The Collaboration

2018. 3. 5

너와! 나의! 연결! 고리!

동대문 생태계와 렌탈/공유경제 플랫폼

Part I 플랫폼 혁명
Part II 동대문 생태계 플랫폼 분석
Part III 렌탈/공유경제 플랫폼 분석

이베스트투자증권

이베스트투자증권 **유통/화장품/의류** 담당 **오린아, Mid-small cap** 담당 **최석원** 입니다.

세계 경제를 주도하고 있는 아마존, 알리바바, 구글 등이 멀티 플랫폼 기업으로 변신한다는 이야기가 많습니다.
이에 따라 플랫폼 비즈니스의 정의와 이해에 대한 중요도도 커지고 있습니다.
플랫폼은 수요와 공급을 연결한다는 의미에서 오래된 사업 모델 중 하나지만,
디지털 기술이 발달한 오늘날에는 사람과 조직, 자원을 유기적으로 연결하고,
이를 통해 가치를 창출하고 교환할 수 있게 해 주는 비즈니스라고 판단합니다.

본 보고서에서는 플랫폼의 핵심 경쟁력인 네트워크 효과를 살펴보고,
이와 관련해 멧커프의 법칙(Metcalfe's Law, 네트워크의 효용성은 사용자 수의 제곱에 비례)과
수요 측면 규모의 경제 효과를 분석해 보았습니다.
또한 한국 내 수요와 공급을 새로이 연결하는 여러 플랫폼 업체들을 소개하고자 합니다.

더불어 최근 인플루언서를 통한 쇼핑몰 확대를 기반으로 이커머스 시장에 대한 분석도 진행했습니다.
이와 관련해서 그동안 오프라인 위주로 형성되어 있던 동대문 패션시장 생태계를 소개하고,
이 안에서 새로이 나타나 수요와 공급을 연결하고 있는 플랫폼들의 수익 모델을 분석했습니다.

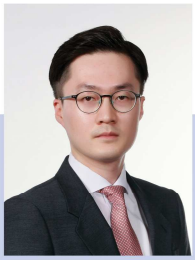
살펴볼 또 다른 주제는 렌탈/공유 관련 비즈니스입니다.
온라인 플랫폼은 오프라인 플랫폼이 갖고 있는 시간적/공간적 제약이란 한계를 보완해줬고
기술의 진보(데이터 처리 속도의 진화, 보안 방식의 진화, 유/무선 통신 인프라의 확장 등)와
더불어 플랫폼에서 거래되는 카테고리의 범위도 이제 무형 컨텐츠까지 확대되었습니다.

그리고 이제 그 범위가 '서비스'로까지 확대되고 있는데, 이것이 바로
렌탈/공유 비즈니스라고 할 수 있습니다.

이번 자료에서는 렌탈/공유 비즈니스를 왜 플랫폼 사업이라고 부를 수 있는지,
최근 들어 시장의 주목을 받고 있는 이유는 무엇인지, 그리고 관련 비즈니스를 영위하기 위해서
갖추고 있어야 할 핵심 경쟁력은 무엇인지에 대해 분석했습니다.

이에 당사는 관련 상장 종목으로 **SK네트웍스, 코웨이, 카페24, AJ네트웍스**를 분석했고,
글로벌 Peer인 **Shopify** 및 **Park 24**에도 관심을 제고해야 할 것으로 판단합니다.

유통/화장품/의류
Analyst **오린아**
02 3779 0053



Mid-Small Cap
Analyst **최석원**
02 3779 8446

The Collaboration

너와! 나의! 연결! 고리!

