

SK INDUSTRY Analysis

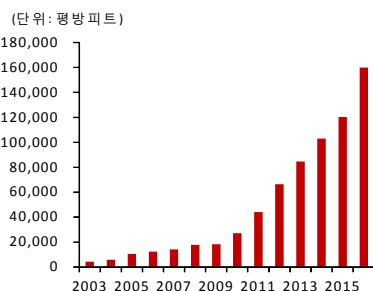


Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477



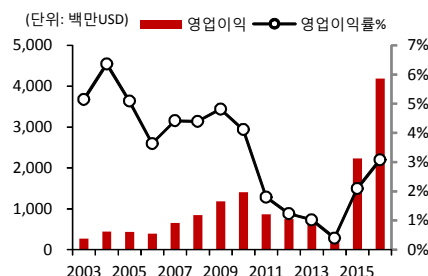
R.A
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

아마존 데이터 및 물류센터 규모 추이



자료: 아마존

아마존 영업이익



자료: 아마존

유통

ssg.com, 한국의 amazon.com 으로 가는 첫 삽을 뜨다

이마트/신세계는 1 조원 규모의 투자유치를 진행 중. 대규모 자금 조달의 의미가 온라인 플랫폼 사업자로의 전환에 있는 것으로 평가함에 따라 이마트와 신세계의 온라인 사업에 대해 차원이 다른 성장을 기대함. 구체적인 사업구조가 공개되지 않아 아직까 지 이마트와 신세계 각각에 미치는 영향을 평가하기는 어려움. 그러나 현재의 ssg.com 이 emart.com 의 온라인 정보기 서비스를 기초로 자리잡았다는 점에서 향후 신설법인에 대한 지분을 이마트가 신세계보다 더 크게 가져갈 가능성이 높다고 판단.

이마트/신세계, 온라인 사업에 1 조원 이상의 자금조달 진행 중

지난 1 월 26 일, 이마트와 신세계는 어피너티 에쿼티 파트너스(Affinity Equity Partners)와 비알브이 캐피탈 매니지먼트(BRV capital Management)와 1 조원 이상의 투자를 유치하는 내용의 MOU 체결을 공시. 향후 이마트와 신세계의 온라인 사업부문을 물적분할하여 합병, 온라인 사업을 별도법인으로 설립하는 것을 추진할 계획. 어피너티 에쿼티와 비알브이 캐피탈의 투자는 이 법인의 신주를 인수하거나 기타 방식도 고려 중. 언론보도에 따르면 이마트/신세계는 현재 2 조원 규모의 온라인 거래액을 2023 년까지 10 조원 규모로 확대할 계획.

이마트/신세계, 아마존의 공격적인 인프라 투자를 모방할 것

이마트는 온라인 사업을 위해 설립되는 회사를 통해 조달하는 자금을 적극적으로 IT 시스템 및 물류 인프라 등에 투자할 것으로 전망. 이미 직매입 기반의 온라인 쇼퍼몰 이 대규모 인프라 투자를 통해 성장성과 수익성을 함께 확보할 수 있음은 아마존의 사례에서 검증된 바 있음. 최근에는 영국의 식품전문 온라인몰 '오카도'가 꾸준한 IT 및 물류 인프라 구축을 통해 식품 전문 온라인 플랫폼 사업자로 급부상. 인프라 투자의 높은 성장성과 수익성이 검증됨.

인프라 투자 이후, 거래액을 높일 첫 품목은 전자제품으로 예상

온라인 정보기 쇼퍼몰로 자리잡은 ssg.com 이 물류 및 시스템 인프라 투자와 함께 강화할 품목은 전자제품일 것. 40 조원에 이르는 전자제품 시장에서 이마트가 판매하는 규모는 1.5 조원 수준에 불과. 전자제품은 대부분 고가의 상품으로 소비자는 가격에 민감한 경향이 있음. 또한 대규모 매입에 따른 규모의 경제효과가 가장 큰 품목이기도 함. 이에 따라, 확보한 자금력으로 물류 인프라 구축과 대규모 직매입을 통해 가격 경쟁력을 확보한다면 고객을 유지하는 것이 보다 수월해질 것.

식품 전문몰을 기반으로 한 플랫폼 사업

이마트/신세계는 식품분야에서 온라인 플랫폼 사업자로 성장할 가능성 높음. 식품을 직접 판매하기 위해서는 공산품과는 차원이 다른 섬세함을 갖추어야 함. 아마존이 2008 년부터 시애틀에서 아마존 프레쉬를 운영하는 등 식품 판매에 오랜 시간 공을 들이고 있으나 식품 분야에서 이렇다 할 성과를 내고 있지 못하고 있음. 반면, 영국의 식품 전문 온라인몰 '오카도'는 기존에 서비스를 제공하고 있던 '모리슨' 슈퍼마켓 외에도 최근 프랑스 대형 슈퍼마켓 업체 'Casino,' 그리고 캐나다 2 위 슈퍼마켓 체인 'Sobeys'와 플랫폼 사용 및 개발 계약을 체결하며 사업 영역을 확장하는데 성공.

의류/패션 아이템은 '오픈 마켓' 역할을 강화할 것

백화점의 주요 품목인 의류/패션 아이템은 직접 매입하여 판매하는 형태보다는 오픈 마켓 시스템을 강화할 가능성이 높음. 의류 및 패션 아이템은 전형적인 '다품종 소량 생산'이 적용되는 품목으로, 단독 소싱 보다는 주변의 도움을 받는 것이 효율적. 여기에서 이마트/신세계의 차별점은 입점하는 업체들에게 아마존이 제공하는 물류처리 서비스와 같은 서비스를 제공할 수 있다는 점이고, 이는 플랫폼 사업자로서 추가 수익모델이기도 함.

Contents

1. ssg.com, 한국의 아마존이 되는 첫 삽을 뜨다	3
2. 한국의 아마존을 기대하는 이유: 직매입	6
(1) 직매입이 중요한 이유: 협상력을 키울 수 있기 때문	
(2) 온라인 쇼핑물의 직매입이 중요한 이유	
: 대규모 인프라 투자가 필수적, 할 수 있는 사업자가 많지 않음	
(3) 직매입 기반의 쇼핑물, 한국에서는 emart.com 이 유일	
3. 이마트/신세계, 아마존의 어떤 사업을 구현할 수 있을까?	9
(1) 충분한 물류시스템을 구축하면	
아마존처럼 전자제품에서 경쟁력을 확대할 수 있을 것	
(2) 식품 분야에서 아마존과 같은 온라인 플랫폼 사업자로 성장할 것	
: 영국의 오카도가 이미 구현 중	
(3) 의류 및 패션 아이템, 오픈 마켓으로 사업을 확대할 것	
(4) 아마존의 월정액 서비스는 구현이 어려움	
4. 개별 기업 분석	
(1) 신세계	17
(2) 이마트	20

Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자 의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 29 일 기준)

매수	89.4%	중립	10.6%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

1. ssg.com, 한국의 아마존이 되는 첫 삽을 뜨다

(1) 이마트/신세계, 온라인 사업에 1 조원 이상의 자금조달 진행 중

지난 1 월 26 일, 이마트와 신세계는 어피너티 에쿼티 파트너스(Affinity Equity Partners)와 비알브이 캐피탈 매니지먼트(BRV capital Management)와 1 조원 이상의 투자를 유치하는 MOU 체결을 공시했다. 향후 이마트와 신세계의 온라인 사업부문을 물적분할하여 합병, 온라인 사업을 별도법인으로 설립하는 것을 추진할 계획이며 어피너티 에쿼티와 비알브이 캐피탈은 이 법인의 신주를 인수, 혹은 기타 방식으로 투자하는 것을 진행 중이라 밝혔다. 언론보도에 따르면 이마트/신세계는 현재 2 조원 규모의 온라인 거래액을 2023 년까지 10 조원 규모로 확대할 계획이다.

1 조원 이상의 자금 조달은 규모만으로도 이목을 끌기에 충분하다. 그러나 당사는 1 조원의 자금 조달의 의미가 이마트/신세계의 온라인 사업이 플랫폼 사업으로 성격 전환을 의미하는 것이라 판단, 이마트/신세계의 온라인 사업 전략의 큰 틀이 변화했다는 점에 더 큰 의미가 있다고 해석한다. 이마트/신세계의 ssg.com 은 아직까지 장보기 서비스가 핵심이다. 그러나 풍부한 자금은 적극적인 IT 및 물류시스템 투자를 통해 아마존 및 오카도(Ocado, 영국 온라인 식품전문몰)와 같은 온라인 플랫폼 사업자로의 전환을 가능하게 할 전망이다.

(2) 온라인 사업에 필요한 대규모 투자 자원 마련

이마트/신세계의 온라인몰 ssg.com 은 식품 전문몰 emart.com 의 차별화를 기반으로 안정적인 트래픽과 실적을 보여주고 있다. 다만, 온라인 사업의 추가 성장에 대한 기대 수준은 다소 낮았다. 추가 성장을 위해서는 과감한 투자가 필요한 시점이었었는데, 최근 까지도 이마트/신세계는 오프라인 사업에 많은 자금이 소요되어 온라인 사업에 투자여력이 크지 않아 보였기 때문이다. 그러나 이번 자금 조달에 성공한다면, 이마트/신세계는 이전과는 차원이 다른 온라인 사업을 추진할 수 있을 것으로 판단한다.

(3) 이마트/신세계, 아마존의 공격적인 인프라 투자를 모방할 것

당사는 이마트/신세계가 온라인 사업을 위해 조달하는 대규모 자금을 IT 시스템 및 물류 인프라 등에 적극적으로 투자할 것으로 전망한다. 이미 직매입 기반의 온라인 쇼핑 물이 대규모 인프라 투자를 통해 성장성과 수익성을 함께 확보할 수 있음을 아마존을 통해 확인했기 때문이다. 아마존의 사례는 직매입 기반의 온라인 쇼핑물이 인프라 투자를 통해 확보하는 역량은 고객 트래픽 유치에만 집중하는 오픈 마켓과는 차원이 다를 을 보여준 것이다.

