

2019-03-21



# INDUSTRY ANALYSIS

유통(비중확대)

New Normal의 서막  
: 플랫폼 전환시대의 Big-Cycle

- 1) 신유통 패러다임의 전환
- 2) 기술진보계수와 혁신의 확산론
- 3) 플라이휠 그 후, Game changer를 찾아서

유통. 조용선, 3773-8826

# SK INDUSTRY Analysis



**Analyst**  
**조용선**

yongsun.cho@sk.com  
02-3773-8826

## 유통

### New Normal 의 서막: 플랫폼 전환시대의 Big-Cycle

바야흐로 대전환의 시대와 마주하고 있다. 기존의 밸류체인은 붕괴하고 플랫폼 기업이 전방위 산업을 독식한다. '유통공룡'으로 불리우던 빅 리테일은 문자 그대로 '화석화'될 지도 모른다는 위기감에 휩싸인 상태다. 어느덧 유통업의 경계선은 흐릿해지고 이종사업자와 스타트업이 앞다투어 링 위에 올라왔다. 플레이어 교체 뿐 아니라 그라운드 자체가 움직이고 있다는 사실이 더욱 놀랍다. 대전환기를 마주한 산업 분석에 기존의 틀을 적용해선 오답에 이를 것이다. 세간에 회자되는 신종 기업군을 큰 고민 없이 좇는다면 '신기술의 함정'에 빠지고 만다. 그 어느 때보다 긴 호흡으로 근원적인 배경과 향방을 탐구하는 자세가 필요하다.

### 마켓의 성공이 기업의 성공을 담보하지 않는다

E-Commerce 시장 대세론을 부정할 수는 없다. 현재 약진 중인 유통 기업 중 직간접적으로 이커머스 채널을 확보하지 않은 기업은 없다고 해도 과언이 아니다. 다만 그 기업의 태동이 오프라인인지 혹은 온라인인지가 결정적 변수인 것으로 오해하지 말아야 한다. Sears 가 도산하고 Amazon 이 시가총액 세계 1 위(지난 1/8, 7,967 억 USD)에 오르는 뉴스플로우는 흥미로워 쉽게 각인된다. 이에 비해 오프라인 채널 Walmart 가 옴니채널 지위를 더욱 공고히 하고 있다는 점은 주목받지 못 하고 있는 듯 하다.

'E-Commerce'라는 태그만으로 안착할 수 있는 시기는 20 년 전에 지났다. '플랫폼 생태계에서 어떤 파트너십을 구축할 것인가?', '파괴적 혁신을 이끄는 데 필요한 기술과 인력을 어떠한 기준으로 섭렵해야 할까?' 하는 질문이 중요하다. 재차 강조하지만, 마켓의 성공이 기업의 성공을 담보하지 않는다.

### 뉴노멀의 화두: 우리는 어디에 서 있는가, 어디로 향하는가

대부분의 새로운 아이디어들은 기존 아이디어들의 재조합이다. 제프 베조스는 버니스 리가 구현한 월드와이드웹을 기반으로 하여 프레드릭 스미스의 Hub & Spoke 전략을 입혔다. 베조스가 재조합한 Flywheel 이론은 현재까지도 이커머스 플랫폼의 교본으로 여겨진다. 한국의 이커머스 시장은 이종사업자와 플랫폼 기업의 출혈 경쟁이 격화되며 어느 시장보다 시계가 불투명한 상황이다. 검증되지 않은 정보들이 난립한다. 새 시대의 유통체제 전환과 뉴노멀이 이야기할 빅사이클을 이해하고자 한다면 이 현상이 어디에서 왔는지, 현재 우리는 어디에 서 있는지를 근원적으로 탐구해야 한다. 그래야만 어디로 향하는지 미약하게나마 가늠할 수 있다. 단편적인 뉴스플로우를 접하거나 대규모 투자 스토리를 트래킹하는 것은 쉽지만, 순환논증에 머물 뿐 새 시대를 통찰할 수 없다. 긴 호흡으로 근원적인 배경과 향방을 탐구하는 자세가 필요하다.

# Contents

1. Intro: Retail Big-Cycle	3
2. New Normal, Begins	11
3. New Normal, Rises	26
4. End of Big, '거대' 권력만이 종언을 고하는가?	40
5. Outro: 개와 늑대의 시간	44
6. 기업분석	46
이마트 (매수(신규편입)   T.P 245,000 원(신규편입)	47
롯데쇼핑 (중립(신규편입)   T.P 205,000 원(신규편입)	58
SK 네트워크스 (매수(신규편입)   T.P 8,200 원(신규편입)	71

## Compliance Notice

- 작성자(조용선)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 기관투자가 또는 제 3 자에게 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 (2019 년 3 월 21 일 기준)

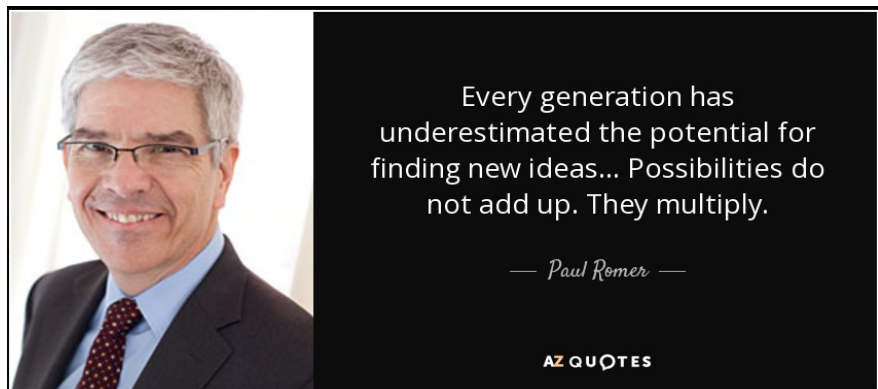
매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 1. Intro: Retail Big-Cycle

### (1) 제한된 시장에서의 지속 가능한 성장

전년 노벨경제학상 수상자인 Paul Romer 는 ‘기술의 진보’와 ‘지식의 축적’이 장기적인 경제성장을 이끈다는 내생적 성장이론(Endogenous Growth Theory)을 내세우며 외생적 경제성장 이론의 단점(한계수확체감, 수렴효과)을 보완했다. 즉, 자본의 투입량이 증가할수록 생산에 추가로 기여하는 한계생산성이 떨어진다는 기존 이론을 수정 발전시킨 것이다. 특히, 기업과 가계의 전략적 R&D 활동을 통한 기술의 진보는 성장의 격차를 발생시키는 내생적 결과물로서 ‘기술 경계선(Technological frontier)’을 형성한다고 주장했다. 생산함수에 의해 수확체감 현상이 발생하거나 기존 시장이 성장하지 않더라도 ‘기술진보계수’에 의한 내적 성장이 가능하다는 것이다. ‘한정된 시장’에서의 ‘지속 가능한 성장’, 현재의 한국에 가장 필요한 이론적 배경이다. 기술의 진보와 재조합을 통해 그 간 미진했던 ‘신유통 체제로의 변환’은 더욱 공고해질 것이라고 판단한다.

#### Paul Romer 의 가능성과 새 아이디어 담론



자료: AZ QUOTES, SK 증권 리서치센터

#### 성장 한계와 아이디어 재조합에 대한 담론

각 세대는 성장의 한계를 지각했고, 새로운 아이디어들의 부작용을 아쉬워했다.

그리고 모두가 이 아이디어들의 가능성을 과소평가했다.

우리는 얼마나 많은 아이디어가 아직도 발견되지 않은 채 남아있는지를 파악하지 못 한다.

가능성은 추가되는 것이 아니라 불어나는 것이다.

즉, 새로운 아이디어가 이전 아이디어들의 재조합에 불과하다는 사실을 받아들이기만 해도 가능성은 무한해진다.

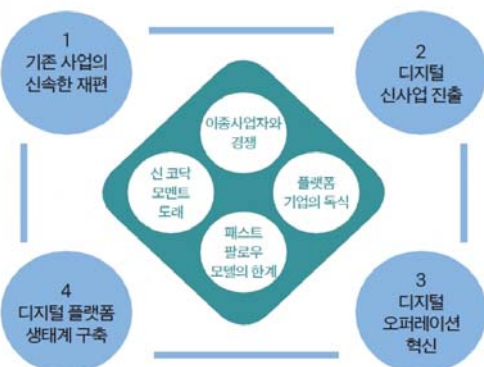
자료: Paul Romer, SK 증권 리서치센터

## (2) 변한다는 사실은 변하지 않는다

폴 로머의 내생적 성장이론에 대표적으로 꼽히는 맹점이 있는데 바로 ‘기술과 지식의 비경합성’이다. 즉, 기술과 지식은 일정 시간이 지나면 전이되기 용이하고 그 시간차는 점차 짧아지고 있다는 점이다. 한국의 IT 기업들이 일명 ‘fast follower’ 전략을 통해 글로벌 시장에서의 입지를 강화시켜 왔던 사례가 대표적이다. 최근에는 ‘first mover’가 플랫폼을 이용해 단기간 시장 전체를 장악하는 경우가 많지만 그 장악력을 제한하는 ‘무언가’가 존재할 때에는 여전히 패스트 팔로워 전략이 유효하다. 그 무언가는 ‘규제’일 수도 있고, ‘이종사업자’나 ‘스타트업’ 등의 또 다른 변수일 수도 있다. 후술하겠지만 한국 유통업계에서 아직 패스트 팔로워 전략이 유효한 것은 아마존닷컴이 진입하지 못했기 때문이고, 예정된 진입을 유예한 이유 중 가장 큰 것은 2010년 당시 한국 시장에 소셜커머스 업체가 크게 확산되었기 때문이다. 소셜커머스 업체가 아마존 국내 진입에 부담으로 작용했고, 역설적으로 한국 유통업체는 시간을 벌 수 있었다.

우리는 1990년 500대 글로벌 기업 중 지금껏 살아남은 기업이 90여개에 불과하다는 사실에 주목할 필요가 있다. 30년도 채 되지 않아 80% 이상의 기업이 도산하거나 시장에서 도태되었다. 모든 기업이 원하는 것은 ‘지속 가능한 성장’, ‘영속적인 수익 창출’인데 플랫폼 시대에 이르러 메이저 기업 도산의 속도가 가속화되고 있는 것이다. 플랫폼의 등장 이후 이 같은 현 상황을 ‘수퍼플루이드(Superfluid)’라고 지칭하기도 하는데 사회과학적으로 ‘무너진 경계’, ‘명확한 정보공개’, ‘직접 연결’ 등의 현상을 담고 있다. 성패는 어떤 기업이 더 빨리 적용 가능한 기술을 자기 밸류체인에 도입해서 플랫폼화하여 트래픽을 유도하고 Lock-in 할 수 있는냐에 달렸다. 바야흐로 대전환의 시대이다. 변한다는 사실만 변하지 않는다.(There is nothing permanent except change. /Heraclitus)

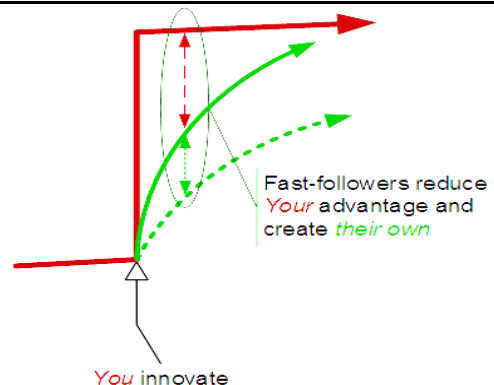
수퍼플루이드 시대 기업 생존 전략



자료: EYQ SK 증권 리서치센터

주: '수퍼플루이드(Superfluid)': 움직이는 동안 마찰이 전혀 없이 영원히 회전할 수 있는 초유체를 지칭하는 용어

First mover 와 Fast follower



자료: SK 증권 리서치센터

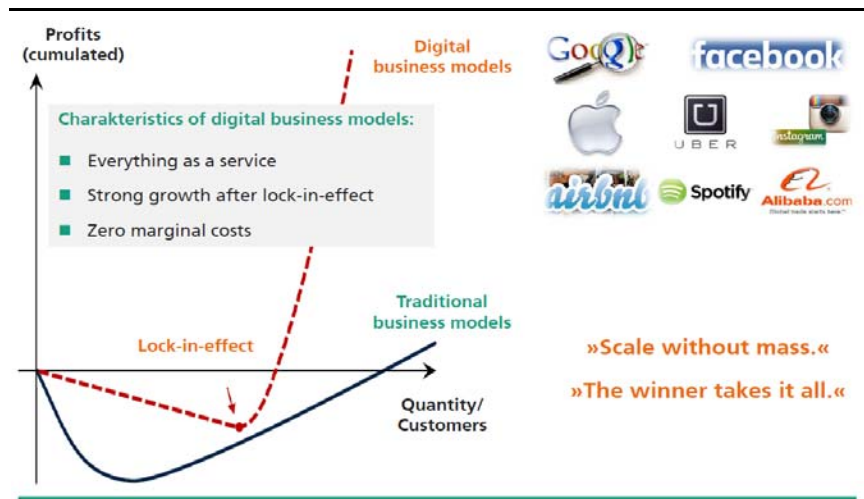
### 수퍼플루이드 확산이 초래한 변혁

'수퍼플루이드' 도래 이후 기존 시장과 확연히 구분되는 5대 현상

- 전통적인 밸류체인 붕괴
- 플랫폼 기업의 전방위 산업 독식 현상
- 이종사업자, 스타트업과의 경쟁 과열
- 패스트팔로워 전략적 입지 약화 vs. 한국 리테일에서 여전히 유효
- 신 코닥 모먼트 (Neo Kodak Moment) 현상 (가장 주목해야 할 리스크)

자료: EYQ SK 증권 리서치센터

### Lock-in effect



자료: Fraunhofer IAO, IAT Universität Stuttgart, SK 증권 리서치센터

### (3) The End of Big, 거대 권력의 종말

6년 전 미래학자 Nicco Mele는 디지털 시대의 '급진적 연결성(radical connectivity)'이 거대 기관을 흔들고 새로운 가치체계를 등장시킬 것이라 했다. 그 간 존속적 혁신(sustaining innovation)이 변화의 흐름을 주도했다면 파괴적 혁신(disruptive innovation)이 기술적 진보를 넘어 기존 체계를 재정립한다는 것이다. 같은 맥락에서 제프 베조스는 지금껏 파괴적 혁신을 주도해왔다. 기존 유통업계의 4P 전략(Product, Place, Price, Promotion)은 두번째로 놓고, 트래픽 증대에 몰두한 결과이다. 아마존이 등장한지 20년이 지났지만 베조스는 Amazon Go를 상용화하며 파괴적 혁신을 이어가고 있다. 그리고 그 다음은 Prime Air가 가져다 줄 물류혁신이 될 것이다.

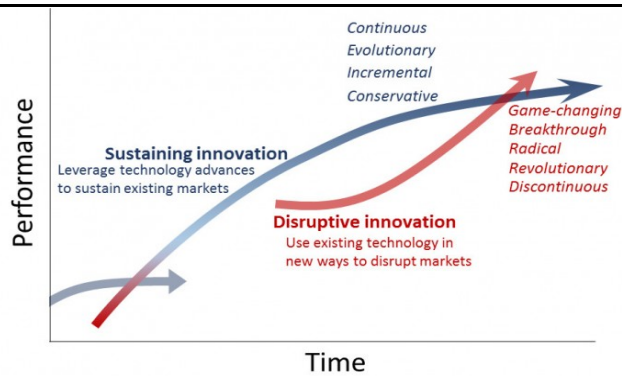
'거대권력의 종말', 126년 역사의 Sears가 도산했다는 사실은 여전히 충격적이다. 그들은 무려 1890년대에 통신판매를 시작한 혁신 기업이었다. 1950년대 미주 3,500여개



매장을 운영하며 50년간 1위 자리를 내놓지 않았지만 1990년대 이후 Walmart가 큰 타격을 주었고 그 후 카테고리킬러와 Ebay, Amazon이 연타를 날리며 역사의 뒤안길로 사라졌다.

‘Fintech’를 생각해보자. 인터넷전문은행이 등장한 것은 1995년(Security First Network Bank), 로보어드바이저는 이미 2000년대 초반 시작되었다. 그러나 핀테크 개념의 확산은 최근 10년, 한국에서는 5년에 불과하다. 즉, 기술의 진보는 꽤 오래 전부터 준비되었던 것이고, 중요한 것은 기술의 적용 방법이다. 존속적 혁신 과정을 오랜 시간 거쳐 이제야 파괴적 혁신기에 이르고 있는 것이다. 이는 또한 앞서 폴 로머가 강조한 ‘기술의 재조합’을 엿볼 수도 있는 사례다. 실제로, 1995년에 국내 시중은행 ATM기는 2,000여대 밖에 배치되지 않았다.(현재 약 2.7만여대) 즉, 한국에 ATM이 보편화되지도 않았던 때 이미 미국에서는 인터넷전문은행은 시작되었던 것이다. 현재의 ATM은 오히려 감소추세에 있는데, 상점의 Kiosk가 큰 폭 확산되고 있다는 점은 또 다른 관점에서 시사하는 바가 크다.

#### 파괴적 혁신 vs. 존속적 혁신



자료: Spaceship.com, SK 증권 리서치센터

#### The End of Big, 니코 멜레 교수



자료: Harvard Kennedy School, SK 증권 리서치센터

## Amazon Go 운영 원리



자료: PWC, SK 증권 리서치센터

## Amazon Go 모션 센서



자료: Geekwire, SK 증권 리서치센터



## Amazon Prime Air - 드론 배송



자료: Amazon, SK 증권 리서치센터

#### (4) Diffusion of Innovation, 혁신의 확산 이론

혁신의 확산이론(Everett Rogers)은 새로운 아이디어, 신기술, 제품 및 서비스가 시간이 경과함에 따라 사회체계 구성원들 사이에서 채택되는 과정을 분석한 연구 결과이다. 무려 1962 년에 나온 이론이지만, 새로운 미디어와 신기술이 도입될 때마다 가장 영향력 있는 이론으로 꼽히고 있으며 현재에도 로저스의 이론은 보완 발전되는 중이다. 뉴노멀과 플랫폼 전환 시대를 정확히 이해하기 위해서는 당 이론을 반드시 살펴봐야 한다.

혁신의 확산은 다섯 가지 요소를 필요로 한다. 1)상대적 이점(relative advantage), 기존 제품이나 서비스보다 더 좋은 가치와 혜택을 제공, 2)적합성(compatibility), 기존의 가치관이나 경험, 그리고 필요에 부합하는 것으로 인식, 3)단순성(Simplicity), 혁신을 이해하거나 이용하기 쉬운 정도, 4)시험가능성(triability), 채택 이전에 경험 용이, 마지막으로 5)관찰가능성(observability), 혁신 채택의 결과를 확인해볼 수 있어야 한다. 로저스의 연구 결과 위 다섯 가지 특성이 혁신의 채택을 약 50% 정도 설명함으로써 가장 중요한 변인군이며 그 중에서도 특히 '상대적 이점'과 '적합성'이 가장 큰 영향을 미친다고 기술했다. 그 후 혁신과 관련된 위험으로 정의되는 '인지된 위험(perceived risk)'이 혁신채택률에 부정적인 영향을 미친다는 사실이 검증되었고 혁신 특성의 여섯번째 요인으로 추가되었다.(Ostlund, 1974) 인지된 위험은 신체적, 기능적, 사회적 시간 손실, 금전적 기회비용 차원 등으로 이루어진 구성개념이다.

이렇듯 혁신이 확산되는 과정은 꽤 복잡하다. 놀랍도록 혁신적이라고 해서 소비자에게 수용될 수 있는 것이 아니다. 기본적으로 마켓에 자리잡기 위해서, 즉, S 자 성장 곡선에 가속도를 내기 위해서는 Innovators(2.5%)와 Early Adopters(13.5%)까지 섭렵해야 한다. 그 다음 소비자 그룹인 Early Majority(34%)에 들어서게 되면 시장지위는 완전히 공고해진다. 보통의 경우 Early Adopter 단계에서 고배를 마시는 경우가 많다. 이 같은 맥락에서 한국의 이커머스 시장 비중이 112 조원에 도달하며 전체 유통채널에서 20% portion 을 상회하게 된 것은 의미가 크다. 제한된 내수시장에서 두 자릿수의 '높고', '꾸준한' 성장세를 시현했다는 점에서 기술진보계수(Paul Romer)의 힘을 가늠할 수 있고, 대부분의 국가들이 10% 내외의 이커머스 비중이라는 점에서 비교국가적으로 우위에 있음을 알 수 있다. 한국의 이커머스는 이미 Early Majority 속을 관통하고 있는 셈이다. 단, 이 구간에 'Chasm(단층)'이 존재함을 인지해야 한다. 즉 국내 유통업체들의 실적부진은 필연적으로 거쳐야 할 성장통이다.

### Diffusion of Innovation, 에버릿 로저스 교수

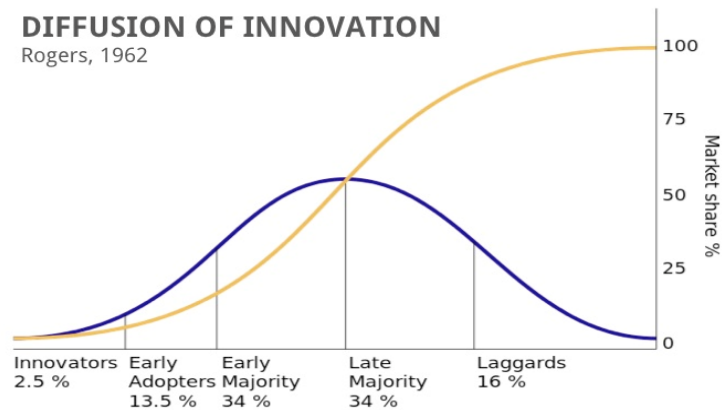


자료: Wordpress, SK 증권 리서치센터

### Diffusion of Innovation, 수용 소비자 구성비

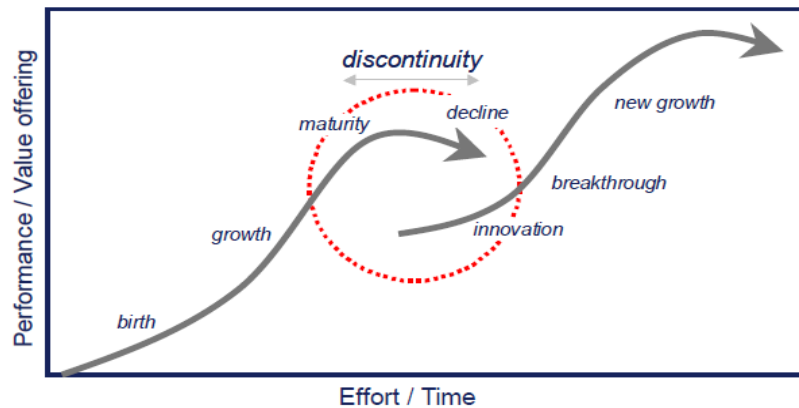
#### DIFFUSION OF INNOVATION

Rogers, 1962



자료: Rogers(1962), SK 증권 리서치센터

### Diffusion of Innovation, Chasm(단층)의 존재



자료: Rogers(1962), SK 증권 리서치센터

## 2. New Normal, begins

### (1) 인구절벽이 모든 추론의 전제가 되어야 한다

인구절벽이 10 년도 채 남지 않은 한국에서 유통업계의 미래는 없다. 인구수를 기본 가정으로 했을 때 다른 전향적인 변수 없이 ‘비중확대’ 의견을 내세우는 것은 공허하다. 그렇기에 본 자료 서두에 기술 한 것이 폴 로머의 ‘기술진보계수’, 니코 멜레의 ‘파괴적 혁신’, 에버렛 로저스의 ‘혁신의 확산론’이다. 이 세 가지 핵심 로직이 제한된 시장규모에서도 리테일 빅사이클을 가능케 할 것이다.

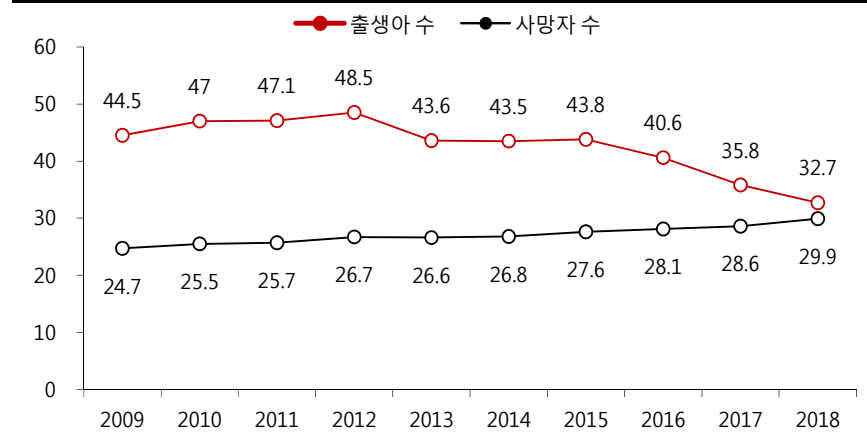
통계청 특별추계 결과가 당월 중 발표된다. 인구감소 시점은 현재 기준 2028 년이지만 특별추계가 발표될 오는 28 일에는 2~3 년 더 앞당겨질 것으로 전망한다. 전년 인구 자연증가가 2 만 8 천명에 불과했고(-61.3% YoY) 이는 통계 집계 이후 최저치이다. 전년 출생아 수는 32.7 만명(전년비 -8.6% YoY), 이 역시 통계 집계 이후 최저치다. 합계출산율 0.98 명으로 1 명 아래로 내려간 것 역시 처음이다. 더 큰 문제는 합계출산율의 개념이 가임여성(15 세~49 세) 1 인당 평생 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아 수를 뜻한다는 점이다. 이는 출산력 수준을 비교하기 위해 활용되는 지표이기 때문에 연령별출산율의 합으로 계산한다. 심지어 OECD 국가 중 합계출산율 1.0 미만인 국가는 한국이 유일하다. 그 외 제반 지표들 모두 빠짐없이 인구절벽을 앞당기는 근거가 된다. 전년 혼인건수는 25.8 만건으로 ‘13 년 기점 6 년 연소 감소세, 전년 사망자수는 29.9 만명으로 통계 시점 이후 최고치, 한국 중위연령은 ‘05 년 34.8 세(세계평균 28 세)에서 전년 기준 43.9 세까지 급상승(세계 평균 30 세), 올해에는 44.5 세로 추가 상승할 것으로 추정된다.

다시금 언급하지만 인구절벽이 모든 추론의 전제가 되어야 한다. 이 같은 상황에서 한국의 이커머스가 괄목한 만한 성장세를 시현하고 독보적 비중에까지 이르렀다는 점은 경이롭다. 이제부터 본격적인 혁신의 확산과 기술진보계수가 함께 하리라 생각한다. 그것만이 중장기 관점에서 한국 유통업의 성장을 지지할 수 있는 강력한 근거가 될 수 있다.