동대문 생태계와 렌탈/공유경제 플랫폼

유통/스몰캡

Contents

Part I 플랫폼 혁명 4

Part II 동대문 생태계 플랫폼 분석 11

Part III 렌탈/공유경제 플랫폼 분석 31

기업분석

SK 네트웍스 (253450) 42

코웨이 (036420) 55

카페 24 (003560) 67

Shopify (SHOP) 69

AJ 네트웍스 (048550) 74

Park24 (4666 JP) 80

Part I

플랫폼 혁명

너와 나의 연결고리, 플랫폼

최근 4차산업혁명 시대를 맞이하며 플랫폼 비즈니스에 대한 관심이 높아지고 있습니다. 세계 경제를 주도하고 있는 아마존, 알리바바, 구글 등도 사업초기 핵심 기능에 여러 기능을 더해가며 멀티 플랫폼 기업으로 변신 중이다 보니 플랫폼 비즈니스의 이해에 대한 중요도도 커지고 있습니다. 그렇다면 플랫폼은 어떻게 정의할 수 있을까요? 플랫폼은 수요와 공급을 연결한다는 의미에서 오래된 사업 모델 중 하나지만, 디지털 기술이 발달한 오늘날에는 사람과 조직, 자원을 유기적으로 연결하고, 이를 통해 가치를 창출하고 교환할 수 있게 해주는 비즈니스입니다.

플랫폼에 높은 가치를 부여하는 요소는 네트워크 효과에서 비롯된다고 판단합니다. 네트워크 효과란 네트워크를 통해 연결되는 참여자의 수가 늘어나면 늘어날수록 각자에게 더 많은 가치가 돌아가고 플랫폼의 가치 또한 상승한다는 개념입니다. 이와 관련해 멧커프의 법칙(Metcalfe's Law, 네트워크의 효용성은 사용자 수의 제곱에 비례)으로 네트워크 효과를 분석해 보았습니다.

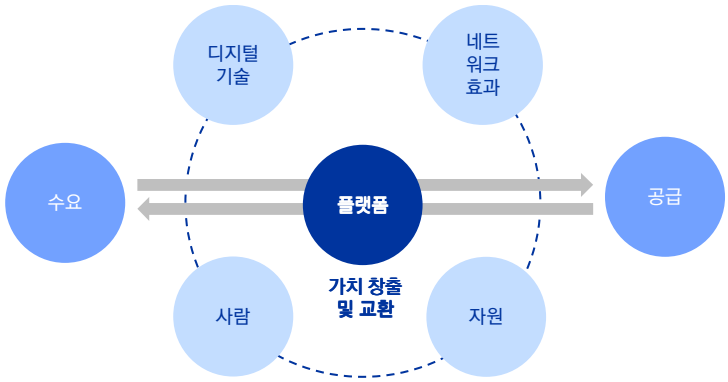
플랫폼 혁명

너와 나의 연결고리, 플랫폼

최근 4차산업혁명 시대를 맞이하며 플랫폼 비즈니스에 대한 관심이 높아지고 그 중요도도 커지고 있다. 세계 경제를 주도하고 있는 아마존, 알리바바, 구글 등은 사업초기 핵심 기능에 여러 기능을 더해가며 멀티 플랫폼 기업으로 변신 중이기 때문이다. 또한 우버, 에어비앤비 등 높은 밸류를 평가받고 있는 신생기업들 또한 공유경제 플랫폼이라는 개념을 바탕으로 성장해왔다. 최근 득세하고 있는 기업들이 플랫폼이라는 공통점을 바탕으로 성장함에 따라, 향후 전통적인 기업들 또한 멀티 플랫폼 기업으로 탈바꿈할 가능성이 크다고 판단한다. 그렇다면 플랫폼 비즈니스를 어떻게 정의하고 분류할 수 있을까?