아마존의 적극적인 인프라 투자,
가격 경쟁력 확보의 원천이자
플랫폼 사업자가 된 계기

아마존의 인프라 투자는 사업 초기의 1) 도서 및 DVD 전문 쇼핑몰에서 전자제품 등으로 품목을 확대하기 위해 물류센터를 확보했던 시기와 2) 2010 년 블랙프라이데이 수요를 원활히 처리하기 위해 공격적으로 서버 및 물류 인프라를 투자했던 시기로 나눌 수 있다.

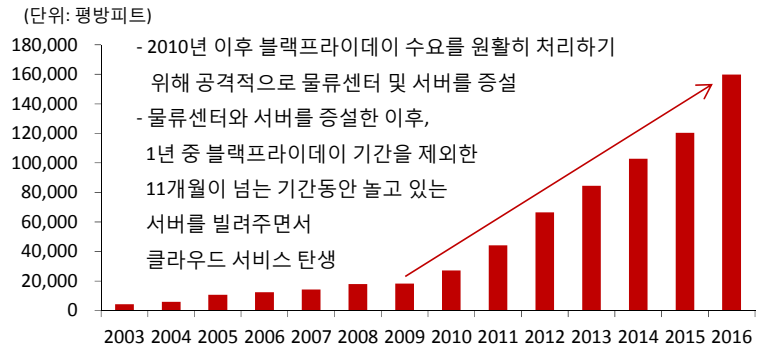
2004 년과 2005 년 무렵의 투자는 전자제품을 경쟁력 있는 가격에 판매할 수 있게 하였고 이를 통해 아마존은 사업 확장에 성공했다.

이 성공의 경험은 2010 년부터 진행된 장기간의 대규모 투자를 단행할 수 있게 했다. 2010 년의 대규모 투자는 수익성을 확보하기까지 시간이 걸렸는데, 절대 주문량이 급격히 많아지는 블랙프라이데이의 수요에 맞춰 증설한 서버와 물류센터가 1 년 중 나머지 11 개월 이상 동안에는 유휴설비가 되었기 때문이다. 이 시기에 놓고 있는 설비를 제 3 자에게 빌려주면서 아마존의 클라우드 서비스가 발달하였고, 제 3 판매자 서비스 등이 본격화 되었다. 놓고 있는 설비를 수익화하면서 아마존의 수익성은 가파르게 회복 될 수 있었던 것이다.

온라인 식품전문물 '오카도'
적극적인 IT 와 물류 인프라 투자로
통해 플랫폼 사업자로 급부상

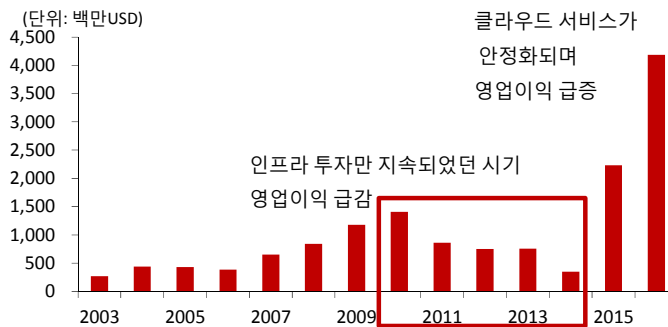
아마존뿐만 아니라 영국의 식품전문 온라인 사업자 '오카도' 역시 적극적인 시스템 투자와 물류 인프라 투자의 성과를 얻고 있는 사례다. 최근 오카도의 주가는 가파르게 상승하였는데, 이는 오카도의 플랫폼을 사용하고자 하는 슈퍼마켓 사업자들이 확대되고 있는데 따른 것이다. 2017 년 11 월 프랑스의 슈퍼마켓 그룹 'Casino'가 오카도와 플랫폼을 개발하겠다고 발표한 이후 주가가 50% 상승하였고, 2018 년 1 월 22 일 캐나다의 2 위 슈퍼마켓 사업자인 'Sobeys'가 동사의 온라인 플랫폼을 사용하겠다고 계약하며 주가는 30% 추가 상승하였다. 아마존과 오카도 두 회사 모두 대표적인 온라인 유통 사업 체의 성공 사례로 손꼽히지만, 성공의 핵심 가치는 플랫폼이었다.

아마존 데이터 센터 및 물류센터 규모 추이



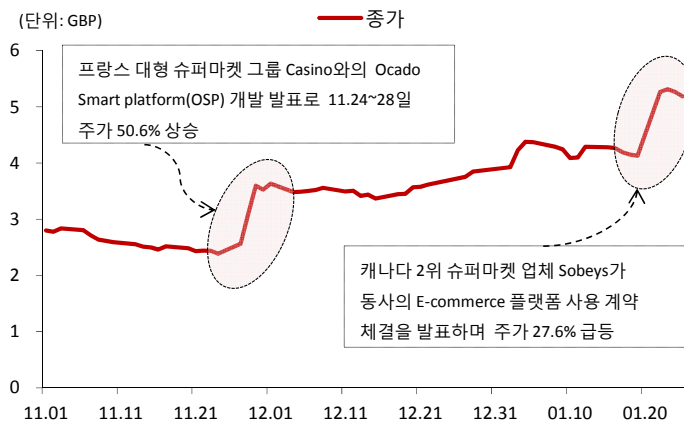
자료: 아마존 SK 증권

아마존 영업이익 추이



자료: 아마존 SK 증권

오카도 최근 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

2. 한국의 아마존을 기대하는 이유: 직매입

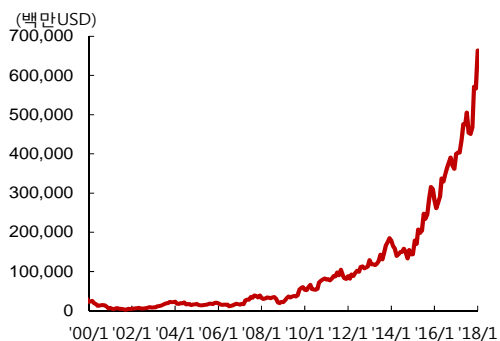
온라인 서점으로 시작해 온라인 쇼핑몰로 확고한 자리를 잡은 아마존이 다른 온라인 쇼핑몰 사업자와 가장 달랐던 점은 직매입, 즉 재고를 부담하는 사업을 했다는 점이다. 이마트 역시 국내에서 직매입을 기반으로 사업을 확대하고 있는 거의 유일한 유통업체이다. 직매입 기반의 온라인 사업이 중요한 이유는 규모의 경제 효과를 충분히 누릴 수 있기 때문이다.

(1) 직매입이 중요한 이유: 협상력을 키울 수 있기 때문

온라인 쇼핑이 활성화되었던 초기에는 사이트 운영자가 많은 제품을 경쟁력 있는 가격에 쇼핑몰 이용자에게 제공할 수 있는 이베이와 같은 오픈 마켓이 주목 받았다. 단기에 고객들을 끌어들이 수 있었기 때문이다. 그러나 오픈 마켓 사업자의 가장 큰 약점은 사업자가 제품에 대한 규모의 경제 효과 혹은 바게닝 파워 등 직접적인 경쟁력을 내재화하기 어렵다는 것이다. 오픈 마켓에 제품을 공급하는 업체들에 대한 입점 수수료는 제품을 공급하는 업체들이 누릴 수 있는 수익성을 넘어설 수 없다. 오픈 마켓이 대규모 거래액을 자랑함에도 불구하고, 상품은 오픈 마켓에 입점하는 사업자가 개별로 매입하기 때문에 실질적인 오픈 마켓의 구매 협상력은 입점 업체 각각의 거래액 규모로 작아지게 된다.

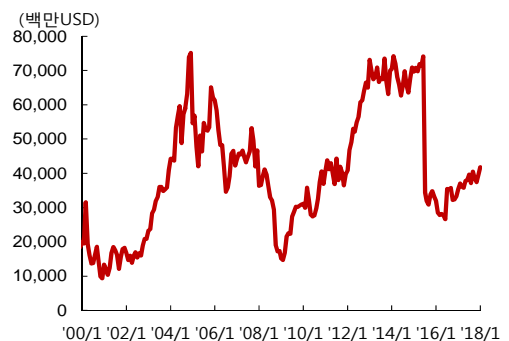
반면, 오픈 마켓과 같은 판매액이 아마존에서 발생했다면, 아마존이 매입해야 하는 상품의 규모가 그만큼 커졌음을 의미하고, 매입 규모가 커진 만큼 아마존은 더 낮은 가격으로 상품을 구매할 수 있다. 이는 아마존의 가격 경쟁력이 높아지는 결정적인 요인이다. 결국, 아마존은 2007년 서브프라임모기지 사태로 시작된 경기둔화 국면에서 이베이의 시가총액을 추월했고 이후 두 회사의 규모는 비교할 수 없을 정도로 차이가 커졌다.

아마존 시가총액 추이



자료: Datastream, SK 증권

이베이 시가총액 추이



자료: Datastream, SK 증권

(2) 온라인 쇼핑몰의 직매입이 중요한 이유

: 대규모 인프라 투자가 필수적, 할 수 있는 사업자가 많지 않음

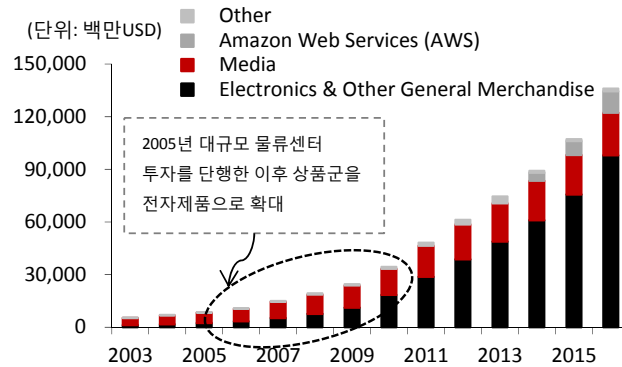
할인점과 같은 직매입 기반의 유통은 제품을 직접 구매하고 판매한다. 직접 재고관리를 해야 하기 때문에 관련 노하우를 쌓기까지 더 많은 비용이 집행될 수 있다. 따라서 자금력이 없으면 직매입 기반의 유통 사업을 대규모로 확대하기 어렵다.