최근 10 개년 출생-사망자수 추이

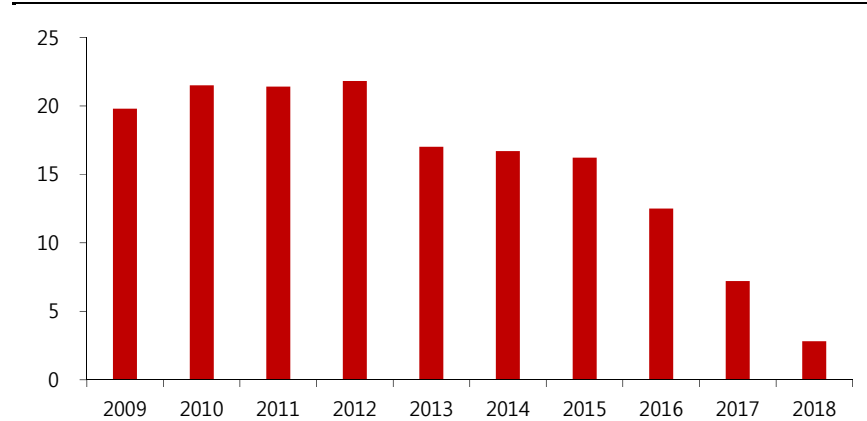
(단위: 만 명)



자료: 통계청, SK 증권 리서치센터

최근 10 개년 자연증가 인구수 추이

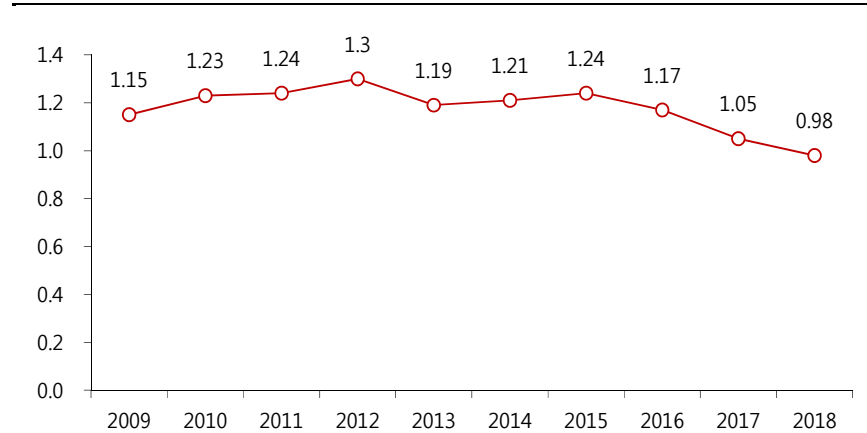
(단위: 만 명)



자료: 통계청, SK 증권 리서치센터

최근 10 개년 합계출산율 추이

(단위: 명)

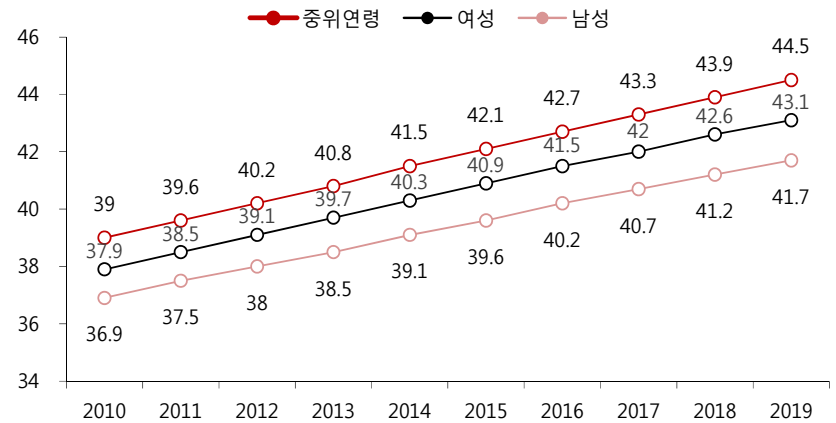


자료: 통계청, SK 증권 리서치센터

주: 합계출산율은 가임여성(15 세~49 세) 1 인당 평생 낳을 것으로 예상되는 평균 출생아수

### 최근 10 개년 중위연령 추계

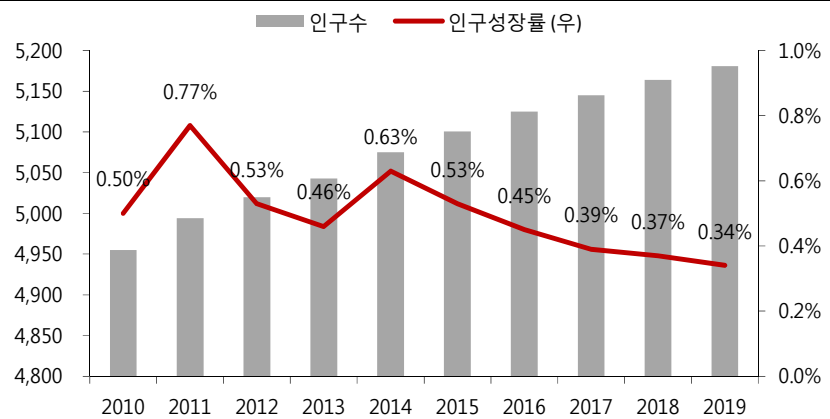
(단위: 세)



자료: 통계청, SK 증권 리서치센터

### 최근 10 개년 인구수 추이

(단위: 만명, %)

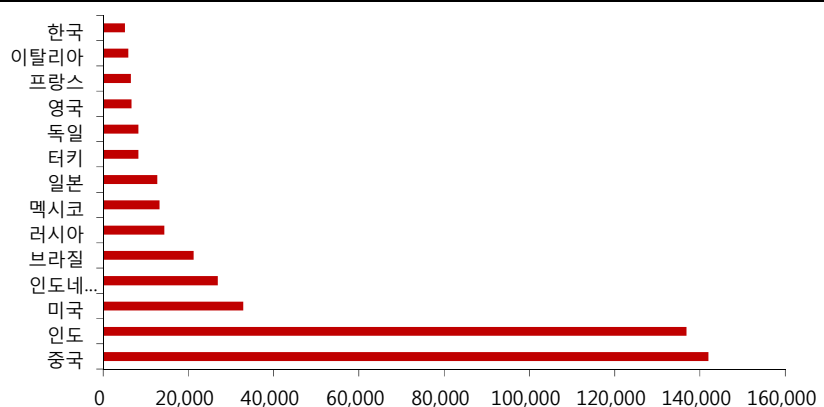


자료: 통계청, SK 증권 리서치센터

주: 중위추계 기준, 코호트요인법(Cohort component method) 적용

### 인구수 국제 비교

(단위: 만 명)



자료: 통계청, SK 증권 리서치센터

주: 한국은 G20 기준 14위, 세계 기준 27위

## (2) E-Commerce Chronicle 1970-2019

1970년대 후반 잡스와 워즈니악이 개발한 업무용 PC 애플Ⅱ는 최초의 스프레드시트 VisiCalc를 만나 미국 내에서만 100만대 이상이 판매됐고 애플은 1980년 상장했다. VisiCalc 없는 애플Ⅰ은 200여대 판매에 그쳤던 것과 대조적이다. 플랫폼 전환의 시대에서도 이 양상은 크게 다르지 않다.

앞서 (1)항에서 전술한 바, 비관적 내수 시장 안에서 주요 경제이론에 비추어 ‘높고’ ‘꾸준한’ 모멘텀을 기대할 수 있는 채널은 단연 E-Commerce다. 강조하고 싶은 것은 유독 한국 시장이 가지고 있는 이커머스 분야의 특수성이 있다는 점이다. 이를 이해하기에 앞서 이커머스 시장 자체에 대한 맥락을 인지하기 위해 지난 50년 간의 Chronicle을 아래와 같이 정리했다. 애플Ⅱ와 VisiCalc가 조합되어 완전히 새로운 시장이 열린 것처럼 기술의 재조합, 혁신의 확산은 국내 유통시장에서도 지속적으로 새 변혁을 유도할 것이다.

## The Chronicle of Internet Technology(1970~1989)

## 1970~1989 Chronicle

1970	스티브 잡스, 스티브 워즈니악 만남 팔로알토에 제록스 파크 연구소 설립
1972	빌 게이츠, 트래프-오-데이터 창업
1973	빌게이츠, 스티브 발머 만남 게리 킬달, CP/M 개발 제록스 파크 연구소, GUI 구현된 컴퓨터 알토 개발
1975	빌 게이츠, 마이크로소프트 창업
1976	스티브 잡스, 워즈니악, 애플 컴퓨터 창업 애플 I 출시, 200여대 판매
1977	애플 II 출시
1978	애플, 애플 III와 리사 프로젝트 시작 마이크로소프트 일본법인 설립
1979	애플, 애플 II+ 출시, 매킨토시 프로젝트 팀 조직 최초의 킬러 소프트웨어, 비지캄 출시 세르게이 브린(구글 공동창업자, 러시아 태생), 미국 이민
1980	IBM, PC사업 시작 애플, 기업공개(포드 이후 최대 흥행) 스티브 발머, 마이크로소프트 합류 애플, 애플 III 발표
1981	IBM, 첫번째 PC 발표 스티브 잡스, 매킨토시 팀 합류 마이크로소프트, 86-DOS 권리 구매, MS-DOS 개발
1983	애플, 리사 컴퓨터 출시 Pepsi Co.의 존 스컬리, 애플 CEO 취임
1984	애플, 애플 III 생산 중지, 매킨토시 컴퓨터 출시 IBM PC AT기종 출시 마이크로소프트, MS-DOS 3.0 출시 HP, 잉크젯 프린터 상용화 마이클 델, 델 컴퓨터 창업
1985	스티브 잡스, 애플 퇴사 마이크로소프트, 윈도우 1.0 출시 애플, 어도비 포스트스크립트 기술 이전받아 레이저라이터 출시 (전자출판시대 개막)
1986	존스컬리, 전자출판과 그래픽 분야로 애플 흑자전환 어도비, 매킨토시용 일러스트레이터 발표 스티브 잡스, 존 래시터와 픽사 창업
1987	마이크로소프트, 윈도우 2.0 출시
1988	애플, 마이크로소프트 상대로 윈도우에 대한 특허침해 소송 제기
1989	워드퍼펙트 5.1 발표 마이크로소프트 오피스 탄생 팀 버너스-리, 웹 구현

자료: High concept & High touch, 거의모든IT의역사, SK 증권 리서치센터



스티브 잡스와 워즈니악, 애플 창업, 애플 I 제작(1976)



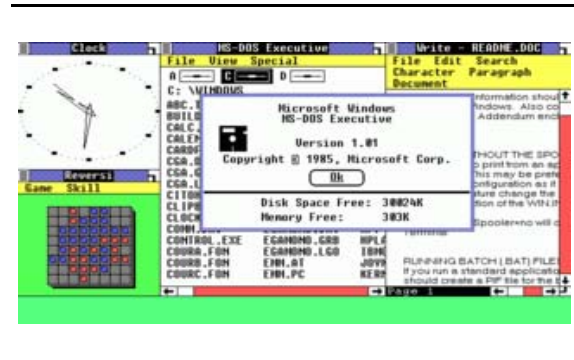
스프레드시트의 시작, 비자칼크(1979)



첫번째 매킨토시 출시(1984)



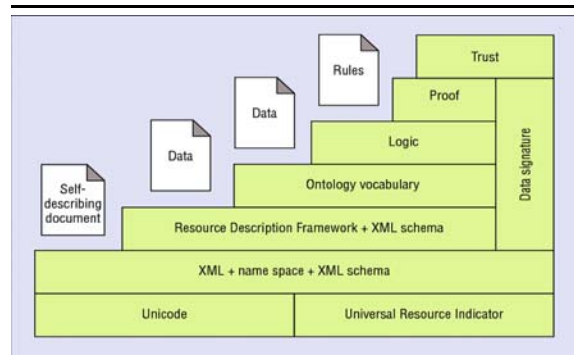
스마이크로소프트, 윈도우 1.0 출시(1985)



최초로 웹을 구현한 팀 버너스 리(1989)



The Semantic Web 'cake' proposed by Tim Berners Lee



## The Chronicle of Internet Technology(1990~1999)

## 1990~1999 Chronicle

<b>1990</b>	마이크로소프트, 윈도우 3.0 발표
<b>1991</b>	애플, 파워북 발표 리눅스 토발즈, 리눅스 커널 개발
<b>1992</b>	마이크로소프트, 윈도우 3.1 발표 존 스컬리, 애플 CEO 사임
<b>1994</b>	마크 앤드리센, 넷스케이프 커뮤니케이션스 창업
<b>1995</b>	닷컴 버블 시작 넷스케이프, 기업공개 마이크로소프트 윈도우95 발표 윈도95플러스팩에 익스플로러 탑재 제리 양과 데이빗 파일로, 야후 창업 세콰이어 캐피탈, 야후에 투자결정 제프 베조스, 아마존 창업 피에르 오미디아르, 이베이 창업 썬 마이크로시스템스, 자바 프로그래밍 언어와 개발도구 공개 래리 페이지, 세르게이 브린 만남 인터파크, 데이콤 소사장제 출범(11월)
<b>1996</b>	야후, 나스닥 상장 IBM, 로터스 도미노 웹 서버 발표 구글, 스탠퍼드에서 백럽(BackRub)서비스 시작 애플, 스티브 잡스의 넥스트 인수 인터파크, 국내 최초 인터넷 쇼핑몰 출범(6월) 롯데닷컴, 국내 최초 인터넷 쇼핑몰 출범(6월)
<b>1997</b>	마이크로소프트 IE 4.0 발표 아마존, 나스닥 상장 애플, 스티브 잡스 CEO 선임 마이크로소프트, 핫메일 인수 리드 해스팅스, 마크 팬돌프, 넷플릭스 설립
<b>1998</b>	애플, 아이맥 발표 스티브 잡스 - 빌 게이츠 회담 후 협력 약속 마이크로소프트, 윈도우98 발표, 익스플로러의 브라우저 시장 잠식 넷스케이프, AOL에 매각 이베이, 나스닥 상장 구글, 앤디 백툴샤임(썬마이크로시스템 창업자)의 자금으로 창업
<b>1999</b>	KPCB, 세콰이어 캐피탈, 구글에 동시 투자 마이크로소프트, MSN 메신저 서비스 시작 에반 윌리엄스, 블로거닷컴 서비스 시작 G마켓, 인터파크 자회사로 설립 G마켓 설립(인터파크 자회사) 인터파크, 코스닥 상장(7/1)

자료: High concept &amp; High touch, 거의모든IT 의역사, SK 증권 리서치센터

제프 베조스, 아마존 창업(1995)



구글의 전신 백럽서비스 시작한 래리 페이지와 세르게이 브린(1996)



야후, 나스닥 상장(1997)



아마존, 나스닥 상장(1998)



리드 헤스팅스, 넷플릭스 설립(1997), 차후 넷플릭스 플랫폼으로 전환



## The Chronicle of Internet Technology(2000~2009)

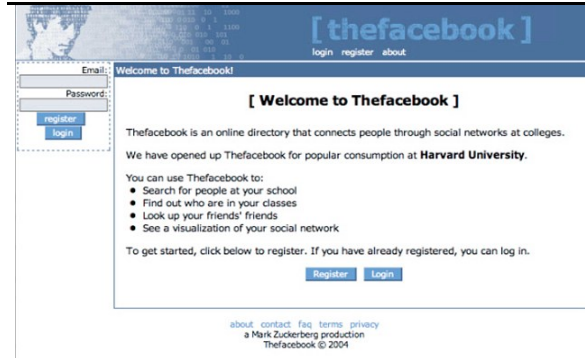
## 2000~2009 Chronicle

- 2000** 닷컴버블 붕괴, 7개월 간 나스닥 78% 하락  
 야후, 구글을 공식 검색엔진으로 사용  
 구글 전세계 검색건수의 40% 점유  
 애플, 맥OS X 발표  
 MS, 윈도우2000 출시
- 2001** 애플, '디지털 허브' 전략 발표  
 MS, CES에서 '디지털 라이프스타일' 전략 발표  
 구글, 에릭 슈미트 CEO 선임  
 애플, 아이팟과 애플스토어 발표  
 MS, 윈도우 XP 발표  
 이베이, 옥션 인수
- 2002** 구글, 검색광고 애드워즈 발표  
 구글북스 프로젝트 시작
- 2003** 야후, 구글과 검색엔진 계약파기  
 애플, 아이튠즈 뮤직스토어 오픈  
 마이스페이스 서비스 시작  
 구글, 피라랩스 합병으로 블로거닷컴 서비스 시작
- 2004** 구글, 나스닥 상장  
 마크 주커버그, 페이스북 창업  
 에반 윌리엄스, 오데오 창업(트위터 전신)  
 이마트 온라인 쇼핑몰 오픈
- 2005** 미 출판인협회, 구글북스 저작권 소송 제기  
 구글, 구글 지도와 구글 어스 서비스 시작  
 뉴스코퍼레이션, 마이스페이스 인수  
 스티브 첸, 채드 헐리와 자웨드 카림, 유튜브 창업  
 구글, 안드로이드 인수
- 2006** 구글, 유튜브 인수합병  
 트위터, 첫 서비스 시작
- 2007** 애플, 아이폰 발표  
 구글, 더블클릭 인수로 온라인 광고 지위 강화  
 구글, 안드로이드 프로젝트 공식 발표  
 MS, 페이스북에 투자  
 아마존, 킨들 발표  
 그루폰 설립(소셜커머스 최초, 글로벌 최대)
- 2008** 11번가 런칭
- 2009** 이베이, G마켓 인수  
 우버 창립(설립자: 개릿 캠프, 트레이비스 캘러닉)

자료: High concept & High touch, 거의모든 IT 의역사, SK 증권 리서치센터



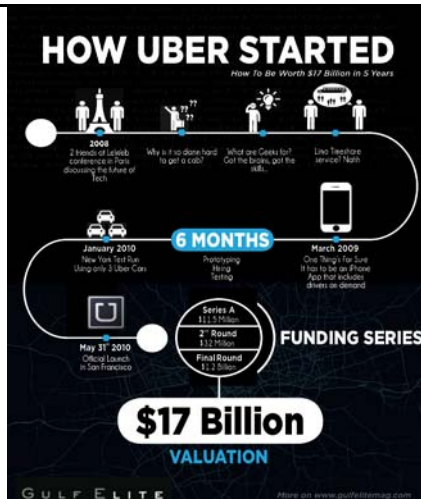
### 마크 주커버그, 페이스북 창업(2004)



### 그루폰 소셜커머스 최초 서비스 시작(2007)



### UBER의 등장(2009)



## The Chronicle of Internet Technology(2010~2019)

## 2010~2019 Chronicle

- 2010** 애플, 아이패드 출시, 아이폰4 발표  
 케빈 시스트롬, 마이크 크리거, 인스타그램 런칭  
 우버 서비스 공식 출시 with 모바일앱(샌프란시스코)  
 티켓몬스터 설립(5/10)  
 쿠팡 설립(김범석 대표, 8/10)  
 위메프 설립(허민 대표, 10/8)
- 2011** 스티브 잡스 사망  
 이베이코리아 출범  
 그루폰 한국 진출(3월)
- 2012** 페이스북, 나스닥 상장  
 페이스북, 인스타그램 인수(10억USD)  
 아마존, 키바 시스템즈 인수(7.8억USD)  
 AWS(Amazon Web Services) 한국 시행  
 Grab 전신 'MyTeks' 설립(Anthony Tan)
- 2013** 아마존, 미 온라인 쇼핑몰 1위 등극  
 아마존 프라임에어 발표(12/1)  
 그루폰, 티몬 인수
- 2014** Grab 서비스 개시  
 아마존, 트위치 인수  
 쿠팡, 피투자(세쿼이어캐피탈 블랙록)  
 그루폰코리아 철수  
 우버, 한국 진출(10/23)
- 2015** Alphabet 지주회사 설립  
 쿠팡, 피투자(소프트뱅크)  
 서울시, 우버택시 금지(1/2)
- 2016** 넷플릭스, 한국 진출(1/7)  
 아마존, 수송기 도입 위해 아틀라스에어와 임대계약  
 Amazon Go, 데이1빌딩에 오픈(12/5)  
 한국 이커머스 모바일채널의 인터넷채널 역전  
 SK플래닛 11번가 흡수합병
- 2017** 아마존, 홀푸드마켓 인수  
 아마존, 호주 진출 및 서비스 시작  
 유튜브TV 시작
- 2018** 한국, 전체 유통 중 이커머스 비중 20% 상회  
 아마존, 시가총액 1조달러 도달(9/5)  
 아마존, 인도 슈퍼마켓 체인 '모어' 지분인수  
 월마트, 인도 전자상거래기업 '플립카트' 지분인수  
 AT&T, 타임워너 인수(오리지널 콘텐츠 구축)  
 이마트, 미 식품 소매업체 '굿푸드' 인수  
 롯데, e커머스 사업부문 신설  
 쿠팡, 피투자(SVF, 20억USD)  
 SK플래닛 11번가 사업부문 분할, (주)11번가 출범
- 2019** 신세계 온라인통합 플랫폼 SSG.com 출범(3/1)  
 코웨이, 아마존과 제휴 연내 유럽 진출 예고  
 애플, 자체 플랫폼 '아이튠즈 무비' 콘텐츠 첫 선 예고

자료: High concept & High touch, 거의모든IT 의역사, SK 증권 리서치센터

소셜 커머스 3 사 설립(2010)

coupang

위메프  
WEMAKEPRICE

TMON

아마존, 키바시스템즈 인수(2012)



Amazon Go, Day1 빌딩 오픈(2016)



### (3) Frederick 의 전환: Hub & Spoke

현재의 E-Commerce 를 가능하게 한 두 개의 축은 1)물류체계의 코페르니쿠스적 전환, 2)온라인 플랫폼의 등장 및 트래픽 유인이다. 첫번째 축인 '물류체계의 전환'에 있어 가장 중요한 장면은 프레데릭 스미스가 자신의 'Hub & Spoke' 이론을 Fedex 를 통해 직접 구현한 것이다. 1970 년대초 미국 내 인구 분포를 조사한 후 중심이 되는 지역에 물류허브를 조성, 상품을 집결시키고 이를 다시 목적지별로 재분류하여 'Spoke(바퀴살)'과 같은 형태로 배송했다. 프레데릭의 이론은 물류 방식을 기존 'Point to Point'에서 'Hub & Spoke'로 완전히 전환시켰다.

최근 유행처럼 번지는 풀필먼트 사업은 프레데릭의 방식을 기초로 한다. 일정량 이상의 상품 배송이 이뤄질 때에야 비로소 드라마틱한 효율성 제고를 거둘 수 있는 본 방식은 초기에 설득력을 얻지 못 해 Fedex 는 5 년 간의 적자 기간을 감수해야만 했다.('76 년 첫 연간 순이익) 그러나 그 후 프레데릭의 혁신은 확산되었고 물류의 새 기준으로 정립되어 수많은 변화를 야기할 수 있었다. Hub & Spoke 방식의 특징은 1)합리적 수준의 설비투자(허브터미널), 2)터미널 작업인력의 최소화(인건비 절감), 3)운송노선 단순화와 효율화(저비용 연결망) 등이다. 물론, 특수한 경우 약점도 존재하는데 허브 비효율, 스포크 간 비효율 등이 발생하고 허브 버스팅(Hub bursting, 물류 허브 역할이 미진하거나 필요성이 현격히 줄어들어 제거해야하는 경우)이 필요할 때도 있다.

Fedex 설립 전까지만 하더라도 미주 내 배송기간은 2 주일 가까이 소요되었고 소비자들은 이 같은 배송의 레깅을 당연한 것으로 인지했는데, 물류허브센터가 들어서며 약 1 주일의 배송기간 단축이 가능해졌다. 1-Day, 2-Day 유료배송 개념이 최초로 보편화된 것이다. 1970 년대 일찍이 이 같은 변화가 전제되지 않았다면 베조스의 이론 혹은 아마존의 출범이 상당 기간 유예되었을 것이다. 시애틀에 있는 아마존 본사는 'Day1 빌딩'이다. Day1 빌딩의 이름은 중의적이지만, 프레데릭이 시작한 1-Day 배송이 아마존 배송 혁명의 단초였다는 사실은 부정할 수 없다.

프레데릭의 전환은 배송기간 단축, 배송의 서비스화 뿐 아니라 전술했던 것처럼 풀필먼트 개념을 가능하게 했다. 오늘날 더욱 격화되고 있는 배송서비스 경쟁은 프레데릭의 전환이 'New Normal'로 자리잡았기 때문이다. 즉, 현재 시점에서 top-tier 기업군의 배송서비스는 더 이상 결정적인 차별점을 찾기 어려워졌다.

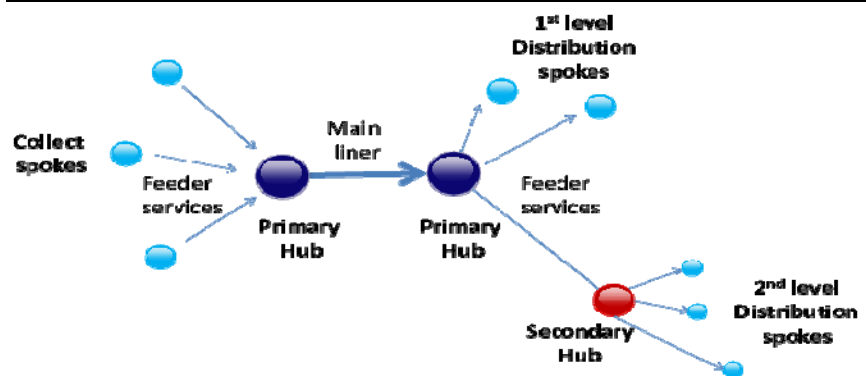


Fedex 창업자, Frederick Smith



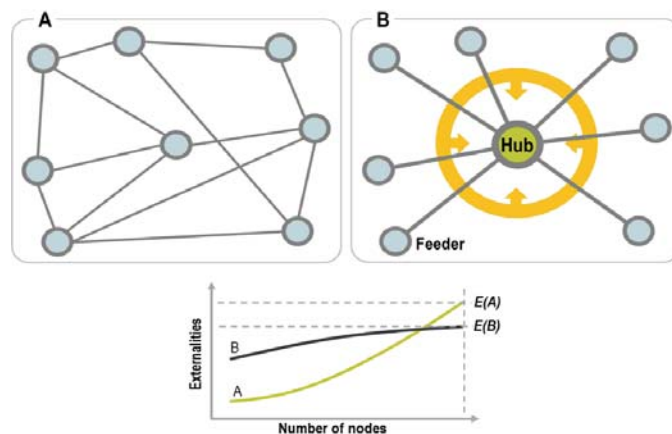
자료: SK 증권 리서치센터

### Hub & Spoke 기본 개념



자료: American Development Bank, SK 증권 리서치센터

### 배송물량 증가할수록 높은 효율성 보이는 Hub system



자료: American Development Bank, SK 증권 리서치센터

프레데릭의 Fedex 가 최초 운영한 멤피스 슈퍼허브(35 개 스포크)



자료: Shasko Global Logistics, SK 증권 리서치센터

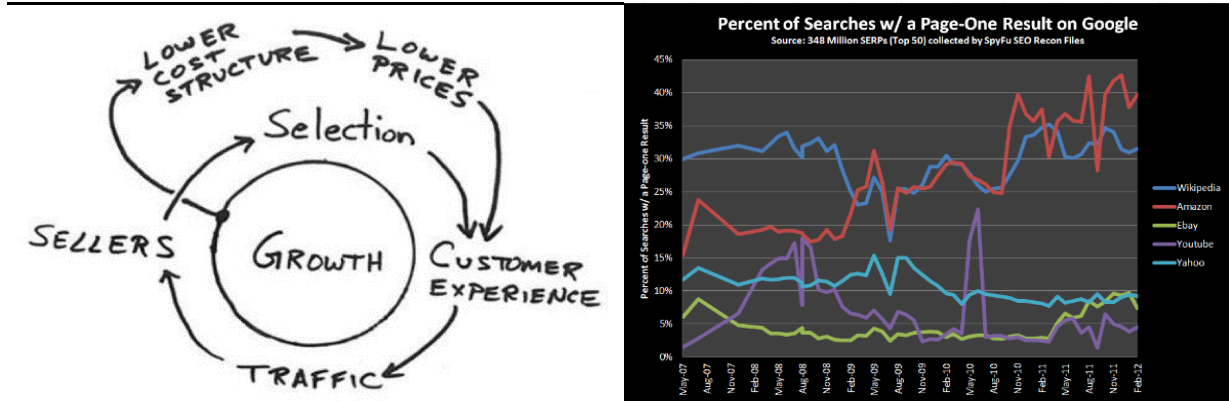
### 3. New Normal, rises

#### (1) Bezos의 전환: Flywheel

제프 베조스는 '95년 7월 온라인 서점을 시작으로 하여, 점차 제품 라인업을 추가하기 시작했다. '서적'이라는 아이템으로 시작한 이유는 구매자가 방문한 어느 특정한 곳의 오프라인 점포에 필요한 책이 없는 상황이 빈번했기 때문이다. 초기에 베조스는 '배송 기간'이 아닌 '제품 카테고리'에 주목했다. 오프라인과 달리 구매자가 찾는 상품이 반드시 구비되어 있을 수 있는 플랫폼을 목표로 하여 라인업을 확대했다.(VHS, DVD, 음악 CD, 소프트웨어, 비디오게임 등) 이 같은 상품들은 소비자가 직접 체험해보지 않아도 제품 단위별로 품질이 동일하기에 온라인 마켓에서 구매하더라도 거부감이 낮다. 이후 차츰 소매상들과의 계약을 통해 '거래처'를 제공했는데 이것이 오늘날의 마켓플레이스(Marketplace)다. 오프라인 점포를 유지 운영할 필요가 없었기 때문에 '가격경쟁력'을 가져올 수 있었다.