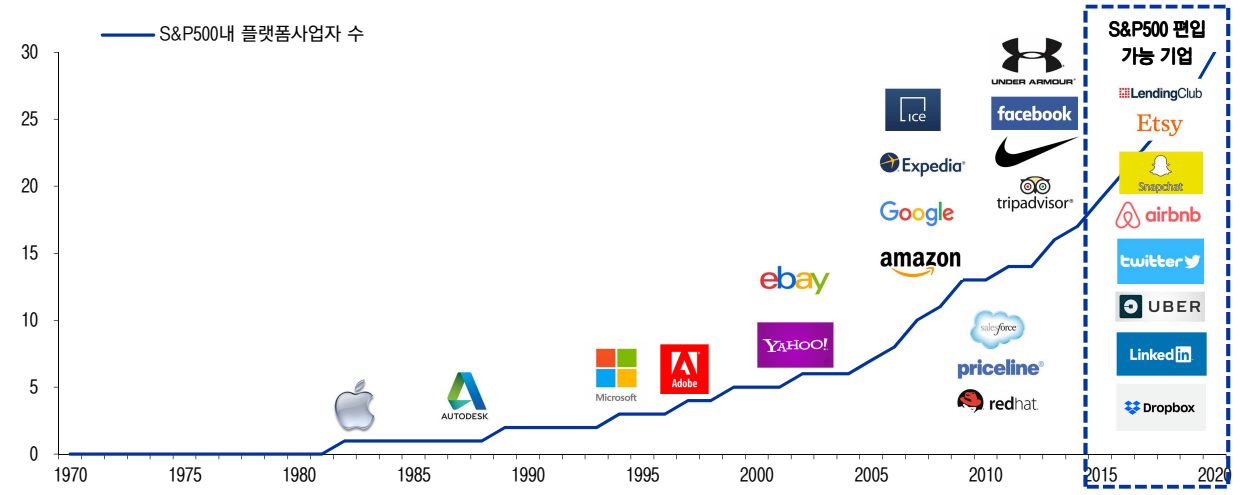
플랫폼의 개념은 기본적으로 수요와 공급을 연결해주는데 있다. 즉 우버나 에어비앤비 같은 혁신적 모델이 아니라도, 전통시장과 증권거래소 또한 플랫폼의 속성을 지니고 있다 볼 수 있다. 이처럼 플랫폼은 오래된 사업 모델 중 하나지만, 디지털 기술이 발달한 오늘날 그 중요성은 더욱 부각되고 있다. 과거 플랫폼이 수요(소비자)와 공급(생산자)을 연결해주는데 그쳤다면, 새로운 플랫폼 모델은 1)디지털 기술을 이용해 2)사람과 조직, 자원을 유기적으로 연결하고, 3)이를 통해 가치를 창출하고 교환할 수 있게 해 준다.

그림1 플랫폼이란?



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 S&P500 내 플랫폼 기업들 확장 추세



자료: Young Entrepreneur Council, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 사업 내용에 따른 플랫폼 비즈니스 분류

자료: APPLICO, 이베스트투자증권 리서치센터

플랫폼의 핵심 경쟁력: 네트워크 효과

과거와 같이 플랫폼 비즈니스가 수요와 공급을 연결하는 데 그쳤다면, 그 가치에 대한 평가도 어느 정도 한계가 있었을 것이다. 최근 플랫폼에 높은 가치를 매기는 것은 네트워크 효과에서 비롯된다. 네트워크 효과란 네트워크를 통해 연결되는 참여자의 수가 늘어나면 늘어날수록 각자에게 더 많은 가치가 돌아가고 플랫폼의 가치 또한 상승한다는 개념이다. 예를 들어 한국인들이 채팅 앱 중 카카오톡을 가장 많이 쓰는 이유는 네이버의 라인(LINE)보다 뛰어나서라기보다, 이미 많은 사용자가 있기 때문에 그 네트워크를 사용할 때의 가치가 크기 때문이다. 이는 멧커프의 법칙(Metcalfe's Law, 네트워크의 효용성은 사용자 수의 제곱에 비례)으로 쉽게 설명될 수 있다.

멧커프는 통신 네트워크가 확장될 때 그 구축비용은 이용자 수에 선형으로 비례해 증가하지만, 네트워크의 가치는 이용자 수가 증가할수록 비선형적으로 증가하며 이에 따라 더 많은 연결을 만들어 낸다고 증가한다고 주장했다. [그림4]에 나타나듯, 전화기가 2대일 때는 1개의 연결이 가능하지만, 전화기 개수가 12개로 6배 늘어나면 66배의 연결이 가능해진다.