온라인 쇼핑몰의 경우는 오프라인에서는 고민하지 않아도 되었던 배송과 관련한 인프라 투자가 필요한데, 여기에서 초기 온라인 쇼핑이 활성화되는 단계에서 아마존과 같은 직매입 사업자보다 이베이와 같은 오픈 마켓 사업자가 경쟁력을 가진 원인을 찾을 수 있다. 공간을 빌려주는 개념의 사업인 오픈 마켓은 오픈 마켓 사업자가 배송을 처리하는 것이 아니라 오픈 마켓에 입점한 업체들 각자가 배송을 처리하기 때문에 관련한 투자가 필수적이지 않다. 오픈 마켓이 사업을 영위하기가 쉬웠던 것이다. 인터넷 쇼핑 초기에 오픈 마켓 사업자들은 조달된 자금을 인프라 투자보다는 고객을 유치하는데 사용하였다. 고객을 확보한 오픈 마켓은 물건을 판매하고자 하는 사업자들에게 매력적인 공간이 되고 이를 통해 확보한 폭넓은 제품 구색은 고객이 오픈 마켓을 다시 찾는 이유가 되었다.

반면, 직매입을 기반으로 사업을 하기 위해서는 직접 매입함에 따른 재고관리 부담과 함께 배송도 직접 처리해야 한다. 따라서 온라인 사업이 검증되지 않았던 초기 직매입을 기반으로 온라인에 대규모 투자를 단행할 사업자는 많지 않았다. 그럼에도 불구하고 대규모 투자를 단행했던 업체가 아마존이었고, 아마존이 대규모 투자를 통해 얻게 된 높은 구매 협상력은 가격 경쟁이 치열한 온라인 환경에서 절대적 경쟁 우위를 제공하게 된다. 결국, 오픈 마켓이 공격적인 마케팅으로 확보했던 가격에 민감한 고객들은 절대적으로 낮은 가격에 상품을 판매하는 아마존으로 이동했다.

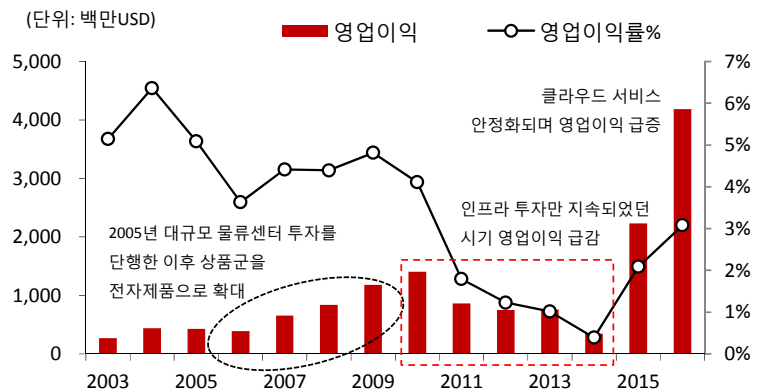
아마존이 초기에 대규모 투자를 지속할 수 있었던 것은 상대적으로 보관 및 물류비용이 많지 않은 도서와 음반 및 DVD 판매를 통해 차별화를 단행하며 직매입의 높은 경쟁력을 테스트할 수 있었기 때문이다. 온라인 쇼핑몰 사업의 가능성을 확인한 아마존은 품목을 확대하기 위해 2005 년 물류센터를 확대했고, 이를 기반으로 전자제품을 공격적으로 판매했다. 아마존의 적극적인 전자제품 가격 인하는 2008 년 금융위기와 함께 확산된 합리적 소비와 맞물려 큰 호응을 얻었다. 제품을 직접 매입했던 아마존은 구매 규모가 커짐에 따라 더 싸게 제품을 조달하여 더 경쟁력 있는 가격으로 제품을 판매할 수 있었다. 아마존의 전자제품 판매가 확대되는 동안 미국 시장에서 ‘베스트바이’와 전자제품 판매를 양분하던 ‘서킷시티’가 2008 년 파산했고, 베스트바이 역시 어려움을 겪었던 것은 잘 알려진 사례다.

아마존 부문별 매출 추이



자료 아마존 SK 증권

아마존 영업이익 및 영업이익률 추이



자료 아마존 SK 증권

(3) 직매입 기반의 쇼핑몰, 한국에서는 emart.com 이 유일

아마존이 단행했던 직매입 기반의 온라인 쇼핑몰을 구현하고 있는 한국 사이트는 emart.com 이 유일하다고 할 수 있다. 홈플러스, 롯데마트, GS 이이슈퍼, 롯데하이마트 등이 직매입 기반으로 온라인 사업을 하고 있으나 이들의 온라인 사업 규모는 상대적으로 매우 작다. 이들 업체들 대부분이 온라인 투자를 적극적으로 확대할 수 있는 자금력은 있다. 그러나 이들은 오프라인 사업을 함께 하고 있어 오프라인 잠식에 대한 우려와 온라인 사업의 수익성에 대한 확신을 갖지 못해 과감한 투자를 하지 못했다. 그에 비해 이마트는 단기적으로 영업실적이 악화되더라도 불구하고 온라인 사업에 대한 투자를 적극적으로 단행하였다. 이에 따라 경쟁사와는 크게 차이가 나는 직매입 기반의 온라인 사업을 확보하게 되었다.

3. 이마트/신세계, 아마존의 어떤 사업을 구현할 수 있을까?

(1) 충분한 물류시스템을 구축하면,

아마존처럼 전자제품에서 경쟁력을 확대할 수 있을 것

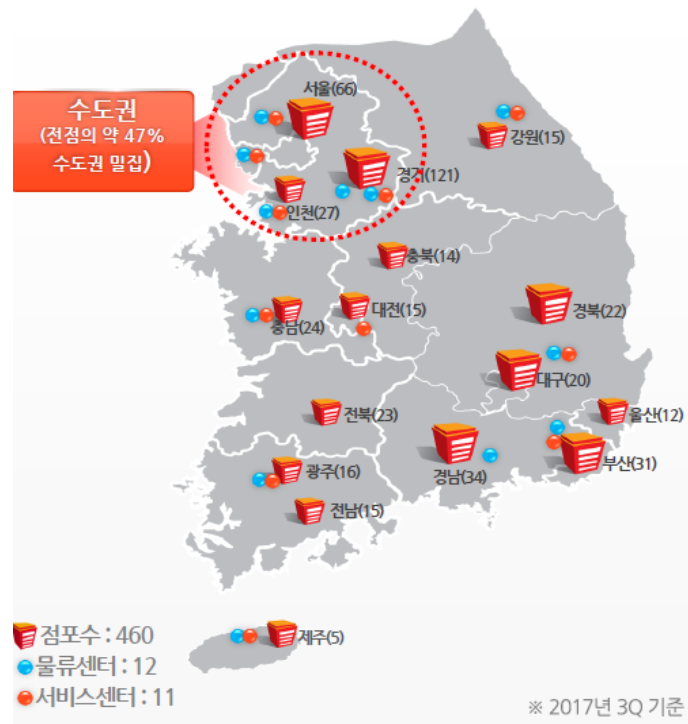
당사는 온라인 장보기 쇼핑물로 자리잡은 이마트가 대규모 인프라 투자 이후 추가로 강화할 첫 품목은 아마존의 경우와 같이 전자제품일 것으로 전망한다. 전자제품은 대부분 고가의 상품으로 소비자는 가격에 민감하다. 또한 대규모 매입에 따른 규모의 경제 효과가 가장 큰 품목이기도 하다. 따라서 확보한 자금력으로 물류 인프라 구축을 통해 매입 여력을 높이고, 대규모 매입을 통해 가격 경쟁력을 확보한다면 온라인을 통해 전자제품을 구매하고자 하는 고객을 유치하는 것은 어렵지 않을 것으로 전망한다.

현재 국내에서 전자제품의 판매가 가장 큰 사업자는 롯데하이마트다. 롯데하이마트가 점유율을 지속적으로 높일 수 있었던 이유는 대규모 매입을 통한 가격 경쟁력이었다. 그러나 향후 이마트가 구매력을 높여 온라인에서 사업을 확대할 경우, 롯데하이마트의 점유율 확대에 제동이 걸릴 수 있다. 국내 가전 및 PC, 모바일 단말기 시장 규모는 40조원 수준인데, 롯데하이마트 4조원을 비롯하여 전자제품 전문점을 통한 판매가 8.4조원 수준에 불과하기 때문에 독보적인 판매자가 있다고 평가할 수 없다. 이마트가 현재 판매하고 있는 전자제품 규모는 1.5조원으로 추정되는데, 확보된 자금으로 대규모 투자를 통해 롯데하이마트 수준까지 매입 및 판매 규모를 확대하는 것은 어렵지 않을 것으로 판단한다. 또한 이마트 입장에서 1.5조원 규모의 매출은 전체 매출의 12% 수준에 불과함에 따라 온라인 사업의 확대에 오프라인 사업의 수익성 악화와 같은 부정적인 영향보다는 매입 및 매출 규모 확대에 따른 긍정적인 영향을 더 크게 받을 것으로 판단된다.

특히, 최근에는 삼성/LG 등 국내 가전사의 제품뿐만 아니라 중저가 해외 제품에 대한 수요 역시 확대되고 있어 가격 경쟁을 기초로 온라인 전자제품 사업을 확대하기에는 적절한 시기다.

