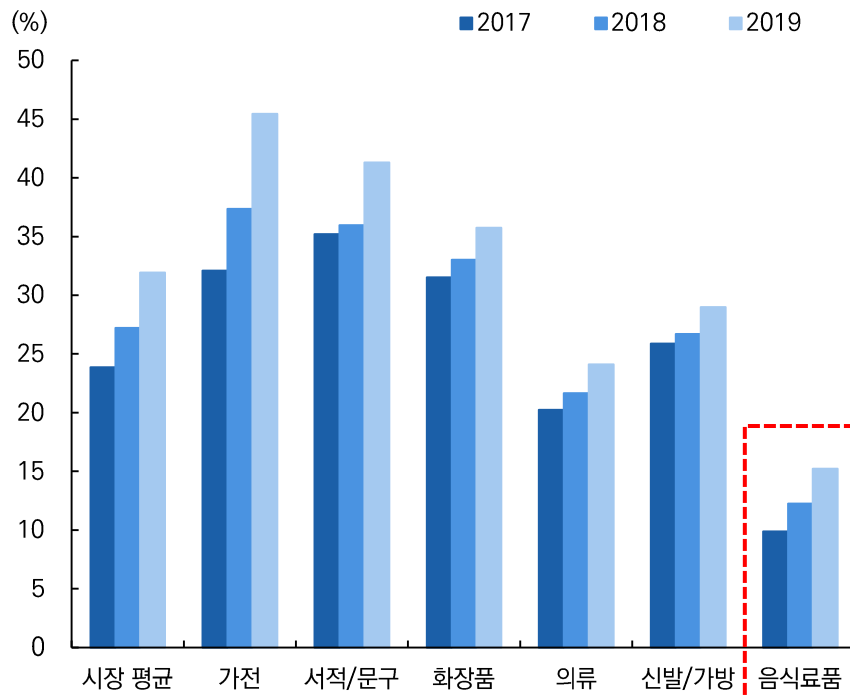
자료: 미래에셋대우 리서치센터

변화1: 온라인으로의 소비 이전 가속화

저침투 카테고리의 성장

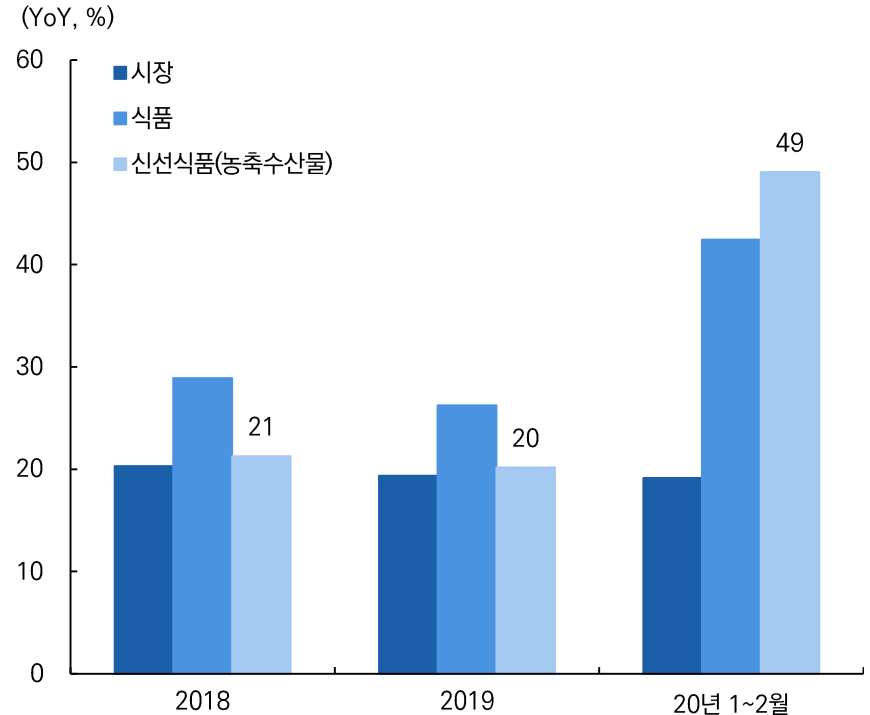
- 코로나19 발생 및 확산에 따라 온라인 소비 크게 증가
- 저침투 카테고리인 1) 농축수산물 2) 식품 3) 의류 등의 고성장
- 코로나19 종료 후에도 일부 고객 온라인에 잔여
- 코로나19는 온라인 저침투 카테고리의 성장을 가속화 시키는 요인

온라인 시장 내 주요 저침투 카테고리



자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

주요 저침투 카테고리의 성장



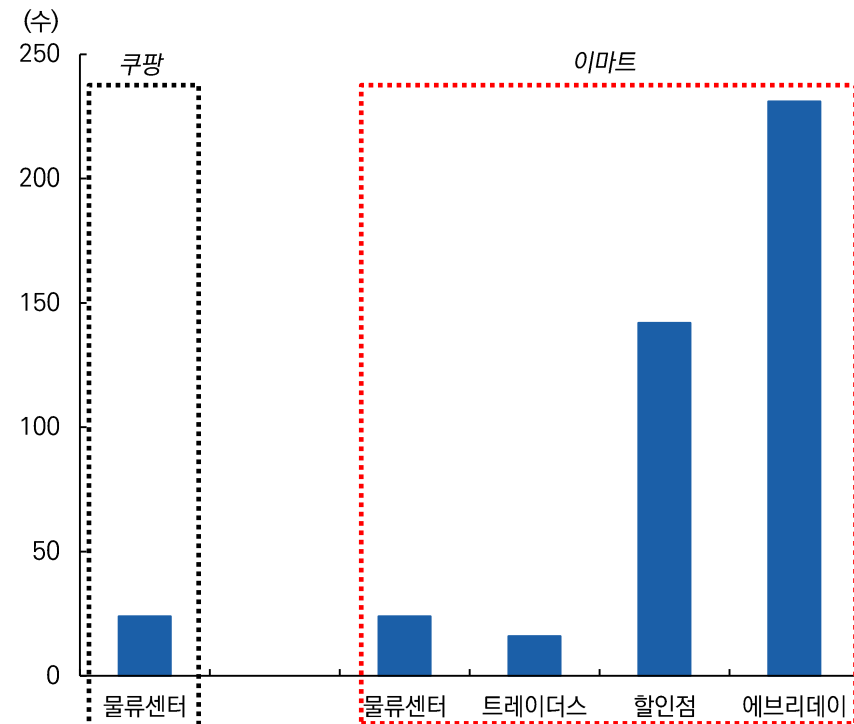
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

변화1: 온라인으로의 소비 이전 가속화

1) 신선식품

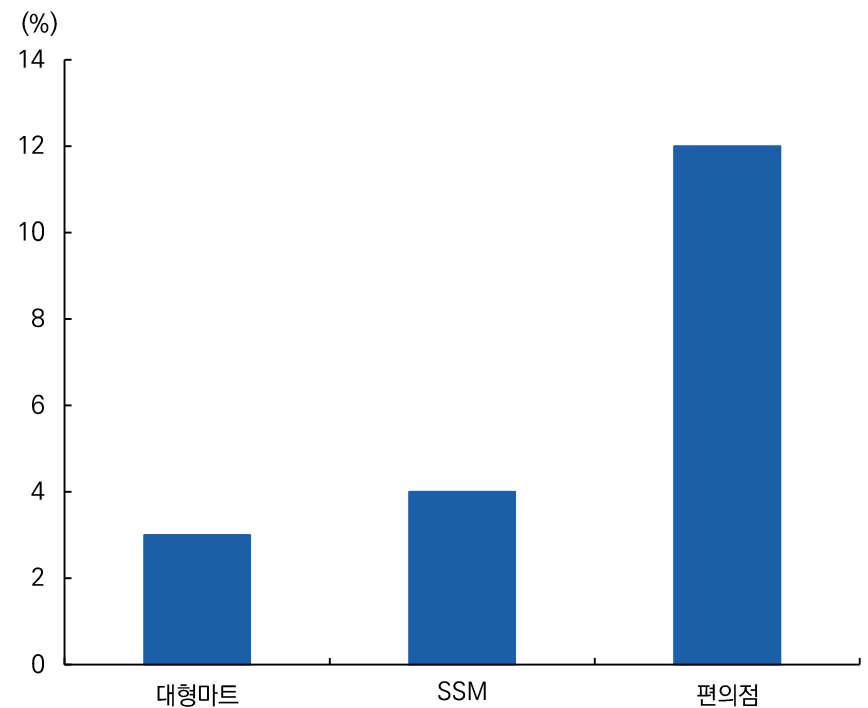
- 온라인 신선식품의 고성장은 오프라인 유통사에게 기회
- 신선식품은 1) 소비자 충성도가 높지만 2) 폐기율이 높은 카테고리
- 오프라인 인프라 및 노하우 등을 보유하고 있는 오프라인 유통사가 강점 보유
- 온라인 신선식품 시장의 고성장은 오프라인 유통사의 온라인 시장 M/S 회복 가속화 요인

