

Bloomberg 최고목표주가 **USD 140.00**

현재주가 (19/03/14) **USD 73.85**

국가 **미국**

거래소 **NYSE**

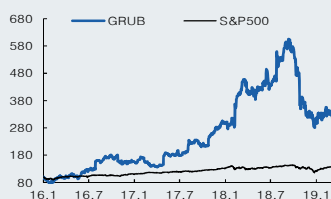
상승여력 **89.6%**

Bloomberg Rating

| 매수 | 보유 | 매도 |
|-----|-----|----|
| 62% | 34% | 3% |

| | |
|-----------------|--------|
| EPS 성장률 (19F,%) | -6.5 |
| P/E (19F,x) | 47.5 |
| MKT P/E (19F,x) | 16.8 |
| 배당수익률 (%) | - |
| 시가총액 (백만USD) | 6,720 |
| 시가총액 (조원) | 7.6 |
| 유통주식수 (백만주) | 93.1 |
| 52주 최저가 (USD) | 66.62 |
| 52주 최고가 (USD) | 149.35 |

| 주가상승률 (%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 절대주가 | -11.2 | -49.5 | -33.4 |
| 상대주가 | -12.3 | -47.7 | -34.9 |



[글로벌 인터넷]

정용제 Yongjei Jeong, CFA
 02-3774-1938
 yongjei.jeong@miraeasset.com

그럽허브 GrubHub

(GRUB US)

1Q19 바닥 가능성에 주목

최근 그럽허브 주가 약세

그럽허브 주가는 3월 13일 -2.4%, 14일 -3.1% 기록하며 주가 하락이 지속됐다. 주요 원인은 미국 내 음식 배달 시장의 경쟁 심화 (DoorDash, UberEats)에 따른 점유율 하락 우려이다. 3월 11일 시장조사기관 Edison Trends는 기존 미국 음식 배달 2등 업체 DoorDash (비상장, 기업 가치 71억달러)가 미국 음식 배달 시장 점유율 1위를 기록했다고 발표했다. 이에 따르면 2019년 2월 점유율은 도어대시 28% (+14ppt YoY), 그럽허브 27% (-13ppt YoY), 우버잇츠 25% (flat YoY)이다 (발표 자료: <https://bit.ly/2XRIt08>).

1Q19 그럽허브 실적의 바닥 가능성에 주목

결국 그럽허브 주가의 관건은 1Q19 실적의 저점 확인 여부이며 현재 바닥 확인 가능성은 높다고 판단한다. 실적 저점 확인시 2H19 수익성 개선 기대감이 반영될 수 있다고 판단한다.

그럽허브는 미국 최대 가맹점 네트워크 (10.5만개, +31% YoY)를 보유하고 있다. 더구나 그럽허브, Seamless, Eat24, LAbite, Tapingo 등 다양한 지역 등에 충족 가능한 플랫폼을 보유하고 있어 사용자 확보에 유리하다. 또한 최근에는 Jack In the Box, 타코벨에 이어 피자헛 배달도 시작했으며 이는 사용자 재구매율에 긍정적이다.

1Q19 그럽허브는 타코벨과 무료 배달 프로모션 (12달러 이상 구매시 배달 무료)을 시작하며 수익성 부진 (OPM 11.2, -12.3ppt YoY)이 예상된다. 다만 이는 4Q18 이후 주가 하락을 통해 이미 주가에 반영됐다고 판단한다. 더구나 타코벨 파트너십이 성공적으로 안착한다면 매출 증가율의 개선으로 이어질 수 있어 2H19 수익성 확보에 긍정적이다.

또한 그럽허브는 경쟁사와 달리 배달뿐만 아니라 POS 통합, 로열티 프로그램 등 지원 서비스 제공이 가능하다. 이는 4Q18 LevelUp 인수 때문이다. 이를 통해 10.5만개에 달하는 가맹점의 충성도를 유지시킬 수 있으며 사용자 확보에도 긍정적이다. 또한 LevelUp은 자체 프랜차이즈 가맹점을 보유하고 있어 향후 매출 증가에도 긍정적이다.

2H19 수익성 개선 가능성에 주목

그럽허브 주가는 4Q18 실적 부진으로 인해 하락했으나 1Q19 실적 바닥 확인시 2H19에 대한 기대감 반영이 예상된다. 또한 경쟁 심화로 인한 매출액 둔화 우려보단 미국 음식 배달 시장성에 주목할 필요가 있다. 물론 점유율 하락 우려와 투자 확대는 멀티플 확대를 방해하는 Risk이나 이는 주가에 대부분 반영됐다고 판단한다.