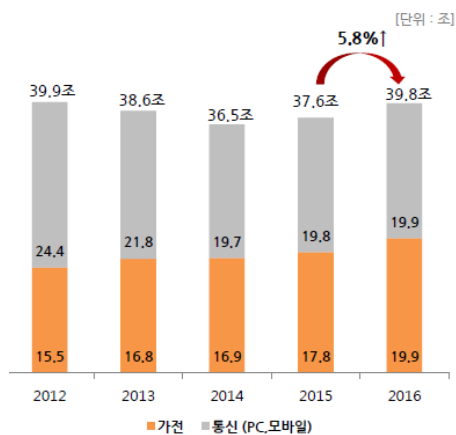
롯데하이마트 물류센터 분포

[단위 : 점포수]



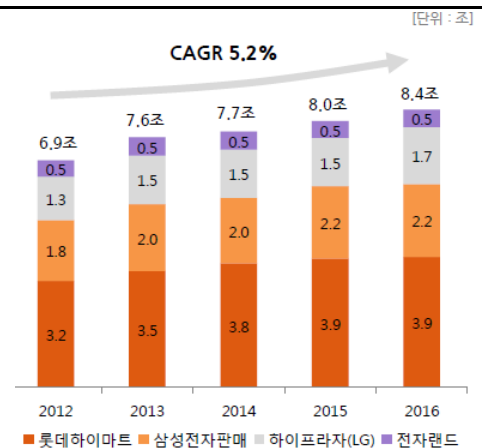
자료 롯데하이마트, SK 증권

국내 가전시장 규모



자료 통계청, 롯데하이마트, SK 증권

가전전문점 매출 추이



자료 각 사, 롯데하이마트, SK 증권

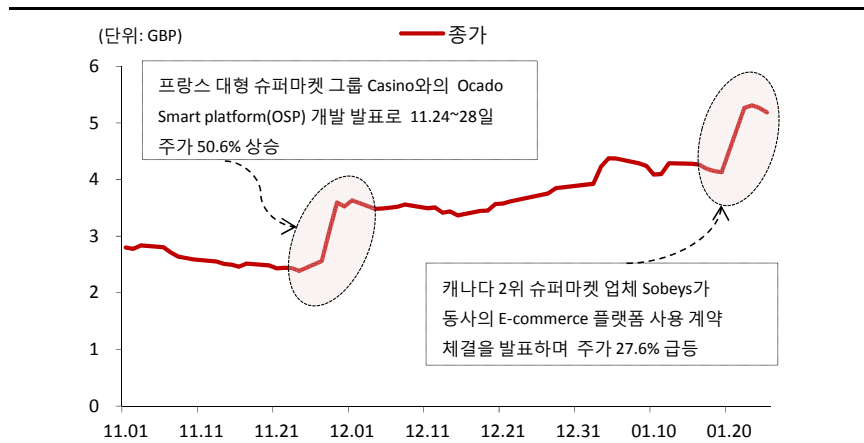
(2) 식품 분야에서 아마존과 같은 온라인 플랫폼 사업자로 성장할 것 : 영국의 오키도가 이미 구현 중

또한 적절한 시스템 투자를 통해 이마트는 식품분야에서 온라인 플랫폼 사업자로 성장할 가능성이 높다. 식품을 직접 판매하기 위해서는 공산품과는 차원이 다른 섬세함을 갖추어야 한다. 아마존이 2008년부터 시애틀에서 '아마존 프레쉬'를 운영하는 등 식품 판매에 공을 들이고 있으나, 식품 분야에서 이렇다 할 성과를 내고 있지 못한 이유가 여기에 있다.

식품 구매에서 소비자들은 가격보다는 신선도를 더 중요시 여긴다. 따라서 신선도를 관리할 수 있는 물류시스템 구축이 필요하다. 그리고 신선식품은 공산품과 비교하여 규격화가 쉽지 않다. 식품 분야에도 자동화 물류시스템이 도입되고 있다고는 하나, 품질 관리를 위해서는 인력 투입이 필수적이다. 효율적으로 신선식품을 선별하고 보관, 배송하는 시스템은 공산품을 주력으로 사업을 하는 일반 온라인 쇼핑몰들이 쉽게 접근하지 못하는 분야다. 따라서 식품 분야에서 온라인 판매를 위한 IT 및 물류 서비스를 제공하는 것은 식품 판매에 노하우가 충분히 쌓인 업체만이 할 수 있다.

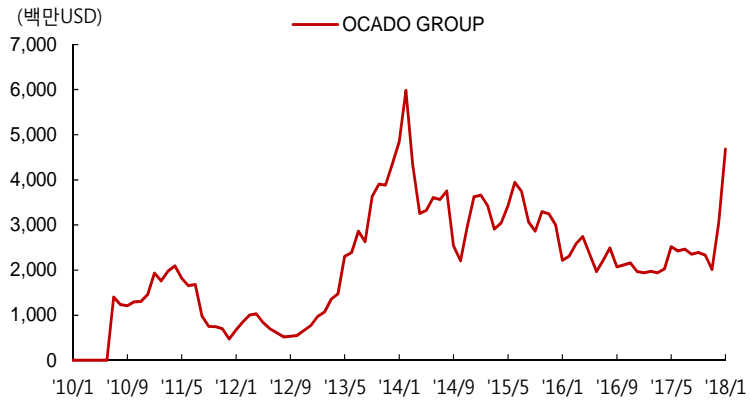
식품 분야에서 플랫폼 사업자로 의미있는 성과를 내고 있는 글로벌 업체는 영국의 식품전문 온라인몰 오키도다. 최근 오키도의 주가는 가파르게 상승하였는데, 이는 오키도의 플랫폼을 사용하고자 하는 슈퍼마켓 사업자들이 확대되고 있는데 따른 것이다. 2017년 11월 프랑스의 슈퍼마켓 그룹 'Casino'가 오키도와 플랫폼을 개발하겠다고 발표한 이후 주가가 50% 상승하였고, 2018년 1월 22일 캐나다의 2위 슈퍼마켓 사업자인 'Sobeys'가 동사와의 온라인 플랫폼 사용 계약을 체결하며 주가는 30% 추가 상승하였다. 식품분야에서 아마존의 클라우드 서비스가 적용되고 있는 것이라 평가할 수 있다.

오키도 최근 주가 추이



자료: Bloomberg, SK 증권

오카도 시가총액 추이



자료 Datastream, SK 증권

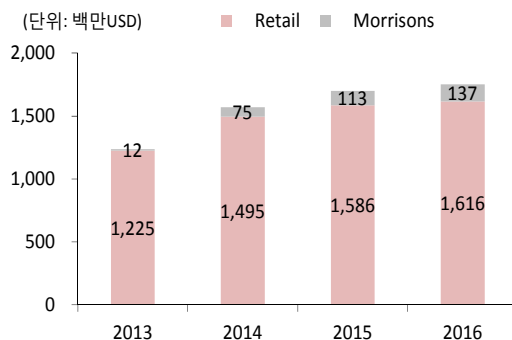
식품전문 온라인 쇼핑몰로 특화된 오카도는 2013 년 물류센터를 추가로 오픈하면서 ‘모리슨(Morrison)’ 슈퍼마켓의 온라인 주문을 처리해주는 계약을 체결하였고 관련 사업을 안정적으로 영위하고 있었다. 이후 2016 년과 2017 년 지속적으로 물류센터를 확장했으며 IT 시스템 투자도 지속적으로 확대하고 있다. 이를 기반으로 오카도는 식품 분야에서 온라인 유통 사업을 키우고자 하는 사업자들에게 솔루션을 제공하는 사업을 확대하고 있는 것이다.

오카도 물류센터 운영 현황

물류센터	Hatfield	Dordon	Andover	Erith
운영시작연도	2002년	2013년	2016년	2018 예정
주당 처리 가능 주문량	150,000건	90,000건	65,000건	200,000건

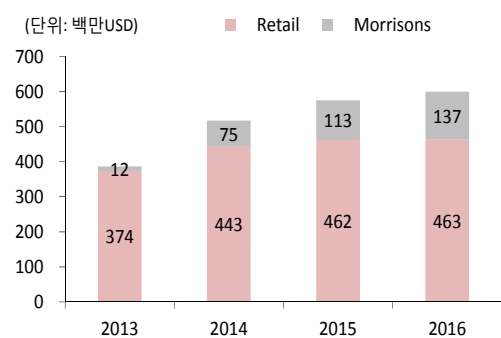
자료 오카도 SK 증권

오카도 매출액 구성



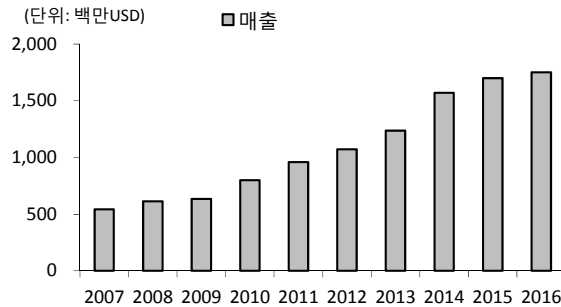
자료 오카도 SK 증권

오카도 매출총이익 구성



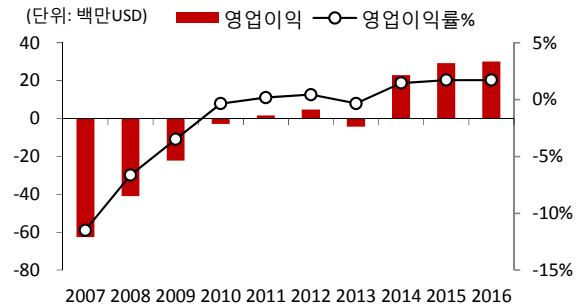
자료 오카도 SK 증권

오카도 매출액 추이



자료: 오카도 SK 증권

오카도 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 오카도 SK 증권

(3) 의류 및 패션 아이템, 오픈 마켓으로 사업을 확대할 것

한편, 신세계 백화점의 주요 품목인 의류/패션 아이템은 직접 매입하여 판매하는 형태 보다는 오픈 마켓 시스템을 강화할 가능성이 높다. 의류 및 패션 아이템은 전형적인 '다품종 소량 생산'이 적용되는 품목이다. 의류/패션 아이템 구색이 충분히 매력적이기 위해서는 다양한 제품을 확보해야 하는데, 확보한 모든 제품을 모두 판매할 가능성은 상대적으로 낮다. 그 만큼 재고관리가 어려움을 의미한다. 직접매입에 따른 규모의 경제 효과가 전자제품과 비교해서 현저히 낮은 것이다. 따라서 의류/패션과 관련된 아이템은 오픈 마켓 시스템을 보다 적극적으로 도입할 필요가 있다. 신세계/이마트 그룹이 보유하고 있는 신세계인터넷내셔널의 제품으로 차별화를 구축하고 다양한 사업자들을 입점시킴으로써 품목의 다양성을 확보하는 것이다.