이마트 vs. 쿠팡 오프라인 인프라 비교



자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

주요 유통 채널 폐기율



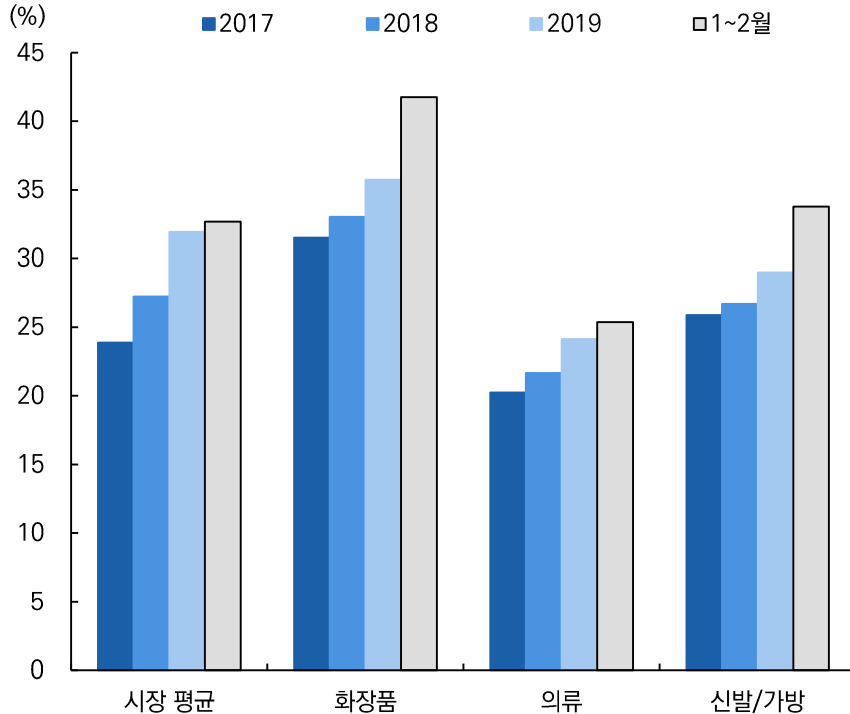
자료: 녹색소비자연대, 미래에셋대우 리서치센터

변화1: 온라인으로의 소비 이전 가속화

2) 의류/잡화/화장품

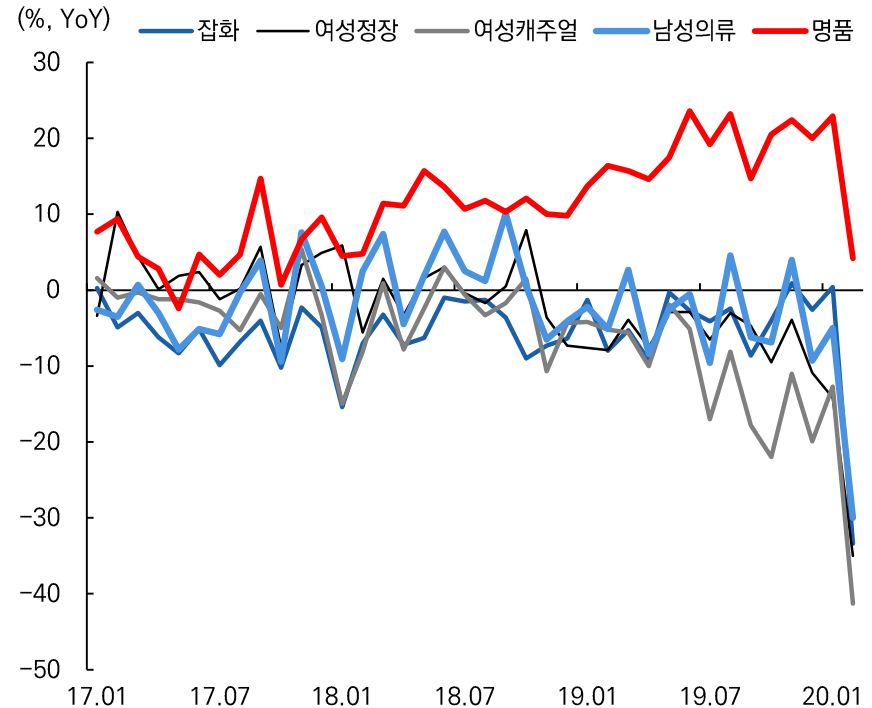
- 의류/잡화/화장품의 온라인 침투율 크게 상승
- 코로나19 종료 후에도 백화점 채널 내 중저가/잡화의 매출 감소 가속화 될 것
- 코로나19에 따른 소비 패턴 변화는 백화점 채널의 밸류에이션 하락을 이끌 것

의류/잡화/화장품 온라인 침투율 추이



자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

백화점 카테고리 내 의류/잡화 vs. 명품 성장률 추이



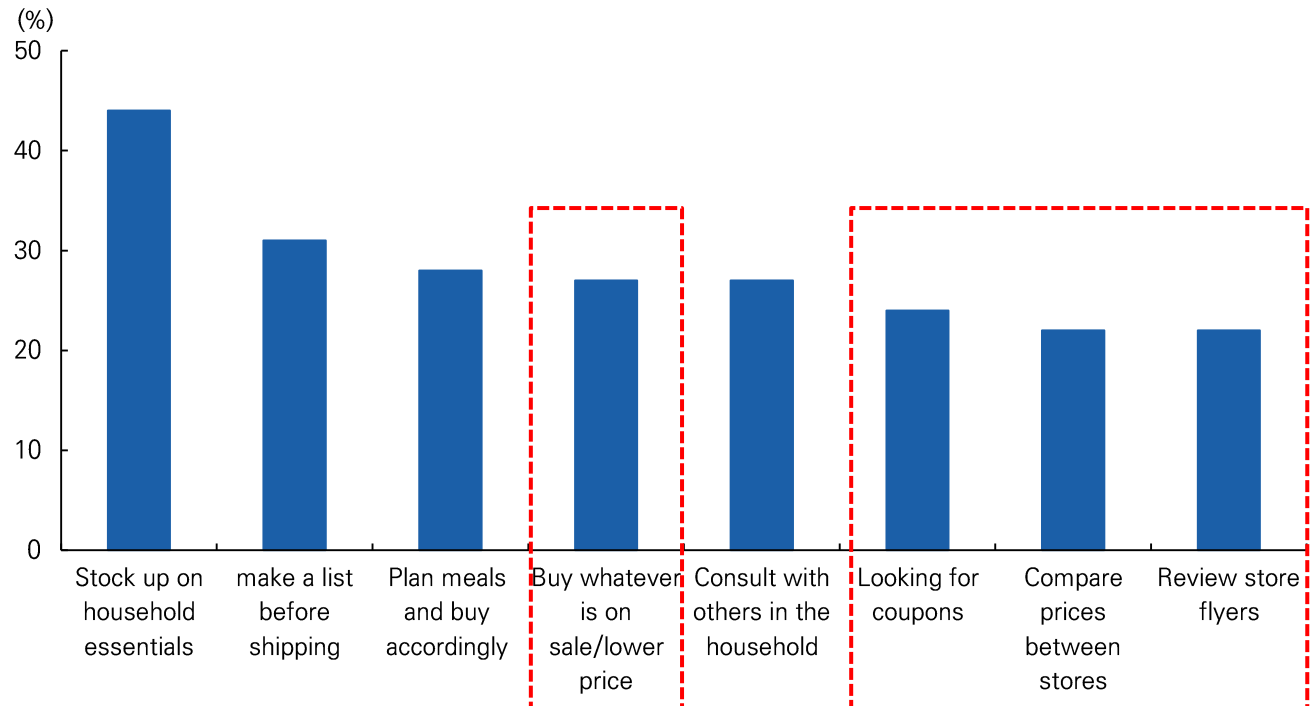
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

변화1: 온라인으로의 소비 이전 가속화

미국도 마찬가지

- 미국의 온라인 침투율은 한국 대비 매우 낮음
- 코로나19는 한국 뿐 아니라 미국의 소비 패턴을 변화 시킬 것
- 코로나19 발생 후 온라인 소비 크게 증가 → 저침투 카테고리 중심의 빠른 성장 예상
- 경기 불황 우려에 따라 가성비를 중시하는 소비자 또한 증가 중