'Lower cost structure'가 'Lower prices'를 실현했고, 사용자 경험이 쌓이기 시작하자 가장 중요한 'Traffic'이 급증했다. 트래픽이 급증한 플랫폼에 셀러들은 당연히 모여들었고 소비자 선택권(selection)이 압도적으로 강력해진 채널이 된다. 이것이 다시 사용자 경험(customer experience)을 끌어올리는 선순환 구조로 발전한다.(베조스의 맵킨 이론, Flywheel) 일례로 아웃도어 및 레저 카테고리에서는 단종된 상품까지 찾을 수 있는 정도가 되었고 오프라인 채널에서 찾기 어려운 레어 브랜드에의 접근도 용이하게 됐다. 뿐만 아니라 각종 PC 게임을 스팀, 오리진 같은 디지털 다운로드 방식으로 판매, 아마존 계정에 영구 귀속시켜 횡수 제한 없이 다운로드를 가능하게 만들었다.(ESD, Electronic Software Distribution) 선순환 구조 상의 'Selection'과 'Traffic'이 지속 강화되는 구조를 만든 것이다.

## Flywheel 이론의 실현: Traffic의 급증으로부터



자료: Amazon, Spyfu, SK 증권 리서치센터

## Amazon Milestones

- 제프 베조스, 월스트리트 D.E.Shaw & Co. 부사장직(Financial Analyst) 관두고 시애틀로 이주
- '94년 최초 사명 Cadabra로 시작했으나 Cadaver로 오기되어 Amazon으로 변경
- URL Relentless.com 구매하여 온라인 스토어 운영 (주위 만류로 Amazon.com으로 변경 운영. 아직도 베조스는 Relentless.com 도메인 소유주)
- '95년 7월 온라인 서점 시작
- '97년 VHS, DVD, 음악CD, MP3, 소프트웨어, 비디오게임, 전자제품, 옷, 가구, 음식, 장남감류로 라인업 확대
- '97년 나스닥 상장(NQ: AMZN)
- '02년 AWS(아마존웹서비스) 공개 이듬해인 '03년 첫 연간 흑자
- '05년 Amazon Prime Service 시작 (이후, 일본, 영국, 독일, 프랑스, 이탈리아, 캐나다로 확대)
- '07년 11월 전자책 킨들 출시
- '10년 아마존 스튜디오 설립
- '11년 Amazon Appstore라는 명칭으로 안드로이드 어플리케이션 유통 진출, 킨들 파이어 태블릿 출시(아마존 자회사 랩126 개발)했으나 실패
- '12년 한국법인 설립 (글로벌 셀링, 클라우드 비즈니스): 마켓플레이스 사업 미진출
- '13년 12월 Amazon Prime Air Service 발표
- '14년 7월 스마트폰 Fire Phone을 AT&T와이 제휴로 출시: 3Q14 아마존은 4.4억달러의 손실을 보는데 이 중 1.7억달러가 파이어폰 사업에서 발생
- '15년 배송용 드론 출시
- '16년 Amazon Go 개점
- '17년 6월 홀푸드마켓 인수
- '18년 Amazon Go 재개점

자료: SK 증권 리서치센터

## (2) Analysis of 'Amazonized'

베조스의 Flywheel 이론이 반영된 초기 아마존 모델은 온라인마켓에 적합한 상품 카테고리 선정하는 것부터 시작되었다. 그 위에 '가격경쟁력'이라는 프리미엄이 배가된 것이 초기 아마존을 형성한 기반이다. 즉 베조스도 전통적인 4P에서 완전히 벗어났다고 할 수 없다. 아마존이 대규모 프로모션을 한 적은 없으나 결국 그가 만들어낸 것도 Product, Price, Place를 기반으로 했다. 여기에서 Place는 물리적 위치가 아닌 '마켓플레이스'가 되겠다. 이것들이 플랫폼의 힘을 강력하게 만들어 프로모션은 셀러들에게 위임할 수 있었을 것이다. 우리가 쉽게 간과하는 지점이다. 아마존은 배송혁명으로 급부상한 모델이 아니다. '아마존=배송'이라는 공식은 깊이 않은 연구의 결과다. 유료 1-Day 배송혁명은 일찍이 페덱스의 프레데릭이 진척시켰다.

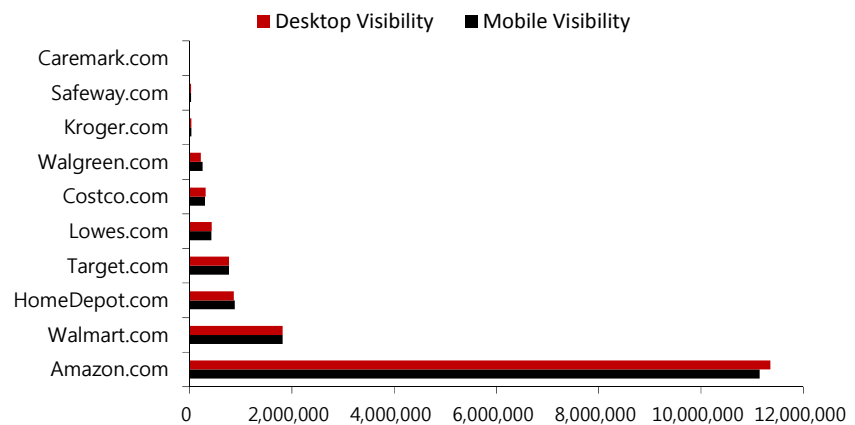
한 단어로 표현하자면 'Lock-in Effect'이다. 위 전술한 바, 상품 카테고리 선정이 주효했고 레어 아이템 등 접근성 제고도 도움이 됐다. 이와 동시에 진행된 것이 이커머스 필연적으로 동반되는 가격경쟁력이다. 이 부분에서 1차 Lock-in이 이뤄진다.

둘째, Traffic에의 집착이 플랫폼 영향력을 강화시켰다. 검색엔진 절대적 지위의 Google 자연검색이 Amazon.com으로 유인되도록 철저한 로직 분석을 단행했다. 지난 2014년 10월 당시 구글의 Eric Schmidt가 한 발언(Really, Our biggest search competitor is Amazon)은 다소 의아했지만 그 이듬해 아마존의 트래픽은 실제로 구글을 넘어섰다. 절대적 트래픽 확보는 셀러 유입을 가속화했고 이는 소비자 선택권, 소비자 경험 증가, 다시 트래픽 추가 확보로 이어지는 전형적인 플라이휠 이론의 표본이 된다. 여기서 셀러와 구매자는 양자 모두 Lock-in 효과를 겪는다.

세번째는 Amazon Prime Service이다. 여기에 '배송' 강점이 포함되어 있다. 연간 119달러의 이용료를 부담하면 미 전역에서 2-Day 배송서비스를 이용할 수 있다. 우리는 미국과 한국의 배송 환경에 대한 차이를 인지해야 한다. 미국에서의 standard shipping은 5~7일이다. 그것도 working day를 기준으로 해서 실제로는 열흘까지도 소요된다. 그나마 Fedex 시스템의 등장 이후 단축된 결과다. 특급 배송으로 분류되는 2-Day 배송에 보통 20~40달러 비용이 소요되는데 이를 다섯 차례 정도 이용하면 오히려 아마존프라임 멤버십이 더 저비용이 된다. 실제로 미국에서는 아마존프라임 이용료에 대해 합리적이라는 인식이 강하고 향후 인상이 있더라도 멤버십을 유지하겠다는 의견이 더 많을 정도로 호평을 받고 있다. 프라임 상품은 반품도 무료이며 프로세스는 상상 이상으로 수월하다. 교환, 환불, 멤버십 등 상담을 위한 Live Chat이 24시간 가동되는데 배송, 환불, 재배송 등에 매우 우호적이며 Return Label을 따로 받아 손쉬운 반송이 가능하다. 아마존 프라임 서비스는 2005년에 시작, 현재 약 1억 계정에 육박한 상태다. 사실상 미국 전 가구가 한 개의 계정을 보유 중인 것이다. 아마존 프라임 서비스는 합리적 배송 덕택에 계정수를 확보할 수 있었지만 여기에는 Prime video, music, Kindle book도 추가적인 Lock-in 지지대를 구성했다. 이처럼 지속되는 락인 프로젝트는 밀

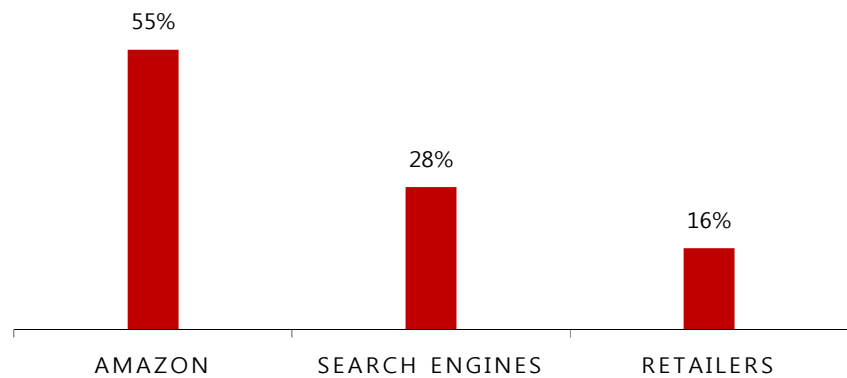
레니얼과 Z 세대 등 젊은 연령층의 아마존 의존도를 더욱 강화하는 결과를 내고 있다. 미래세대의 구매력까지 확보하고 있는 것이다.

#### Most Visible US Retail Sites: Amazon 압도적 비중



자료: Searchmetrics, SK 증권 리서치센터

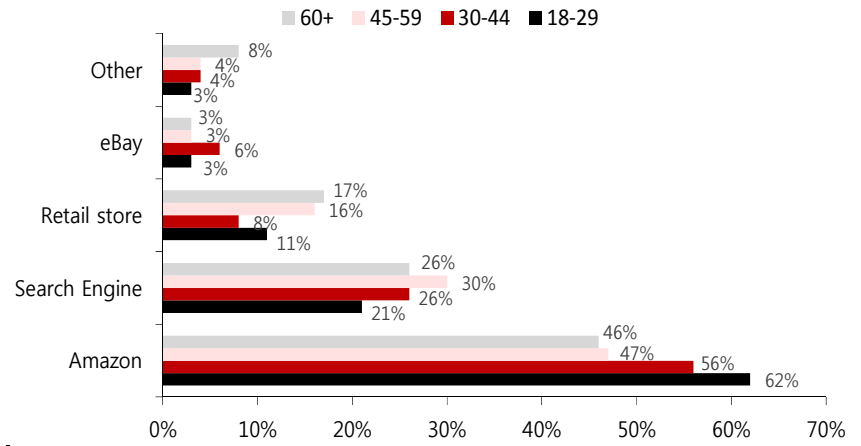
#### 미주 소비자의 상품검색 방법(Where consumers begin their product search?)



자료: Bloomreach, SK 증권 리서치센터

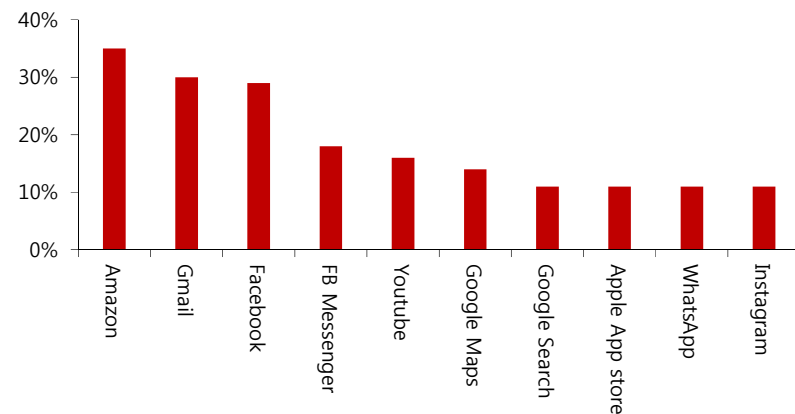


저연령층에서 더 우세한 아마존(Younger generations primarily start product search on Amazon)



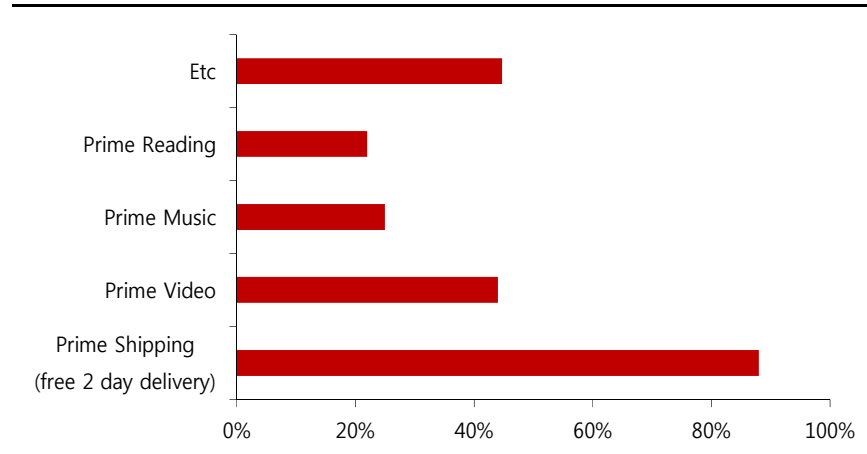
자료: Raymond James Research, SK 증권 리서치센터

18-34 세 대상 'Most Essential App' 설문 결과



자료: comScore, SK 증권 리서치센터

## Amazon Prime 을 이용하는 이유(Lock-in effect)



Raymond James Research, SK 증권 리서치센터

## Analysis of 'Amazonized'

- |                  |   |
|------------------|---|
| <b>Lock-in 1</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 체험하지 않아도 품질이 동일한 상품 라인업 구축(eg. 도서, DVD)</li> <li>- 무점포 마켓플레이스로 가격경쟁력 확보</li> <li>- 레어 아이템 접근성 제고(eg. 레저, 게임)</li> </ul>  |
| <b>Lock-in 2</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 구글 자연검색이 아마존닷컴으로 유인되도록 로직 분석</li> <li>- 트래픽 증가 - 셀러 유입 가속화 - 셀렉션 증가 - UX 축적 - 트래픽 증가</li> <li>- 셀러와 구매자 모두 Lock-in 효과 경험</li> </ul>  |
| <b>Lock-in 3</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 아마존프라임서비스</li> <li>- 배송 강점(Standard shipping 5~7일인 미주에서 차별화 가능한 부분)</li> <li>- 관대한 환불, 반송 정책, 24시간 라이브챗 등</li> <li>- Prime video, music, Kindle books로 Lock-in 강화</li> </ul> |

**Lock-in 4****Lock-in 5** ... keep going...**Lock-in 6**

자료: SK 증권 리서치센터

Lock-in 강화를 위한 비즈니스 모델 확장



자료: Amazon, SK 증권 리서치센터

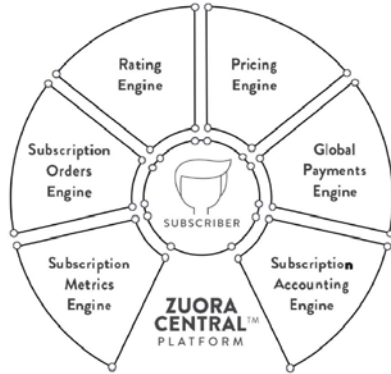
### (3) New normal의 확산 I. 소유에서 공유, 공유에서 구독으로

플랫폼 대전환시대에서 표출되는 특징 중 하나는 커머스의 형태가 무차별적으로 다변화한다는 점이다. 이는 앞서 폴 로머가 강조했던 기존 아이디어의 재조합이자 기술진보 계수의 발현이며, 니코 멜레의 'The End of Big'이기도 하다. '수퍼플루이드' 개념에서 확인했던 기존 밸류체인 붕괴와 이중산업 플랫폼의 영향력 확산 역시 적용 가능하다. Subscription Economy(구독경제)가 대표적인 모델인데 경제학자 제러미 리프킨은 이미 2000년 <The Age of Access>라는 저서를 통해 소유의 종말을 예고했다. 그 후 새로운 비즈니스 모델이 등장하면서 2000년대 후반에 주오라(Zuora, 시스템 및 소프트웨어 스타트업) 창업자 티엔 추오가 Subscription Economy라 통칭한 것이 지금껏 확산되었다.

다시 10년이 지난 지금 공유경제와 구독경제는 우리 사회에 경제 생태계에 거침없이 안착하고 있다. 전통적인 상품경제에서는 소비자가 소유권을 완전히 이전받아 그만큼의 가치를 지불해야만 했다. 그러나 공유경제에서는 일정기간의 점유권만 받고 또 그만큼의 비용만 지불한다. 구독경제는 '멤버십'이다. 콘텐츠나 제품을 이용할 수 있는 권리를 갖는다. 최근 그 영역은 제한 없이 확산 중이며 이제 넷플릭스의 멤버십 서비스는 당연한 것처럼 여겨진다. 서비스 항목을 소프트웨어, 면도기, 꽃, 식자재, 의류, 생활용품에까지 이른다. 심지어 전세 제트기 소유자들이 네트워크를 형성해 비행기를 대여해주는 'Net Jet' 비즈니스도 나왔다.

물론 이 같은 유형의 구독경제가 과거에 없었던 것은 아니다. Amazon Prime Service도 일종의 구독경제라고 할 수 있다. 그러나 최근의 확산 양상을 보면 분명 다른 변화의 흐름이 가미되었다는 추론이 가능하다. 소비자들은 구매와 소유보다 공유와 구독을 통해 더 큰 만족도를 느끼고 있다. 효용이론(Utility Theory)에 따라 소비자들은 소유가 아닌 구독을 택하는 것이다. 질레트와 쉬크가 면도날을 하나씩 추가해나가며 참여한 점유율 경쟁을 하는 동안 뜬금없이 나타난 면도기 구독모델 스타트업이 시장 파이 12%를 가져갈 줄은 상상도 못 했을 일이었다. 2011년 등장한 Dollar Shave Club은 온전히 소셜미디어와 유튜브, 바이럴 마케팅만을 이용해 질레트를 추격해왔다. 지난 3년간 질레트 점유율은 10%p나 하락했고 이제는 달러 셰이브 클럽의 사업모델을 모방하고 있다. 경영환경 변화와 소비자 효용을 소홀히 하고 공급자 관점에만 주목했던 기존의 전략을 대대적으로 수정한 것이다. 130년 된 컨슈머 기업이 9년차 스타트업에게 한 수 배웠다. 기존에 무수히 쌓인 밸류체인과 방법론을 단숨에 뒤엎는 것, 이것이 구독경제 패러다임 전환의 단면이다.

### Subscription Software의 대표기업 Zuora의 플랫폼 모델



자료 : SiliconAngle, SK 증권 리서치센터

### Zuora 설립 후 SW 구독경제 선도하는 티엔추오



자료 : SiliconAngle, SK 증권 리서치센터

### Subscription Economy Stocks

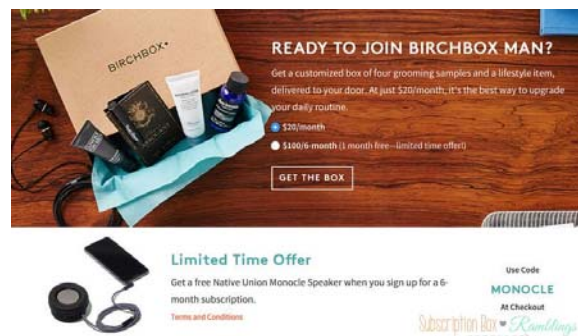
Equity	Code	Mkt.cap	YTD(%)
Electronic Arts	NQ: EA	29.2bn USD	21.3
Pandora	CPH: PNDORA	52.8bn USD	18.2
Adobe	NQ: ADBE	127.4bn USD	15.9
Sirius XM	NQ: SIRI	26.6bn USD	3.2
Netflix	NQ: NFLX	157.8bn USD	35.0
Shutterstock	NYSE: SSTK	1.7bn USD	29.6

자료 : Bloomberg, SK 증권 리서치센터

### Monocle: 구독경제형 모델 전환으로 사양산업에서 생존한 프리미엄 저널



### Beauty Subscription, Birchbox



#### (4) New normal의 확산II. 국내 구독경제 현황과 전망

글로벌 구독경제 시장의 영역이 특정되지 않아 시장 규모 파악은 아직까지 어려우나 크레디트스위스 조사에 따르면 2000 년 2,150 억 USD 에서, 2015 년 약 4,200 억 USD, 2020 년 약 5,300 억 USD 로 추산되고 있다. 구독경제를 표방하는 미국 상장기업들의 주가추이 역시 이처럼 긍정적 시장 전망을 방증한다.(넷플릭스 +35% YTD, 일렉트로 닉아츠 +21.3% YTD 등)

국내 시장도 큰 온도차 없이 궤를 같이 한다. 2006 년 3 조원 규모였던 렌탈 시장은 '18 년까지 10 배 성장하여 28.7 조원, 내년에는 40.1 조원으로 지속 성장할 것으로 전망된다. 코웨이, SK 매직, 청호나이스, 롯데렌탈, 쿠쿠홈시스, 교원 등이 각축전을 벌이고 있고 플랫폼을 구축해 다양한 제품군을 대여하는 BS 렌탈 등 2 세대 기업군도 부상 중이다. 기존 정수기, 비데 등 생활가전 위주에서 의류, 헬스케어, 취미용품, 유아용품, 매트리스까지 아이템이 확장되고 있다.

웅진그룹은 '12 년 법정관리 때 MBK 파트너스에 매각했던 코웨이를 다시 찾아오기로 했다. 웅진그룹 4,000 억원, 스틱인베스트먼트 5,000 억원, 한국투자증권 1 조 1,000 억 원을 구성하여 인수대금 2 조원을 마련했다. 지난 10 월 29 일 공시한 바 웅진씽크빅을 통해 코웨이홀딩스가 소유한 코웨이 주식 1,635 만 8,712 주(22.1%)를 1 조 6,849 억원에 인수하기로 결정했다. 이로서 웅진씽크빅, 웅진렌탈 방문판매 인력 1 만 3,000 명에 코웨이 인력 2 만명 가세하여 총 3 만 3,000 명의 방문판매 인력을 구축하게 되었다. 그만큼 구독경제 시장에 대한 기대가 크다.

코웨이는 현재 정수기,공기청정기 렌탈 M/S 1 위이고 국내 누적 계정이 590 만에 이른다. 2 위 사업자인 SK 매직의 누적 계정은 154 만개이다. 전년 기준 신규 계정 점유율은 코웨이가 41.2%, SK 매직이 13.6%이다. 코웨이는 시장규모 2 조원으로 추정되는 정수기렌탈에서 약 40% 점유율 자리를 수성 중이다. 경쟁업체만 100 여개에 달한다. 1.5 조원 공기청정기 렌탈 시장에서는 35%선을 유지 중이다. 5,000 억원 규모의 비데 렌탈에서도 30% M/S 로 강세다.

반면 SK 매직은 가전부문에서 고루 강세다. 가스레인지 40%, 전기레인지 36%, 전기오븐 37% 점유율을 수성 중이고 식기세척기 M/S 는 68%까지 올랐다. 이에 힘입어 SK 매직 모회사인 SK 네트워크의 사업구조 변화가 드라마틱하다. 기존의 산업재 편중 세그먼트에서 탈피하여, 작년 기준 모빌리티/공유경제 합산 영업이익이 929 억원을 기록, 전년대비 +33.5% YoY 증가세를 기록했다. 연이은 M&A 효과를 톡톡히 보고 있어, SK 네트워크의 향후 M&A 비전에 대한 시장의 관심도가 높아졌다.('09 년 렌터카 사업부 인수, '16 년 매직 인수, '19 년 AJ 렌터카 인수)

국내 기업의 해외시장 개척도 중장기 관점에서 고무적이다. 1 위 사업자 코웨이는 국내



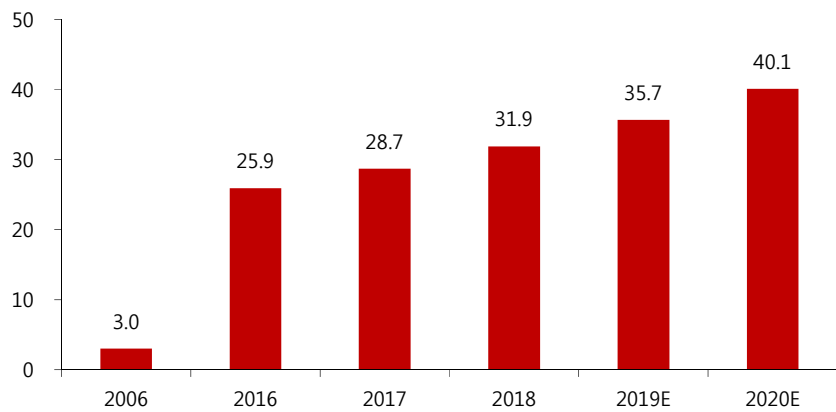
계정 증가세도 안정적이지만 말레이시아법인 매출 성장세가 더욱 돋보인다. 작년 현지법인 매출액 증가율 70.3%를 기록했다. 미국법인도 전년 23.8% YoY 견조한 성장세를 보여줬다. 해외 계정을 토털 111 만 계정에 이른다. 쿠쿠 역시 말레이시아 SK 매직도 후발주자로서 해외시장 개척에 나선다. 국내에 성공적인 모델로 안착한 직수형 정수기를 필두로 하여 최근 말레이시아, 베트남 시장 공략 중에 있다.