의류/패션 아이템은 사소한 디자인의 차이, 소재의 차이에 따라 가격이 천차만별로 달라지기 때문에 가격 비교가 쉽지 않다. 따라서 의류/패션 아이템은 수익성이 높은 품목으로 전문 온라인 쇼핑몰 사업자들은 충분한 트래픽이 있다면 입점 수수료를 부담스러워 하지 않는다. 따라서 의류/패션 아이템에 한해서는 오픈 마켓 형태로 운영할 때 갖출 수 있는 MD 경쟁력이 절대적으로 높아질 것이다. 여기에 아마존이 했던 것처럼 오픈 마켓 입점 업체가 직접적인 판매 제품의 보관 및 배송 관리가 어려울 경우, 이를 이마트/신세계가 처리해 주면서 수수료를 받는 수익모델도 향후 적용이 가능한 것이다.

(4) 아마존의 월정액 서비스는 구현이 어려움

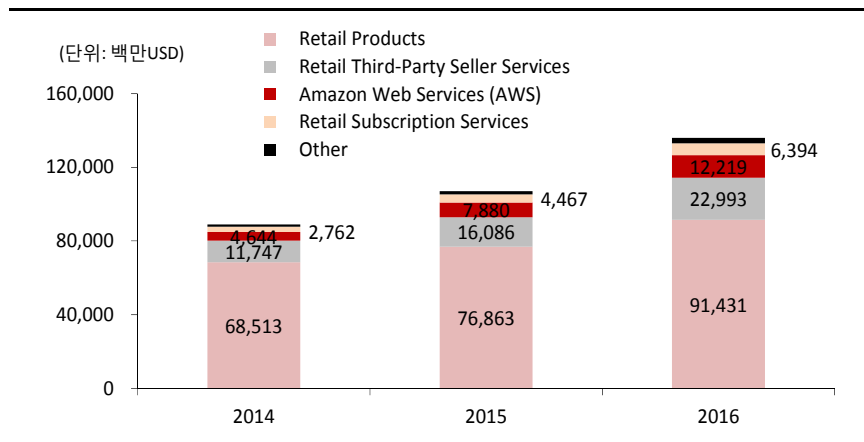
: 광고 수익 모델은 적용 가능해 보임

이마트/신세계가 아마존이 구현하고 있는 월정액 서비스를 도입하기는 쉽지 않을 전망이다. 아마존 역시 아마존 프라임의 매출이 전체에서 차지하는 비중은 높지 않다. 하지만 아마존은 아마존 프라임 서비스를 지속적으로 강화하고 있는데, 아마존의 약점인 불안정한 트래픽을 해결하기 위한 전략이다. 아마존은 쇼핑몰인 만큼, 쇼핑할 콘텐츠가 있어야만 방문하는 곳이다. 지속적으로 고객을 유지하기가 쉽지 않다는 뜻이다. 아마존의 월정액 서비스는 스트리밍 서비스를 기반으로 고정적인 고객을 아마존에 묶어 놓는 수단이 되는 것이다.

아마존의 월정액 서비스인 아마존 프라임은 포함된 서비스에 따라 금액이 다르지만, 무료배송, 음악 스트리밍, 비디오 스트리밍, 오디오북, E-book 등을 월정액을 내고 사용하는 것이다. 유통과 직접적인 관계가 있는 무료배송과 관련해서는 우리나라에서는 무료배송이 일반적인 서비스로 인식되고 있어 과금을 할 수 있는 환경이 아니다.

그리고 음악 및 비디오 스트리밍 서비스, E-book 등은 아마존이 도서와 음반 분야에서 특화된 사업자였기 때문에 가능한 사업이다. 아마존은 초기에 독점 콘텐츠 확보에 적극적이었고, 현재는 자체 제작으로까지 그 영역을 확대하고 있다. 이러한 역할까지 이마트에 기대하는 것은 다소 무리가 있다고 판단하며, 사업을 시작한다 하더라도 아마존이 식품 분야에서 이렇다 할 성과를 내지 못하는 것과 유사한 결과를 가져올 가능성이 높다는 의견이다.

아마존 서비스별 매출 추이



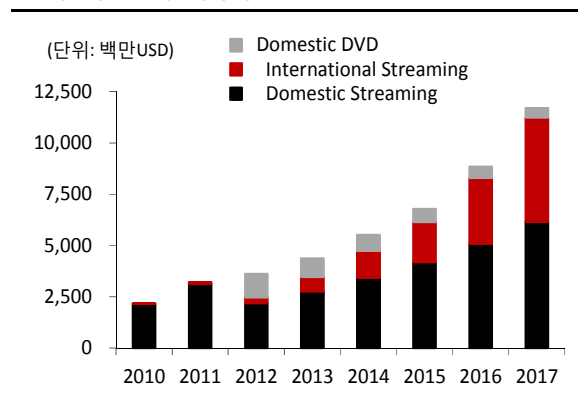
주 1. Retail Subscription Services 는 아마존 프라임 (오디오북, e-북, 디지털 비디오, 디지털 음악 및 AWS 의 정액서비스를 제외한 모든 것의 월정액 및 연회비

2. Other 에는 광고 및 결제서비스 관련 수입이 포함

자료: 아마존, Bloomberg, SK 증권

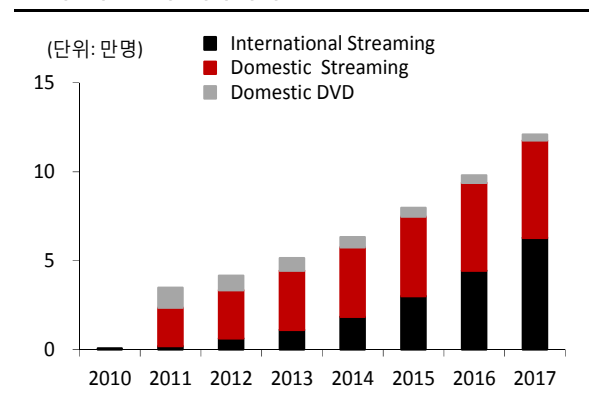
한편, 장기적인 관점에서 이마트/신세계가 미디어 서비스를 도입하더라도 성과를 기대하는 것은 쉽지 않을 전망이다. 우리나라는 콘텐츠에 대한 소비자의 지불 용의가 높지 않기 때문이다. 미국은 오래 전부터 높은 시청료를 지불하며 방송을 소비해왔던 만큼, 소비자들이 방송 콘텐츠에 대한 비용을 지불하는 것에 거부감이 크지 않다. 반면, 우리나라 소비자들은 방송을 공공재로 소비하는 문화에 익숙해져 있어 방송 콘텐츠에 비용을 지불하는 것에 인색하다. 콘텐츠 과금을 기반으로 전 세계적으로 큰 성장을 하고 있는 넷플릭스가 한국 시장에서는 이렇다 할 성과를 보이고 있지 못하는 점도 콘텐츠 과금이라는 수익모델이 한국 시장에서 얼마나 어려운 지를 보여주는 대표적인 사례다.

넷플릭스 부문별 매출액 추이



자료: 넷플릭스, Bloomberg, SK 증권

넷플릭스 부문별 가입자 수 추이



자료: 넷플릭스, Bloomberg, SK 증권

장보기 서비스

고객의 방문 빈도를 높임

-> 광고 수익의 원천이 될 수 있음

그러나 고객의 지속적인 방문 측면에서 이마트는 아마존보다 우위에 있다. 이마트는 장보기 서비스를 기초로 온라인 트래픽을 확보하고 있는 만큼, 고객들은 짧은 주기로 사이트를 지속적으로 방문하게 되기 때문이다. 안정적인 트래픽을 기반으로 광고 수익을 기대하는 것이 더 적절해 보인다.

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
손윤경, CFA
skcase1976@sk.com
02-3773-8477

Company Data

자본금	492 억원
발행주식수	985 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	33,523 억원
주요주주	
이명희(외3)	28.06%
국민연금공단	13.40%
외국인지분율	25.10%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(18/01/26)	340,500 원
KOSPI	2574.76 pt
52주 Beta	0.66
52주 최고가	340,500 원
52주 최저가	170,500 원
60일 평균 거래대금	203 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.4%	10.7%
6개월	43.7%	35.8%
12개월	93.5%	56.6%

신세계 (004170/KS | 매수(유지) | T.P 400,000 원(유지))

온라인 사업 분할, 면세점 사업에 집중할 수 있는 계기

이마트/신세계는 1 조원 규모의 투자유치를 진행 중. 대규모 자금 조달의 의미가 온라인 플랫폼 사업자로의 전환에 있는 것으로 평가함에 따라 이마트와 신세계의 온라인 사업에 대해 차원이 다른 성장을 기대함. 구체적인 사업구조가 공개되지 않아 아직까지 이마트, 신세계 각각에 미치는 영향을 평가하기는 어렵지만, 현재의 ssg.com 이 emart.com 의 온라인 장보기 서비스를 기초로 자리잡았다는 점에서 향후 신설법인에 대한 지분을 이마트가 신세계보다 더 크게 가져갈 가능성이 높다고 판단.

이마트/신세계, 온라인 사업에 1 조원 이상의 자금조달 진행 중

지난 1 월 26 일, 이마트와 신세계는 어피너티 에쿼티 파트너스(Affinity Equity Partners)와 비알브이 캐피탈 매니지먼트(BRV capital Management)와 1 조원 이상의 투자를 유치하는 내용의 MOU 체결을 공시. 향후 이마트와 신세계의 온라인 사업부문을 물적분할하여 합병, 온라인 사업을 별도법인으로 설립하는 것을 추진할 계획이라 밝힘. 어피너티 에쿼티와 비알브이 캐피탈의 투자는 이 법인의 신주를 인수하거나 기타 방식도 고려 중. 언론보도에 따르면 이마트/신세계는 현재 2 조원 규모의 온라인 거래액을 2023 년까지 10 조원 규모로 확대할 계획.