코로나19에 따른 미국 소비자 행동 변화 설문 (코로나 전 대비 증가)



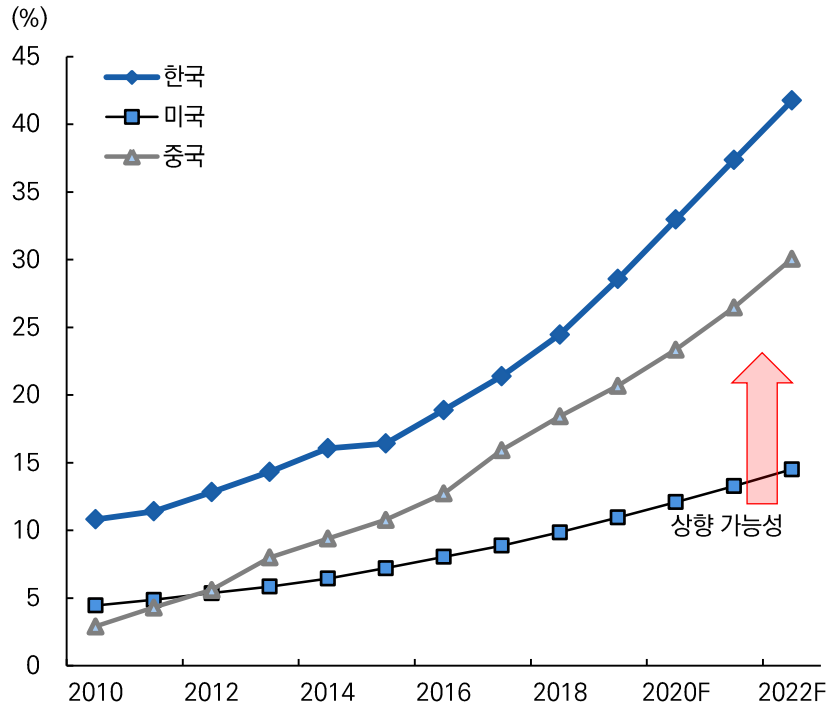
주: 1,001명 쇼퍼 대상 설문임
자료: Ensemble IQ, 미래에셋대우 리서치센터

변화1: 온라인으로의 소비 이전 가속화

미국도 마찬가지

- 코로나19 종료 후 침투율이 낮은 식품의 본격 성장 예상
- 미국 내 온라인 식품 침투율 5~6% 추정 (한국 19년도 기준 15%)
- 식품 시장 내 강점을 가지고 있는 오프라인 유통사가 온라인 시장 내 M/S를 높일 수 있는 기회

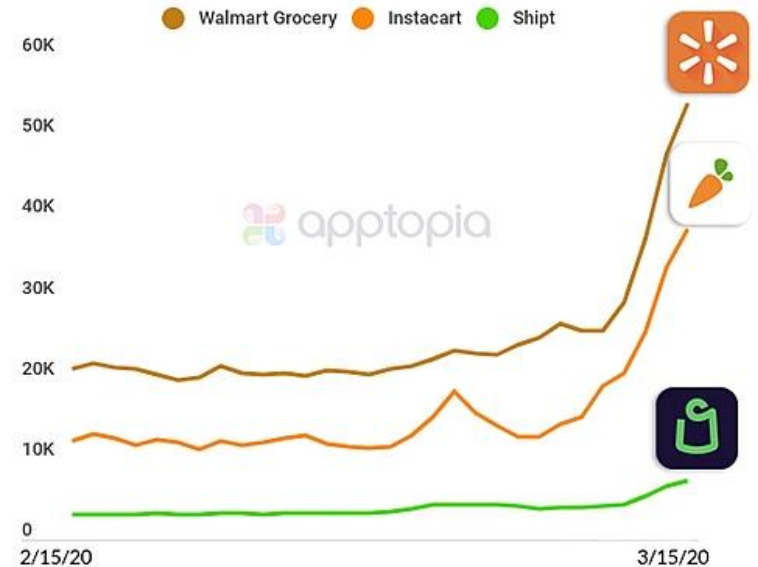
미국 vs. 중국 vs. 한국 온라인 침투율 비교



자료: 각국통계청, 미래에셋대우 리서치센터

미국 음식료품 앱 다운로드 추이

Daily downloads of grocery delivery apps, U.S.



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

변화2: 오프라인, 변화의 계기

코로나19, 위기 vs. 변화의 기회

- 코로나19는 오프라인 유통사가 변화를 본격화 하는 계기가 될 것
- 1) 온라인 투자 가속화와 2) 오프라인 효율화 작업 본격화 예상
- 대응 전략에 따라 코로나19는 일부 기업에게 경쟁력 강화 기회가 될 것

코로나19, 위기이자 변화의 기회

코로나19 발생과 소비 패턴 변화

[위기]

- 온라인으로의 소비 이전 가속화에 따른 매출 하락
- 고정비 부담 증가 → 적자 매장 확대 가능성

[기회]

- 적극적인 온라인 투자를 통한 신규 경쟁력 확보
- 오프라인 효율화 작업 본격화
- 오프라인 매장 활용 가속화

자료: 미래에셋대우 리서치센터

변화2: 오프라인, 변화의 계기

온라인 사업 내 투자 본격화

- 1) 온라인 침투율 상승과 2) 소비 패턴 변화로 오프라인 유통사의 온라인 투자 본격화 될 것
- 배송 경쟁력 강화를 위한 거점 물류 투자 예상
- 1) 배송 효율화 및 2) 온오프라인 통합 재고 관리 등을 위한 시스템 투자도 본격화 될 것

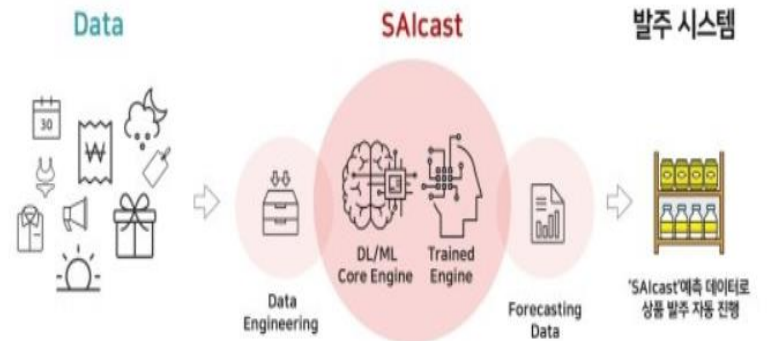
매장 기반 거점 물류센터 (이마트 청계천점)



자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

신세계 I&C AI 수요 예측 플랫폼 'SAIcast'

신세계아이앤씨
AI 수요예측 플랫폼 'SAIcast'
(SHINSEGAE AI Forecast)



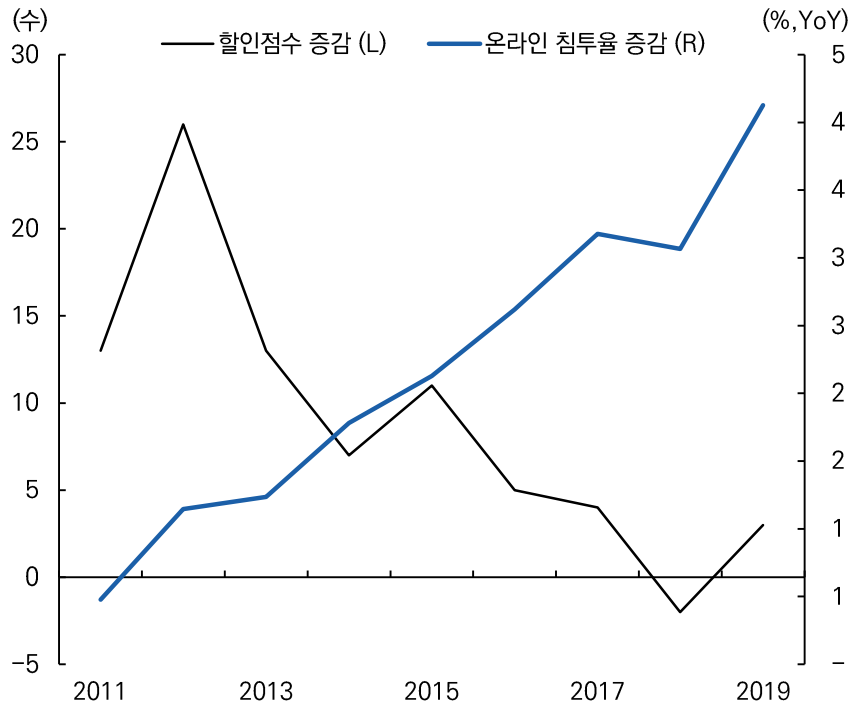
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