그림4 멧커프의 법칙: 네트워크 효과

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이용자 수가 n일 시 이용자 당 가치는 n-1(전화기 1대가 본인 제외 연결할 수 있는 수)가 된다. 전체 네트워크 가치는 이용자수와 이용자당 가치로 나타낼 수 있으므로, n(n-1)가 된다. 즉, 네트워크 전체 가치는 가입자수가 늘어날 때마다 기하급수적으로 늘어나는 볼록 성장(convex growth)을 띠게 된다. [그림5]와 [그림6]은 멧커프의 법칙을 텐센트와 페이스북에 실제 적용한 것으로, 파란색 선과 실제 가치(검정색 점)가 비슷한 선상에 있어 이 이론의 타당성을 증명한다.

그림5 멧커프의 법칙을 적용한 텐센트 밸류 측정

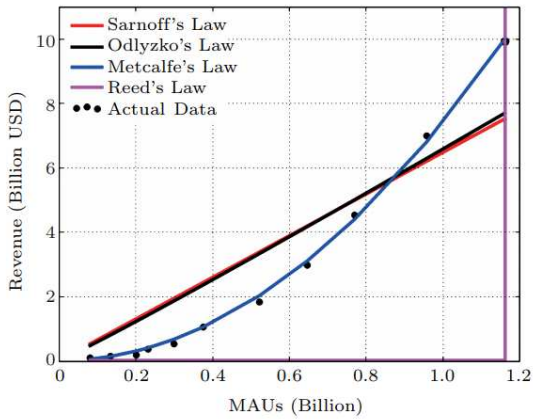
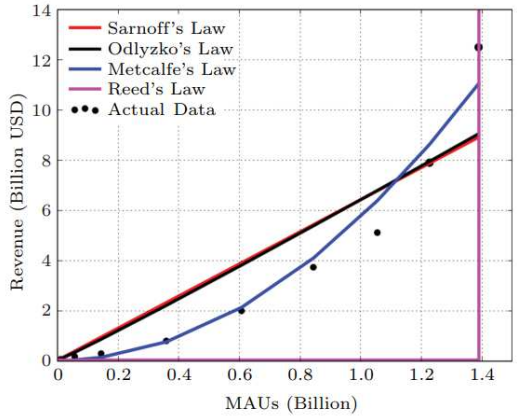


그림6 멧커프의 법칙을 적용한 페이스북 밸류 측정

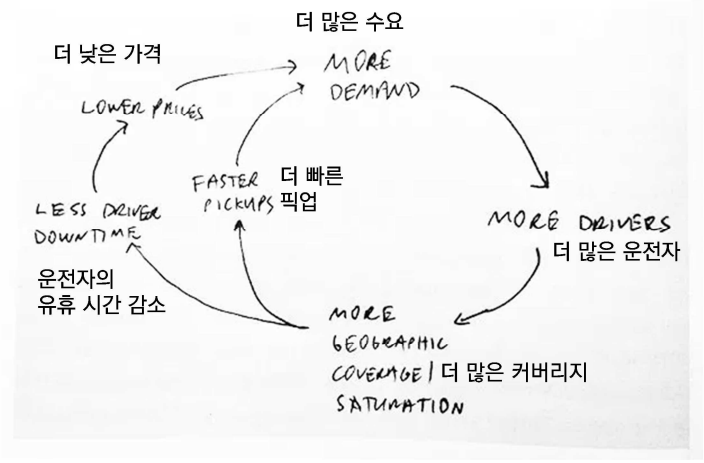


자료: Zhang XZ, Liu JJ, Xu ZW. Tencent and Facebook data validate Metcalfe's law. JOURNAL OF COMPUTER SCIENCE AND TECHNOLOGY 30(2): 246-251 Mar. 2015, 이베스트투자증권 리서치센터

상기 기술한 네트워크 효과를 가리켜 수요 측면 규모의 경제(demand-side economies of scale)라고도 부르고 있다. 20세기 산업화 시대 독점 기업 성장의 기반이 됐던 규모의 경제는 공급 측면이다. 공급 규모가 크면 클수록 기업들의 생산원가 및 관련 비용이 떨어지는 효과가 나타났고 공급 관련 효과가 기업들의 성장에 도움을 줬기 때문이다.