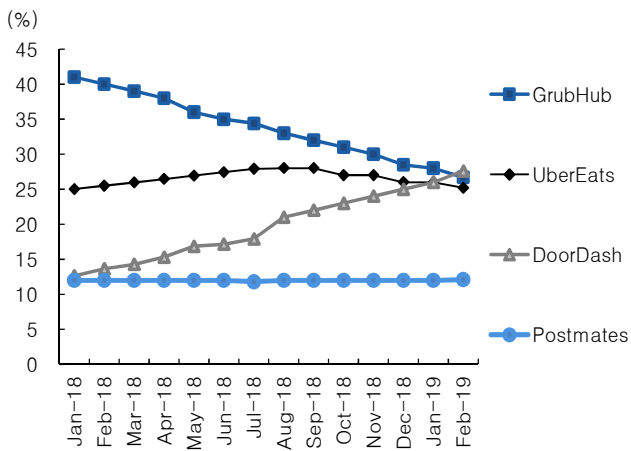
그럽허브는 2019년 EV/EBITDA 25배 (EBITDA +9% YoY), 2020년 17배 (EBITDA +40% YoY)에서 거래 중이다. 수익성 우려가 지속된 2015년 17배 (EBITDA +13% YoY), 주가가 턱어라운드 성공한 2016년 23배 (EBITDA +38% YoY), 음식 배달 시장 기대감으로 주가가 가파르게 상승한 2017년은 32배 (EBITDA +27% YoY)이다. 2019년은 기대감이 낮아졌으나 2H19 음식 배달 성장 및 수익성 개선에 따른 기대감 반영 예상된다.

| 결산기 (12월) | 12/16 | 12/17 | 12/18 | 12/19F | 12/20F | 12/21F |
|--------------|-------|-------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 (백만USD) | 493.4 | 683.1 | 1,007.2 | 1,391.0 | 1,782.1 | 2,190.7 |
| 영업이익 (백만USD) | 130.8 | 133.1 | 190.3 | 198.0 | 299.0 | 391.9 |
| 영업이익률 (%) | 26.5 | 19.5 | 18.9 | 14.2 | 16.8 | 17.9 |
| 순이익 (백만USD) | 76.5 | 106.1 | 153.3 | 145.9 | 221.6 | 291.3 |
| EPS (USD) | 0.89 | 1.20 | 1.66 | 1.56 | 2.34 | 3.05 |
| ROE (%) | 5.4 | 9.5 | 6.1 | 3.3 | 6.9 | 9.0 |
| P/E (배) | 48.2 | 59.7 | 46.2 | 47.5 | 31.5 | 24.2 |
| P/B (배) | 3.8 | 5.7 | 5.0 | 4.4 | 3.9 | 3.4 |

주: Non-GAAP

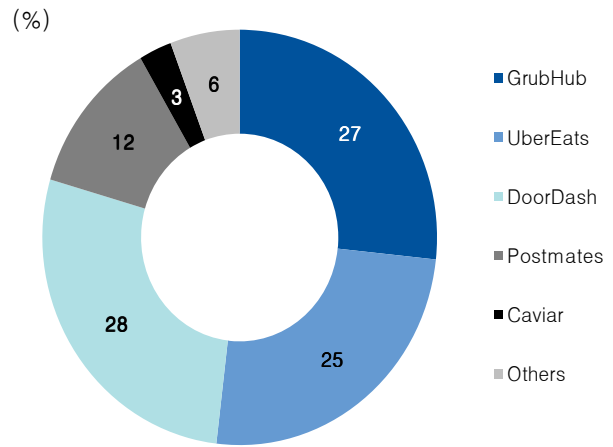
자료: 그럽허브 GrubHub, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 미국 음식 배달 시장 점유율 추이



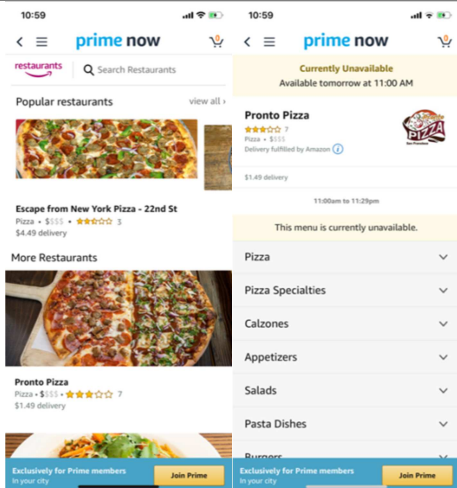
자료: Edison Trends, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 2019년 2월 미국 음식 배달 시장 점유율