변화2: 오프라인, 변화의 계기

오프라인 효율화 작업 본격화

- 코로나19에 따라 일부 오프라인 매장의 부진 가속화
- 오프라인의 효율화 작업이 본격화/가속화 될 가능성 높음
- 대표적인 효율화 방법은 자원의 효율적인 배분(오프라인 → 온라인)
- 효율적인 자원 배분은 1) 전사 손익 개선 및 2) 신규 사업 경쟁력 강화 요인이 될 것

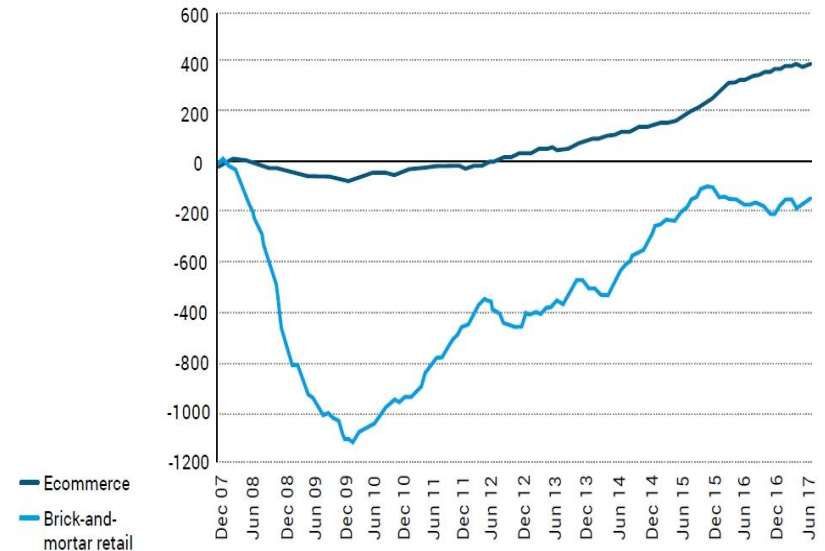
할인점 증감 및 온라인 침투율 변화



주: 할인점은 할인점 3사 합임
자료: 이마트, 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

온라인 vs 오프라인 도소매점 인력 변화 추이 (미국)

FIGURE 3: Ecommerce vs Brick-and-Mortar Retail
(change since December 2007, thousands of FTE jobs)*



*Three-month moving average. Assumes 40-hour work weeks.
Source: BLS, PPI

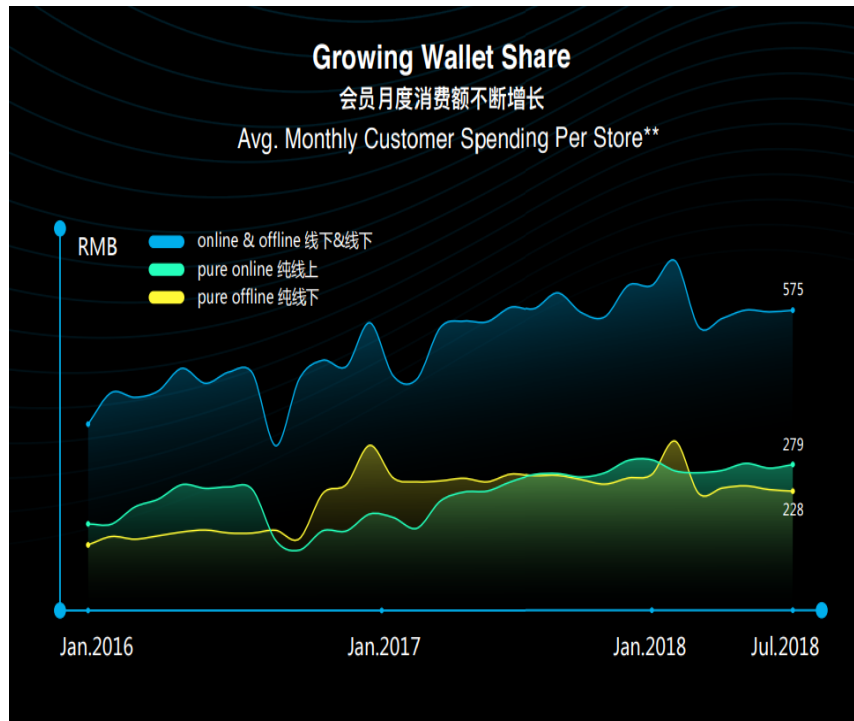
자료: BLS, PPI, 미래에셋대우 리서치센터

변화2: 오프라인, 변화의 계기

오프라인 고정 자산 활용 본격화

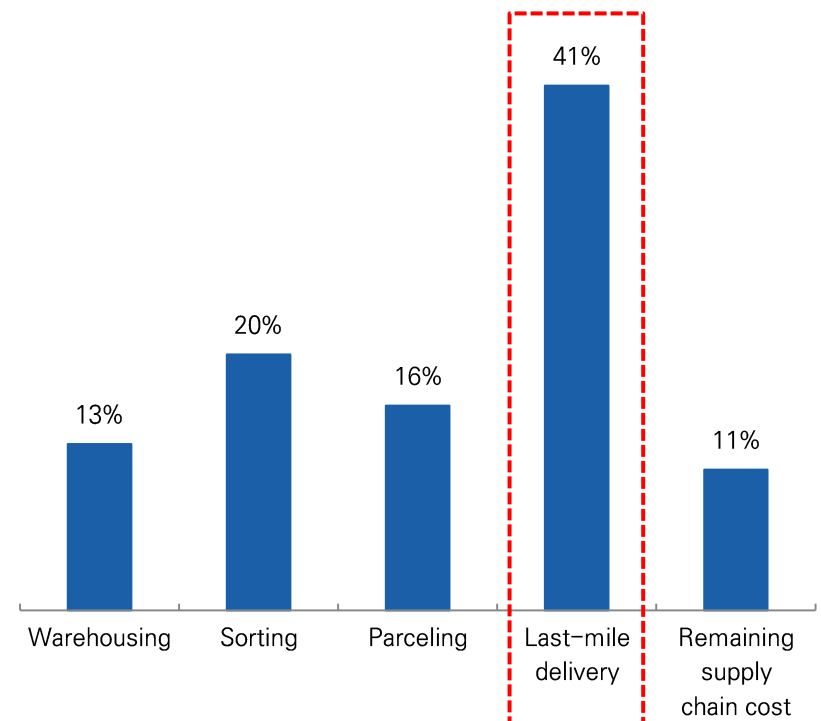
- 코로나19, 일부 오프라인 매장의 수익성 악화 가속화 요인
- 오프라인 유통기업의 고정자산 활용을 촉진시킬 것
- 할인점 등은 부진/중복 상권 점포를 거점물류센터로 활용
- 이를 통해 1) 전사 손익 개선 및 2) 온라인 배송 관련 비용 감소 가능