이와 비슷하게 수요 측면 규모의 경제는 플랫폼 내 참여자(수요)가 많아질 수록, 기업의 선순환과 가치에 도움을 주는 것을 말한다. 앞서 기술한 네트워크 효과와 같은 맥락이다. 수요 측면 규모의 경제는 가장 몸집이 큰 기업에게 네트워크 효과의 우위를 제공하기도 하며(e.g. 중국의 알리바바), 이때 네트워크 효과 측면에서 우위에 있는 기업을 경쟁업체들이 따라잡기란 매우 어렵기 때문에 이를 플랫폼 비즈니스의 핵심 경쟁력으로 볼 수 있다.

그림7 우버의 네트워크 효과: 데이비드 삭스의 냅킨 스케치



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

플랫폼의 수익 모델

플랫폼 사업의 수익 모델은 1)거래를 중개 또는 연결하고 받는 수수료(백화점, 대형마트, 증권사, 이커머스 업체), 2)서비스는 무료지만 광고를 통한 수익(인스타그램, 유투브, 검색 포털 등), 그리고 마지막으로 가장 중요한 3)플랫폼의 네트워크 효과를 가지고 레버리지를 일으키거나 다른 서비스나 제품을 연계해 발생시키는 수익으로 분류할 수 있다. 전통적인 플랫폼 사업자가 중개수수료를 바탕으로 성장해 왔다면, 디지털 기술을 등에 업고 네트워크 효과를 극대화 해 발생시킬 수 있는 연계수익에 대한 확장성이 중요시 되고 있다.

거래를 중개 또는 연결하는 플랫폼은 최근 한국에서도 여러 새로운 모델을 찾아볼 수 있다. 오프라인에서 이뤄지던 연결을 단순히 온라인으로 옮겨왔다기보다는, 1)정교하고 원활하게 연결될 수 없었던 거래(i.e. 동대문 사입, 쇼핑몰별 검색) 또는 2)연결될 수 있었지만 거래비용이나 시장 마찰이 컸던 거래(i.e. 유행따라 변하는 가전제품 매번 구매하기, 배달 시 전화의 귀찮음, 해외직구를 위해 해외에 땅을 사서 주소를 얻는 것)를 통해 수익을 창출하고 있다.