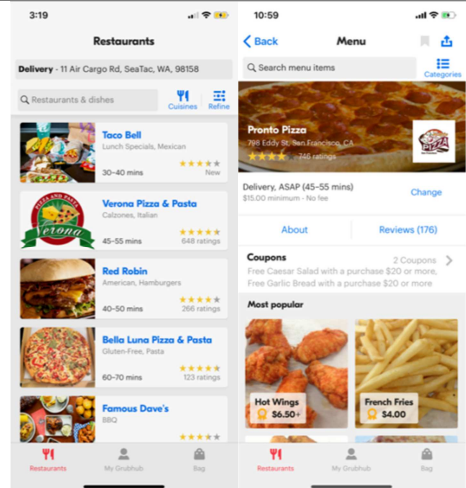
자료: Edison Trends, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 동일 매장에 대한 음식 배달 플랫폼 비교 1) 아마존



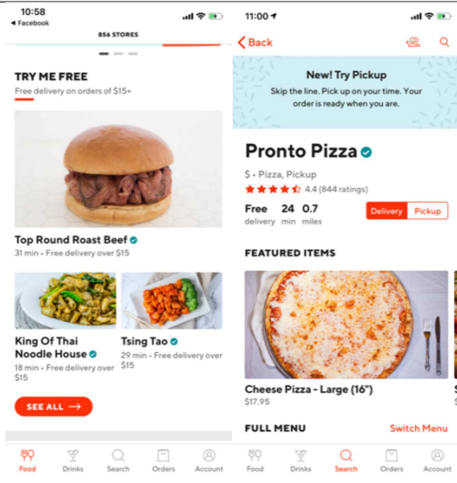
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 동일 매장에 대한 음식 배달 플랫폼 비교 1) 그립허브



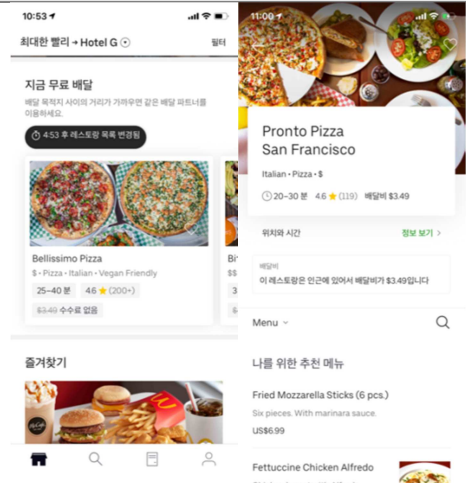
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 동일 매장에 대한 음식 배달 플랫폼 비교 2) 도어대시



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 동일 매장에 대한 음식 배달 플랫폼 비교 4) 우버잇츠



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 그럽허브 EV/EBITDA 밸류에이션

(백만USD)

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|-------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 조정 EBITDA | 105 | 145 | 185 | 234 | 255 | 355 | 480 |
| YoY (%) | 33.5% | 38.2% | 27.4% | 26.4% | 8.9% | 39.6% | 35.0% |
| EV/EBITDA | 17.4 | 23.0 | 32.3 | 28.8 | 24.8 | 17.0 | 11.9 |
| EBITDA | 255 | * 2019년 EBITDA | | | | | |
| Target EV | 32.27 | * 2017년 EV/EBITDA | | | | | |
| EV | 8,218 | | | | | | |
| 순차입금 | (404) | * 2019년 말 | | | | | |
| 시가총액 | 8,622 | | | | | | |
| 유통 주식수 (백만주) | 94 | * 2019년 말 | | | | | |
| TP (USD) | 91.71 | | | | | | |

자료: 그럽허브, 미래에셋대우 리서치센터

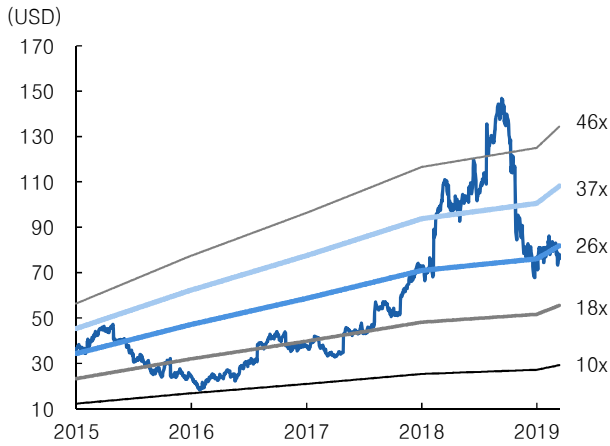
표 2. 그럽허브 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

| | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19E | 2Q19E | 3Q19E | 4Q19E | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 거래금액 | 1,245 | 1,220 | 1,215 | 1,377 | 1,552 | 1,608 | 1,609 | 1,808 | 3,784 | 5,057 | 6,577 | 8,270 |
| QoQ (%) | 9.3 | (2.0) | (0.5) | 13.4 | 12.7 | 3.6 | 0.0 | 12.4 | | | | |
| YoY (%) | 38.6 | 38.7 | 40.0 | 20.9 | 24.7 | 31.8 | 32.5 | 31.3 | 26.2 | 33.6 | 30.1 | 25.7 |
| Take rate (%) | 18.7 | 19.6 | 20.4 | 20.9 | 21.0 | 21.1 | 21.2 | 21.3 | 18.1 | 19.9 | 21.2 | 21.5 |
| 매출액 | 233 | 240 | 247 | 288 | 326 | 339 | 341 | 385 | 683 | 1,007 | 1,391 | 1,782 |
| QoQ (%) | 13.4 | 3.1 | 3.1 | 16.4 | 13.3 | 4.1 | 0.5 | 12.9 | | | | |
| YoY (%) | 49.0 | 51.0 | 51.6 | 40.3 | 40.1 | 41.5 | 37.9 | 33.8 | 38.4 | 47.5 | 38.1 | 28.1 |
| 영업비용 | 178 | 183 | 198 | 258 | 289 | 287 | 292 | 325 | 522 | 817 | 1,193 | 1,483 |
| QoQ (%) | 14.3 | 2.7 | 8.4 | 30.5 | 12.0 | (0.8) | 1.9 | 11.1 | | | | |
| YoY (%) | 50.5 | 49.8 | 56.9 | 66.0 | 62.6 | 57.1 | 47.6 | 25.6 | 43.9 | 56.5 | 46.0 | 24.3 |
| 운영관리비 | 96 | 102 | 112 | 144 | 165 | 172 | 173 | 196 | 269 | 454 | 705 | 910 |
| 마케팅 | 49 | 46 | 49 | 70 | 78 | 68 | 66 | 73 | 151 | 214 | 286 | 338 |
| R&D | 17 | 19 | 21 | 25 | 25 | 27 | 30 | 32 | 56 | 82 | 114 | 141 |
| G&A | 18 | 18 | 22 | 27 | 25 | 26 | 31 | 35 | 64 | 85 | 118 | 142 |
| D&A | 9 | 10 | 11 | 13 | 14 | 14 | 14 | 14 | 24 | 43 | 57 | 56 |
| (SBC) | (10) | (12) | (14) | (19) | (16) | (18) | (21) | (23) | (33) | (55) | (79) | (97) |
| (Others) | (1) | (1) | (3) | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) | (10) | (8) | (8) | (8) |
| OP | 55 | 57 | 49 | 29 | 37 | 52 | 49 | 60 | 161 | 190 | 198 | 299 |
| QoQ (%) | 10.5 | 4.4 | (13.9) | (40.4) | 24.6 | 43.4 | (7.1) | 24.1 | | | | |
| YoY (%) | 44.4 | 54.8 | 33.3 | (40.7) | (33.2) | (8.2) | (1.0) | 105.9 | 23.2 | 18.1 | 4.0 | 51.0 |
| OPM (%) | 23.5 | 23.8 | 19.9 | 10.2 | 11.2 | 15.4 | 14.3 | 15.7 | 23.6 | 18.9 | 14.2 | 16.8 |
| Pretax | 54 | 57 | 49 | 27 | 36 | 52 | 48 | 58 | 160 | 187 | 194 | 295 |
| Tax | 6 | 11 | 7 | 10 | 9 | 13 | 12 | 15 | 53 | 34 | 49 | 74 |
| NI | 47 | 46 | 42 | 18 | 27 | 39 | 36 | 44 | 106 | 153 | 146 | 222 |
| NPM (%) | 20.3 | 19.3 | 17.1 | 6.1 | 8.2 | 11.6 | 10.6 | 11.3 | 15.5 | 15.2 | 10.5 | 12.4 |

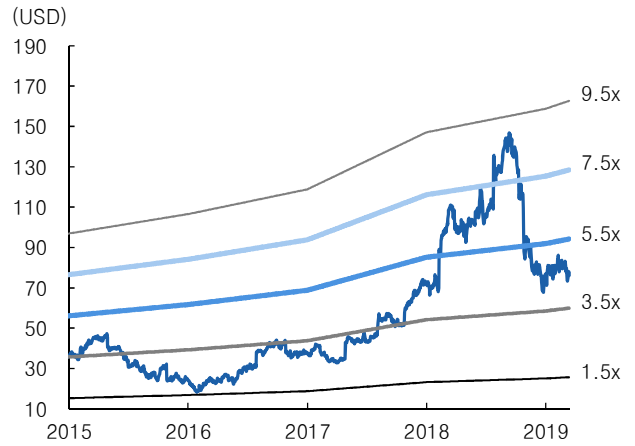
자료: 그럽허브, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 그럽허브 EV/EBITDA 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 그럽허브 P/B 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 그럽허브 EV/EBITDA 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 그럽허브 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.