온오프라인 융합 매장 객단가 vs. 순수 온오프라인 매장 객단가



자료: 알리바바, 허마산성, 미래에셋대우 리서치센터

배송 비용에서 라스트마일이 차지하는 비율



자료: Capgemini Research Institute, 미래에셋대우 리서치센터

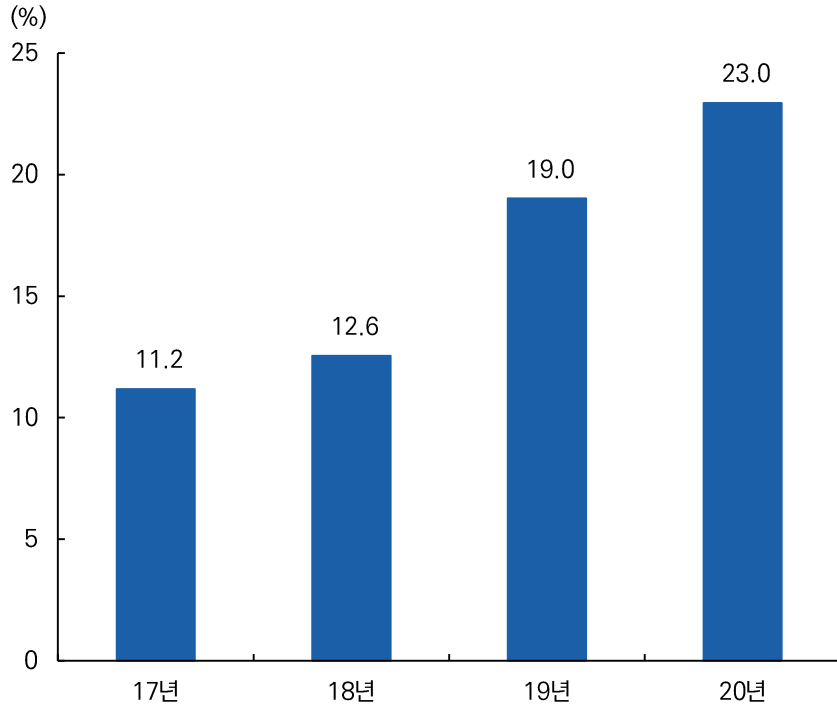
변화3: 코로나19, 차별화된 경쟁력의 강화 기회

코로나19

차별화 경쟁력 강화 기회

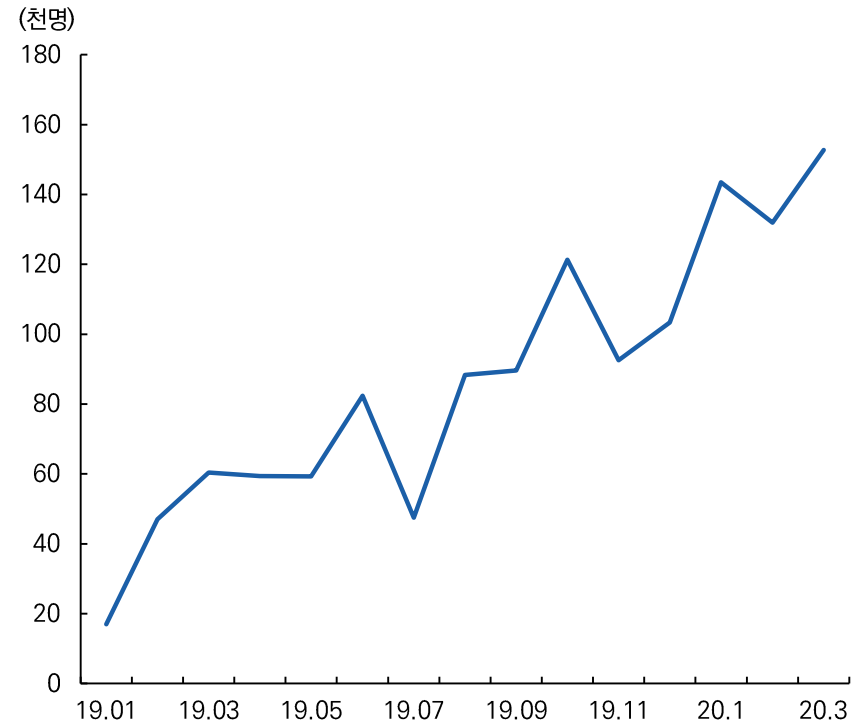
- 코로나19, 일부 기업에게는 차별화된 경쟁력의 강화 기회
- 차별화를 이룬 기업은 코로나19에 따라 1) 신규 객수 증가와 2) 손익 개선 기대 가능
- 기존 소비자의 충성도 또한 높아졌을 것

쿠팡 택배 시장 내 점유율 추정



주: 언론보도 기반 당사 추정치임
자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

오아시스마켓 트래픽 추이



자료: 코리아 클릭, 미래에셋대우 리서치센터

오프라인의 저력

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	190,000원
현재주가(20/4/13)	111,500원
상승여력	70%

영업이익(20F, 십억원)	230
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	246
EPS 성장률(20F, %)	-7.2
MKT EPS 성장률(20F, %)	40.5
P/E(20F, x)	14.3
MKT P/E(20F, x)	11.4
KOSPI	1,825.76
시가총액(십억원)	3,108
발행주식수(백만주)	28
유동주식비율(%)	68.2
외국인 보유비중(%)	32.1
베타(12M) 일간수익률	0.52
52주 최저가(원)	97,900
52주 최고가(원)	180,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	6.7 1.8 -37.4
상대주가	3.5 14.0 -23.4

투자포인트

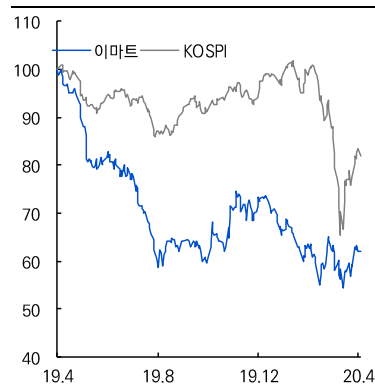
- 코로나19에 따라 온라인 내 신선식품 구매 크게 증가
- 온라인 신선식품 시장 내 M/S가 가장 높은 SSG.COM 수혜
- SSG.COM의 온라인 시장 내 M/S 회복 기회가 될 것
- 이마트의 오프라인 자산 활용 속도 또한 높아질 것으로 판단

1Q20 Preview

- 연결 매출 4조 8,763억원(6% YoY), 영업이익 640억원(-14%YoY)으로 컨센 소폭 하회 예상
- 하회 이유는 1) 시장 기대보다 큰 SSG.COM 적자폭과 2) 코로나19에 따른 계열사 부진 때문
- 20F P/E 14배 수준. 온오프라인 부진이 반영된 18년도 보다 소폭 높음. 1) 중단기: SSG.COM의 M/S 회복과 2) 장기: 고정 자산의 활용에 따라 밸류에이션이 정당화 될 것으로 예상

리스크 요인

- 쿠팡/포털사이트 등 신선식품 경쟁력 강화를 위한 1) 직매입 확대 및 2) 오프라인 인프라 확보



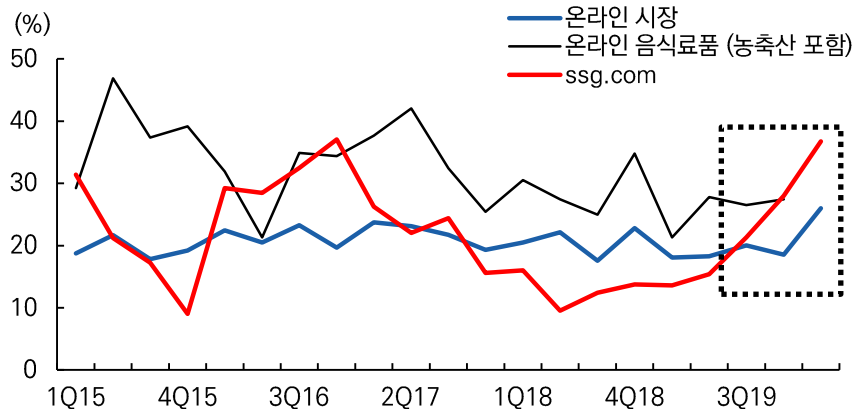
결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	14,615	15,515	17,049	19,063	20,083	21,369
영업이익 (십억원)	569	585	463	151	230	310
영업이익률 (%)	3.9	3.8	2.7	0.8	1.1	1.5
순이익 (십억원)	376	616	450	234	217	286
EPS (원)	13,497	22,101	16,150	8,391	7,788	10,266
ROE (%)	5.1	7.7	5.5	2.8	2.4	3.1
P/E (배)	13.6	12.3	11.3	15.2	14.3	10.9
P/B (배)	0.7	0.9	0.6	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	0.8	0.6	1.1	1.6	1.8	1.8

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

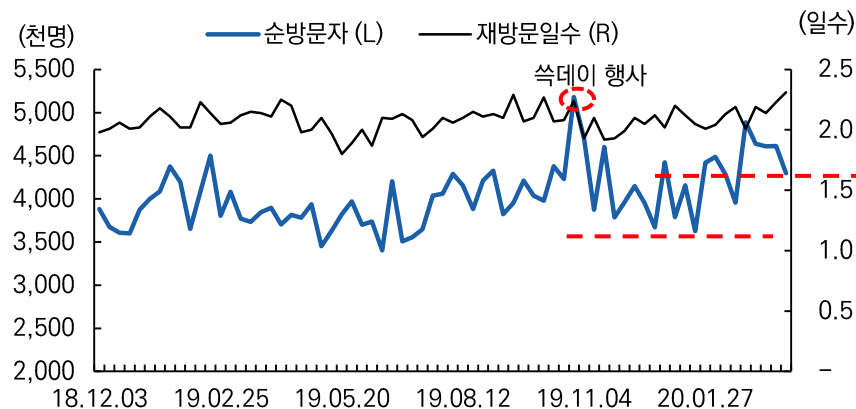
이마트 Key Chart

쓱닷컴 성장 vs. 온라인 시장 성장



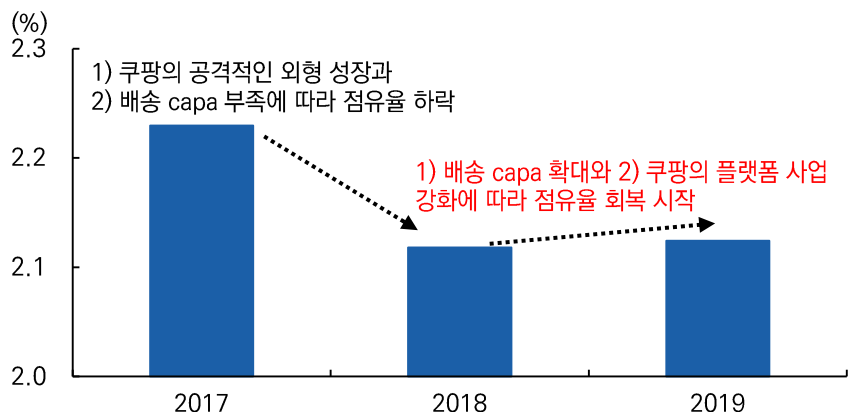
자료: 국가통계포털, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