한편 2 세대 기업군의 새로운 모델도 주목해볼 만 하다. 비에스(BS)렌탈은 플랫폼을 구축하여 여러 업종의 제조사들과의 제휴를 통해 훨씬 더 다양한 제품군을 소비자들에게 대여하고 있다. 최근에는 노루페인트와 독점 계약을 맺고 음식물처리기 ‘노루 하우홈 싱크리터’를 렌탈하고, 라메디텍과 제휴해 당뇨환자들을 위한 바늘 없는 레이저 채혈기 대여 서비스도 시작했다. BS 렌탈의 아이템 확장성은 청소기, 공기청정기 뿐 아니라 드라이기, 노트북, 블랙박스, 디지털피아노, 쇼파, 침대 등 생활용품부터 탈모치료기, 안마 의자, 가슴확대기, 안구건조치료기 등 전문 헬스케어용품까지 수백종에 이른다. ‘15 년 148 억원의 매출이 3 년새 7 배 이상 성장하여 작년 1,000 억원을 넘어섰다. 동기간 영업이익도 16 억원에서 113 억원으로 급성장했다. 이 같은 성장에 힘입어 BS 렌탈은 중견기업임에도 불구하고 에스티리더스 PE 와 IBK 기업은행으로부터 200 억원의 RCPS 투자를 유치했다.(보통주 전환시 지분 40%)

E-Commerce 의 확산만큼이나 구독경제의 확산도 거스를 수 없는 대전환의 물결 중 하나다. 특히 소비트렌드에 민감한 국내에서의 확산속도가 매우 빠르고 연간 35 조원에 달하는 시장규모가 향후에도 성장세를 지속 유지해나갈 수 있다는 점에서 더욱 고무적이다. 국내에서 2 세대 렌탈기업이 새로운 아이디어로 승부처를 발굴하는 것도 매우 좋은 모습이다. 시장 전망이 밝으니 대기업집단도 후발주자로 참여하기 시작했다. (현대 렌탈케어, LG 전자렌탈 등) 새로운 소비 트렌드가 내수 시장을 변화시킨 만큼 기업 간 기술력 및 서비스 경쟁력이 제고되어 구독경제를 기반으로 한 한국 렌탈기업들의 해외 사업도 순항 중인 것이다.

## 국내 렌탈 시장 전망

(단위: 조원)

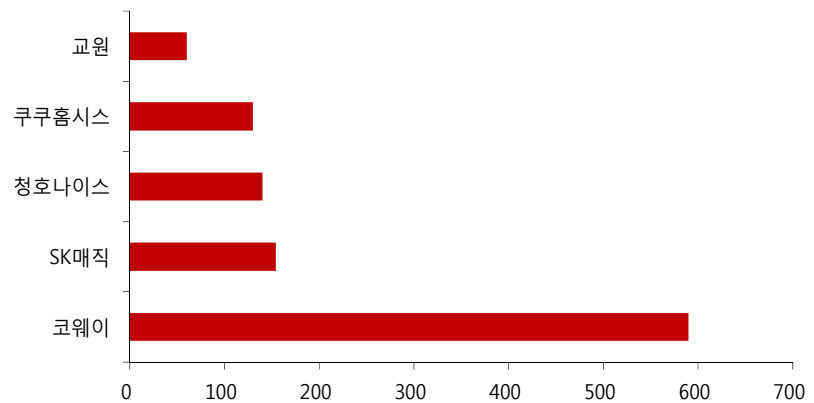


자료: KT 경제경영연구소, SK 증권 리서치센터

주: 개인 가정용품, 렌터카, 산업기계, 장비 렌탈 포함

## 국내 렌탈기업 누적 계정수

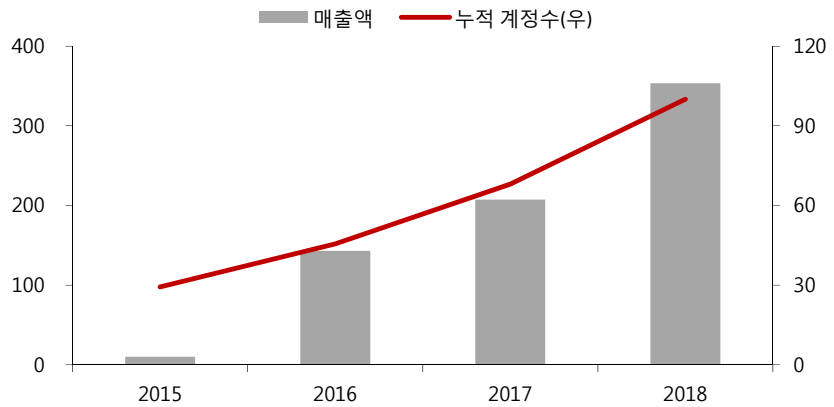
(단위: 만 계정)



자료: 코웨이, SK매직 각 사, SK 증권 리서치센터

### 코웨이 말레이시아 법인 실적

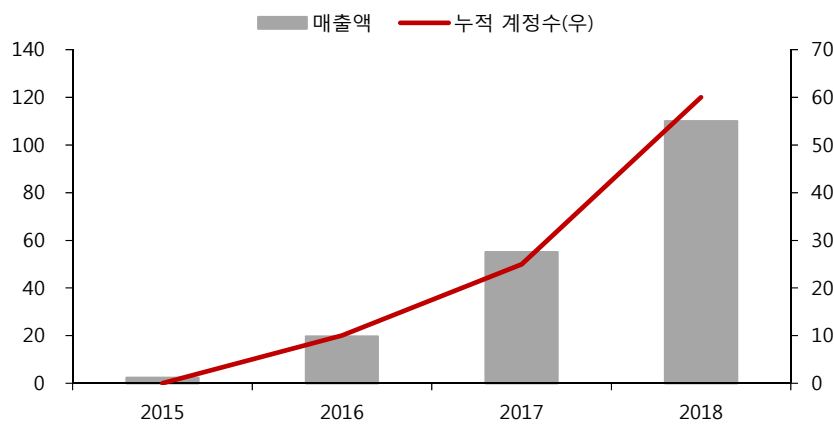
(단위: 십억원 만 계정)



자료: 코웨이, SK 증권 리서치센터

### 쿠쿠 말레이시아 법인 실적

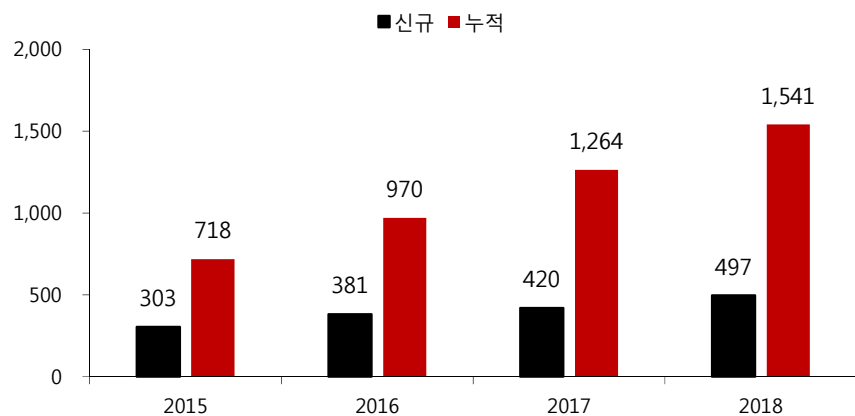
(단위: 십억원 만 계정)



자료: 쿠쿠, SK 증권 리서치센터

### SK 매직 렌탈 계정 추이

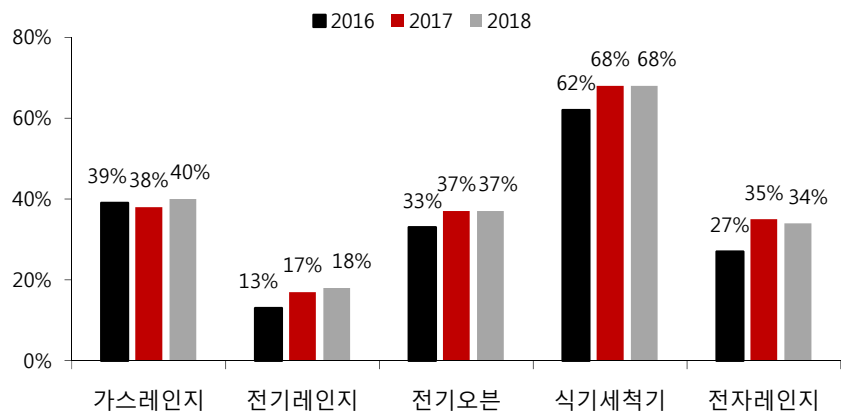
(단위: 천 계정)



자료: SK 네트워크스, SK 증권

주: '18년 기준 신규 계정 점유율은 13.6% (경쟁사 41.2%)

## SK 매직 가전 점유율



자료 : SK 네트워크스 SK 증권

## 4. End of Big, '거대' 권력만이 종언을 고하는가?

### (1) Walmart vs. Amazon

Sears 가 도산하고 Amazon 이 시가총액 세계 1 위(지난 1/8, 7,967 억 USD)에 오르는 뉴스플로우는 흥미로워 쉽게 각인된다. 이에 비해 오프라인 채널 Walmart 가 옴니채널 지위를 더욱 공고히 하고 있다는 점은 주목받지 못 하고 있는 듯 하다. 57 년이나 된 가격경쟁력 중심의 대형마트라고 해서 혁신의 흐름에서 벗어나 있다는 편견을 버려야 한다. 전년 4 분기 Walmart 영업익은 +35.8%(YoY) 증가했는데 이는 온라인 판매 성장률(+43% YoY) 덕택이었다. 자체 플랫폼 월마트닷컴이 UX 기반한 사용자 편의성으로 기대 이상의 트래픽을 유인했다. 이커머스 전문 기업 제트닷컴을 인수(33 억 USD, '16 년)하고, 창업자인 Mark Laurie 를 부문 대표로 영입한 '열린 자세'도 주효했다. 뿐만 아니라 슈즈 카테고리킬러인 슈바이닷컴(7 천만달러), 인도 최대 쇼핑몰 플립카트(77% 지분 160 억 USD)을 인수하는 등 이커머스 부문을 커버업하기 위한 적극적인 M&A 행보를 보이고 있다.

플랫폼 대전환시대, 월마트의 전략은 사용자 중심의 옴니채널의 형성이다. 시대적 요구를 잘 감지하고 세계 최대 오프라인 하이퍼마켓의 지위에서 새로운 지위를 스스로 찾아나섰다. '플랫폼 생태계에서 어떤 파트너십을 구축할 것인가?', '파괴적 혁신을 이끄는데 필요한 기술과 인력을 어떠한 기준으로 섭렵해야 할까?'라는 화두에 성실하게 임했다고 평가할 수 있다. 국내외 유망한 온라인몰을 인수해왔고 온-오프라인을 융합하여 식료품 판매를 견인했다. 효과가 충분히 검증된 만큼 내년 1 월까지 3,100 개 매장에 온라인 식료품 배달 서비스를 확대할 계획이다. 월마트는 한 해 매출이 한국 1 년 예산을 넘는 다국적 초대형 기업이다. 변혁의 시대에 다각적인 대안 검토를 해왔고 아마존과의 전쟁은 현재진행형이다. 월마트는 오프라인매장이 부재했던 아마존의 맹점을 잘 노려왔다. 온라인 플랫폼 구축을 위해 적극적 M&A 행보를 보이면서도 오프라인 매장을 업그레이드하는 전략을 취했다. 11 억달러를 투자해 키오스크를 배치하고 월마트페이를 이용한 계산 시스템을 도입하여 온-오프라인 융합형 옴니채널을 구축해오고 있다.

월마트의 옴니채널의 유형은 크게 세가지이다. 1)픽업서비스: 구매자가 온라인을 통해 선주문하고 매장에서 픽업하는 방식이다. 디스카운트된 가격에 상품을 구매할 수 있고, 구매 당일에 상품을 직접 확인할 수 있으며, 현장에서 새로운 상품을 추가 구매할 수 있다는 장점으로 현지에서 호평을 받는 중이다. 2)배송서비스: 온라인에서 구매한 상품을 월마트 직원이 추가 수당을 받고 배송한다. 우버이츠나 쿠팡플렉스를 내재화한 형태이다.

신기술 적용을 위한 노력 또한 아마존 못지 않다. 구글의 웨이모와 제휴해 자율주행 배차, 자율주행 배송으로 고객 접근성을 높일 예정이다. 또한 사내 'Store No.8'이라는 조

직을 구성하여 기술 혁신과 스타트업 양성을 동시 진행 중이다.

아마존의 이커머스 절대적 시장지위와 플랫폼의 힘, 혁신적 행보에 관해서는 전술했다. 그러나 미국 최대 유기농 식료품 체인인 '홀푸드마켓'을 인수(137억달러, '17년)한 것은 오프라인 채널 공백을 통감한 결과라 할 수 있다. 아마존도 결국 옴니채널만의 강점을 인정할 수 밖에 없었다. 앞서 2008년 아마존프레쉬를 시작했지만 온라인 플랫폼만을 가지고 '식료품' 카테고리를 판매하는 것은 소비자들에게 설득력을 얻지 못했다. 2016년 시애틀 본사에 시범적으로 오픈한 Amazon Go 1,2호점 역시 사용자 편의성을 극대화한 옴니채널이다. 기술적 시행착오를 개선하고 작년 3호점(시카고)을 오픈했다. 최근까지 10여곳에 추가 개점하였고 뉴욕, 캘리포니아를 비롯한 주요 도시에 50개 가량 매장을 오픈할 예정이다. 내후년에는 최대 3,000여곳의 아마존고 출점 계획도 가지고 있다.

오프라인 하이퍼마켓 최강자와 이커머스 지배자는 격돌을 지속하며 서로 다투어가고 있다. 결국 아마존과 월마트는 각자 방식의 옴니채널로 수렴해나가고 있다는 점에 주목해야 한다.

#### 신유통 체제 방향성을 보여주는 미국 상장기업 채널 카테고리별 동향

##### # Walmart(WMT, Mkt.cap 285.6bn USD) +5.7% YTD

- 월마트는 미 최대 유통기업 지위 유지하면서, 전자상거래 업체인 제트닷컴, 플립카트를 인수하며 온라인 사업 확대(4Q18 온라인 매출 43% YoY), 모바일앱 높은 사용자편의성

##### # Amazon(AMZN, Mkt.cap 841.1bn USD) +14.0% YTD

- 제프 베조스의 flywheel 모델이 실현된 형태, 미국 내 1억 계정이며, 범유통 체제로의 확산 진행형  
- 아마존닷컴(이커머스), FBA(풀필먼트), AWS(데이터센터) 주요 사업 영위, 절대적 지위 공고화  
- 구글, 페이스북, 유튜브 등 모든 플랫폼 포함해서 미국 컨슈머 가장 높은 의존도

##### # Alphabet(GOOG, Mkt.cap 825.0bn USD) +13.9% YTD

##### # Netflix(NFLX, Mkt.cap 157.8bn USD) +35.0% YTD

##### # Costco Wholesale(COST, Mkt.cap 102.7bn USD) +14.7% YTD

##### # Walgreens Boots Alliance(WBA, Mkt.cap 59.1bn USD) -8.3% YTD

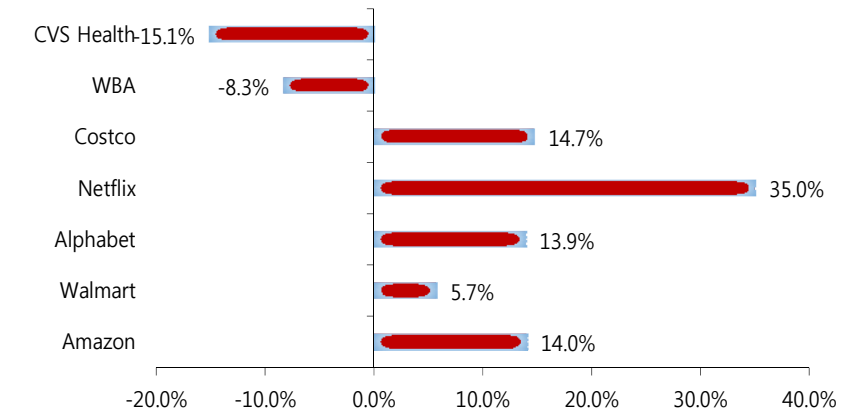
##### # CVS Health(CVS, Mkt.cap 72.1bn USD) -15.1% YTD

- 그 외, 모빌리티(웨이모) 모멘텀 견인하는 알파벳 콘텐츠 구독경제 선도 중인 넷플릭스 강세  
- '웨어하우스' 독보적 세그먼트 영향력 유지 중인 코스트코 강세  
- 신 체제 변환 방향성 부재한 월그린-부츠, CVS Health 약세

자료 Bloomberg, SK 증권 리서치센터



## 미국 주요 유통 플랫폼 기업 수익률(YTD)



자료 : Bloomberg, SK 증권 리서치센터

## (2) 누가 Game changer 가 될 것인가?

월마트와 아마존의 사례에서 볼 수 있듯이 유통기업의 태동이 오프라인인지 혹은 온라인인지는 중요치 않다. 월마트가 스스로의 강점과 새로운 위기를 면밀히 분석하고 대형 오프라인 유통기업이 뉴노멀을 마주했을 때 방향성을 개척할 수 있었다는 점에 주목해야 한다. 보란듯이 월마트를 따돌렸던 아마존도 다시금 월마트를 의식하는 행보를 보이고 있다. Amazon Go 가 무인점포 시대를 개막하면서 또 한번 기존 유통업계에 위기감을 부르고 있으나 월마트는 곧장 Sam's Club 을 활용한 무인점포 Sam's Club Now 를 선보였다. 매장 내 상품의 정확한 위치를 안내해주는 지도 서비스와 음성안내까지 추가해 Amazon Go 와 차별화된 모습까지 보여줬다. Sam's Club Now 도 올해 63 개 추가 출점 계획을 세웠다. Amazon Go 를 의식하고 속도감 조절을 하는 듯 하다.

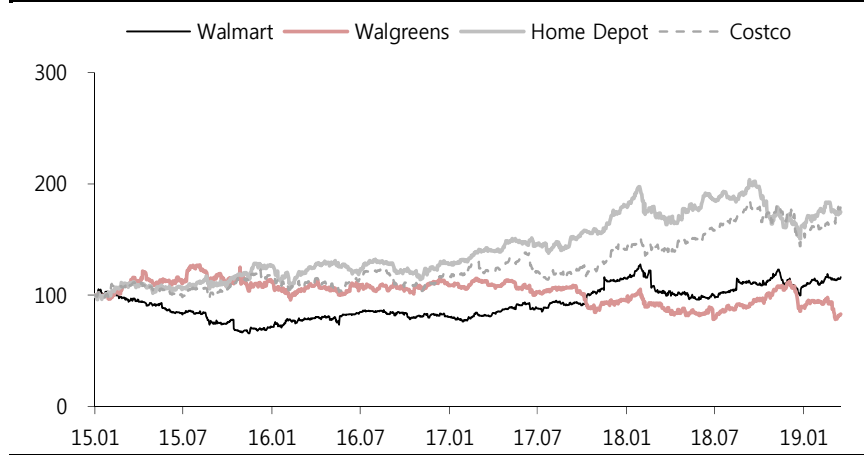
한국 유통업계가 마주한 대변혁도 큰 틀에서 이와 같다. '13 년 9.3%에 불과했던 온라인채널의 비중은 전년 20.9%까지 올라섰다. 중국의 이커머스가 20%를 상회하고 영국, 미국, 독일이 10%~20% range 에 있다. 여타 유럽국가 및 일본은 아직도 한자릿수 비중이다. 한국 이커머스는 규모면에서도 '13 년 40 조원에서 '16 년 65 조원, '17 년 78 조원에 이어 전년 112 조원까지 다다른 것으로 추산된다. 국내 유통업 전체 거래액이 약 530 조원 수준임을 감안했을 때 한국의 이커머스 전환속도는 세계적으로도 괄목할 만하다. 내수시장 한계성에도 불구하고 온라인채널은 연간 +20%~+40%의 '높고' '꾸준한' 성장세를 시현해왔다. 또한 지난 '16 년을 기점으로 모바일채널 비중이 인터넷채널을 역전하면서 격차를 가속화, 현재 이커머스 구성비는 모바일 65%, 인터넷 35%이다. 인터넷에 이어 모바일 채널이 온전히 이커머스 성장세를 견인해주고 있다.

장기간 성장 정체 중인 기존 대형 유통기업에겐 희망이 없을까? 계속하여 강조하지만

중요한 것은 변화의 흐름을 읽고 전략을 수립, 실행하는 것이 중요하다. 위 1 항의 월마트 vs. 아마존의 사례가 여실히 보여주고 있다.

국내 유통기업의 최근 실적은 전반적으로 부진했다. 제한된 내수시장에서 업종 구조적 전환기를 맞아 '내수 의존도' 높은 '오프라인 중심' 채널들은 모두 어려운 시기를 보내고 있다. 이마트 역시 '국내 시장'에서 '하이퍼마켓' 부문이 절대적 이익비중을 차지하는 기업이다. '17 년에 이어 전년도까지 4 개의 점포를 정리, 비식품부문의 매출 이탈 영향 등으로 최근 분기 할인점 외형이 6% 이상 하락했다. 그러나 당사가 새로 잡은 방향기는 월마트의 혁신을 떠올리게 한다. 동사는 오프라인 채널을 '이마트타운'과 같은 체험형 모델로 전환시킴과 동시에 각지의 점포를 물류센터로 활용하여 '이마트몰'이라는 성공적 온라인 세그먼트를 안착시키고 있다. 전년 12 월에는 온라인 법인을 분할 신설하여 지난 3/1 SSG 닷컴이라는 통합 이커머스 플랫폼이 새로이 출범했다. 이마트의 신성장동력은 비단 이커머스 부문에 국한되지 않는다. 코스트코가 지배해왔던 홀세일 클럽에 침투하여 턱 밑까지 추격해오고 있다.(전년 매출 코스트코 3 조원 vs. 트레이더스 2.3 조원) 성장이 정체 중인 코스트코코리아에 비해 트레이더스는 20% 중반대 성장률을 꾸준히 유지 중이다. 2030 년까지 50 개점, 매출액 10 조원을 타겟으로 하고 있다. 쉽게 놓칠 수 있는 오프라인부문에서도 침투 가능한 부분을 발굴해냈다는 점에서 전술한 '월마트 전략'을 떠올리게 한다. 후술하겠지만, 비교적 초기단계인 이마트24와 프라퍼티의 장기적 모멘텀도 주효하다. 두 부문은 각각 '무인점포 운영'과 '체험형 쇼루밍 공간'으로 활용하기에 적합한 모델이기 때문이다. 오히려 단기적 관점에서 난항을 겪을 수 있는 부분은 여전히 이커머스이다. 올해에도 흑자전환은 어려울 것이다. 사실상 흑자를 기록하고 있는 주요 이커머스 기업은 옥션과 G마켓 두 개 뿐이다. 양사 모두 이베이코리아 소속으로 합산 거래액이 15 조원에 달해 국내에서는 독보적인 수준이다. 이마트의 SSG 닷컴은 기존의 '하이퍼마켓' 중심 대형 유통기업이 성공적인 온라인 플랫폼을 준비했다는 점에서 큰 의미가 있는 것이다. 이익회수기에 진입하기 위해서는 시간이 필요하다. 이베이코리아를 제외한 모든 이커머스 기업들이 그러하다.

미국 Offline 유통업체 주가 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권 리서치센터

## 5. Outro: 개와 늑대의 시간

개와 늑대의 시간, “해질녘 저 언덕 너머로 다가오는 실루엣이 내가 기르던 개인지 나를 해치러 오는 늑대인지 분간하기가 어렵다.”

마켓의 성공이 기업의 성공을 담보하지 않는다. 본 자료 서두에 기술한 표현이다. 한국 이커머스 시장의 형세가 이와 같다. 팔목할 만한 성장세로 유의미한 비중에 안착한 이커머스 시장에서 흑자를 거두고 있는 이커머스 기업은 일찍이 국내에 진출한 ‘오픈마켓’ 이베이코리아 뿐이다. 문제는 지금의 과다 경쟁 상황이 짧은 시간 내에 해결되기 어렵다는 점이다. 소셜커머스를 기반으로 한 이커머스 3사는 매우 부담스러운 누적 적자를 기록하고 있다. 김범석 대표의 쿠팡이 유통업체의 경쟁을 당일/익일 배송의 프리미엄으로 끌고 왔다. 그 때문에 쿠팡은 2013년에 이어 2018년에 다시 자본잠식 상태에 접어들었다. 11월에 소프트뱅크비전펀드로부터 20억 USD의 수혈을 받아 탈피할 수 있었지만 현재의 비즈니스 모델을 그대로 유지한다면 3~4년 내에 또 다시 자본잠식 상태에 이를 것이다. 그 때 또 다시 비전펀드가 투자금을 유치해줄 것이라는 보장도 없다. 베조스의 모델을 따라가고 있다고는 하나 미국과 한국의 물류 환경이 상이하고, 아마존과 쿠팡도 상황이 크게 다르기에 쿠팡을 바라보는 우려의 시선도 많다.

우선, 한국과 미국의 물류 환경의 차이를 인지할 필요가 있다. 일주일에서 열흘 가까이 소요되는 미국 배송시장에서 아마존의 1-Day, 2-Day 프라임 서비스는 매력적인 선택지였다. 그러나 쿠팡이 연간 6천억이 넘는 적자폭을 감내하며 한국에서 당일/익일 배송을 한다는 것은 의미가 좀 다르다. 로켓와우 멤버십이 유료화되었을 때 소비자는 쿠팡

팡에 대한 로열티를 유지할 수 있을 것인가? 현재까지 상황을 보면 그렇지 않다. SKU가 돋보이는 것도 아니고 제품력이 강한 것도 아니다. 가장 빠른 직배송을 무료로 하고 있다는 것이 쿠팡의 장점이다. 다만 기대를 걸고 있는 부분은 UV가 가장 높다는 점 즉 트래픽이 크게 유입되고 있다는 점이다. 쿠팡은 어떤 형태로든 소비자 Lock-in을 노리고 있다.

아마존닷컴은 흑자전환 이후 현재까지 한자릿수 이익률을 유지하고 있다. 그나마 '04년도까지 유지됐던 high single의 마진율이 점차 낮아지며 현재까지 low-mid single 구간에 머무르고 있다. 전년 기준 북미 이익률이 5.1%였다. 오히려 매출비중 11% 수준의 AWS가 이익률 28.4%로 이익 비중이 60%에 육박한다. 여기서 두번째 주안점이 도출된다. 과연 쿠팡은 적자폭을 감내할 수 있을 것인가하는 문제다. 이마트는 다르다. 롯데쇼핑도 기회가 있다. SVF는 조건 없이 지원하는 후견인이 아니다. 쿠팡은 현재 계획단계에 있는 풀필먼트에서 극적 반전을 이뤄내는 것 외에는 답이 없다.

미국 시장에서 아마존이 USPS를 이용하고 있다는 점, 아마존프라임서비스는 유료임에도 불구하고 매우 강력한 로열티를 구축했다는 점도 큰 차이가 있다. 심지어 1-Day 배송은 추가 과금을 받는다. 프라임 회원이라도 일정 금액 이하 상품을 구매할 때엔 추가 과금이 있다. 그럼에도 불구하고 미주 멤버십 1억명을 보유 중이다. 이 지점에서 다시 한 번 돌이켜봐야 한다. 쿠팡이 로켓와우멤버십을 다시 유료화했을 때 쿠팡을 이용할만큼 우리가 Lock-in된 상태인가?