지속적인 투자가 필요한 면세사업에 집중할 수 있는 여건이 마련됨

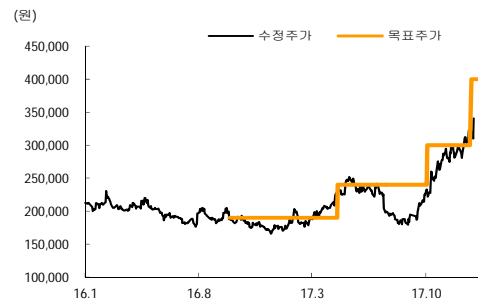
대규모 자금 조달의 의미가 온라인 플랫폼 사업자로의 전환에 있는 것으로 평가하며, 이마트/신세계 온라인 사업의 차원이 다른 성장을 기대. 구체적인 사업 구조가 공개되지 않아 이마트와 신세계 각각에 미치는 영향을 평가하기는 어려움. 그러나 현재의 ssg.com 이 emart.com 의 온라인 장보기 서비스를 기초로 자리잡았다는 점에서 향후 신설법인에 대한 지분을 이마트가 신세계보다 더 크게 가져갈 가능성이 높다고 판단.

신세계 입장에서는 아직까지 뚜렷한 성과를 내지 못하고 있는 온라인 사업에 대한 부담을 덜고, 의미 있는 성과를 내기 시작한 면세사업에 집중할 수 있는 여건을 만들었다는 점에서 긍정적. 동사의 면세사업은 후발 주자임에도 불구하고 부정적인 영업환경에도 공격적인 투자를 지속하여 롯데/신라에 이은 3 위 사업자로 자리 매김하는 데에 성공. 매출 확대뿐만 아니라 의미 있는 수익성 개선도 보여주고 있음. 그럼에도 불구하고, 아직까지 동사의 면세점에 대한 대규모 투자는 진행형. 최근에는 인천공항 제 2 여객터미널에 신규 매장을 오픈 했고, 2018 년 센트럴시티에 시내면세점을 추가로 오픈해야 하기 때문. 온라인 사업의 분할은 면세점 사업에 역량을 보다 집중 할 수 있는 계기가 될 것.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	24,923	25,640	29,475	38,058	43,663	46,474
yoy	%	2.1	2.9	15.0	29.1	14.7	6.4
영업이익	억원	2,734	2,621	2,514	3,204	3,785	4,058
yoy	%	-10.8	-4.1	-4.1	27.4	18.1	7.2
EBITDA	억원	4,416	4,376	4,601	6,010	6,699	7,052
세전이익	억원	2,500	5,834	4,154	3,411	4,138	4,403
순이익(지배주주)	억원	1,566	4,021	2,271	2,211	2,793	3,004
영업이익률%	%	11.0	10.2	8.5	8.4	8.7	8.7
EBITDA%	%	17.7	17.1	15.6	15.8	15.3	15.2
순이익률	%	7.5	16.9	11.0	6.5	7.1	7.2
EPS	원	15,908	40,843	23,071	22,458	28,368	30,510
PER	배	11.4	5.6	7.6	13.4	12.0	11.2
PBR	배	0.7	0.8	0.5	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	11.5	11.8	12.6	11.3	10.6	9.9
ROE	%	6.2	14.3	7.3	6.6	7.8	7.7
순차입금	억원	23,482	18,553	25,500	22,842	20,922	19,081
부채비율	%	122.2	95.0	112.1	116.3	117.0	120.4

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.29	매수	400,000원	6개월		
2018.01.22	매수	400,000원	6개월	-19.68%	-14.88%
2017.12.01	매수	300,000원	6개월	-7.17%	7.67%
2017.10.31	매수	300,000원	6개월	-15.09%	-4.33%
2017.05.16	매수	240,000원	6개월	-9.59%	4.79%
2016.10.26	중립	190,000원	6개월	-21.6%	20.53%
2016.08.05	담당자 변경				



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 1월 29일 기준)

매수	89.4%	중립	10.6%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,887	9,875	15,830	19,579	26,152
현금및현금성자산	443	783	5,614	7,534	13,374
매출채권및기타채권	1,986	2,945	3,310	3,921	4,166
재고자산	2,879	3,926	4,412	5,227	5,553
비유동자산	73,294	89,670	90,874	94,305	96,937
장기금융자산	5,884	6,184	5,132	5,132	5,132
유형자산	51,943	66,256	66,721	67,950	69,077
무형자산	2,739	3,043	2,945	2,831	2,737
자산총계	79,182	99,545	106,704	113,884	123,089
유동부채	19,068	24,350	32,407	35,891	37,284
단기금융부채	5,221	7,570	13,547	13,547	13,547
매입채무 및 기타채무	3,499	4,812	5,408	6,407	6,806
단기충당부채	25	25	28	33	35
비유동부채	19,505	28,266	24,955	25,513	29,952
장기금융부채	13,994	18,994	15,221	15,221	19,221
장기매입채무 및 기타채무	56	42	25	25	25
장기충당부채	56	73	89	111	125
부채총계	38,573	52,616	57,362	61,404	67,236
지배주주지분	30,233	32,341	34,436	37,286	40,347
자본금	492	492	492	492	492
자본잉여금	4,000	3,999	3,995	3,995	3,995
기타자본구성요소	-36	-36	-36	-36	-36
자기주식	-36	-36	-36	-36	-36
이익잉여금	18,989	21,000	22,891	25,684	28,688
비지배주주지분	10,376	14,588	14,907	15,194	15,505
자본총계	40,609	46,929	49,343	52,480	55,852
부채외자본총계	79,182	99,545	106,704	113,884	123,089

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	3,505	4,024	6,902	6,770	6,610
당기순이익(손실)	4,332	3,234	2,458	3,103	3,338
비현금성항목등	253	1,711	3,871	3,595	3,714
유형자산감가상각비	1,616	1,933	2,643	2,772	2,872
무형자산감가상각비	139	154	164	142	121
기타	-3,155	161	-199	-654	-566
운전자본감소(증가)	-488	270	1,846	1,183	702
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-115	-879	-332	-611	-245
재고자산감소(증가)	54	-1,080	-530	-815	-326
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	54	505	1,627	999	400
기타	-482	1,724	1,082	1,611	873
법인세납부	-591	-1,190	-1,273	-1,112	-1,143
투자활동현금흐름	-1,308	-8,801	-3,435	-4,051	-3,929
금융자산감소(증가)	2,714	71	942	0	0
유형자산감소(증가)	-6,165	-6,650	-3,972	-4,000	-4,000
무형자산감소(증가)	-94	-73	-27	-27	-27
기타	2,237	-2,149	-376	-24	98
재무활동현금흐름	-2,429	5,117	1,382	-799	3,159
단기금융부채증가(감소)	132	-2,902	267	0	0
장기금융부채증가(감소)	-5,438	8,883	1,838	0	4,000
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-240	-296	-123	0	0
기타	3,117	-568	-411	-799	-841
현금의 증가(감소)	-242	340	4,831	1,920	5,841
기초현금	685	443	783	5,614	7,534
기말현금	443	783	5,614	7,534	13,374
FCF	-1,930	-1,695	1,585	2,527	2,363

자료 : 신세계, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	25,640	29,475	38,058	43,663	46,474
매출원가	9,294	10,574	15,307	20,330	22,869
매출총이익	16,346	18,901	22,751	23,332	23,605
매출총이익률 (%)	63.8	64.1	59.8	53.4	50.8
판매비와관리비	13,725	16,387	19,547	19,547	19,547
영업이익	2,621	2,514	3,204	3,785	4,058
영업이익률 (%)	10.2	8.5	8.4	8.7	8.7
비영업손익	3,212	1,640	207	353	345
순금융비용	538	455	648	623	543
외환관련손익	-25	-12	29	29	29
관계기업투자등 관련손익	289	1,869	299	238	238
세전계속사업이익	5,834	4,154	3,411	4,138	4,403
세전계속사업이익률 (%)	22.8	14.1	9.0	9.5	9.5
계속사업법인세	1,502	921	953	1,034	1,066
계속사업이익	4,332	3,234	2,458	3,103	3,338
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,332	3,234	2,458	3,103	3,338
순이익률 (%)	16.9	11.0	6.5	7.1	7.2
지배주주	4,021	2,271	2,211	2,793	3,004
지배주주귀속 순이익률(%)	15.68	7.71	5.81	6.4	6.46
비지배주주	311	962	247	310	334
총포괄이익	1,375	3,277	2,492	3,137	3,372
지배주주	1,069	2,321	2,268	2,850	3,061
비지배주주	306	957	224	288	311
EBITDA	4,376	4,601	6,010	6,699	7,052

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	29	15.0	29.1	14.7	6.4
영업이익	-4.1	-4.1	27.4	18.1	7.2
세전계속사업이익	133.4	-28.8	-17.9	21.3	6.4
EBITDA	-0.9	5.2	30.6	11.5	5.3
EPS(계속사업)	156.8	-43.5	-2.7	26.3	7.6
수익성 (%)					
ROE	14.3	7.3	6.6	7.8	7.7
ROA	5.5	3.6	2.4	2.8	2.8
EBITDA마진	17.1	15.6	15.8	15.3	15.2
안정성 (%)					
유동비율	30.9	40.6	48.9	54.6	70.1
부채비율	95.0	112.1	116.3	117.0	120.4
순차입금/자기자본	45.7	54.3	46.3	39.9	34.2
EBITDA/이자비용(배)	6.4	7.3	7.8	8.4	8.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	40,843	23,071	22,458	28,368	30,510
BPS	307,084	328,499	349,776	378,723	409,812
CFPS	58,662	44,270	50,962	57,963	60,920
주당 현금배당금	1,250	1,250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	7.2	10.0	13.4	12.0	11.2
PER(최저)	3.9	7.6	7.4	9.9	9.2
PBR(최고)	1.0	0.7	0.9	0.9	0.8
PBR(최저)	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
PCR	3.9	4.0	5.9	5.9	5.6
EV/EBITDA(최고)	13.3	13.7	11.3	10.6	9.9
EV/EBITDA(최저)	10.3	12.5	9.1	9.7	9.0