쓱닷컴 트래픽 추이



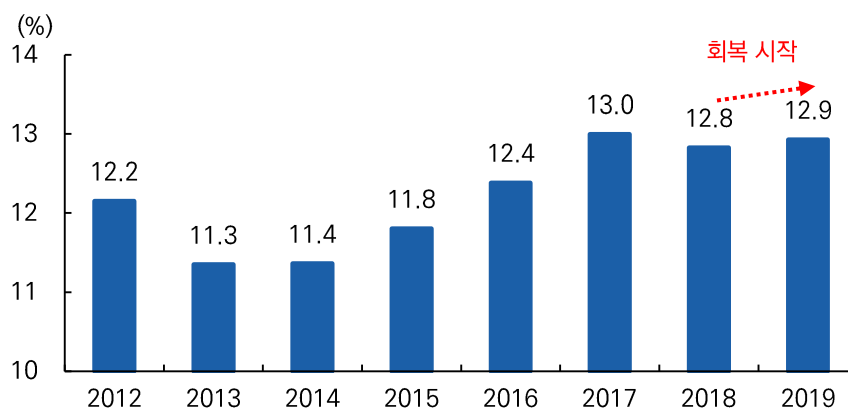
자료: 코리아인클릭, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

쓱닷컴 온라인 시장 내 점유율 추이



자료: 국가통계포털, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

쓱닷컴 온라인 신선식품 시장 내 점유율 추이



자료: 국가통계포털, 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

이마트 (139480)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액	17,049	19,063	20,083	21,369
매출원가	12,453	14,170	14,814	15,820
매출총이익	4,596	4,893	5,269	5,549
판매비와관리비	4,133	4,742	5,039	5,238
조정영업이익	463	151	230	310
영업이익	463	151	230	310
비영업손익	122	131	68	83
금융손익	-54	-105	-144	-139
관계기업등 투자손익	37	74	82	95
세전계속사업손익	585	282	298	393
계속사업법인세비용	126	58	73	96
계속사업이익	459	224	225	296
중단사업이익	17	0	0	0
당기순이익	476	224	225	296
지배주주	450	234	217	286
비지배주주	26	-10	8	10
총포괄이익	19	108	225	296
지배주주	-4	122	370	487
비지배주주	23	-13	-145	-191
EBITDA	993	1,033	1,074	1,027
FCF	-125	-139	1,204	1,181
EBITDA 마진율 (%)	5.8	5.4	5.3	4.8
영업이익률 (%)	2.7	0.8	1.1	1.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	1.2	1.1	1.3

자료: 이마트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
유동자산	2,286	3,650	3,740	3,916
현금 및 현금성자산	284	681	636	645
매출채권 및 기타채권	584	668	706	753
재고자산	1,123	1,279	1,351	1,441
기타유동자산	295	1,022	1,047	1,077
비유동자산	14,468	17,445	16,693	16,092
관계기업투자등	718	836	884	942
유형자산	10,404	10,004	9,210	8,537
무형자산	288	1,319	1,269	1,225
자산총계	16,754	21,095	20,433	20,009
유동부채	4,998	5,406	5,535	4,819
매입채무 및 기타채무	1,560	1,779	1,880	2,005
단기금융부채	1,674	1,657	1,574	595
기타유동부채	1,764	1,970	2,081	2,219
비유동부채	2,898	5,482	4,521	4,570
장기금융부채	2,165	4,789	3,789	3,789
기타비유동부채	733	693	732	781
부채총계	7,896	10,888	10,056	9,389
지배주주지분	8,172	8,809	8,972	9,204
자본금	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	2,773	2,794	2,957	3,190
비지배주주지분	685	1,398	1,406	1,416
자본총계	8,857	10,207	10,378	10,620

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19	12/20F	12/21F
P/E (x)	11.3	15.2	14.3	10.9
P/CF (x)	4.8	3.1	2.7	2.7
P/B (x)	0.6	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	9.2	10.0	7.7	7.1
EPS (원)	16,150	8,391	7,788	10,266
CFPS (원)	37,841	41,426	41,762	40,615
BPS (원)	293,262	319,802	325,656	333,987
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	11.7	24.1	24.0	18.2
배당수익률 (%)	1.1	1.6	1.8	1.8
매출액증가율 (%)	9.9	11.8	5.4	6.4
EBITDA증가율 (%)	-6.9	4.0	4.0	-4.4
조정영업이익증가율 (%)	-20.9	-67.4	52.3	34.8
EPS증가율 (%)	-26.9	-48.0	-7.2	31.8
매출채권 회전율 (회)	40.0	38.2	37.1	37.2
재고자산 회전율 (회)	16.0	15.9	15.3	15.3
매입채무 회전율 (회)	12.1	12.3	12.1	12.2
ROA (%)	2.9	1.2	1.1	1.5
ROE (%)	5.5	2.8	2.4	3.1
ROIC (%)	3.9	1.1	1.7	2.5
부채비율 (%)	89.1	106.7	96.9	88.4
유동비율 (%)	45.7	67.5	67.6	81.3
순차입금/자기자본 (%)	38.0	53.2	36.5	26.2
조정영업이익/금융비용 (x)	5.7	1.0	1.6	2.2

코로나는 위기가 아닌 기회

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	150,000원
현재주가(20/4/13)	59,800원
상승여력	151%

영업이익(20F, 십억원)	133
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	132
EPS 성장률(20F, %)	21.1
MKT EPS 성장률(20F, %)	40.5
P/E(20F, x)	8.7
MKT P/E(20F, x)	11.4
KOSPI	1,825.76
시가총액(십억원)	850
발행주식수(백만주)	14
유통주식비율(%)	54.3
외국인 보유비중(%)	12.2
베타(12M) 일간수익률	1.35
52주 최저가(원)	39,700
52주 최고가(원)	111,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-16.2 0.0 0.0
상대주가	-18.7 0.0 0.0

투자포인트

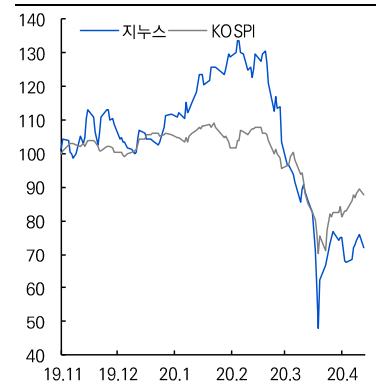
- 코로나19에 따라 미국 내 일시적인 수요 감소는 불가피
- 그러나 중장기적으로 코로나19는 온라인으로의 가구 구매를 촉진 시키는 요인
- 또한 코로나19에 따른 경기침체 우려로 가성비 뛰어난 지누스 제품의 경쟁력 부각 될 것

1Q20 Preview

- 매출 1,719억원(10% YoY), 영업이익 226억원(1% YoY) 예상
- 코로나19에 따른 중국 공장 가동 중단 및 현지 물류 가동률 저하에 따라 일부 매출 2분기로 지연
- 인도네시아 공장의 수익성은 하반기 중국 공장 수준으로 높아질 것
- 20F P/E 9배 수준. 현재 템퍼/슬립넘버는 FY20F 평균 15.5배에 거래
- 온라인 침투율 증가에 따른 지속적인 수요 증가를 고려 시 분명한 저평가 구간