아마존은 프라임멤버십을 2005년 시작하기 전 이미 AWS를 통해 충분한 이익회수기를 맞이한 상태였다. 1970년대의 프레데릭과 1990년대의 베조스는 당시에 무모해보일 수도 있는 시도를 했지만 각각 5년, 8년만에 흑자전환을 이뤘다. 한국 이커머스 기업들의 이익회수기 진입은 전반적으로 소원한 상태다. 그 전까지 버틸 수 있는 수익형 세그먼트가 반드시 필요한 이유다.

결국 이 승부를 가르는 것은 '트래픽 확보'와 '락인 효과'일 것이다. 아직 절대적 트래픽 확보도, 락인 효과도 없는 한국의 이커머스는 아무도 예단할 수 없는 상황이다. 여전히 개와 늑대의 시간이다.

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst

조용선

yongsun.cho@sk.com

02-3773-8826

## Company Data

자본금	139 십억원
발행주식수	2,788 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,046 십억원
주요주주	

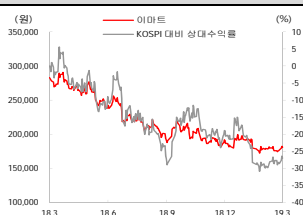
이명희(외3)	28.05%
국민연금공단	10.09%

외국인지분률	47.50%
배당수익률	1.10%

## Stock Data

주가(19/03/20)	181,000 원
KOSPI	2177.1 pt
52주 Beta	0.53
52주 최고가	290,500 원
52주 최저가	172,500 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.4%	3.9%
6개월	-3.7%	2.8%
12개월	-36.0%	-27.0%

이마트 (139480/KS | 매수(신규편입) | T.P 245,000 원(신규편입))

제목: Economic 너머 Electronic-Mart

제한된 내수시장에서 업종 구조적 전환기를 맞아 '내수 의존도' 높은 '오프라인 중심' 유통 업체는 필연적으로 악화된 실적을 시현. 동사 역시 '국내 시장'의 '하이퍼마켓'이 절대적 이익 비중(81.4%)을 차지. 그러나, 플랫폼으로 정착한 온라인채널, 패스트팔로워 전략의 트레이더스, 이마트 24 등 세그먼트별 전략적 방향성이 올바르며 실제 높은 성장세를 시현 중. '단층' 구간 이후 중장기적 시장지위 더욱 견고화될 것

## 로저스 이론의 '단층 구간' 돌입, 단기 실적 리스크 반영

동사가 봉착한 단기 실적 부진은 에버릿 로저스가 정의한 전형적인 chasm(단층) 구간 진입 결과로 판단. 전분기 할인점 외형은 6% 이상 하락한 바, '추석 시점' 외에도 비식품부문 매출 이탈, 온라인채널과의 신선식품 부문 경쟁 과열 등 요인. 국내 할인점 '17년 2점, '18년 2점'을 정리하며 채널 시프트 초기단계 착수. 성장 모멘텀을 보유한 온라인몰, 트레이더스 역시 중장기 이익기여를 위한 숨고르기 단계. 구조적 전환기에 필연적인 성장통을 겪고 있으며 긴 호흡으로 방향성 주시.

## 트래픽을 끌어올리는 세그먼트, all ready

홀세일클럽의 다크호스, 트레이더스는 '17년에 이어 전년도에 20%대 중반의 견조한 성장세를 시현. 국내 유통기업 세그먼트 중 '높고' '안정적인' 성장세 돋보이는 채널로서 동사 패스트팔로워 전략 고무적. 별도 기준 총매출비중이 12.9%까지 올라서며 할인점 부문 감소세를 상쇄 중. 최근 2년 4개 점포 개점하여 기존점 수익성 대비 저조했지만 외형적 기반 확대 더욱 중요한 시기. 이미 전년 1 분기에 BEP 넘어선 온라인부문도 전략적으로 트래픽 유입에 집중하며 단기적 관점 이익회수는 유보. 온라인은 전년 +15% 외형 성장으로 총매출액 8%대 비중, 올해 10% 비중 안착 전망.

## 뉴노멀에 대응하는 방향성, all right

트레이더스와 SSG닷컴이 신성장동력의 입지를 공고히 하는 가운데, 주요 자회사인 이마트 24와 프라퍼티의 장기적 모멘텀 역시 주효할 것. 양사 매출비중 미진하나 전년 +50%대 외형성장을 기록, 향후 무인점포 확산 및 체험형 쇼룸형 공간 선점에 유리한 고지 선점

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	14,615	15,515	17,049	18,944	19,703	21,346
yoy	%	72	62	99	11.1	4.0	8.3
영업이익	십억원	569	585	463	542	603	673
yoy	%	129	29	-20.9	17.1	11.3	11.6
EBITDA	십억원	1,025	1,067	993	868	910	962
세전이익	십억원	507	800	585	638	715	778
순이익(지배주주)	십억원	376	616	450	489	560	610
영업이익률%	%	3.9	3.8	2.7	2.9	3.1	3.2
EBITDA%	%	7.0	6.9	5.8	4.6	4.6	4.5
순이익률	%	2.6	4.1	2.8	2.7	3.0	3.0
EPS	원	13,051	21,385	15,529	17,538	20,091	21,883
PER	배	14.0	12.7	11.8	10.3	9.0	8.3
PBR	배	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	배	9.0	10.8	9.3	10.0	8.6	7.0
ROE	%	5.1	7.7	5.5	6.0	6.8	7.3
순차입금	십억원	3,561	3,378	3,381	2,744	1,853	750
부채비율	%	89.9	83.2	89.2	97.1	102.7	111.1



## 1. 간과하지 말아야 할 뉴노멀 유통의 방향성

### (1) Walmart(월마트)의 태세 전환

E-Commerce 의 약진과 플랫폼 기업 대세론에 가리워 쉽게 간과되고 있는 부분은 절대적 시장지위에 있는 기존 유통업체의 변화 양상이다. 1990 년대 중반부터 도약한 이커머스 기업들이 아마존닷컴을 필두로 하여 20 여년 만에 새로운 유통 권력으로 도약한 것은 사실이나 1962 년 태생의 월마트는 죽지 않았다. 오히려 새로운 변혁 모델을 구축하여 기존 유통과 신유통의 하이브리드 커널로서 존재감을 확고히 하는 과정 중에 있다. 이미 지난 2010 년 이커머스 사업부를 오프라인과 분리 운영한 월마트는 전형적인 오프라인 채널의 한계를 넘어 미국 온라인 M/S 10%선까지 도달하는데 성공했다. 4Q18 어닝 서프라이즈를 기록(매출액 1,387.9 억 USD, 영업이익 60.7 억 USD)했으며 전년동기 +35.8% 증가한 영업이익은 온라인 판매 성장률(+43% YoY)이 가장 주효하게 작용했다. ‘신선식품’이라는 카테고리를 ‘옴니채널’을 통해 ‘전문 유통기업’이 판매하는 것이 소비자 공략에 있어 경쟁업체 대비 성공적이었다는 판단이다. 월마트는 지난 2016 년 ‘제트닷컴’, ‘플립카트’ 두 개의 이커머스 업체를 인수하여 옴니채널 선점의 기틀을 마련했고, 옴니채널 서비스 ‘Click & Collect’ 제공을 통해 온라인의 가격경쟁력과 오프라인의 품질경쟁력을 겸비했다.

이 같은 양상은 온-오프 채널 전반적인 변혁을 이끌고 있다. 대형마트 Target, 백화점 Kohl's 역시 옴니채널 패스트팔로우 전략으로 지난 4 분기부터 실적 반등에 성공하였고 주가 역시 재평가 단계에 있다. 전년 10 월 백화점 Sears 가 1.3 억 달러 채무 상환을 감당하지 못 하고 파산 신청을 하며 업계에 큰 충격을 가져다 주었지만 이는 온라인채널을 철저히 등한시한 결과로서 월마트의 태세 전환을 더욱 주목하게 만드는 대목이다. Sears 의 파산, Amazon 의 오프라인 진출(‘17 년 홀푸드 인수) 등 충격적 뉴스에 가리워진 월마트의 옴니채널 전략을 반드시 주시해야 한다.

### (2) E-Mart 가 잡은 방향기가 옳다

이마트는 지난 2006 년 월마트코리아를 인수하여 당해 19 개 점포 순증, 대형마트 1 위 입지를 확보했고 그 후 업계 전반적인 신규 개점 둔화기를 지나 현재까지 국내 158 개의 점포를 보유 중이다.(홈플러스 140 점, 롯데마트 123 점)단순히 물리적 확장에 그쳤다면 큰 위기를 초래할 수 있는 결정이었으나, 그 후 이마트타운과 같은 체험형 오프라인 모델을 지향함과 동시에 각지의 점포를 물류센터로 활용(100 개 점포에 Picking and Packing 센터 운영)하여 ‘이마트몰’이라는 성공적 온라인 세그먼트를 안착시켰다. 기세를 몰아 전년 12 월 온라인 법인을 분할 신설하여 지난 3/1 SSG닷컴이 새로이 출범했다. 연간 타겟 3.1 조원으로 전년 이마트몰+신세계몰 합산 실적 대비 약 30% 성장할 것으로 예상된다.(2023 년 타겟 10 조원) 신설법인은 어피니티와 BRV 로부터 7,000

억원의 투자금을 유치했고, 기존 용인(14.6),김포(16.2)에 이어 3호 온라인 전용 물류 센터 건설을 진행 중에 있다. 현재 30% 비중의 측배송(당일배송)을 올해 하반기 이후 70%까지 견인할 수 있을 것으로 기대한다.

이베이코리아, 11번가 등의 오픈마켓형 이커머스와 쿠팡,티몬,위메프 등 소셜커머스형 이커머스와의 본격적인 트래픽 경쟁 과열기에 진입하게 될 것이나 Amazon 과 같이 완전히 지배적인 이커머스 플랫폼이 등장하기에 어려운 환경이다. 취급급 기준 업체별 큰 격차가 발생하지 않은 상황에서 당일배송 서비스 역시 서울,경기권에 집중되어 있기 때문이다. 그럼에도 불구하고 동사는 기존 오프라인 인프라와 제품 경쟁력, 다양한 SKU를 기반으로 하는 동종업계 유일한 기업으로서 온라인부문 1위 사업자 지위를 차지하지 않더라도 이미 성공 사례로 등극한 Walmart 형 태세 전환이 가장 유망하다는 판단이다.

## 2. 파괴적 혁신의 구간, Valuation Chasm 발생

이마트가 신성장동력은 비단 이커머스에 국한되지 않는다. 오히려 이커머스 시장에서 경쟁은 본격 과열되어 성패를 가늠하기 위해서는 3년 이상의 기다림이 필요하다. 그 간극을 매울 수 있는 부분이 홀세일클럽의 다크호스인 트레이더스와 더불어 이마트 24,프라퍼티의 약진이다.트레이더스는 '17년에 +27.2% 매출성장에 이어 전년에도 25.6%의 견조한 성장세를 시현했다.국내 유통기업 세그먼트 중 '높고' '안정적인' 성장세 돋보이는 채널로서 Wholesale & Warehouse에 침투하는 동사 패스트팔로워 전략이 매우 고무적이다. 당 부문의 별도 기준 총매출비중이 12.9%까지 올라서며 할인점 부문 감소세를 충실하게 보전하고 있다. 트레이더스는 지난 2010년 용인 구성점 오픈 이후 전년까지 15개 점포를 개점했다. 당월 월계점이 오픈하며 15개점인 코스트코 점포수를 첫 추월했고 연내 2개점을 더 개점한다.(부천 옥길지구, 부산 명지 국제신도시) 아직까지 홀세일클럽에서 코스트코코리아가 1위 사업자 지위를 유지 중이나 양사 성장세에 비추어 보아(코스트코 3% vs. 트레이더스 25.6%) 외형 격차는 현격히 줄어들 것으로 예상된다.(전년 매출 코스트코 약 3조원 vs. 트레이더스 2.3조원) 동사는 향후 인구 50만 이상 도시 중심으로 추가 개점, 100만 이상 도시에 복수 출점을 검토할 예정이며, 2030년까지 트레이더스 50개점, 매출 10조원을 목표로 하고 있다.

동사는 과거 5개년 평균 P/E 14.8x 수준으로 거래되었으나, 지난 2/12 신저가를 갱신했고 현 10.2x 밸류에이션 레벨은 가혹하다. SOTP 밸류에이션에 따라 영업이익 7조원, 투자자산가치 2.9조원 반영하여 산출한 목표주가 245,000원이며 Implied P/E 13.9x로 동종 업계 현 시점 밸류에이션 매력 역시 가장 우수하다.

## 이마트 실적 추정(별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>총매출액</b>	<b>3,724.2</b>	<b>3,504.9</b>	<b>4,029.2</b>	<b>3,588.3</b>	<b>3,943.3</b>	<b>3,801.5</b>	<b>4,277.1</b>	<b>3,904.8</b>	<b>14,846.6</b>	<b>15,926.7</b>	<b>16,898.5</b>
할인점	2,905.4	2,698.7	3,157.1	2,733.1	2,934.5	2,777.0	3,213.9	2,853.4	11,494.3	11,778.7	11,829.4
트레이더스	458.7	452.4	537.3	461.6	560.5	576.8	631.3	553.5	1,910.0	2,322.1	2,869.3
온라인	303.7	296.7	273.4	334.0	385.7	385.4	363.6	427.5	1,207.8	1,562.3	1,908.5
기타	56.4	57.1	61.4	59.6	62.6	62.4	68.2	70.4	234.5	263.6	291.2
<b>YoY</b>	<b>5.0%</b>	<b>2.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>5.9%</b>	<b>8.5%</b>	<b>6.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>2.6%</b>	<b>7.3%</b>	<b>6.1%</b>
할인점	0.3%	-2.1%	1.5%	-6.4%	1.0%	2.9%	1.8%	4.4%	-1.6%	2.5%	0.4%
트레이더스	30.3%	27.0%	30.9%	14.6%	22.2%	27.5%	17.5%	19.9%	25.6%	21.6%	23.6%
온라인	24.6%	18.1%	-1.6%	20.3%	27.0%	29.9%	33.0%	28.0%	15.0%	29.3%	22.2%
기타	6.2%	15.4%	12.0%	1.5%	11.0%	9.2%	11.1%	18.2%	8.5%	12.4%	10.5%
<b>순매출액</b>	<b>3,287.7</b>	<b>3,108.0</b>	<b>3,616.9</b>	<b>3,135.8</b>	<b>3,481.1</b>	<b>3,371.0</b>	<b>3,839.4</b>	<b>3,412.4</b>	<b>13,148.4</b>	<b>14,104.0</b>	<b>14,964.5</b>
<b>순매출/총매출</b>	<b>88.3%</b>	<b>88.7%</b>	<b>89.8%</b>	<b>87.4%</b>	<b>88.3%</b>	<b>88.7%</b>	<b>89.8%</b>	<b>87.4%</b>	<b>88.6%</b>	<b>88.6%</b>	<b>88.6%</b>
<b>매출총이익</b>	<b>955.4</b>	<b>905.9</b>	<b>1,044.2</b>	<b>904.3</b>	<b>999.7</b>	<b>970.0</b>	<b>1,101.0</b>	<b>974.0</b>	<b>3,809.8</b>	<b>4,044.8</b>	<b>4,235.9</b>
할인점	805.7	757.1	873.9	749.3	813.8	779.1	889.6	782.3	3,186.0	3,264.7	3,278.8
트레이더스	77.8	78.9	93.7	77.8	95.1	100.6	110.1	93.3	328.2	399.0	493.1
온라인	69.2	67.7	74.0	73.7	87.9	87.9	98.4	94.3	284.6	368.6	450.3
기타	2.7	2.2	2.6	3.5	3.0	2.4	2.9	4.1	11.0	12.4	13.7
<b>영업이익</b>	<b>161.6</b>	<b>54.6</b>	<b>198.4</b>	<b>74.8</b>	<b>150.3</b>	<b>70.9</b>	<b>202.4</b>	<b>113.7</b>	<b>489.4</b>	<b>537.3</b>	<b>614.0</b>
할인점	147.4	40.7	178.0	73.6	135.0	52.8	180.0	108.4	439.7	476.2	496.8
트레이더스	13.0	16.1	24.4	9.1	16.8	21.3	25.7	12.3	62.6	76.1	103.3
온라인	0.2	-2.8	-4.9	-8.9	-2.5	-3.9	-4.2	-8.1	-16.4	-18.6	9.5
기타	1.0	0.6	0.9	1.0	1.0	0.7	0.9	1.1	3.5	3.7	4.4
<b>GPM</b>	<b>25.7%</b>	<b>25.8%</b>	<b>25.9%</b>	<b>25.2%</b>	<b>25.4%</b>	<b>25.5%</b>	<b>25.7%</b>	<b>24.9%</b>	<b>25.7%</b>	<b>25.4%</b>	<b>25.1%</b>
할인점	27.7%	28.1%	27.7%	27.4%	27.7%	28.1%	27.7%	27.4%	27.7%	27.7%	27.7%
트레이더스	17.0%	17.4%	17.4%	16.9%	17.0%	17.4%	17.4%	16.9%	17.2%	17.2%	17.2%
온라인	22.8%	22.8%	27.1%	22.1%	22.8%	22.8%	27.1%	22.1%	23.6%	23.6%	23.6%
기타	4.8%	3.9%	4.2%	5.9%	4.8%	3.9%	4.2%	5.9%	4.7%	4.7%	4.7%
<b>OPM</b>	<b>4.3%</b>	<b>1.6%</b>	<b>4.9%</b>	<b>2.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>1.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.6%</b>
할인점	5.1%	1.5%	5.6%	2.7%	4.6%	1.9%	5.6%	3.8%	3.8%	4.0%	4.2%
트레이더스	2.8%	3.6%	4.5%	2.0%	3.0%	3.7%	4.1%	2.2%	3.3%	3.3%	3.6%
온라인	0.1%	-0.9%	-1.8%	-2.7%	-0.6%	-1.0%	-1.2%	-1.9%	-1.4%	-1.2%	0.5%
기타	1.8%	1.1%	1.5%	1.7%	1.5%	1.1%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.5%

자료: 이마트 SK 증권 리서치센터

주: 이익률은 총매출액 기준

## 이마트 실적 추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>4,106.5</b>	<b>3,989.4</b>	<b>4,727.2</b>	<b>4,226.0</b>	<b>4,623.3</b>	<b>4,559.8</b>	<b>5,068.0</b>	<b>4,693.3</b>	<b>17,049.1</b>	<b>18,944.4</b>	<b>19,703.4</b>
이마트	3,287.7	3,108.0	3,616.9	3,135.8	3,481.1	3,371.0	3,839.4	3,412.4	13,148.4	14,104.0	14,964.5
에브리데이	279.3	293.8	314.3	287.5	289.6	305.9	329.1	300.4	1,174.9	1,224.9	1,273.6
이마트24	207.6	255.7	287.5	287.0	268.7	306.5	316.6	376.4	1,037.8	1,268.2	1,502.8
조선호텔	42.8	46.1	48.2	54.6	46.5	49.7	52.4	60.1	191.7	208.8	224.9
신세계푸드	317.9	310.3	337.0	313.3	330.6	332.6	357.2	323.3	1,278.5	1,343.8	1,417.6
프라퍼티	40.7	40.4	43.0	44.7	50.9	47.9	49.2	53.3	168.8	201.3	273.0
베트남	15.6	13.9	15.4	17.3	17.9	14.1	15.6	22.4	62.2	70.0	77.9
신세계건설	0.0	0.0	287.1	320.6	335.0	350.0	325.0	355.5	607.7	1,365.5	1,518.4
기타/조정	-85.1	-78.8	-222.2	-234.8	-197.0	-218.0	-216.6	-210.5	-620.9	-842.1	-1,549.4
<b>매출원가</b>	<b>2,978.8</b>	<b>2,892.3</b>	<b>3,468.1</b>	<b>3,113.6</b>	<b>3,339.4</b>	<b>3,292.7</b>	<b>3,680.8</b>	<b>3,406.4</b>	<b>12,452.8</b>	<b>13,719.3</b>	<b>14,269.3</b>
<b>매출총이익</b>	<b>1,127.7</b>	<b>1,097.1</b>	<b>1,259.1</b>	<b>1,112.4</b>	<b>1,283.8</b>	<b>1,267.1</b>	<b>1,387.2</b>	<b>1,286.9</b>	<b>4,596.3</b>	<b>5,225.1</b>	<b>5,434.0</b>
<b>GPM</b>	<b>27.5%</b>	<b>27.5%</b>	<b>26.6%</b>	<b>26.3%</b>	<b>27.8%</b>	<b>27.8%</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.4%</b>	<b>27.0%</b>	<b>27.6%</b>	<b>27.6%</b>
<b>판매관리비</b>	<b>974.2</b>	<b>1,043.8</b>	<b>1,064.5</b>	<b>1,051.0</b>	<b>1,134.0</b>	<b>1,186.8</b>	<b>1,181.0</b>	<b>1,181.2</b>	<b>4,133.5</b>	<b>4,683.1</b>	<b>4,831.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>153.5</b>	<b>53.3</b>	<b>194.6</b>	<b>61.4</b>	<b>149.8</b>	<b>80.4</b>	<b>206.2</b>	<b>105.7</b>	<b>542.0</b>	<b>602.9</b>	<b>672.7</b>
이마트	161.6	54.6	198.4	74.8	150.3	70.9	202.4	113.7	537.3	614.0	679.6
에브리데이	0.2	1.6	4.9	-1.4	0.9	2.1	5.3	-0.9	7.4	7.8	8.3
이마트24	-12.4	-9.6	-7.4	-10.2	-11.8	-8.6	-5.1	-6.0	-31.5	-36.2	-41.8
조선호텔	-0.9	-1.2	-3.9	-1.7	-1.5	-1.3	-1.3	1.0	-3.1	-3.3	-3.4
신세계푸드	10.0	6.9	5.6	4.8	8.3	8.3	7.9	6.1	30.6	32.9	35.3
프라퍼티	2.6	5.7	2.8	-0.2	3.3	6.9	3.3	0.1	13.6	18.8	24.4
베트남	-0.8	-0.5	-0.3	0.1	-0.3	-0.4	-0.2	0.2	-0.6	-0.2	0.2
신세계건설	0.0	0.0	6.8	9.2	8.8	9.6	8.5	11.2	38.1	43.2	49.0
기타/조정	-6.8	-4.2	-12.3	-14.0	-8.1	-7.2	-14.6	-19.8	-49.7	-74.1	-78.9
<b>OPM</b>	<b>3.7%</b>	<b>1.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>3.2%</b>	<b>1.8%</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.4%</b>
이마트	4.9%	1.8%	5.5%	2.4%	4.3%	2.1%	5.3%	3.3%	4.1%	4.4%	4.5%
에브리데이	0.1%	0.5%	1.6%	-0.5%	0.3%	0.7%	1.6%	-0.3%	0.6%	0.6%	0.7%
이마트24	-6.0%	-3.8%	-2.6%	-3.6%	-4.4%	-2.8%	-1.6%	-1.6%	-3.0%	-2.9%	-2.8%
조선호텔	-2.1%	-2.6%	-8.1%	-3.1%	-3.2%	-2.7%	-2.5%	1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.5%
신세계푸드	3.1%	2.2%	1.7%	1.5%	2.5%	2.5%	2.2%	1.9%	2.4%	2.4%	2.5%
프라퍼티	6.4%	14.1%	6.5%	-0.4%	6.5%	14.4%	6.6%	0.2%	8.0%	9.3%	8.9%
베트남	-5.1%	-3.6%	-1.9%	0.6%	-1.8%	-2.6%	-1.0%	1.0%	-1.0%	-0.3%	0.2%
신세계건설			2.4%	2.9%	2.6%	2.7%	2.6%	3.2%	6.3%	3.2%	3.2%
<b>세전이익</b>	<b>166.9</b>	<b>121.1</b>	<b>253.3</b>	<b>46.1</b>	<b>164.6</b>	<b>109.6</b>	<b>261.5</b>	<b>102.2</b>	<b>587.4</b>	<b>637.9</b>	<b>715.1</b>
당기순이익	124.6	94.8	194.4	64.7	117.0	79.5	198.4	122.9	478.5	517.7	590.1
<b>지배순이익</b>	<b>118.3</b>	<b>90.8</b>	<b>191.6</b>	<b>51.9</b>	<b>109.9</b>	<b>75.0</b>	<b>195.4</b>	<b>108.6</b>	<b>452.6</b>	<b>488.8</b>	<b>560.0</b>
<b>세전이익률</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>3.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>5.2%</b>	<b>2.2%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.6%</b>
당기순이익률	3.0%	2.4%	4.1%	1.5%	2.5%	1.7%	3.9%	2.6%	2.8%	2.7%	3.0%
<b>지배순이익률</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.8%</b>

자료: 이마트, SK 증권 리서치센터

## SOTP Valuation

(단위: 십억원, 원, 백만주)

영업가치(십억원)	6,992.0	A	
할인점	4,782.2		- 글로벌 할인점 EV/Sales 대비 30% 할인
트레이더스	942.8		- Costco EV/Sales 대비 30% 할인
온라인	1,267.1		- 성장 초기 단계 감안 EV/Sales 0.8x 적용
투자자자산가치(십억원)	2,906	B	
삼성생명	829		- 지분율 5.88% 20% 할인
신세계푸드	163		- 지분율 54.7% 20% 할인
신세계조선호텔	144		- 장부가액
이마트에브리데이	121		- 장부가액
신세계프라퍼티	936		- 장부가액
신세계엘엔비	18		- 장부가액
이마트 해외	125		- 장부가액
기타	570		- 장부가액
순차입금(십억원)	3,068	C	
적정가치(십억원)	6,830	D=A+B-C	
유통주식수(백만주)	27.9	E	
목표주가(원)	245,000	F=D/E	
현재가(원)	181,000		
Upside	35.4%		

자료: SK 증권 리서치센터

## 이마트 Valuation Trend

(단위: 배)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
P/E(End)	15.9	19.5	11.6	13.6	15.9	11.0
P/E(High)	16.4	26.2	15.8	14.5	16.9	12.2
P/E(Low)	11.0	18.7	11.5	11.3	10.4	10.5
P/E(Avg.)	13.4	22.6	13.8	12.8	13.3	11.4

자료: Quantwise, SK 증권 리서치센터

주: 과거 5 개년 평균 P/E 14.8x

## 국내외 점포수 추이 및 현황

(단위: 점)

	2015	2016	2017	2018
국내할인점	146	147	145	143
트레이더스	10	11	14	15
중국	8	7	1	0
베트남	1	1	1	1
몽골		1	2	2

주1: '18년 할인점 2점 매각(5월 시지, 6월 부평), 12월 의왕점 오픈, 인천점 종료

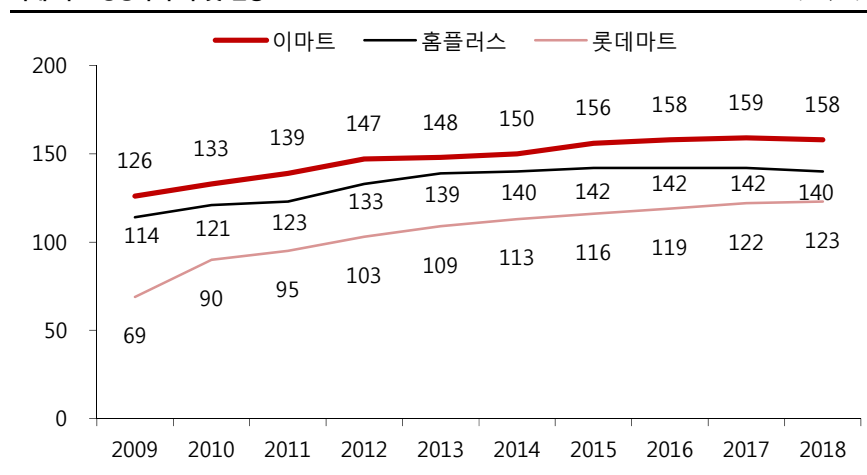
주2: '18년 트레이더스 1점 오픈(12월 위례점)