SK COMPANY Analysis



Analyst

손윤경, CFA

skcase1976@sk.com

02-3773-8477

Company Data

자본금	1,394 억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	82,094 억원
주요주주	
이명희(외2)	28.05%
국민연금공단	10.10%
외국인지분률	48.80%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(18/01/26)	294,500 원
KOSPI	2574.76 pt
52주 Beta	0.61
52주 최고가	294,500 원
52주 최저가	199,000 원
60일 평균 거래대금	242 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.3%	4.0%
6개월	19.5%	13.0%
12개월	47.6%	19.5%

이마트 (139480/KS | 매수(상향) | T.P 410,000 원(상향))

기다리던 온라인 투자 뉴스

이마트/신세계는 1 조원 규모의 투자유치를 진행 중. 대규모 자금 조달의 의미가 온라인 플랫폼 사업자로의 전환에 있는 것으로 평가함에 따라 이마트와 신세계의 온라인 사업에 대해 차원이 다른 성장을 기대함. 구체적인 사업구조가 공개되지 않아 아직까지 이마트, 신세계 각각에 미치는 영향을 평가하기는 어렵지만, 현재의 ssg.com 이 emart.com 의 온라인 장보기 서비스를 기초로 자리잡았다는 점에서 향후 신설법인에 대한 지분을 이마트가 신세계보다 더 크게 가져갈 가능성이 높다고 판단. 이마트에 대한 투자 의견을 매수로 상향. 목표주가도 270,000 원에서 410,000 원으로 상향

이마트/신세계, 온라인 사업에 1 조원 이상의 자금조달 진행 중

지난 1 월 26 일, 이마트와 신세계는 어피니티 에쿼티 파트너스(Affinity Equity Partners)와 비알브이 캐피탈 매니지먼트(BRV capital Management)와 1 조원 이상의 투자를 유치하는 내용의 MOU 체결을 공시. 향후 이마트와 신세계의 온라인 사업부문을 물적분할하여 합병, 온라인 사업을 별도법인으로 설립하는 것을 추진할 계획이라 밝힘. 어피니티 에쿼티와 비알브이 캐피탈의 투자는 이 법인의 신주를 인수하거나 기타 방식도 고려 중. 언론보도에 따르면 이마트/신세계는 현재 2 조원 규모의 온라인 거래액을 2023 년까지 10 조원 규모로 확대할 계획.

목표주가 410,000 으로 상향하고 투자 의견 역시 매수로 상향

대규모 자금 조달의 의미가 온라인 플랫폼 사업자로의 전환에 있는 것으로 평가. 구체적인 사업 구조가 공개되지 않아 아직까지 이마트와 신세계 각각에 미치는 영향을 평가하기는 어려움. 그러나 현재의 ssg.com 이 emart.com 의 온라인 장보기 서비스를 기초로 자리잡았다는 점에서 향후 신설법인에 대한 지분을 이마트가 신세계보다 더 크게 가져갈 가능성이 높다고 판단. 동사의 주가는 적극적인 온라인 사업에 대한 투자 기대감을 지속적으로 반영할 것. 목표주가를 410,000 원으로 상향하고 투자 의견 역시 매수로 상향

이마트/신세계, 플랫폼 사업자가 되기 위한 인프라 투자에 집중할 전망

직매입 기반의 온라인 쇼핑몰이 대규모 인프라 투자를 통해 성장성과 수익성을 함께 확보할 수 있음은 아마존의 사례에서 검증된 바 있음. 최근에는 영국의 식품전문 온라인몰 '오카도'가 꾸준한 IT 및 물류 인프라 구축을 통해 식품 전문 온라인 플랫폼 사업자로 급부상하며 인프라 투자의 높은 성장성과 수익성을 검증하고 있음. 당사는 이마트/신세계의 온라인 사업 역시 향후 플랫폼의 인프라 경쟁력을 강화시키는 방향으로 진행될 것으로 판단.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	131,536	136,400	147,779	159,637	173,508	188,408
yoy	%	0.9	3.7	8.3	8.0	8.7	8.6
영업이익	억원	5,830	5,038	5,469	5,533	5,919	6,369
yoy	%	-20.7	-13.6	8.6	1.2	7.0	7.6
EBITDA	억원	9,969	9,376	10,033	10,220	12,171	12,610
세전이익	억원	4,238	6,938	4,819	7,198	5,380	5,855
순이익(지배주주)	억원	2,900	4,547	3,762	6,222	3,841	4,185
영업이익률%	%	4.4	3.7	3.7	3.5	3.4	3.4
EBITDA%	%	7.6	6.9	6.8	6.4	7.0	6.7
순이익률	%	2.2	3.3	2.6	4.0	2.3	2.3
EPS	원	10,404	16,312	13,497	22,320	13,778	15,012
PER	배	19.5	11.6	13.6	12.1	21.4	19.6
PBR	배	0.8	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	9.6	10.2	9.2	11.9	10.4	9.9
ROE	%	4.3	6.6	5.1	7.8	4.6	4.8
순차입금	억원	36,907	39,106	35,610	39,358	37,026	33,916
부채비율	%	95.9	100.2	89.9	94.5	100.8	107.1

이마트 목표주가 산정

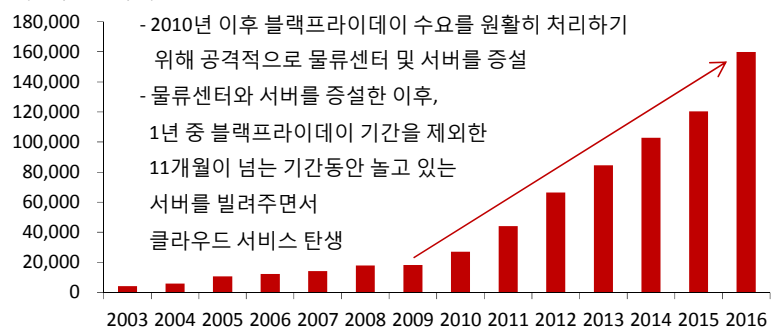
	2014년	2015년	2016년E	2017년E	2018년E	2019년E	2020년E
지배주주순이익(억원)	2,900	4,547	3,784	6,222	3,841	4,185	4,610
Target P/E Multiple(X)					30.0	27.0	24.3
적정 시가총액(억원)					115,225	112,987	112,032
주식 수(천주)					27,876	27,876	27,876
적정주가(원)					413,351	405,324	401,897
목표주가(원)					410,000		
목표 시가총액(억원)					114,291		

주: 2017년 지배주주순이익에는 코스트코 부지 매각에 따른 차익 2,250 억원이 반영

자료: SK 증권 리서치센터

아마존 데이터 센터 및 물류센터 규모 추이

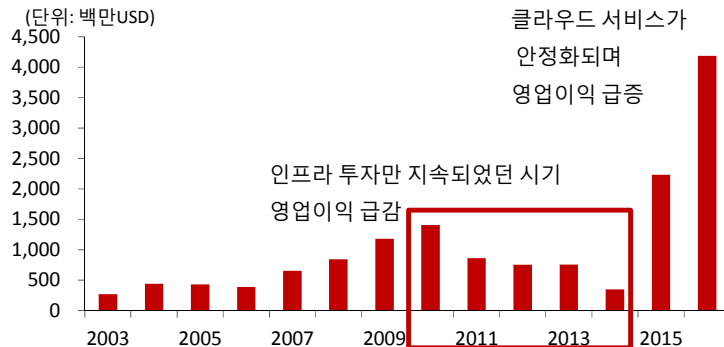
(단위: 평방피트)



자료: 아마존, SK 증권

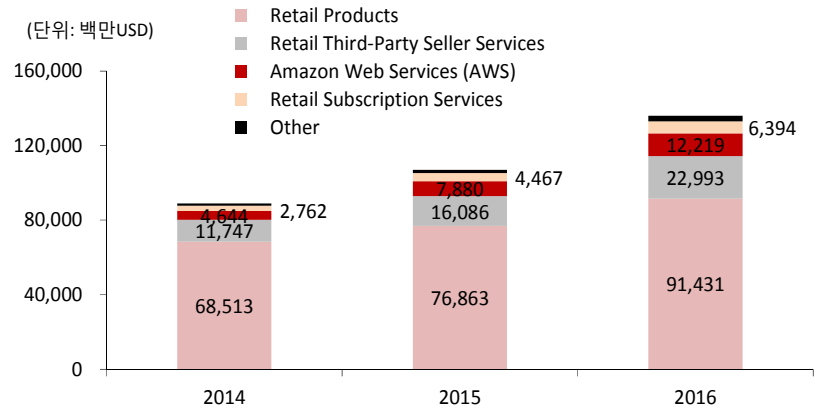
아마존 영업이익 추이

(단위: 백만USD)



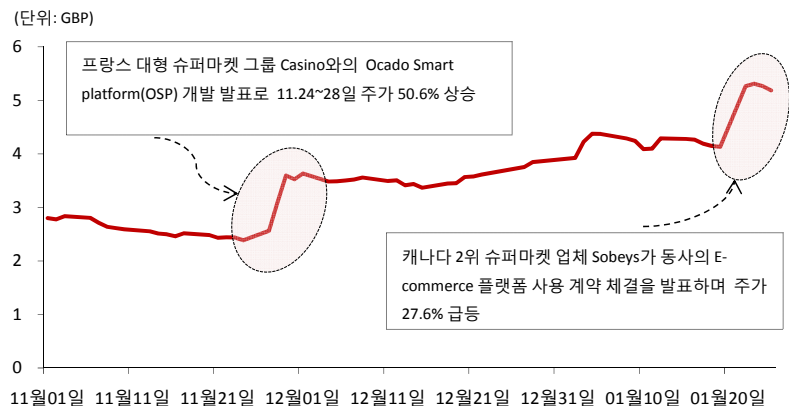
자료: 아마존, SK 증권

아마존 서비스별 매출 추이



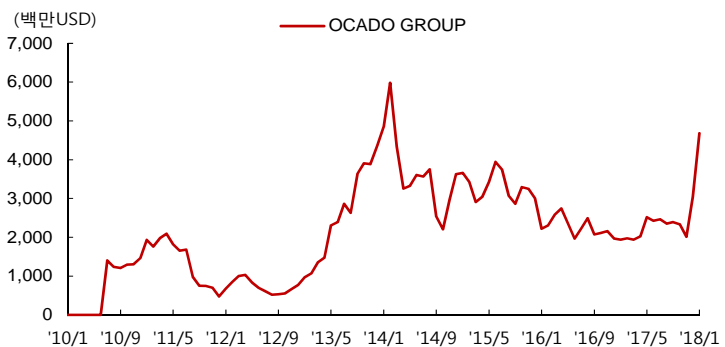
주: 1. Retail Subscription Services 가 아마존 프라임 (오디오북, e-북, 디지털 비디오, 디지털 음악 및 AWS 의 정액서비스를 제외한 모든 것의 월 정액 및 연회비)/2. Other에는 광고 및 결제서비스 관련 수입이 포함
자료: Bloomberg, SK 증권