리스크 요인

- 인도네시아를 포함한 7개 국가에 제소 요청된 반덤핑 이슈
- 미국 주택 경기 침체 우려



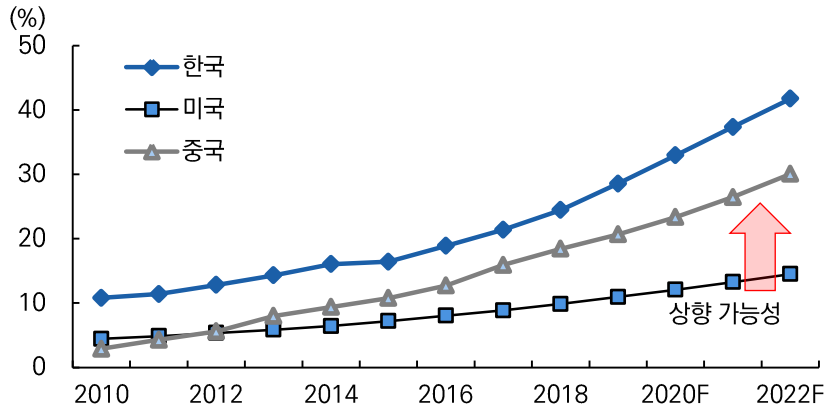
결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액 (십억원)	378	603	622	817	956	1,177
영업이익 (십억원)	80	87	53	104	133	184
영업이익률 (%)	21.2	14.4	8.5	12.7	13.9	15.6
순이익 (십억원)	60	45	44	72	98	132
EPS (원)	4,781	3,627	3,503	5,667	6,864	9,324
ROE (%)	95.7	40.5	28.3	26.3	23.1	24.6
P/E (배)	-	-	-	16.4	8.7	6.4
P/B (배)	-	-	-	3.5	1.8	1.4
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

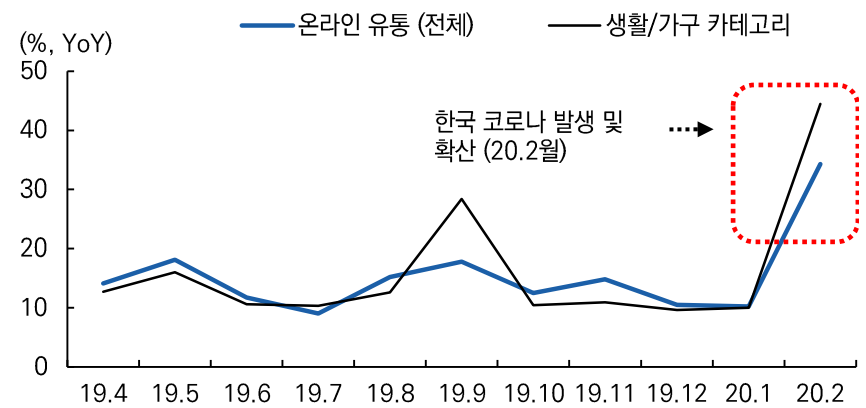
지뉴스 Key Chart

미국 vs. 한국 vs. 중국 온라인 침투율 비교



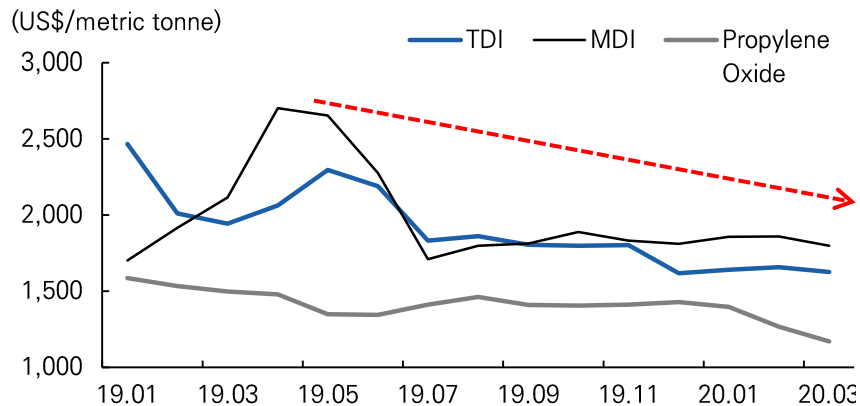
자료: 각국통계청, 미래에셋대우 리서치센터

한국 주요 온라인 유통업체 매출 동향



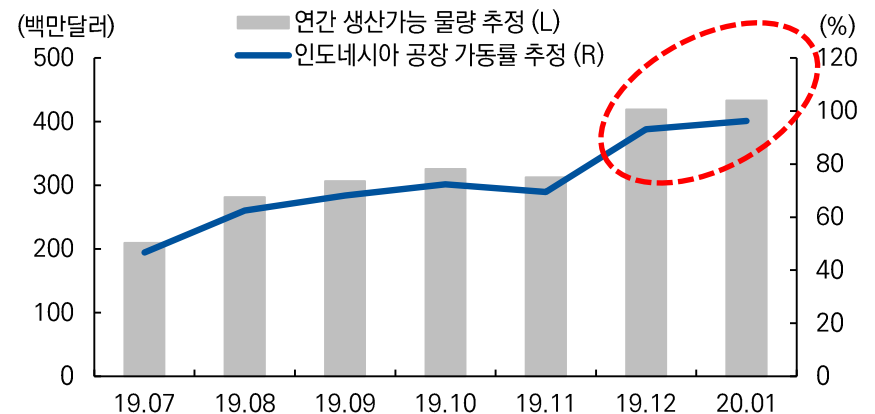
자료: 산업통상자원부, 미래에셋대우 리서치센터

TDI, MDI, Propylene Oxide 가격 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

인도네시아 공장 가동률 추정



자료: 미국 통계청, 미래에셋대우 리서치센터

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
매출액	622	817	956	1,177
매출원가	445	557	634	785
매출총이익	177	260	322	392
판매비와관리비	123	156	189	209
조정영업이익	53	104	133	184
영업이익	53	104	133	184
비영업손익	5	-12	-3	-7
금융손익	-6	-12	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	58	92	130	177
계속사업법인세비용	15	20	33	44
계속사업이익	44	72	98	132
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	44	72	98	132
지배주주	44	72	98	132
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	42	76	98	132
지배주주	42	76	98	132
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	60	123	147	197
FCF	-36	-67	20	59
EBITDA 마진율 (%)	9.6	15.1	15.4	16.7
영업이익률 (%)	8.5	12.7	13.9	15.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.1	8.8	10.3	11.2

자료: 지누스, 미래에셋대우 리서치센터

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/18	12/19	12/20F	12/21F
유동자산	364	531	637	798
현금 및 현금성자산	70	89	103	154
매출채권 및 기타채권	132	209	254	309
재고자산	109	143	174	211
기타유동자산	53	90	106	124
비유동자산	150	224	253	268
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	93	206	239	255
무형자산	45	6	2	1
자산총계	515	755	890	1,066
유동부채	257	307	342	384
매입채무 및 기타채무	122	122	148	180
단기금융부채	112	158	160	162
기타유동부채	23	27	34	42
비유동부채	82	74	76	78
장기금융부채	67	64	64	64
기타비유동부채	15	10	12	14
부채총계	339	381	418	462
지배주주지분	176	374	472	604
자본금	6	7	7	7
자본잉여금	1	121	121	121
이익잉여금	179	250	348	480
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	176	374	472	604

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/18	12/19	12/20F	12/21F
P/E (x)	-	16.4	8.7	6.4
P/CF (x)	-	9.3	6.2	4.7
P/B (x)	-	3.5	1.8	1.4
EV/EBITDA (x)	-	11.5	6.1	4.3
EPS (원)	3,503	5,667	6,864	9,324
CFPS (원)	5,782	9,962	9,630	12,753
BPS (원)	14,471	26,610	33,474	42,798
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	-	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	3.2	31.4	17.0	23.1
EBITDA증가율 (%)	-34.1	105.0	19.5	34.0
조정영업이익증가율 (%)	-39.1	96.2	27.9	38.3
EPS증가율 (%)	-3.4	61.8	21.1	35.8
매출채권 회전율 (회)	4.9	4.8	4.2	4.2
재고자산 회전율 (회)	7.1	6.5	6.0	6.1
매입채무 회전율 (회)	4.7	5.7	6.4	6.5
ROA (%)	10.2	11.4	11.9	13.5
ROE (%)	28.3	26.3	23.1	24.6
ROIC (%)	19.0	23.1	20.6	24.5
부채비율 (%)	192.1	101.8	88.6	76.4
유동비율 (%)	142.0	172.8	186.1	208.0
순차입금/자기자본 (%)	45.6	24.9	11.2	-1.1
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	8.1	0.0	0.0