주3: '18년 중국 1점 영업종료(1월 시안점)

자료: 이마트, SK 증권 리서치센터

## 국내 마트 경쟁사 추이 및 전망

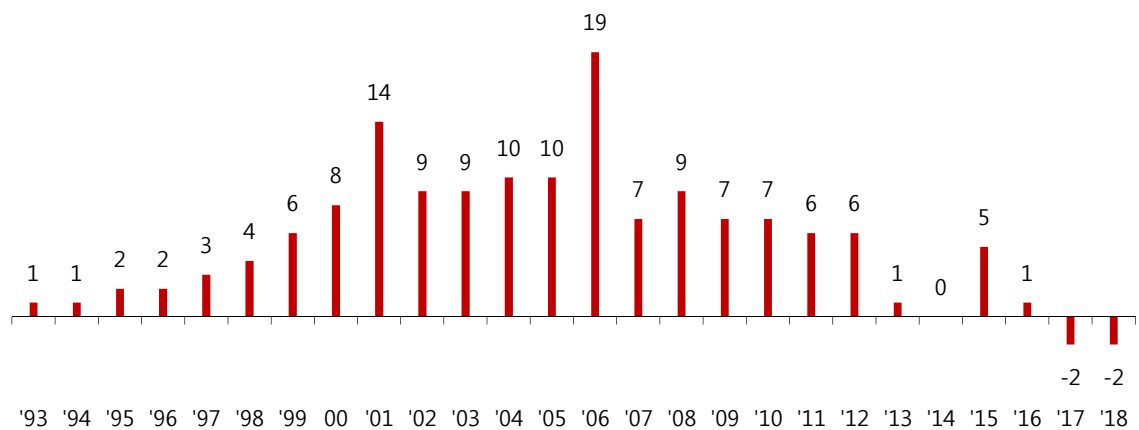
(단위: 점)



자료: 이마트, SK 증권 리서치센터

## 국내 이마트(할인점) 점포 증감현황

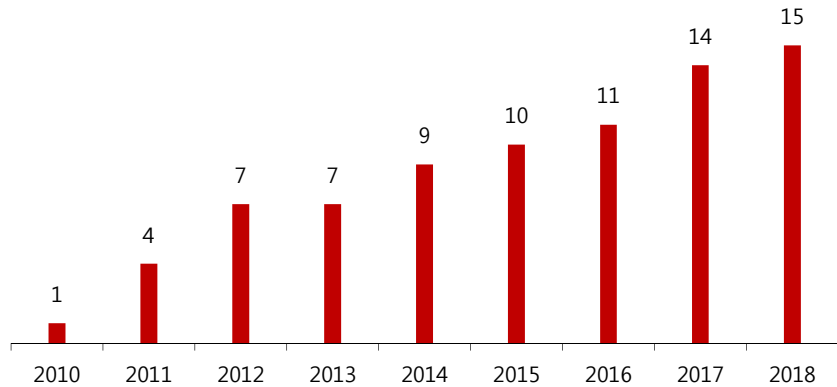
(단위: 점)



자료: 이마트, SK 증권 리서치센터

## 트레이더스 점포현황

(단위: 점)



자료: 이마트, SK 증권 리서치센터

## 이마트 지분구조 현황

<b>유통업</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 99.3% 이마트에브리데이</li> <li>▷ 100.0% 이마트24</li> <li>▷ 47.8% 신세계티비쇼핑</li> <li>▷ 100.0% 이마트몰</li> <li>▷ 100.0% 신세계프라퍼티               <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 51.0% 스타필드하남</li> <li>▷ 51.0% 스타필드고양</li> <li>▷ 99.9% 스타필드청라</li> <li>▷ 99.3% 에스피청주</li> <li>▷ 51.0% 스타필드안성</li> </ul> </li> </ul>	<b>식음료사업</b> ▷ 46.9% 신세계푸드 <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 100.0% 스무디킹코리아</li> <li>▷ 100.0% 세린식품</li> <li>▷ 100.0% 제이원</li> <li>▷ 100.0% 신세계엘앤비</li> <li>▷ 50.0% 스타벅스코리아</li> <li>▷ 100.0% 제주소주</li> </ul>
<b>건설/IT</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 42.7% 신세계건설</li> <li>▷ 35.7% 신세계아이앤씨</li> <li>▷ 50.0% 신세계페이먼츠</li> <li>▷ 100.0% 일렉트로맨</li> <li>문화산업전문회사</li> </ul>	<b>해외사업</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 100.0% 상해이매득무역유한공사</li> <li>▷ 100.0% 이마트아메리카</li> <li>▷ 100.0% PK Retail</li> <li>▷ 100.0% 이마트 베트남</li> </ul>
<b>호텔/리조트</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▷ 99.9% 신세계조선포텔</li> <li>▷ 100.0% 신세계영랑호리조트</li> </ul>	

주 1: 스타필드 하남 잔여지분 49%는 티브먼아시아(TPA Hanam Union Square Holdings LP) 보유

주 2: 스타필드 고양 잔여지분 49%는 이지스 전문 투자형 사모투자신탁 87 호 보유

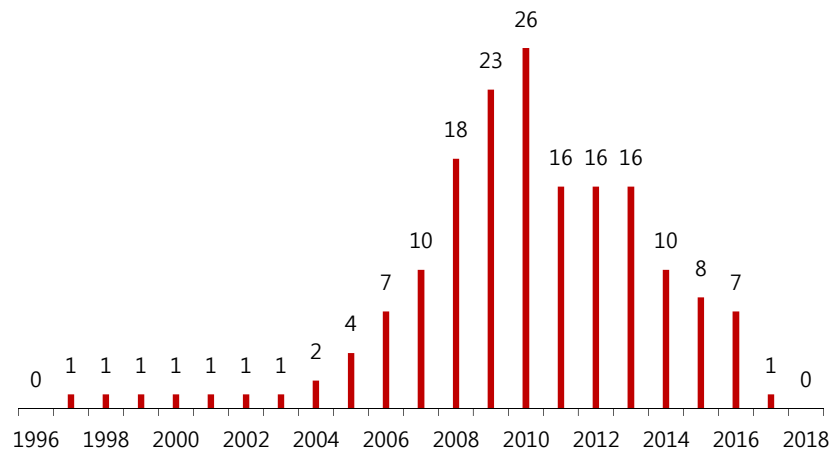
주 3: 스타필드 안성 잔여지분 49%는 티브먼아시아(TPA Hanam Union Square Holdings LP) 보유

자료: 이마트, SK 증권 리서치센터



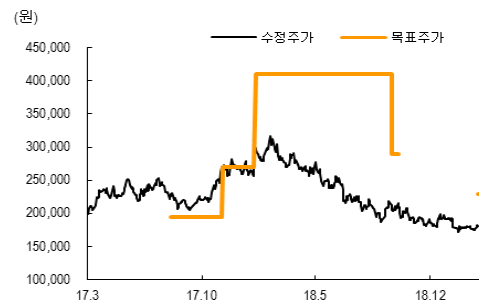
## 중국 점포수 추이 및 현황

(단위: 점)



자료: 이마트, SK 증권 리서치센터

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.03.21	매수	245,000원	6개월		
2019.03.21	담당자 변경				
2018.10.11	매수	290,000원	6개월	-34.52%	-25.52%
2018.07.03	매수	410,000원	6개월	-38.80%	-22.56%
2018.06.20	매수	410,000원	6개월	-33.39%	-22.56%
2018.05.11	매수	410,000원	6개월	-32.76%	-22.56%
2018.03.26	매수	410,000원	6개월	-30.98%	-22.56%
2018.01.29	매수	410,000원	6개월	-28.99%	-22.56%
2017.11.28	중립	270,000원	6개월	-1.01%	9.07%
2017.08.23	중립	195,000원	6개월	15.47%	38.21%



### Compliance Notice

- 작성자(조용선)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 기관투자가 또는 제 3자에게 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 (2019 년 3 월 21 일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,895	2,286	3,124	4,096	5,375
현금및현금성자산	223	284	920	1,812	2,915
매출채권및기타채권	458	595	661	687	745
재고자산	1,011	1,123	1,247	1,297	1,405
<b>비유동자산</b>	14,171	14,468	14,339	14,135	14,008
장기금융자산	1,468	988	988	988	988
유형자산	9,800	10,404	10,089	9,795	9,520
무형자산	377	288	297	305	311
<b>자산총계</b>	16,067	16,754	17,463	18,231	19,383
<b>유동부채</b>	4,214	4,998	5,366	5,514	5,834
단기금융부채	1,440	1,674	1,674	1,674	1,674
매입채무 및 기타채무	1,428	1,612	1,790	1,862	2,017
단기충당부채	2	7	8	8	9
<b>비유동부채</b>	3,081	2,898	3,235	3,722	4,369
장기금융부채	2,260	2,165	2,165	2,165	2,165
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	72	88	98	101	109
<b>부채총계</b>	7,295	7,896	8,601	9,236	10,203
<b>지배주주지분</b>	8,242	8,172	8,151	8,257	8,412
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
기타자본구성요소	-58	-59	-59	-59	-59
자기주식	-3	-3	-3	-3	-3
이익잉여금	2,465	2,773	3,206	3,766	4,376
비지배주주지분	530	685	711	738	768
<b>자본총계</b>	8,771	8,858	8,862	8,995	9,180
<b>부채외자본총계</b>	16,067	16,754	17,463	18,231	19,383

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	945	913	714	828	905
당기순이익(손실)	708	602	518	590	643
비현금성항목등	478	579	350	320	319
유형자산감가상각비	455	503	314	294	275
무형자산상각비	27	27	11	13	14
기타	64	94	-67	13	155
운전자본감소(증가)	-109	-206	110	43	78
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-82	60	-66	-26	-57
재고자산감소(증가)	-81	-163	-124	-50	-108
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	60	43	178	72	155
기타	-5	-147	122	48	89
법인세납부	-132	-63	-264	-125	-135
<b>투자활동현금흐름</b>	-483	-841	61	146	281
금융자산감소(증가)	153	-113	0	0	0
유형자산감소(증가)	-593	-692	0	0	0
무형자산감소(증가)	-23	-20	-20	-20	-20
기타	-20	-16	81	166	301
<b>재무활동현금흐름</b>	-307	-16	-138	-82	-82
단기금융부채증가(감소)	-98	-35	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	-137	171	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-59	-82	-56	0	0
기타	-13	-70	-82	-82	-82
<b>현금의 증가(감소)</b>	157	60	637	892	1,103
기초현금	66	224	284	920	1,812
기말현금	223	284	920	1,812	2,915
FCF	288	413	843	827	903

자료 : 이마트, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	15,515	17,049	18,944	19,703	21,346
<b>매출원가</b>	11,140	12,453	13,719	14,269	15,433
<b>매출총이익</b>	4,375	4,596	5,225	5,434	5,913
매출총이익률 (%)	28.2	27.0	27.6	27.6	27.7
<b>판매비와관리비</b>	3,790	4,133	4,683	4,831	5,240
영업이익	585	463	542	603	673
영업이익률 (%)	3.8	2.7	2.9	3.1	3.2
비영업손익	215	122	96	112	105
<b>순금융비용</b>	72	54	13	-84	-219
외환관련손익	79	-22	-7	-7	-7
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	53	81	49	49	49
세전계속사업이익	800	585	638	715	778
세전계속사업이익률 (%)	5.2	3.4	3.4	3.6	3.6
계속사업법인세	192	126	120	125	135
<b>계속사업이익</b>	608	459	518	590	643
중단사업이익	20	17	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	628	476	518	590	643
<b>순이익률 (%)</b>	4.1	2.8	2.7	3.0	3.0
지배주주	616	450	489	560	610
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	3.97	2.64	2.58	2.84	2.86
<b>비지배주주</b>	12	26	29	30	33
<b>총포괄이익</b>	633	19	60	133	185
<b>지배주주</b>	622	-4	34	106	156
<b>비지배주주</b>	12	23	26	27	30
EBITDA	1,067	993	868	910	962

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	6.2	9.9	11.1	4.0	8.3
영업이익	2.9	-20.9	17.1	11.3	11.6
세전계속사업이익	57.8	-26.9	9.1	12.1	8.8
EBITDA	4.1	-6.9	-12.6	4.9	5.7
EPS(계속사업)	63.9	-27.4	12.9	14.6	8.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.7	5.5	6.0	6.8	7.3
ROA	4.0	2.9	3.0	3.3	3.4
EBITDA마진	6.9	5.8	4.6	4.6	4.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	45.0	45.7	58.2	74.3	92.1
부채비율	83.2	89.2	97.1	102.7	111.1
순차입금/자기자본	38.5	38.2	31.0	20.6	8.2
EBITDA/이자비용(배)	11.0	12.2	10.5	11.1	11.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	21,385	15,529	17,538	20,091	21,883
BPS	295,657	293,169	292,406	296,196	301,778
CFPS	39,385	35,163	29,219	31,101	32,249
주당 현금배당금	1,750	2,000	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	13.2	20.5	11.4	9.9	9.1
PER(최저)	8.4	11.7	9.8	8.6	7.9
PBR(최고)	1.0	1.1	0.7	0.7	0.7
PBR(최저)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	6.9	5.2	6.2	5.8	5.6
EV/EBITDA(최고)	11.1	13.1	10.6	9.1	7.5
EV/EBITDA(최저)	8.4	9.3	9.7	8.3	6.7

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**조용선**

yongsun.cho@sk.com  
02-3773-8826

## Company Data

자본금	141 십억원
발행주식수	2,829 만주
자사주	194 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,460 십억원
주요주주	
롯데지주(주)(외14)	60.67%
롯데쇼핑 자사주	6.85%
외국인지분율	20.20%
배당수익률	2.70%

## Stock Data

주가(19/03/20)	193,000 원
KOSPI	2177.1 pt
52주 Beta	0.60
52주 최고가	264,000 원
52주 최저가	179,000 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.1%	3.5%
6개월	-6.5%	-0.3%
12개월	-15.9%	-4.0%

롯데쇼핑 (023530/KS | 중립(신규편입) | T.P 205,000 원(신규편입))

## Too big to fail (大馬不死)

전년 하반기 중국 할인점 매각 완료되며 주가 반등했으나, 국내 시장 악화 및 동사 정체 된 외형과 낮은 수익성에 대한 우려 확대로 연초 이후 -9.2% 부진한 퍼포먼스 시현. 인바운드 센터먼트 큰 폭 회복 중인 최근에도 동사 약세인 이유는 단기 실적이 크게 부진했고 중장기 방향성 또한 다소 불명확하기 때문. 그러나 중국 현지 리스크가 제거된 가운데 혁신점포 운영 확대가 향후 동사 채널 시프트를 위한 주춧돌이 될 것. 모멘텀 추가 확보 위한 구조조정 과정 트래킹 지속 필요.

## 국내외 오프라인 점포 혁신 매우 긍정적

전년 본격화된 점포 구조조정은 단기 실적 부담을 초래(4Q18 매출 -7.6%, 영업이익 -72.9% YoY). 전년 기준점 성장률은 국내 백화점 +1.2% YoY, 할인점 -2.5% YoY 으로 내수 저성장 국면을 여실히 보여줌. 백화점 품목별 성장세는 매우 대조적인 모습을 보였는데, 여성/잡화 등 큰 폭 부진한 가운데 해외명품과 생활가전은 유의미한 성장 시현. 이는 소비 양극화 현상을 방증하는 것으로, 고가 명품에 대한 수요는 견조하고 식품/생활용품 등 필수재에 대한 합리적 소비 경향이 상존. 동사의 점포 re-positioning(혁신점포 운영, 사업모델 전환, 매각 등)과 더불어 테넌트 매장 확대, MD 경쟁력 개선의 방향성 유효. 전년 112 개의 중국 하이퍼마켓 정리 완료되며, 해외부문 수익성 개선은 물론 동남아 시장 본격적 공략에도 우호적 상황('17 년 중국 할인점 영업적자 2,686 억원)

## 완착 즉, 느슨한 착수 가장 경계해야

국내 오프라인과 대조적으로 베트남 할인점은 전년 매출액 +7.9% YoY,영업익 +97.7%의 고무적 성장세 시현. 다만, 동사의 높은 내수 의존도(백화점부문 96.5%, 할인점부문 78.7%) 감안 시 1)국내 혁신점포 운영 확대, 2)온라인 채널 시프트의 양대 난제에 대한 속도감 있는 이행 필요. 백화점부문은 '20 년 자주 콘텐츠 매출 구성비 5%를 타겟, 전년 프리미엄패트, 게임플래그십, 자연주의 베이커리 등 '콘텐츠 중심' '사용자 경험' 방향성 제시. 할인점부문은 저수익성 SKU 축소(기존 6 만개>3 만개)와 더불어 테넌트 매장 확대 운영, 신선식품혁신센터 가동('18 년 4 월)으로 소싱 및 물류 효율성 제고. 관건은 E-Commerce 플랫폼 차별화 및 경쟁력 확보 여부이며, 전년 신설된 온라인부문의 속도감 및 방향성 주시 필요('20 년 3 월 통합 One App 개설 예정)

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	십억원	29,128	24,114	18,180	17,842	17,879	17,956
yoy	%	3.7	-17.2	-24.6	-1.9	0.2	0.4
영업이익	십억원	854	763	530	489	728	728
yoy	%	-28.2	-10.6	-30.6	-7.7	48.9	0.1
EBITDA	십억원	1,840	1,736	1,435	1,460	1,844	1,759
세전이익	십억원	-80	320	-170	-422	496	550
순이익(지배주주)	십억원	-383	168	-136	-543	189	259
영업이익률%	%	2.9	3.2	2.9	2.7	4.1	4.1
EBITDA%	%	6.3	7.2	7.9	8.2	10.3	9.8
순이익률	%	-1.2	1.0	-0.1	-2.6	1.6	1.9
EPS	원	-12,164	1,457	-18,193	-23,030	6,682	9,154
PER	배	N/A	143.7	N/A	N/A	28.9	21.1
PBR	배	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	배	6.0	6.0	7.2	7.2	4.8	4.2
ROE	%	-2.3	1.0	-0.9	-4.4	1.6	2.1
순차입금	십억원	2,896	2,465	4,088	3,917	2,602	1,179
부채비율	%	138.1	142.8	109.3	120.0	121.2	120.6

## 주가 재평가 위해 충족해야 할 두 가지 포인트

### (1) 단기 실적 불확실성 해소의 근거 필요

동사는 전년 매출액 17.8 조원(-0.6% YoY), 영업이익 5,970 억원(-25.5% YoY)을 기록했으나, 점포 구조조정 관련 손실 -654 억원(영플라자 대구 -127 억, 의정부아울렛 -46 억원 등 국내 백화점 -188 억원, 중국 백화점 -466 억원), 청두 HK 미분양 일회성 손실 -260 억원(저가법 적용, 충당금 설정) 등 감안 시 전년 영업이익 증감율은 약 -6%로 산정된다. 그러나 향후에도 구조조정 관련한 손실은 추가로 집행될 여지가 있고 마트, 슈퍼, 하이마트 부문 수익성 부진 역시 해결되지 않은 상태이다. 현주가는 19F P/B 0.4x 수준으로 추가 하락 리스크는 제한적이나 P/E 밸류에이션은 아직까지 매력적이지 않다. 최근 큰 폭의 실적 부진이 확인된 만큼 중단기 관점 손익 불확실성이 해소될 수 있는 근거가 더욱 절실해진 시점이다.

### (2) 새로운 모멘텀에 대한 전략적 방향성 명확화 필요

동사가 진행 중인 점진적 리스크 제거의 작업은 뚜렷하다. 한정된 내수 시장의 높은 의존도를 탈피하고 중국 사업을 과감히 정리했다는 점은 매우 긍정적인 포인트이다. 실제로 이 같은 구조조정이 윤곽을 드러냈던 작년 하반기 동사 주가는 반등세를 시현했다. (전년 8/20 저점 대비 12/18 +26.4%) 그러나 기대치에 크게 못 미친 4분기 실적이 공개된 이후 지난 상승폭을 다시금 반납했다. 국내 점포 Re-positioning 과 중국 시장 Exit 전략은 향후 실적 측면에서의 퍼포먼스를 보여줄 때 재평가가 가능할 것으로 판단한다.

물론, 중국시장을 대체하기 위한 인니/베트남 출점 전략은 여전히 긍정적이다. 특히 베트남 할인점은 전년 매출액 +7.9% YoY, 영업이익 +97.7%의 매우 고무적인 성장세를 보여줬다. 그러나 아직 본격적인 이익회수 단계가 아니고 인니/베트남 백화점 성장세는 미진하여 긴 호흡으로 주시할 필요가 있다. 해외 사업부문이 중기 관점에서 실적 부진을 보전해줄 상황은 아닌 것이다. 지난 8 월에 신설된 e 커머스사업부도 당월 중 7 개 채널 연결하는 시스템을 구축할 계획이나 통합 앱 출시는 내년 3 월경에나 가능할 것으로 보인다. 다소 아쉬운 속도감이나 7 개 채널 통합 거래액이 약 8 조원에 이르는 만큼 향후 온라인 플랫폼에서 뚜렷한 경쟁력과 차별성을 확인시켜준다면 재평가가 가능할 것이다.

SOTP Valuation Table

(단위: 십억원, %, 배)

	지분율	적정가치	NOPAT(19E)	Multiple(x)
<b>주요사업</b>		4,966.2		
백화점		4,368.0	336.0	13
할인점		598.1	37.4	16
슈퍼		0.0	-41.0	
<b>자회사</b>		4,265.0		
롯데하이마트	65.3%	911.6	139.6	10
컬처웍스	100.0%	595.4	22.1	27
우리홈쇼핑	53.0%	452.1	77.5	11
FRL코리아	49.0%	2,106.0	205.8	21
기타 관계사		200.0		
<b>순차입금</b>		3,466.2		
총차입금		5,280.2		
현금성자산		1,814.0		
<b>적정가치</b>		5,765.0		
주식수(천주)		28,122		
<b>목표주가(원)</b>		205,000		
현재주가		193,000		
상승여력		6.2%		
Implied P/E		30.5		
Implied P/B		0.5		

주: 기타 관계사 장부가: 순차입금 3Q18 말 기준

## 롯데쇼핑 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
<b>총매출액</b>	<b>5,902</b>	<b>5,926</b>	<b>6,121</b>	<b>6,132</b>	<b>5,988</b>	<b>5,955</b>	<b>6,084</b>	<b>6,185</b>	<b>24,357</b>	<b>24,081</b>	<b>24,212</b>	<b>24,380</b>
백화점	2,108	2,005	1,974	2,388	2,125	2,031	2,000	2,426	8,408	8,475	8,582	8,717
할인점	1,781	1,803	1,882	1,703	1,831	1,810	1,867	1,734	7,380	7,169	7,242	7,330
전자제품전문점	953	1,087	1,113	960	980	1,102	1,139	971	4,100	4,113	4,191	4,263
슈퍼	520	534	554	491	516	529	547	493	2,200	2,099	2,085	2,069
홈쇼핑/컬처웍스/기타	540	497	598	590	537	483	532	561	2,269	2,225	2,113	2,001
<b>Portion</b>												
백화점	35.7%	33.8%	32.2%	38.9%	35.5%	34.1%	32.9%	39.2%	34.5%	35.2%	35.4%	35.8%
할인점	30.2%	30.4%	30.7%	27.8%	30.6%	30.4%	30.7%	28.0%	30.3%	29.8%	29.9%	30.1%
전자제품전문점	16.1%	18.3%	18.2%	15.7%	16.4%	18.5%	18.7%	15.7%	16.8%	17.1%	17.3%	17.5%
슈퍼	8.8%	9.0%	9.1%	8.0%	8.6%	8.9%	9.0%	8.0%	9.0%	8.7%	8.6%	8.5%
홈쇼핑/컬처웍스/기타	9.1%	8.4%	9.8%	9.6%	9.0%	8.1%	8.7%	9.1%	9.3%	9.2%	8.7%	8.2%
<b>매출액</b>	<b>4,347</b>	<b>4,423</b>	<b>4,653</b>	<b>4,398</b>	<b>4,417</b>	<b>4,436</b>	<b>4,604</b>	<b>4,423</b>	<b>17,925</b>	<b>17,821</b>	<b>17,879</b>	<b>17,956</b>
백화점	822	770	746	894	829	780	756	908	3,204	3,232	3,273	3,324
할인점	1,552	1,581	1,686	1,498	1,595	1,587	1,673	1,525	6,322	6,317	6,380	6,458
전자제품전문점	896	1,061	1,180	963	953	1,087	1,113	960	4,100	4,113	4,191	4,263
슈퍼	490	503	521	461	486	498	515	463	2,071	1,975	1,962	1,947
홈쇼핑/컬처웍스/기타	530	482	587	585	527	468	522	557	2,228	2,184	2,074	1,964
<b>순매출/총매출액</b>	<b>73.7%</b>	<b>74.6%</b>	<b>76.0%</b>	<b>71.7%</b>	<b>73.8%</b>	<b>74.5%</b>	<b>75.7%</b>	<b>71.5%</b>	<b>73.6%</b>	<b>74.0%</b>	<b>73.8%</b>	<b>73.7%</b>
<b>YoY</b>												
총매출액	-1.9%	-0.6%	5.6%	-6.9%	1.5%	0.5%	-0.6%	0.9%		-1.1%	0.5%	0.7%
순매출액	-2.2%	0.5%	7.7%	-7.6%	1.6%	0.3%	-1.1%	0.6%		-0.6%	0.3%	0.4%
백화점	3.1%	1.0%	3.9%	-3.6%	0.8%	1.3%	1.3%	1.6%		-2.9%	1.0%	1.2%
할인점	-12.6%	-1.2%	20.2%	-3.0%	2.8%	0.4%	-0.8%	1.8%		-0.1%	1.0%	1.2%
전자제품전문점	6.4%	2.4%	-5.7%	-0.3%	2.8%	1.4%	2.3%	1.1%		-4.6%	-0.7%	-0.7%
슈퍼	-4.5%	-4.9%	-3.0%	-6.3%	-0.8%	-1.0%	-1.2%	0.4%		-4.6%	-0.7%	-0.7%
홈쇼핑/컬처웍스/기타	14.0%	7.6%	22.0%	-29.9%	-0.6%	-2.9%	-11.1%	-4.8%		-2.0%	-5.0%	-5.3%
<b>매출총이익</b>	<b>1,856</b>	<b>1,834</b>	<b>1,917</b>	<b>1,903</b>	<b>1,873</b>	<b>1,859</b>	<b>1,914</b>	<b>1,923</b>	<b>7,627</b>	<b>7,510</b>	<b>7,569</b>	<b>7,603</b>
매출총이익률	31.4%	30.9%	31.3%	31.0%	31.3%	31.2%	31.5%	31.1%	31.3%	31.2%	31.3%	31.2%
<b>영업이익</b>	<b>165</b>	<b>35</b>	<b>306</b>	<b>90</b>	<b>168</b>	<b>65</b>	<b>293</b>	<b>202</b>	<b>801</b>	<b>596</b>	<b>728</b>	<b>728</b>
백화점	143	57	89	136	143	58	86	171	396	425	457	449
할인점	-44	-78	139	-8	-34	-59	135	8	40	9	51	51
전자제품전문점	41	67	65	13	39	67	66	17	207	186	190	200
슈퍼	-10	-14	-16	-23	-11	-12	-15	-18	-5	-63	-56	-59
홈쇼핑/컬처웍스/기타	35	3	29	-28	30	12	20	23	163	39	86	87
<b>영업이익률</b>	<b>2.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>5.0%</b>	<b>1.5%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.1%</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>
백화점	6.8%	2.8%	4.5%	5.7%	6.7%	2.8%	4.3%	7.0%	4.7%	5.0%	5.3%	5.1%
할인점	-2.5%	-4.3%	7.4%	-0.5%	-1.8%	-3.2%	7.3%	0.4%	0.5%	0.1%	0.7%	0.7%
전자제품전문점	4.3%	6.2%	5.8%	1.4%	4.0%	6.1%	5.8%	1.8%	5.0%	4.5%	4.5%	4.7%
슈퍼	-1.9%	-2.6%	-2.9%	-4.7%	-2.1%	-2.4%	-2.8%	-3.6%	-0.2%	-3.0%	-2.7%	-2.8%
홈쇼핑/컬처웍스/기타	6.5%	0.6%	4.8%	-4.7%	5.7%	2.4%	3.9%	4.2%	7.2%	1.8%	4.1%	4.3%
<b>세전이익</b>	<b>59</b>	<b>-192</b>	<b>491</b>	<b>-449</b>	<b>89</b>	<b>44</b>	<b>233</b>	<b>129</b>	<b>255</b>	<b>-91</b>	<b>496</b>	<b>550</b>
<b>지배주주순이익</b>	<b>-36</b>	<b>-242</b>	<b>182</b>	<b>-447</b>	<b>-8</b>	<b>-43</b>	<b>202</b>	<b>38</b>	<b>-137</b>	<b>-543</b>	<b>189</b>	<b>259</b>
<b>순이익률</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-4.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>3.3%</b>	<b>0.6%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>-2.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.1%</b>