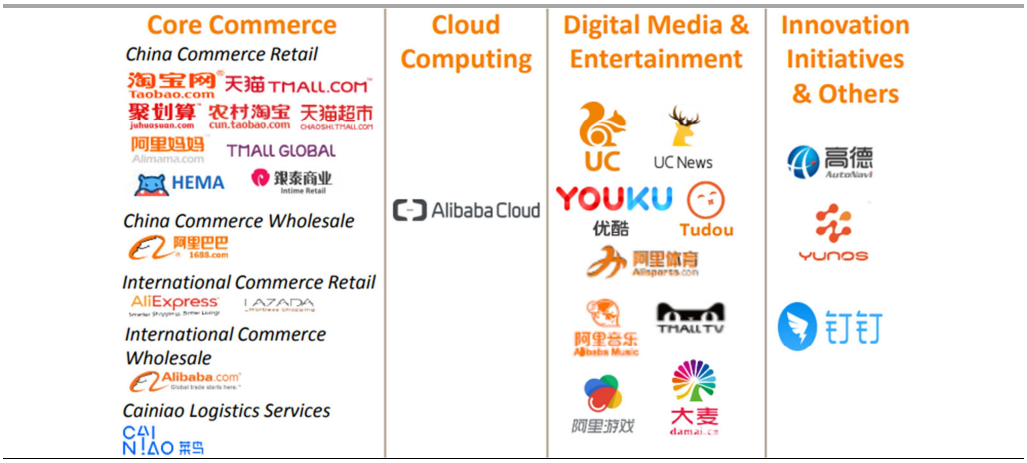
표1 한국형 플랫폼 기업

기업명	어플리케이션	사업 내용	연결 대상	비고
디알코퍼레이션 (키위)	KIWI	패션원부자재 플랫폼	원단 셀러 ↔ 원단 바이어	동대문 시장 폐쇄성 해소
지그재그	Z	쇼핑몰 검색 플랫폼	소비자 ↔ 이커머스 업체	
링크샵스	LINK SHOPS	동대문 도매몰	도매업자 ↔ 소매사업자	
카페24	CAFE24	쇼핑몰 운영 종합 플랫폼	서버 ↔ 이커머스 업체	
코리아센터닷컴 (몰테일)		물류 대행	해외직구 소비자	
배달의 민족	배민	배달 대행	사업자 ↔ 소비자	
워시스왓 (세탁특공대)	세특	세탁 서비스	사업자 ↔ 소비자	애드벤처, 스트롱벤처스에서 약 30억원 시리즈A 투자유치
리화이트	RE	세탁 서비스	사업자 ↔ 소비자	GS25 통해 서비스 중
TLX		라이프스타일 시설 플랫폼	등록업체 ↔ 소비자	
집닥	집닥	인테리어 중개 플랫폼	인테리어 업체 운전자 ↔ 소비자	
풀러스	POOLUS	카풀	운전자 ↔ 탑승객	2017년 5월 SK(주) 지분 20% 투자
럭시		카풀	운전자 ↔ 탑승객	2018년 2월 카카오모빌리티가 인수 발표
커먼타운	COMMONTOWN	쉐어하우스 플랫폼	집주인 ↔ 입주자	집주인과 계약을 맺고 임대주택으로 개발
프로젝트앤		의류 렌탈 플랫폼		SK플래닛에서 운영 중
마이창고	마이창고	물류 창고 대여	물류센터 ↔ 이커머스 업체	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

네트워크 효과를 통한 수익 모델은 아마존이나 알리바바, 네이버 등의 플랫폼 사업자들을 보면 간단히 알 수 있다. 이커머스, 검색 포털 등으로 사업을 시작했지만, 플랫폼 참여자가 증가하고 이를 바탕으로 여러가지 부가 기능을 붙이기 시작하면서 추가 수익을 창출하고 있다. 동시에 이러한 부가 기능 때문에 또다시 더 많은 참여자를 유인할 수 있게 되었고 기업가치가 상승하는 선순환의 궤도를 타게 됐다. 과거 디지털 기술이 발전하기 전에는 플랫폼들이 다양한 기능을 수행하기 어려웠지만, 모바일 보급의 확산과 4차산업혁명으로 이러한 모습들이 가능해지면서 거대 플랫폼들이 여러 기능을 흡수해버리는 형국으로 변화했다.

그림8 B2B 중개사업으로 시작한 알리바바 → 여러 기능을 흡수해 거대 플랫폼으로 성장



자료: Alibaba Group, 이베스트투자증권 리서치센터

또한 플랫폼 시장에서는 공급이 업체들의 실물 재고에 그치지 않고 유휴 자원과 서비스까지 확장된다. 플랫폼이 재고나 서비스를 보유하고 있지 않더라도, 네트워크 효과를 활용해 유휴 자원을 시장에 끌어와 운영할 수 있다는 의미다. 우버는 차량을 한 대도 가지고 있지 않으며, 에어비앤비는 방 한칸도 가지고 있지 않다. 이는 돌려 생각해보면 고정비 부담을 지고 있는 전통 플랫폼 업체들이 그렇지 않은 업체들과 경쟁하게 된다는 의미다. 이처럼 플랫폼은 시장에 새로운 공급자를 등장시켜 전통 경쟁 구도를 파괴할 수 있는 힘을 가지고 있다.