코로나는 거들 뿐

투자 의견	Not Rated		
목표주가(12M)	-		
현재주가(20/4/13)	9,260원		
상승여력	-		
영업이익(20F, 십억원)	-		
Consensus 영업이익(20F, 십억원)	-		
EPS 성장률(20F, %)	-		
MKT EPS 성장률(20F, %)	-		
P/E(20F, x)	-		
MKT P/E(20F, x)	-		
KOSDAQ	596.71		
시가총액(십억원)	135		
발행주식수(백만주)	15		
유동주식비율(%)	76.4		
외국인 보유비중(%)	3.3		
베타(12M) 일간수익률	1.22		
52주 최저가(원)	3,940		
52주 최고가(원)	9,990		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	63.0	68.1	30.6
상대주가	43.2	78.3	68.1

코로나는 거들 뿐

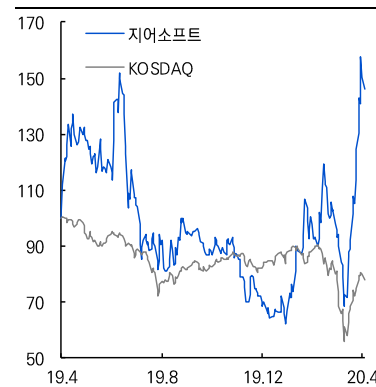
- 코로나19 확산 우려에 따라 오아시스마켓 일매출 크게 증가 (현재 4~4.5억원)
- 차별화 플랫폼이기 때문에 코로나19 종료 후에도 많은 고객 잔여 예상
- 코로나19 후 고객 수 및 일매출 한 단계 퀀텀 점프 예상

폭발적인 외형 성장 예상

- 20년 오아시스마켓의 수요/공급 크게 증가
- 수요: 코로나19에 따라 신규 고객 유입 및 잔여
가격/유기농 차별화 플랫폼으로 잠재 수요 높음
- 공급: 배송 Capa 확대(일배송 1만→3만)와 배송 마감시간의 점진적 확대

리스크 요인

- 공격적 확장에 따른 일시적인 비용 부담 증가



결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17	12/18	12/19
매출액 (십억원)	36	38	64	100	132	160
영업이익 (십억원)	-1	-1	-2	1	1	0
영업이익률 (%)	-2.8	-2.6	-3.1	1.0	0.8	0.0
순이익 (십억원)	-2	-2	-6	-1	1	-2
EPS (원)	-196	-189	-582	-107	70	-102
ROE (%)	-13.8	-15.2	-66.5	-18.8	12.4	-19.4
P/E (배)	-3.6	-9.5	-3.5	-21.4	45.8	-41.2
P/B (배)	0.7	2.1	4.0	4.6	5.6	7.3
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

밸류에이션

- 현재 20년도 예상 매출 기준 PSR 0.5배에 거래
- 온라인 신선식품 시장 성장에 따른 구조적 수혜에도 불구하고 19년도 PSR 0.4배와 유사
- 지어소프트는 마켓컬리 대비 1) 차별화가 확실하고 2) 물류 경쟁력 등에 따라 수익성이 양호
- 1) 지속적인 온라인 매출 증가와 (19년 27% vs. 20년F 63%) 2) 광고 등에 따른 신규 고객 유입으로 향후 밸류에이션은 지속적으로 높아질 것으로 판단

밸류에이션 시나리오

(백만원, %, x)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	PSR	기업가치
매출	19,341	39,612	78,734	111,169	142,327	277,812	오프라인 0.2 공통 적용	
YoY		104.8	98.8	41.2	28.0	95.2		
오프라인				108,789	103,617	103,617	0%	온라인 1.5 282,016
온라인				2,380	38,710	174,195	350%	오프라인 20,723
매출원가	14,942	33,021	64,663	87,265	19.12.31일 시가총액	20년 온라인 추정 일매출	온라인	261,293
매출총이익	4,399	6,591	14,071	23,904	61,213	601	온라인 1.1	212,338
영업이익	158	911	2,029	280	밸류에이션 추정 59,433	현재 일매출	온라인	191,615
GPM	22.7	16.6	17.9	21.5	오프라인 PSR: 0.2 온라인 PSR: 1	450~500	온라인 1.0	194,918
OPM	0.8	2.3	2.6	0.3			온라인	174,195

자료: 미래에셋대우 리서치센터

지어소프트 (051160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18	12/19
매출액	64	100	132	160
매출원가	54	83	103	120
매출총이익	10	17	29	40
판매비와관리비	11	17	28	39
조정영업이익	-2	1	1	0
영업이익	-2	1	1	0
비영업손익	-5	-2	0	-1
금융손익	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	-7	-1	1	-1
계속사업법인세비용	0	0	0	0
계속사업이익	-7	-1	1	-1
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-7	-1	1	-1
지배주주	-6	-1	1	-2
비지배주주	-2	0	0	0
총포괄이익	-7	-1	1	-2
지배주주	-5	-1	1	-2
비지배주주	-2	0	0	0
EBITDA	0	3	3	6
FCF	4	-2	2	7
EBITDA 마진율 (%)	0.0	3.0	2.3	3.8
영업이익률 (%)	-3.1	1.0	0.8	0.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-9.4	-1.0	0.8	-1.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17	12/18	12/19
유동자산	20	17	17	19
현금 및 현금성자산	4	4	3	5
매출채권 및 기타채권	10	9	10	11
재고자산	3	3	3	3
기타유동자산	3	1	1	0
비유동자산	9	10	12	24
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	2	2	3	15
무형자산	2	1	1	1
자산총계	29	27	28	43
유동부채	20	18	17	23
매입채무 및 기타채무	13	11	13	16
단기금융부채	4	4	2	4
기타유동부채	3	3	2	3
비유동부채	1	2	2	11
장기금융부채	0	0	0	8
기타비유동부채	1	2	2	3
부채총계	22	19	19	34
지배주주지분	6	7	8	9
자본금	6	7	7	7
자본잉여금	27	28	29	31
이익잉여금	-26	-27	-26	-28
비지배주주지분	1	1	1	1
자본총계	7	8	9	10

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17	12/18	12/19
P/E (x)	-3.5	-21.4	45.8	-41.2
P/CF (x)	26.3	8.7	11.0	8.5
P/B (x)	4.0	4.6	5.6	7.3
EV/EBITDA (x)	484.6	12.4	16.4	11.9
EPS (원)	-582	-107	70	-102
CFPS (원)	77	264	293	491
BPS (원)	500	495	579	572
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 (%)	68.4	56.3	32.0	21.2
EBITDA증가율 (%)	-	-	0.0	100.0
조정영업이익증가율 (%)	-	-	0.0	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	7.5	11.1	13.8	15.5
재고자산 회전율 (회)	24.5	35.3	44.4	49.8
매입채무 회전율 (회)	6.6	8.3	10.6	10.6
ROA (%)	-26.4	-5.0	3.5	-4.1
ROE (%)	-66.5	-18.8	12.4	-19.4
ROIC (%)	-34.5	44.4	36.1	-2.1
부채비율 (%)	301.2	258.9	206.8	353.9
유동비율 (%)	98.8	93.6	99.5	86.3
순차입금/자기자본 (%)	-24.4	0.1	-10.0	70.9
조정영업이익/금융비용 (x)	-10.9	4.0	11.0	-0.2

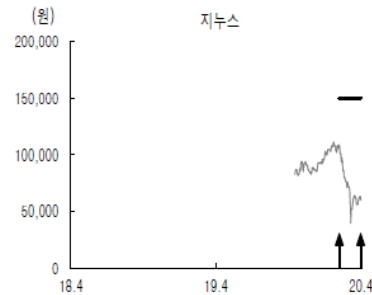
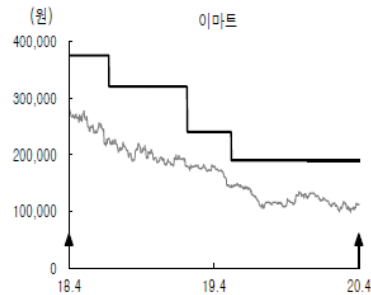
자료: 지어소프트, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
이마트(139480)					2018.07.24	매수	320,000	-37.27	-29.22
2019.05.28	매수	190,000	-	-	2018.02.25	매수	375,000	-29.59	-15.33
2019.05.15	매수	240,000	-39.58	-38.96	지누스(013890)				
2019.05.15	매수	190,000	-16.58	-16.58	2020.02.19	매수	150,000	-	-
2019.02.06	매수	240,000	-27.07	-23.96					

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



투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
 Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
 비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

Compliance Notice

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 신세계, GS리테일, 호텔신라, 롯데쇼핑, 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 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.