주: 이익률은 총매출액 대비

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 리서치센터



롯데쇼핑 Valuation Trend

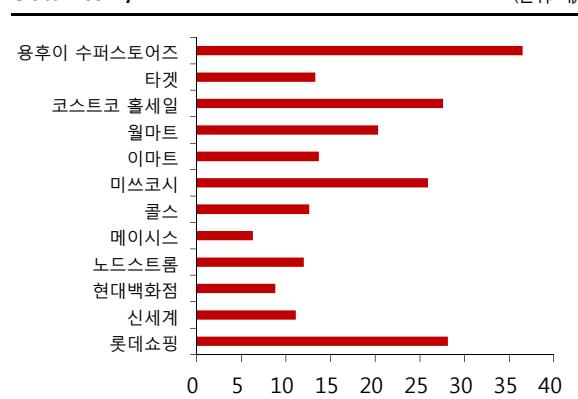
(단위: 배)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
P/E(End)	10.0	9.6	15.2	15.4	-	39.2	-	-
P/E(High)	15.9	9.9	15.8	23.6	-	49.9	-	-
P/E(Low)	9.0	7.0	12.6	15.2	-	33.8	-	-
P/E(Avg.)	12.7	8.6	14.3	18.0	-	40.1	-	-
P/B(End)	0.7	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
P/B(High)	1.1	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5	0.7	0.6
P/B(Low)	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
P/B(Avg.)	0.9	0.6	0.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5

자료: SK 증권 리서치센터

Global Peer P/E

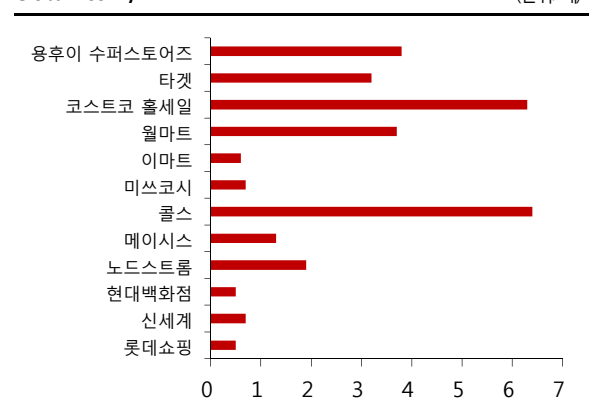
(단위: 배)



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

Global Peer P/B

(단위: 배)



자료: Bloomberg, SK 증권 리서치센터

국내 백화점/할인점 점포수 추이 및 현황

(단위: 점)

		2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
백화점	Full-line store	30	30	31	31	31	31	31
	Franchise store	3	3	2	2	2	2	2
	Young plaza	2	2	2	2	2	2	2
	Outlet mall	20	21	21	22	22	22	22
	합계	55	56	56	57	57	57	57
할인점		120	123	124	123	123	124	124

주: 1Q18 잠실점/월드타워점 통합운영 위탁점 중 롯데백화점마산 흡수합병

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 리서치센터

## 해외 백화점/할인점 점포수 추이 및 현황

(단위: 점)

		2016	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
백화점	Russia	1	1	1	1	1	1	1
	China	5	5	5	5	5	4	4
	Vietnam	2	2	2	2	2	2	2
	Indonesia	1	1	1	1	1	1	1
할인점	China	115	112	108	100	0	0	0
	Vietnam	13	13	13	13	13	13	13
	Indonesia	46	46	46	46	46	47	47

자료: 롯데쇼핑, SK 증권 리서치센터

## 백화점 사업부 주요 전략

[전략] 오프라인 점포 수익구조 개선: 기존 오프라인 점포 효율화, 점포 유형별 Re-positioning		
1	혁신점포	적자 및 적자 예상점포 중 이익개선 가능 점포 판관비 효율화, 저비용 구조 전환 (저효율 업무 통합, 디지털 마케팅) 인건비 -20%, 광고판촉비 -30% '18년 6점 테스트 중
2	업태전환	상권 내 경쟁심화로 실적 감소 점포 수익성 개선 위한 사업모델 전환 (임대, 오피스텔 등)
3	매각	적자 지속점포 중 실적 회복이 어려운 점포, 임차권 또는 자산 매각
[전략] 자주MD 인력,조직,컨텐츠 확대 ▶ '20년 자주 컨텐츠 매출 구성비 5% 타겟		
[전략] 신 컨텐츠 개발 및 대형 이슈 테넌트 유치 강화		
[전략] 옴니채널 매장 구축(리빙/뷰티/패션), AI 및 통합 App 활용한 고객 개인화 마케팅		

자료: 롯데쇼핑, SK 증권 리서치센터

## 국내 할인점 전략 1. 비즈니스 구조 혁신

## [전략] 비즈니스 구조 혁신

## 1. 점 내 MD 구조조정을 통한 수익 개선 전략

- 1) 카테고리별 비효율매장 압축
  - 핵심 카테고리(신선, 밀슬루션, 가공, 홈퍼니싱, 퍼스널케어) 중심 운영
  - 비효율 카테고리 압축 ▷ 외부 우수MD 및 테넌트 매장 입점
- 2) 직영 면적 축소 및 SKU 압축을 통한 인력 및 운영 경비 절감
  - 점 내 직영 면적 축소 (평균 2,500평 ▷ 1,700평)
  - 저수익성 상품군 위주 SKU 압축 (약 6만개 ▷ 3만개)
- 3) 테넌트 매장 확대를 통한 고객 트래픽 확보 및 임대 수익 증가
  - 테넌트 매장 확대 운영 (평균 500평 ▷ 1,235평)

## 2. 비효율 점포 추가 폐점 적극 검토('18년 6월 동대전점 1개점 폐점)

자료: 롯데쇼핑, SK 증권 리서치센터

## 국내 할인점 전략2. 상품 경쟁력 개선

### [전략] 상품 경쟁력 개선

#### 1. 신선품질혁신센터 활용도 제고

- 1) 신선식품 생산 단계 관여도 제고
  - 소싱 다각화(산지 직구매 확대, 포전거래, 원물구매, 경매 등)
- 2) 가격경쟁력 제고
  - 저가 매입 후 CA(Controlled Atmosphere)저장고 활용, 품질관리 및 원가절감
- 3) 판매채널 확대
  - 할인점 사업부 외 공급처 확대 (슈퍼, 호텔, 세븐일레븐 등)

#### 2. PB상품 및 해외소싱 경쟁력 강화

- 1) 해외 Factory 기반 PB 개발 강화
  - 해외 우수 제조자 직소싱 개발 지속  
eg. 스윗허그 착즙 주스(스페인), 맛밤/고구마(중국), 후르츠 그레놀라(독일)
- 2) 독점, 차별화 상품 집중 소싱

자료 롯데쇼핑, SK 증권 리서치센터

## 국내 할인점 신선품질혁신센터

### 1. 개요

- 위치: 충북 증평군 도안면 노암리 826-7 (제2일반 산업단지 內)
- 오픈: '18. 1. 1부터 단계별로 오픈하여 '18. 4월 본격 가동
- 면적 및 구성: 연면적 16,948평 / 농산물산지유통센터 (APC센터) 및 Meat센터
- 투자비: 1,330억원

### 2. 운영 현황 및 목표

- 총 5개층 (B1F~4F)으로 APC센터 (1F~4F) / Meat센터 (1F~2F) 운영 中
- 가동률: APC센터 38.4%( '18. 6월 기준) → 63.5%( '18. 9월 기준),  
Meat센터 35.2%( '18. 6월 기준) → 80.0%( '18年末)
- 취급규모: 할인점 (소매장 축산물 90%, 농산물 20%) / 슈퍼 (축산물 37%, 농산물 23%)

### 3. 효과

- 품질 개선: 입출고 Process 관리 / 최고수준 콜드체인 / 식품인증 취득 (HACCP 등)
- 가격 경쟁력 제고: 생산자 직거래, 가공 규격화 등 방식 다양화를 통한 원가 절감

주: APC(Agricultural Products processing Center, 농산물산지유통센터)

자료 롯데쇼핑, SK증권 리서치센터

자료 롯데쇼핑, SK 증권 리서치센터

주: APC(Agricultural Products processing Center, 농산물산지유통센터)

**해외 할인점 전략****인도네시아 할인점 전략**

- 도매 공격적 출점 → 전국 Network 구축
- 소매 소형포맷 개발 (1,200m<sup>2</sup>) ※ 2Type : Superant (Super+Restaurant)/Grocery Specific
- PB 매출 및 신선식품 직소싱 확대, 온라인플랫폼 제휴 확대

	2018	2019	2020
출점 계획	2	18	16
총 점포수	48	66	82

**베트남 할인점 전략**

- 신컨셉 소형매장 대도시 중심 출점(호치민 먼빈 테스트점 4/5 오픈)
- 상품력 강화 및 PB매출 확대
- O2O 활성화 : 배달 App 'Speed L' 그랜드오픈 (18. 6월), 한국직배송 서비스 TEST

	2018	2019	2020
출점 계획	12	29	32
총 점포수	25	54	86

자료: 롯데쇼핑, SK 증권 리서치센터

## 중국 할인점 점포정리 추이 및 현황

- ▶ '17. 4Q 기준 중국 롯데 할인점 총 6개 지역 (화북, 화동, 심양, 중경, 길림, 성도), 총 112점 (할인점 99점, 슈퍼 13점) 운영
- ▶ '18. 2Q 기준 잔여 점포 수 총 100점 (할인점 89점, 슈퍼 11점) [매각 계약 체결 74점, 폐점 결정 15점, 협상 중 11점]
- ▶ '18. 4Q 기준 추정 점포 수 총 0점 [매각 77점, 폐점 15점, 정리절차 8점]

(단위: 점)

구 분		'17年末	'18년 상반기					'18년 하반기		
		점포수	폐점 완료	잔여 점포수	매각 결정	폐점 결정	협상 중	매각 완료	폐점 완료	정리절차 완료
계약체결 완료	화북	24	3	21	21			21		
	화동	74	7	67	53	14		53	14	
	중경	4		4		1	3	3	1	
미 정	성도	2		2			2			2
	심양	5	2	3			3			3
	길림	3		3			3			3
계		112	12	100	74	15	11	77	15	8

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 리서치센터

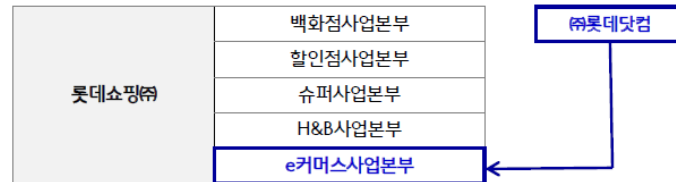
## 중국 할인점 법인별 매각 개요

구 분	매각 대상	매각 대상	폐점 대상	매수 업체	매각 대금	계약 체결일	매각완료시점
화북법인	LOTTEMART CO.,LTD. (낙천초시유한공사)	할인점 10점 슈퍼 11점	할인점 1점 (폐점 완료)	Wumei Holdings (우메이홀딩스)	RMB 14.2억 (약 2,485억원)	'18. 5. 2	'18. 8월 內 완료 (양사 합의)
화동법인	Swift Harvest Ltd. 외 11개사	53점	21점 (폐점 7점 완료)	Liqun Group (리훤그룹)	RMB 16.65억 (약 2,914억원)	'18. 5. 11 ※ 계약 효력 발생 위해 리훤그룹 주주총회 진행 ('18. 5. 28)	'18. 8월 內 완료 (양사 합의)
화중법인 (중경)	Lotte Mart (Chongqing) Commercial Co., Ltd.	3점	1점	우메이그룹 자회사 B&T	0원	'18. 7. 18	'18년 하반기

- ▶ 기타 법인 [성도 2점, 심양 3점, 길림 3점]의 경우, '18년 內 정리절차 진행 예정
- ▶ 매각 및 청산과 관련한 매각/청산 관련 손익은 '18년 하반기에 발생할 것으로 예상 (매각완료시점에 회계상 반영)

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 리서치센터

## 롯데쇼핑 e커머스 사업본부 신설 내용



## 롯데쇼핑 법인 내 롯데닷컴 흡수합병 및 e커머스 사업본부 신설

- 신주발행: 166,708 주 / 신주발행일: '18년 8월 14일
- 신주상장일: '18년 8월 16일
- 롯데쇼핑 발행주식수: 28,122,047 주 ▷ 28,288,755 주

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 리서치센터

## e커머스 사업본부 '통합 APP' 개발 로드맵

- 현재 롯데그룹 유통계열사는 각 사별로 총 7개의 온라인 채널을 개별 운영 중(닷컴, 아이몰, 엘롯데 등)
- '19년 3월 롯데쇼핑 7개 채널을 연결하는 Together App 오픈, '20년 3월 7개 채널을 통합한 One App 오픈 예정

구 분	e커머스사업본부 운영 통합 ('18. 8월)	Together App 오픈 ('19. 3월)	통합 App 오픈 ('20. 3월)
서비스 구조	“롯데쇼핑 7개 App 개별 이용” 	“롯데쇼핑 7개 App 유기적 연결로 타 채널 자유롭게 이동 가능” 	“닷컴을 전신으로 하는 롯데쇼핑 통합 App 모든 쇼핑 및 CS 해결 가능” 
고객 가치	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 사별 기존 컨셉/서비스 유지</li> <li>• 통합 운영으로 서비스 상향 (검색 품질, 안정성 등)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 7개 App 중 하나의 App 로그인시, 추가 로그인 없이 다른 App으로 자유로운 이동 가능</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 통합 App 오픈, 통합 백오피스 운영</li> <li>• 모든 롯데 상품을 하나의 App에서 구매 /CS 총괄</li> </ul>

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 리서치센터

## 슈퍼사업부 프리미엄 및 상권맞춤형 점포 증가 추이

점포수	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년말
프리미엄	+1	+1	+2	+3	7
상권 맞춤형	+6	+15	+3	+6	30
합계	+7	+16	+5	+9	37

자료: 롯데쇼핑 SK 증권 리서치센터

## 전국 백화점 점포별 매출 현황

각 백화점 점포명	전년 매출액
1. 신세계 강남	1.8 조원
2. 롯데 명동	1.75 조원
3. 롯데 잠실	1.13 조원
4. 신세계 센텀시티	1.1 조원
5. 롯데 부산	0.96 조원
6. 현대 판교	0.88 조원
7. 현대 무역센터	0.87 조원
8. 현대 압구정	0.82 조원
9. 신세계 대구	0.73 조원
10. 신세계 회현	0.72 조원
11. 갤러리아 명품관	0.69 조원
12. 현대 목동	0.69 조원
13. 신세계 광주	0.64 조원
14. 현대 대구	0.62 조원
15. 갤러리아 타임월드	0.62 조원
16. 신세계 인천	0.6 조원

자료: 롯데쇼핑, 신세계, SK 증권 리서치센터

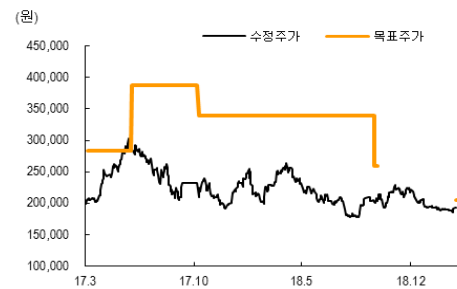
주1: 각 점포 2018 년 기준

주2: 신세계 인천점은 전년 1/4 롯데 인천터미널점으로 전환

주3: 새 개장은 인천터미널점 예상 매출액 8 천억원 이상(롯데 4 위, 국내 10 위권내 진입)



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.03.21	중립	205,000원	6개월		
2019.03.21	담당자 변경				
2018.10.11	매수	260,000원	6개월	-21.35%	-11.92%
2018.05.29	매수	340,000원	6개월	-36.12%	-22.35%
2018.04.26	매수	340,000원	6개월	-33.25%	-22.35%
2018.04.02	매수	340,000원	6개월	-33.72%	-22.35%
2017.11.28	매수	340,000원	6개월	-35.14%	-24.85%
2017.10.30	매수	340,000원	6개월	-33.81%	-29.26%
2017.09.15	매수	387,546원	6개월	-35.70%	-24.51%
2017.08.02	매수	387,546원	6개월	-33.43%	-24.51%
2017.06.28	매수	387,546원	6개월	-28.75%	-24.51%
2017.06.20	매수	387,546원	6개월	-26.52%	-24.51%
2017.03.27	매수	283,570원	6개월	-13.71%	7.00%



### Compliance Notice

- 작성자(조용선)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 기관투자가 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 (2019년 3월 21일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	16,932	6,295	6,735	8,064	9,497
현금및현금성자산	2,269	2,626	3,412	4,727	6,150
매출채권및기타채권	1,031	870	802	807	811
재고자산	3,324	1,354	1,248	1,255	1,261
<b>비유동자산</b>	24,984	21,653	21,095	20,303	19,320
장기금융자산	856	566	522	522	522
유형자산	15,932	14,918	14,188	13,181	12,244
무형자산	3,357	2,426	2,439	2,391	2,357
<b>자산총계</b>	41,916	27,948	27,831	28,366	28,817
<b>유동부채</b>	13,386	8,545	7,039	7,067	7,089
단기금융부채	5,110	3,131	2,048	2,048	2,048
매입채무 및 기타채무	5,785	3,494	3,222	3,240	3,254
단기충당부채	69	55	51	51	51
<b>비유동부채</b>	11,266	6,053	8,143	8,474	8,667
장기금융부채	9,478	4,691	6,135	6,135	6,135
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	96	57	52	52	52
<b>부채총계</b>	24,652	14,597	15,182	15,541	15,756
<b>지배주주지분</b>	16,305	12,659	11,940	12,044	12,217
자본금	157	141	141	141	141
자본잉여금	3,911	3,506	3,574	3,574	3,574
기타자본구성요소	-116	-2,904	-2,909	-2,909	-2,909
자기주식	-2	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	11,996	11,730	11,033	11,222	11,481
비지배주주지분	960	693	709	782	844
<b>자본총계</b>	17,264	13,351	12,649	12,825	13,061
<b>부채외자본총계</b>	41,916	27,948	27,831	28,366	28,817

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,685	1,790	1,338	1,760	1,575
당기순이익(손실)	247	-21	-465	284	344
비현금성항목등	1,588	1,529	1,851	1,560	1,415
유형자산감가상각비	836	779	856	1,008	936
무형자산감각비	137	126	115	108	95
기타	151	333	732	126	113
운전자본감소(증가)	101	533	-21	-10	22
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-117	-131	358	-5	-3
재고자산감소(증가)	-47	295	103	-7	-5
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	39	358	-136	19	14
기타	226	11	-346	-17	17
법인세납부	-252	-251	-27	-74	-206
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,033	-1,359	-605	-183	111
금융자산감소(증가)	-483	-1,024	62	0	0
유형자산감소(증가)	-1,150	-848	-416	0	0
무형자산감소(증가)	-102	-69	-60	-60	-60
기타	702	583	-190	-122	171
<b>재무활동현금흐름</b>	-135	-33	49	-263	-263
단기금융부채증가(감소)	-210	234	-841	0	0
장기금융부채증가(감소)	525	1,492	1,345	0	0
자본의증가(감소)	0	-4	0	0	0
배당금의 지급	-78	-81	-146	0	0
기타	-372	-1,674	-270	-263	-263
<b>현금의 증가(감소)</b>	518	357	786	1,315	1,423
기초현금	1,751	2,269	2,626	3,412	4,727
기말현금	2,269	2,626	3,412	4,727	6,150
FCF	646	1,177	647	1,478	1,448

자료 : 롯데쇼핑 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	24,114	18,180	17,842	17,879	17,956
<b>매출원가</b>	16,243	10,544	10,332	10,310	10,353
<b>매출총이익</b>	7,872	7,636	7,510	7,569	7,603
매출총이익률 (%)	32.6	42.0	42.1	42.3	42.3
<b>판매비와관리비</b>	7,108	7,106	7,021	6,841	6,874
영업이익	763	530	489	728	728
영업이익률 (%)	3.2	2.9	2.7	4.1	4.1
비영업손익	-444	-700	-911	-232	-178
<b>순금융비용</b>	152	158	163	132	92
외환관련손익	-50	165	26	26	26
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	66	67	37	0	0
세전계속사업이익	320	-170	-422	496	550
세전계속사업이익률 (%)	1.3	-0.9	-2.4	2.8	3.1
계속사업법인세	195	273	149	212	206
<b>계속사업이익</b>	125	-444	-571	284	344
중단사업이익	122	423	106	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	247	-21	-465	284	344
<b>순이익률 (%)</b>	1.0	-0.1	-2.6	1.6	1.9
지배주주	168	-136	-543	189	259
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.7	-0.75	-3.04	1.06	1.44
<b>비지배주주</b>	79	116	78	95	85
<b>총포괄이익</b>	242	-84	-573	176	236
<b>지배주주</b>	166	-183	-628	104	174
<b>비지배주주</b>	75	99	56	72	62
EBITDA	1,736	1,435	1,460	1,844	1,759

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-17.2	-24.6	-1.9	0.2	0.4
영업이익	-10.6	-30.6	-7.7	48.9	0.1
세전계속사업이익	흑전	적전	적지	흑전	11.0
EBITDA	-5.6	-17.4	1.8	26.3	-4.6
EPS(계속사업)	흑전	적전	적지	흑전	37.0
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.0	-0.9	-4.4	1.6	2.1
ROA	0.6	-0.1	-1.7	1.0	1.2
EBITDA마진	7.2	7.9	8.2	10.3	9.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	126.5	73.7	95.7	114.1	134.0
부채비율	142.8	109.3	120.0	121.2	120.6
순차입금/자기자본	14.3	30.6	31.0	20.3	9.0
EBITDA/이자비용(배)	7.8	5.9	5.6	7.0	6.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,457	-18,193	-23,030	6,682	9,154
BPS	517,754	450,130	422,068	425,736	431,876
CFPS	36,244	24,993	15,189	46,132	45,596
주당 현금배당금	2,000	5,200	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	180.0	N/A	N/A	30.9	22.6
PER(최저)	125.2	N/A	N/A	27.9	20.4
PBR(최고)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
PBR(최저)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	5.8	8.0	13.9	4.2	4.2
EV/EBITDA(최고)	7.0	10.4	8.2	5.0	4.4
EV/EBITDA(최저)	5.5	7.1	6.6	4.7	4.1

# SK COMPANY Analysis



Analyst

조용선

yongsun.cho@sk.com  
02-3773-8826

## Company Data

자본금	649 십억원
발행주식수	24,819 만주
자사주	762 만주
액면가	2,500 원
시가총액	1,579 십억원
주요주주	
SK(주)(외6)	40.34%
국민연금공단	7.21%
외국인지분률	14.30%
배당수익률	1.90%

## Stock Data

주가(19/03/20)	6,360 원
KOSPI	2177.1 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	6,360 원
52주 최저가	4,255 원
60일 평균 거래대금	7 십억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.8%	7.3%
6개월	28.5%	37.1%
12개월	8.9%	24.3%

SK 네트워크스 (001740/KS | 매수(신규편입) | T.P 8,200 원(신규편입))

## 모빌리티와 구독경제, 시대적 요구에 부응

동사가 지향해온 사업구조 재편이 모빌리티(Car-Life)와 구독경제(SK 매직)를 중심으로 하여 실적증가의 핵심요인으로 부각. '17 년 영업이익 중 Car-Life 부문은 16%였으나 '19 년 예상 27%까지 상향, SK 매직은 13%에서 21%로 상향될 것. 동일 기간 Energy Retail와 상사부문은 각 -8%p 축소되어 각 7%, 14%의 비중 예상, 고수익 소비재 세그먼트 위주의 체질 개선에 안착할 것. 지난 4분기 기점 이익개선세를 증명하였 으며 '19 년 본격적인 이익화수기를 맞아 낮은 베이스를 기반으로 한 주가 재평가 및 밸류에이션 하방 지지 전망.

## AJ 렌터카 인수로 경쟁구도 재편 성공

Car-Life 부문은 AJ 렌터카 인수를 연초 마무리하면서 본격적인 양강구도(롯데 vs.SK) 수혜 가능할 것. 전년 기준 SK 렌터카 운영대수 10 만 8 천여대에서 올해 12 만 2 천여대 로 증가, AJ 렌터카 7 만 8 여대 합산 총 20 만여대 운영. 외형확대는 물론 경쟁완화에 따른 수익성 개선 예상하며 중고차 매각대수 증가(2 만여대, 전기 대비 +0.3 만대), 정비사업 확대 등 부수적 효과 상존 기대. AJ 렌터카 중 카셰어링 가능한 단기 렌터차량은 1 만 8 천여대로 쏘카를 웃도는 수준. 현재 SK(주가 쏘카 지분 26% 보유 중이며, 그룹사 중 모빌리티 지분 뛰어난 SK 네트워크스와 협업 통해 모빌리티 사업 다변화 기대감 배가.

## SK 매직의 호조가 주가 재평가의 key

SK 매직, 계정수 수준에 따른 ARPU 지속 증가. '16 년 97 만, '17 년 126 만 계정에 이어 전년 154 만 계정 기록, 올해 180 만 계정 타겟(+18% YoY), 광고비 집행 효율화(전년 550 억원에서 50% 이상 축소할 것)로 이익기여도 제고할 것. 가전 점유율은 고른 분포로 1 위 사업자 지위 유지 중(가스레인지 40%, 전자레인지 34%, 전기오븐 37%, 식기세척기 68% 등). 내년으로 전망되는 IPO 를 통해 자회사 기업가치 재평가 기대감 상존.