오카도 최근 주가 동향



자료: Bloomberg, SK 증권

오카도 시가총액 추이



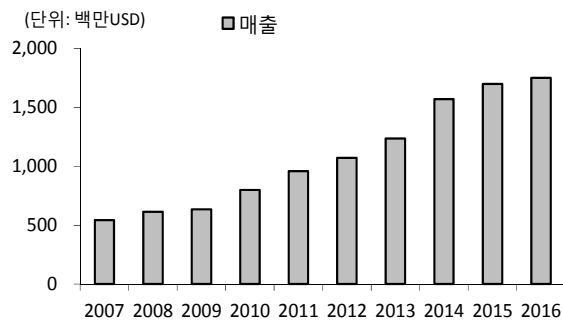
자료: Datastream, SK 증권

오카도 물류센터 운영 현황

물류센터	Hatfield	Dordon	Andover	Erith
운영시작연도	2002년	2013년	2016년	2018 예정
주당 처리 가능 주문량	150,000건	90,000건	65,000건	200,000건

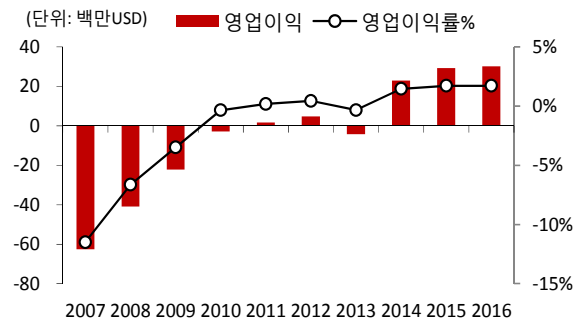
자료: 오카도, SK 증권

오카도 매출액 추이



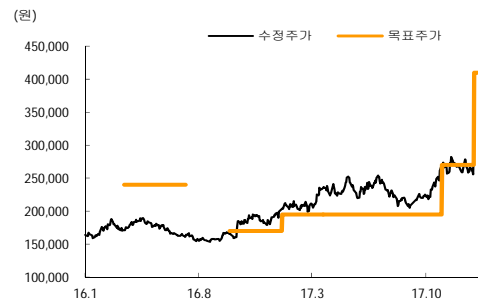
자료: 오카도, SK 증권

오카도 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: 오카도, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2018.01.29	매수	410,000원	6개월		
2017.11.28	중립	270,000원	6개월	-1.01%	9.07%
2017.08.23	중립	195,000원	6개월	15.76%	38.21%
2017.02.01	중립	195,000원	6개월	15.89%	30.26%
2017.01.10	중립	170,000원	6개월	8.37%	19.41%
2016.10.26	중립	170,000원	6개월	7.01%	14.71%
2016.08.05	담당자 변경				
2016.04.11	매수	240,000원	6개월	-29.60%	-21.04%



Compliance Notice

- 작성자(손윤경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018 년 1 월 29 일 기준)

매수	89.4%	중립	10.6%	매도	0%
----	-------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	14,644	17,409	22,146	31,626	41,931
현금및현금성자산	634	658	5,299	13,123	21,606
매출채권및기타채권	2,919	3,802	4,128	4,482	4,881
재고자산	8,861	9,795	10,635	11,547	12,575
비유동자산	130,294	136,873	148,071	150,593	153,552
장기금융자산	13,353	13,965	20,039	20,039	20,039
유형자산	98,054	97,092	98,715	98,869	99,014
무형자산	3,832	3,986	3,957	3,763	3,589
자산총계	144,938	154,282	170,218	182,219	195,483
유동부채	39,345	40,014	43,920	46,762	49,912
단기금융부채	14,691	13,896	15,156	15,156	15,156
매입채무 및 기타채무	12,374	12,735	13,826	15,012	16,349
단기충당부채	21	16	18	19	21
비유동부채	33,199	33,026	38,795	44,692	51,199
장기금융부채	26,455	24,878	30,555	36,047	41,420
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	452	535	581	631	687
부채총계	72,544	73,040	82,715	91,453	101,111
지배주주지분	69,861	76,962	82,253	85,466	89,023
자본금	1,394	1,394	1,394	1,394	1,394
자본잉여금	42,370	42,370	41,935	41,935	41,935
기타자본구성요소	-397	-401	0	0	0
자기주식	-26	-26	0	0	0
이익잉여금	16,532	19,579	24,737	28,160	31,927
비지배주주지분	2,533	4,280	5,250	5,299	5,348
자본총계	72,394	81,242	87,503	90,765	94,372
부채외자본총계	144,938	154,282	170,218	182,219	195,483

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	8,491	7,912	8,503	11,050	11,429
당기순이익(손실)	6,938	4,819	6,842	3,901	4,245
비현금성항목등	3,681	7,006	4,604	8,270	8,365
유형자산감가상각비	4,092	4,319	4,429	5,846	5,855
무형자산감가상각비	246	246	258	406	386
기타	-1,616	1,622	-473	520	894
운전자본감소(증가)	-874	-2,266	-1,743	1,348	1,419
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-231	-846	-209	-354	-399
재고자산감소(증가)	-1,140	-1,304	-1,188	-912	-1,028
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	421	682	-988	1,186	1,336
기타	76	-797	643	1,429	1,510
법인세납부	-1,253	-1,648	-1,199	-2,469	-2,600
투자활동현금흐름	-9,930	-10,419	-4,849	-7,096	-6,574
금융자산감소(증가)	3,088	-1,463	1,602	0	0
유형자산감소(증가)	-9,843	-5,608	-6,405	-6,000	-6,000
무형자산감소(증가)	-119	-169	-212	-212	-212
기타	-3,055	-3,179	167	-884	-362
재무활동현금흐름	1,531	2,549	1,104	3,870	3,628
단기금융부채증가(감소)	-200	1,664	-1,400	0	0
장기금융부채증가(감소)	2,157	-3,079	3,266	5,492	5,373
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-444	-520	-418	-418	-418
기타	17	4,483	-213	-1,204	-1,327
현금의 증가(감소)	29	24	4,641	7,824	8,482
기초현금	605	634	658	5,299	13,123
기말현금	634	658	5,299	13,123	21,606
FCF	-129	3,943	3,096	4,888	5,274

자료 : 이마트, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	136,400	147,779	159,637	173,508	188,408
매출원가	98,438	106,239	115,130	128,615	143,066
매출총이익	37,962	41,540	44,507	44,893	45,342
매출총이익률 (%)	27.8	28.1	27.9	25.9	24.1
판매비와관리비	32,924	36,071	38,974	38,974	38,974
영업이익	5,038	5,469	5,533	5,919	6,369
영업이익률 (%)	3.7	3.7	3.5	3.4	3.4
비영업손익	1,900	-650	1,665	-539	-514
순금융비용	973	872	840	479	80
외환관련손익	-422	-211	134	134	134
관계기업투자등 관련손익	69	185	553	185	185
세전계속사업이익	6,938	4,819	7,198	5,380	5,855
세전계속사업이익률 (%)	5.1	3.3	4.5	3.1	3.1
계속사업법인세	2,379	1,002	899	1,480	1,610
계속사업이익	4,559	3,816	6,299	3,901	4,245
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	4,559	3,816	6,299	3,901	4,245
순이익률 (%)	3.3	2.6	4.0	2.3	2.3
지배주주	4,547	3,762	6,222	3,841	4,185
지배주주귀속 순이익률(%)	3.33	2.55	3.9	2.21	2.22
비지배주주	12	54	77	60	60
총포괄이익	1,242	3,868	6,079	3,681	4,024
지배주주	1,240	3,825	6,012	3,631	3,975
비지배주주	2	43	66	49	49
EBITDA	9,376	10,033	10,220	12,171	12,610

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	3.7	8.3	8.0	8.7	8.6
영업이익	-13.6	8.6	1.2	7.0	7.6
세전계속사업이익	63.7	-30.5	49.4	-25.3	8.8
EBITDA	-5.9	7.0	1.9	19.1	3.6
EPS(계속사업)	56.8	-17.3	65.4	-38.3	9.0
수익성 (%)					
ROE	6.6	5.1	7.8	4.6	4.8
ROA	3.2	2.6	3.9	2.2	2.3
EBITDA마진	6.9	6.8	6.4	7.0	6.7
안정성 (%)					
유동비율	37.2	43.5	50.4	67.6	84.0
부채비율	100.2	89.9	94.5	100.8	107.1
순차입금/자기자본	54.0	43.8	45.0	40.8	35.9
EBITDA/이자비용(배)	7.5	8.8	9.4	10.1	9.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	16,312	13,497	22,320	13,778	15,012
BPS	250,613	276,088	295,068	306,596	319,357
CFPS	31,875	29,871	39,132	36,206	37,401
주당 현금배당금	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	15.5	14.5	12.6	21.4	19.6
PER(최저)	11.6	11.4	8.0	18.6	17.1
PBR(최고)	1.0	0.7	1.0	1.0	0.9
PBR(최저)	0.8	0.6	0.6	0.8	0.8
PCR	5.9	6.1	6.9	8.1	7.9
EV/EBITDA(최고)	12.1	9.5	12.2	10.4	9.9
EV/EBITDA(최저)	10.2	8.3	9.4	9.6	9.0

memo