## 신성장 사업 비중확대로 밸류에이션 프리미엄 부여

Energy Retail 은 SK 에너지와 협상에 따른 이익 회복이 가능하나, 상사 부문은 중동지역 철강 매출 감소에 따른 외형 및 수익성 악화 지속 즉, 동사의 전향적인 사업구조 재편 전략이 부재했다면 전사 실적은 장기간 훼손되었을 것. 상향된 소비재 비중 감안하여 영업가치 3.8 조원 산정, 순차입금을 제하여 산출한 적정가치 약 2 조원 추산. Implied P/E 26x 수준으로 과거 코웨이가 외형성장을 이루었던 당시 P/E(24x)와 비교하여, 동사 모빌리티 부문 기여까지 감안한 프리미엄 부여 유효. 안정적 분기 실적 실현 기대하며, 이는 불안한 업종 변수 내 방어적 선택지로 돋보일 것.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	십억원	12,905	15,202	13,986	14,554	15,186	16,148
yoy	%	-33.9	17.8	-8.0	4.1	4.3	6.3
영업이익	십억원	155	143	138	196	226	266
yoy	%	-18.7	-8.1	-3.5	42.3	15.0	17.9
EBITDA	십억원	332	386	390	426	422	435
세전이익	십억원	71	63	60	114	143	186
순이익(지배주주)	십억원	-82	33	7	76	82	97
영업이익률%	%	1.2	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
EBITDA%	%	2.6	2.5	2.8	2.9	2.8	2.7
순이익률	%	-0.6	0.2	0.1	0.6	0.6	0.7
EPS	원	178	182	100	307	332	392
PER	배	38.9	36.5	52.0	20.7	19.2	16.2
PBR	배	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	배	11.3	9.2	8.8	8.1	7.5	6.6
ROE	%	-3.3	1.4	0.3	3.2	3.4	3.9
순차입금	십억원	2,003	1,857	2,128	1,821	1,521	1,226
부채비율	%	258.4	207.7	236.1	240.8	239.5	238.4

## SK 네트워크 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>3,477.3</b>	<b>3,432.4</b>	<b>3,529.9</b>	<b>3,552.9</b>	<b>3,614.3</b>	<b>3,501.9</b>	<b>3,644.5</b>	<b>3,793.6</b>	<b>13,992.5</b>	<b>14,554.3</b>	<b>15,186.3</b>
정보통신	1,265.9	1,151.6	1,261.6	1,505.1	1,377.3	1,189.6	1,324.7	1,595.4	5,184.2	5,487.0	5,653.7
Energy Retail	360.3	359.0	397.2	319.2	327.8	322.6	328.0	320.2	1,435.7	1,298.6	1,244.1
Car-Life	244.4	246.3	267.7	289.7	437.5	443.3	476.5	494.8	1,048.1	1,852.1	2,398.5
상사	1,404.6	1,451.5	1,369.6	1,190.8	1,241.7	1,293.3	1,249.1	1,099.1	5,416.5	4,883.1	4,678.0
워커힐	55.4	62.3	69.5	69.6	55.5	63.6	70.1	69.7	256.8	258.9	264.6
SK매직	148.2	161.6	166.5	179.6	176.1	189.4	198.5	215.5	655.9	779.4	952.5
기타	-1.5	0.1	-2.2	-1.1	-1.6	0.1	-2.3	-1.2	-4.7	-4.9	-5.1
<b>YoY</b>	<b>-5.8%</b>	<b>-7.3%</b>	<b>-6.6%</b>	<b>-11.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.2%</b>	<b>6.8%</b>	<b>-8.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.3%</b>
정보통신	16.4%	-3.3%	-2.2%	-6.1%	8.8%	3.3%	5.0%	6.0%	0.2%	5.8%	3.0%
Energy Retail	-24.8%	-25.1%	-12.5%	-25.8%	-9.0%	-10.1%	-17.4%	0.3%	-22.1%	-9.5%	-4.2%
Car-Life	20.9%	16.5%	18.3%	18.3%	79.0%	80.0%	78.0%	70.8%	18.4%	76.7%	29.5%
상사	-17.5%	-11.6%	-15.0%	-22.3%	-11.6%	-10.9%	-8.8%	-7.7%	-16.5%	-9.8%	-4.2%
워커힐	29.7%	16.2%	19.2%	12.6%	0.2%	2.1%	0.8%	0.2%	18.7%	0.8%	2.2%
SK매직	19.3%	25.6%	16.7%	18.1%	18.8%	17.2%	19.2%	20.0%	19.8%	18.8%	22.2%
<b>Portion</b>											
정보통신	36.4%	33.6%	35.7%	42.4%	38.1%	34.0%	36.3%	42.1%	37.0%	37.7%	37.2%
Energy Retail	10.4%	10.5%	11.3%	9.0%	9.1%	9.2%	9.0%	8.4%	10.3%	8.9%	8.2%
Car-Life	7.0%	7.2%	7.6%	8.2%	12.1%	12.7%	13.1%	13.0%	7.5%	12.7%	15.8%
상사	40.4%	42.3%	38.8%	33.5%	34.4%	36.9%	34.3%	29.0%	38.7%	33.6%	30.8%
워커힐	1.6%	1.8%	2.0%	2.0%	1.5%	1.8%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
SK매직	4.3%	4.7%	4.7%	5.1%	4.9%	5.4%	5.4%	5.7%	4.7%	5.4%	6.3%
기타	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>매출총이익</b>	<b>252.4</b>	<b>263.1</b>	<b>267.2</b>	<b>288.4</b>	<b>262.3</b>	<b>268.4</b>	<b>275.9</b>	<b>307.9</b>	<b>1,071.0</b>	<b>1,114.6</b>	<b>1,140.9</b>
<b>% of Sales</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.6%</b>	<b>8.1%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.7%</b>	<b>7.5%</b>
판매관리비	227.9	241.8	225.9	237.3	225.2	227.5	218.7	247.1	932.8	918.5	915.3
<b>% of Sales</b>	<b>6.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.5%</b>	<b>6.7%</b>	<b>6.3%</b>	<b>6.0%</b>
<b>영업이익</b>	<b>24.0</b>	<b>21.4</b>	<b>41.3</b>	<b>51.2</b>	<b>37.2</b>	<b>40.9</b>	<b>57.1</b>	<b>60.9</b>	<b>138.0</b>	<b>196.1</b>	<b>225.5</b>
<b>YoY</b>	<b>-30.0%</b>	<b>48.6%</b>	<b>-20.0%</b>	<b>21.0%</b>	<b>54.9%</b>	<b>91.3%</b>	<b>38.4%</b>	<b>18.9%</b>	<b>-3.3%</b>	<b>42.1%</b>	<b>15.0%</b>
정보통신	19.2	17.2	21.2	34.1	24.8	20.2	23.3	29.4	91.7	97.7	102.7
Energy Retail	4.1	3.1	2.0	11.6	6.6	4.8	3.9	8.8	20.8	23.9	23.4
Car-Life	7.2	8.9	11.7	14.4	14.9	22.2	22.9	27.1	42.2	87.0	118.3
상사	17.7	13.5	13.8	0.6	15.6	11.6	14.4	3.9	45.6	45.5	44.5
워커힐	-1.9	0.3	2.1	-0.5	-1.0	0.5	2.5	-0.3	0.0	1.8	2.8
SK매직	6.0	6.9	13.8	24.0	8.8	9.3	18.1	31.7	50.7	67.9	84.6
기타	-28.3	-28.5	-23.3	-33.0	-32.5	-27.6	-28.0	-39.6	-113.0	-127.8	-150.7
<b>OPM</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.5%</b>
정보통신	1.5%	1.5%	1.7%	2.3%	1.8%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Energy Retail	1.1%	0.9%	0.5%	3.6%	2.0%	1.5%	1.2%	2.7%	1.4%	1.8%	1.9%
Car-Life	2.9%	3.6%	4.4%	5.0%	3.4%	5.0%	4.8%	5.5%	4.0%	4.7%	4.9%
상사	1.3%	0.9%	1.0%	0.1%	1.3%	0.9%	1.1%	0.4%	0.8%	0.9%	1.0%
워커힐	-3.4%	0.5%	3.0%	-0.7%	-1.7%	0.8%	3.6%	-0.4%	0.0%	0.7%	1.1%
SK매직	4.0%	4.3%	8.3%	13.4%	5.0%	4.9%	9.1%	14.7%	7.7%	8.7%	8.9%
<b>세전이익</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>15.6</b>	<b>38.7</b>	<b>23.8</b>	<b>19.0</b>	<b>32.6</b>	<b>38.6</b>	<b>60.4</b>	<b>114.1</b>	<b>142.8</b>
당기순이익	0.2	0.6	-6.6	19.6	16.6	11.9	25.5	30.3	13.8	84.4	91.1
<b>지배순이익</b>	<b>0.8</b>	<b>0.2</b>	<b>-6.7</b>	<b>19.1</b>	<b>16.3</b>	<b>8.4</b>	<b>23.3</b>	<b>28.1</b>	<b>13.4</b>	<b>76.1</b>	<b>82.0</b>
<b>세전이익률</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>
당기순이익률	0.0%	0.0%	-0.2%	0.6%	0.5%	0.3%	0.7%	0.8%	0.1%	0.6%	0.6%
<b>지배순이익률</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>

자료: SK 네트워크, SK 증권 리서치센터

## SOTP Valuation

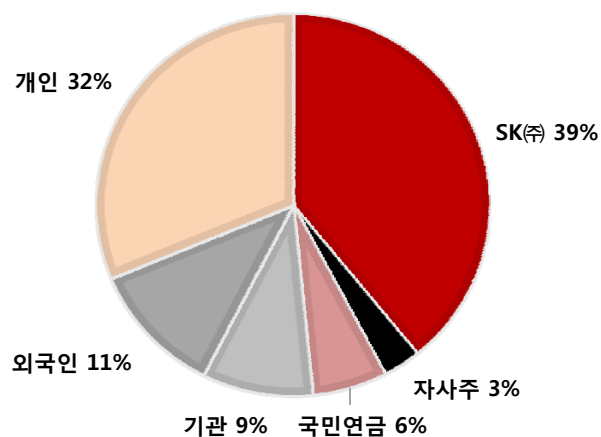
(단위: 십억원, 원, 백만주)

영업가치(십억원)	3,836.1	A	
Car-Life	981.8		- 글로벌 렌터카 업종 대비 20% 할인
SK매직	928.0		- 경쟁사 대비 10% 할인
정보통신	954.5		- 글로벌 Peer 대비 20% 할인
Energy Retail	278.7		- 글로벌 Peer 대비 20% 할인
상사	671.2		- 글로벌 Peer 대비 20% 할인
위커힐	22.0		- 국내 Peer 대비 50% 할인
투자자산가치(십억원)	149	B	
관계기업지분투자	15		- 지분율 5.88%, 20% 할인
장기매도가능금융자산	51		- 지분율 54.7%, 20% 할인
기타금융자산	83		- 장부가액
조정 순차입금(십억원)	1,950	C	
적정가치(십억원)	2,035	D=A+B-C	
유통주식수(백만주)	248.2	E	
목표주가(원)	8,200	F=D/E	
현재가(원)	6,360		
Upside	28.9%		

자료: DART, SK 증권 리서치센터

## SK 네트워크 주주구성

■ SK(주) ■ 자사주 ■ 국민연금 ■ 기관 ■ 외국인 ■ 개인



자료: DART, SK 증권 리서치센터

## SK 네트워크스 비즈니스 분류

유통	정보통신 부문	- ICT Device 유통
	에너지 부문	- 석유제품 유통
소비재	Car Life 부문	- SK렌터카: 차량 렌탈 서비스 (약 108,000대)
		- SpeedMate: 경정비, 타이어/부품 유통
	Home Appliance 부문	- SK매직: 환경가전 렌탈(약 154만 계정), 주방가전 - Hotel & Resort: 그랜드워커히, 비스타워커히, Paradise 임대
상사	Trading 부문	- 철강, 화학, 석탄

자료 SK 네트워크스, SK 증권 리서치센터

## SK 네트워크스 사업부문별 현황

모빌리티	EM Retail	- 1위 사업자, 석유제품 판매시장 19.3% M/S, 주유소 약 350개
	SK렌터카	- 2위 사업자, 운영대수 약 108,000대
	Speedmate	- 1위 사업자, 정비망 약 690개, 정비/타이어 유통/ERS사업 등 Car Aftermarket으로의 영역 확장
글로벌	상사	- 16개국 총 20개 글로벌 포스트 보유, 화학/철강/자동차(CKD/CBU)/석탄 글로벌 트레이딩
호텔&리조트	호텔	- 그랜드워커히, 비스타워커히(174~)
	정보통신	- 1위 사업자, 연 단말기 판매량 약 700만대, SK텔레콤 파트너십으로 1,150여개 전속 대리점에 디바이스 공급
	SK매직	- 2위 사업자, 렌탈계정 약 154만개(정수기, 청정기, 비데), 가전(식기세척기, 오븐, 레인지 1위)

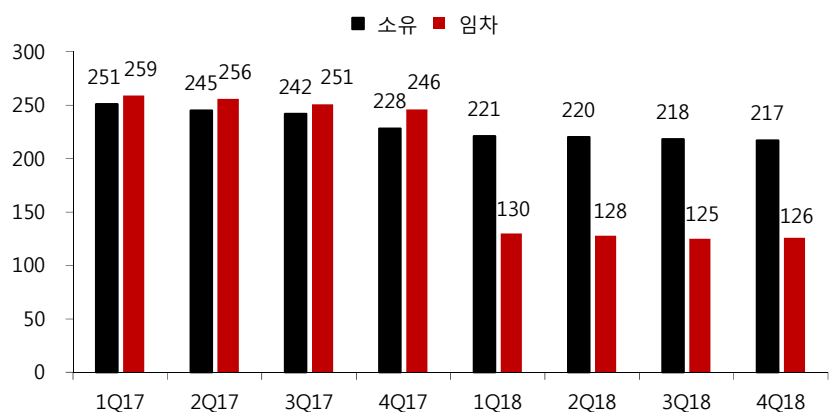
자료 SK 네트워크스, SK 증권

주 1: CKD(Complete Knock Down, 조립방식수출), CBU(Complete Built-Up, 완전조립품수출)

주 2: SK 렌터카, Speedmate, SK 매직이 소비재 Biz

## Energy Retail 주유소 수 추이

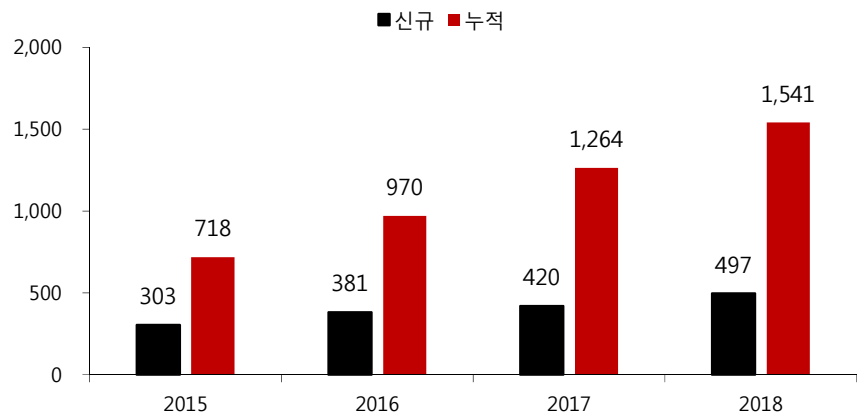
(단위: 점)



자료 SK 네트워크스, SK 증권

## SK 매직 렌탈 계정 추이

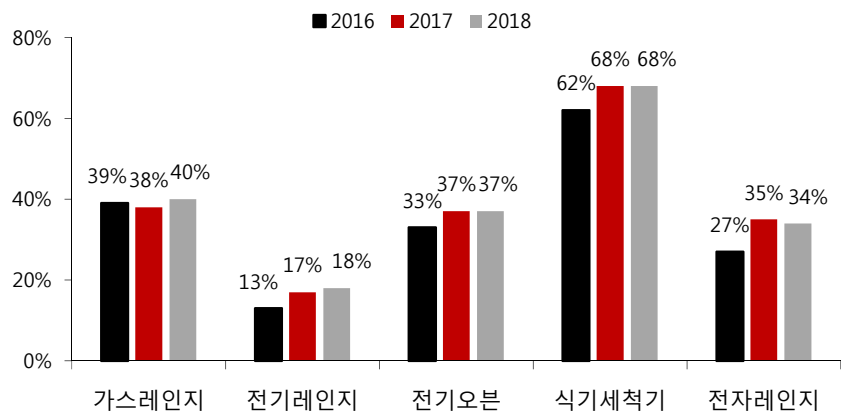
(단위: 천 계정)



자료: SK 네트워크스, SK 증권

주: '18년 기준 신규 계정 점유율은 13.6% (경쟁사 41.2%)

## SK 매직 가전 점유율



자료: SK 네트워크스, SK 증권

## SK 렌터카 운영대수 및 구성비

(단위: % 대)

	2015	2016	2017	2018
장기	61%	63%	64%	62%
대형법인	27%	25%	24%	26%
단기	12%	12%	12%	12%
전체 운영대수	50,412	72,123	87,480	108,426

자료: SK 네트워크스, SK 증권



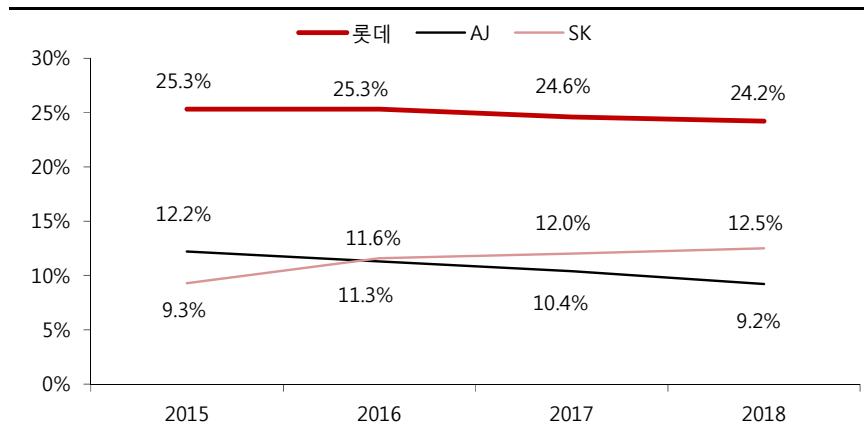
## AJ 렌터카 인수 개요

인수대상 :	AJ렌터카 42.24%	시너지 :	1) 업계 양강구도 확립 및 경쟁구도 완화
인수금액 :	2,958억원		2) 규모의 경제, 중고차 매각 효율성 증대
매각종료 :	2019년 01월 02일	점유율 :	SK 12.2%, AJ 9.5%, 롯데 24%

자료 SK 네트워크스 SK 증권

주: 인수 결정은 작년 9월

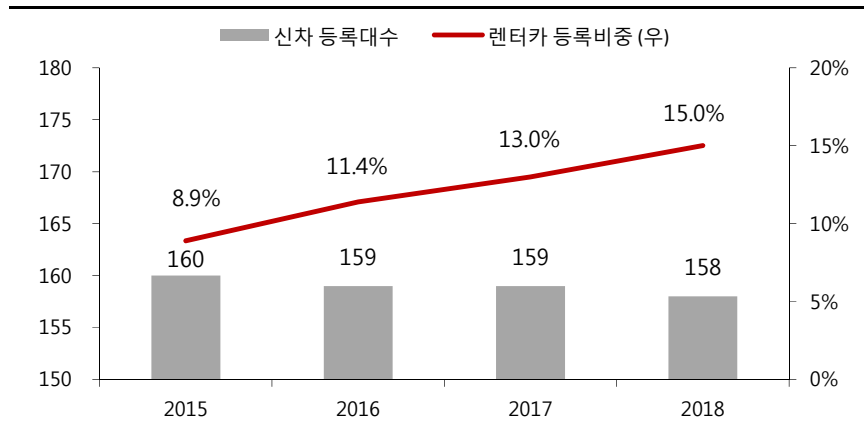
## 렌터카 운영대수 기준 시장 M/S



자료 SK 네트워크스 SK 증권

## 자동차 신차 등록대수 대비 렌터카 비중

(단위: 만 대, %)



자료: 한국렌터카사업조합연합회, SK 네트워크스, SK 증권

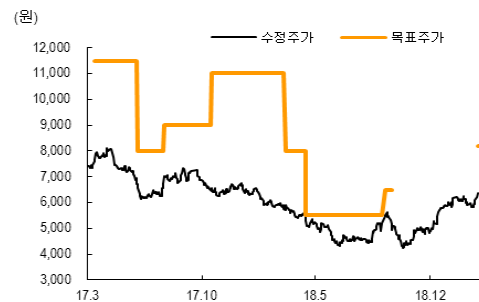
## (SK + AJ) vs. 롯데 양강체제

(단위: 대, %)

	2017	2018	YoY
롯데	179,739	206,095	14.7%
SK	87,480	108,426	23.9%
AJ	75,843	77,016	1.5%

자료: 한국렌터카사업조합연합회, SK 네트워크스, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.03.21	매수	8,200원	6개월		
2019.03.21	담당자 변경				
2018.09.27	매수	6,500원	6개월	-17.77%	-2.15%
2018.07.12	매수	5,500원	6개월	-13.05%	-2.55%
2018.05.03	중립	5,500원	6개월	-11.33%	-2.55%
2018.03.26	매수	8,000원	6개월	-29.93%	-26.25%
2017.12.08	매수	11,000원	6개월	-42.76%	-38.45%
2017.11.07	매수	11,000원	6개월	-41.74%	-40.27%
2017.08.29	매수	9,000원	6개월	-22.91%	-18.33%
2017.08.11	매수	9,000원	6개월	-22.72%	-21.67%
2017.06.22	매수	8,000원	6개월	-20.79%	-15.63%
2017.04.04	매수	11,500원	6개월	-34.73%	-29.39%



### Compliance Notice

- 작성자(조용선)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 3월 21 현재 SK 네트워크와(과) 계열사 관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 3월 21일 기준)

매수	89.76%	중립	10.24%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	2,609	3,253	3,735	4,153	4,627
현금및현금성자산	263	484	791	1,091	1,387
매출채권및기타채권	1,238	1,216	1,301	1,357	1,443
재고자산	635	1,008	1,078	1,125	1,196
<b>비유동자산</b>	4,618	4,516	4,300	4,128	3,979
장기금융자산	51	72	72	72	72
유형자산	3,540	3,400	3,183	2,998	2,841
무형자산	555	561	549	538	527
<b>자산총계</b>	7,227	7,769	8,036	8,281	8,605
<b>유동부채</b>	3,207	3,740	3,907	4,018	4,188
단기금융부채	764	1,234	1,234	1,234	1,234
매입채무 및 기타채무	2,132	2,184	2,335	2,437	2,591
단기충당부채	9	6	7	7	7
<b>비유동부채</b>	1,672	1,717	1,771	1,823	1,874
장기금융부채	1,364	1,400	1,400	1,400	1,400
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	14	15	16	17	18
<b>부채총계</b>	4,879	5,457	5,678	5,841	6,062
<b>지배주주지분</b>	2,370	2,337	2,375	2,448	2,535
자본금	649	649	649	649	649
자본잉여금	814	814	814	814	814
기타자본구성요소	-54	-53	-53	-53	-53
자기주식	-55	-55	-55	-55	-55
이익잉여금	1,012	979	1,027	1,109	1,206
비지배주주지분	-22	-25	-17	-8	8
<b>자본총계</b>	2,349	2,312	2,358	2,439	2,543
<b>부채외자본총계</b>	7,227	7,769	8,036	8,281	8,605

## 현금흐름표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-564	-126	395	358	348
당기순이익(손실)	35	8	85	91	113
비현금성항목등	354	394	341	331	321
유형자산감가상각비	231	239	217	185	157
무형자산감가상각비	12	13	13	12	12
기타	45	32	-3	3	5
운전자본감소(증가)	-953	-495	0	-12	-14
매출채권및기타채권의 감소(증가)	40	47	-85	-56	-86
재고자산감소(증가)	-188	-402	-70	-47	-71
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-541	-14	152	101	154
기타	-264	-126	3	-10	-11
법인세납부	0	-33	-30	-52	-73
<b>투자활동현금흐름</b>	889	-75	10	12	17
금융자산감소(증가)	-22	-37	0	0	0
유형자산감소(증가)	-40	-37	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-1	-1	-1	-1
기타	953	-1	11	13	18
<b>재무활동현금흐름</b>	-757	423	-99	-70	-70
단기금융부채증가(감소)	-777	-98	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	177	637	0	0	0
자본의증가(감소)	-55	0	0	0	0
배당금의 지급	-25	-29	-29	0	0
기타	-77	-88	-70	-70	-70
<b>현금의 증가(감소)</b>	-433	221	306	300	295
기초현금	696	263	484	791	1,091
기말현금	263	484	791	1,091	1,387
FCF	-231	-118	360	328	316

자료 : SK네트웍스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	15,202	13,986	14,554	15,186	16,148
<b>매출원가</b>	14,104	12,914	13,440	14,045	14,919
<b>매출총이익</b>	1,098	1,073	1,115	1,141	1,229
매출총이익률 (%)	7.2	7.7	7.7	7.5	7.6
<b>판매비와관리비</b>	956	935	918	915	963
영업이익	143	138	196	226	266
영업이익률 (%)	0.9	1.0	1.4	1.5	1.7
<b>비영업손익</b>	-80	-78	-82	-82	-80
<b>순금융비용</b>	56	65	62	57	52
외환관련손익	74	-22	-23	-23	-23
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	63	60	114	143	186
세전계속사업이익률 (%)	0.4	0.4	0.8	0.9	1.2
계속사업법인세	16	35	30	52	73
<b>계속사업이익</b>	46	25	85	91	113
중단사업이익	-12	-18	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	35	8	85	91	113
<b>순이익률 (%)</b>	0.2	0.1	0.6	0.6	0.7
지배주주	33	7	76	82	97
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	0.22	0.05	0.52	0.54	0.6
<b>비지배주주</b>	1	0	8	9	16
<b>총포괄이익</b>	22	-2	75	82	104
<b>지배주주</b>	22	-2	67	73	88
<b>비지배주주</b>	1	0	8	9	16
EBITDA	386	390	426	422	435

## 주요투자지표

월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	17.8	-8.0	4.1	4.3	6.3
영업이익	-8.1	-3.5	42.3	15.0	17.9
세전계속사업이익	-11.1	-4.3	90.3	25.3	29.8
EBITDA	16.3	1.2	9.1	-0.8	3.0
EPS(계속사업)	흑전	-45.2	207.6	7.9	18.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14	0.3	3.2	3.4	3.9
ROA	0.4	0.1	1.1	1.1	1.3
EBITDA마진	2.5	2.8	2.9	2.8	2.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	81.4	87.0	95.6	103.4	110.5
부채비율	207.7	236.1	240.8	239.5	238.4
순차입금/자기자본	79.1	92.0	77.3	62.4	48.2
EBITDA/이자비용(배)	6.1	5.5	6.1	6.1	6.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	182	100	307	332	392
BPS	9,546	9,410	9,563	9,857	10,211
CFPS	1,113	1,046	1,233	1,124	1,072
주당 현금배당금	120	120	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	44.6	67.7	20.7	19.2	16.2
PER(최저)	33.7	42.6	16.9	15.6	13.2
PBR(최고)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR(최저)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
PCR	6.0	5.0	5.2	5.7	5.9
EV/EBITDA(최고)	10.1	9.8	8.1	7.5	6.6
EV/EBITDA(최저)	8.8	8.2	7.4	6.8	6.0

**memo**

---