Part II

동대문 생태계 플랫폼 분석

인플루언서부터 사입삼촌까지 이어지는 시장

최근 모바일 플랫폼이 활성화되고 미디어의 역할이 감소함에 따라, 유명인에게 쏠려있던 관심도와 유명인이 가지던 영향력도 분산되고 있습니다. 대신 SNS를 기반으로 한 인플루언서들이 등장하고, 이들 개개인이 가지는 영향력이 커지고 있습니다. 이들은 확보된 트래픽을 가지고 1)커머스 또는 2)광고로 수익을 창출하고 있는데, 커머스와 관련된 동대문 생태계와, 파생되고 있는 플랫폼 비즈니스를 분석해 보았습니다.

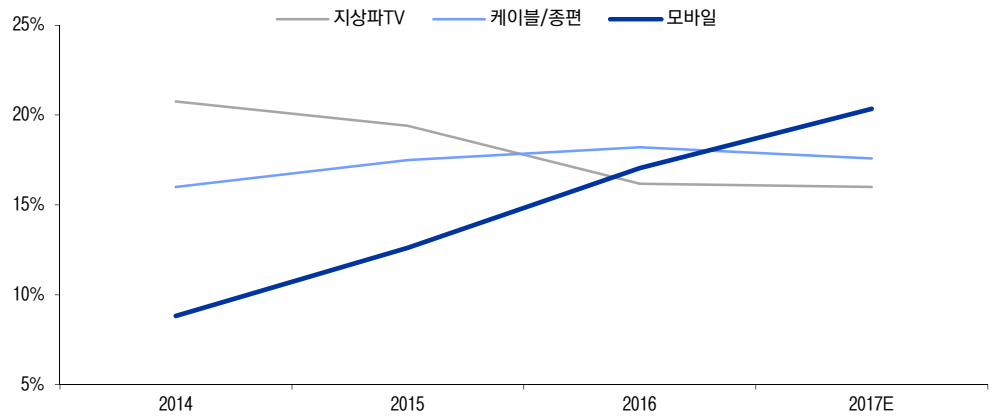
공급 측면에서는 제조/도매업체와 소매상을 연결해주는 동대문 사입삼촌의 역할을 대신하는 플랫폼들이 등장했고, 규모가 작아 단독 물류창고를 운영할 수 없는 업체들을 위한 풀필먼트계의 우버 같은 존재도 나타났습니다. 또한 수요 측면에서는 수많은 쇼핑몰을 한번에 볼 수 있도록 손안의 동대문 상가를 구현한 지그재그 같은 포탈 플랫폼도 생겼습니다. 동대문 쇼핑 외에도 해외직구가 확산됨에 따라 함께 커지고 있는 배송대행지 비즈니스 등, 무궁무진한 플랫폼들의 수익 모델과 생태계를 분석했습니다.

1. Mobile Killed the Media Star

모바일이 미디어를 누르다

모바일 플랫폼의 영향력이 전통적인 미디어보다 커지고 있다. 이는 기업들이 집행한 광고비를 통해 알 수 있다. [그림9]에 나타나듯 2017년 모바일 광고 금액은 가장 높은 비중을 차지했던 지상파TV 금액를 넘어선 것으로 추정된다. 제일기획에 따르면 2014년 모바일 부문 광고비는 8,391억원에 불과했는데, 2016년 1조 7,453억원으로 2배 가량 증가했다. 이처럼 기술의 발달로 미디어의 역할이 감소했고, 이에 모바일이 중요한 광고매체 중 하나로 떠올랐다.

그림9 한국 세부 매체별 광고비 및 비중



자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 세부 매체별 총 광고비

(억원)	2014	2015	2016	2017E
지상파TV	**19,744**	**19,702**	**16,576**	**16,906**
라디오	2,743	2,967	2,890	2,977
케이블/종편	15,223	17,768	18,655	18,581
IPTV	635	801	768	780
위성/DMB/기타	1,054	1,043	1,110	1,101
신문	14,943	15,011	14,712	14,520
잡지	4,378	4,167	3,780	3,662
PC	18,674	17,216	16,371	15,358
모바일	**8,391**	**12,802**	**17,453**	**21,493**
옥외	3,713	3,592	3,512	3,406
극장	1,764	2,120	2,251	2,318
교통	3,885	4,339	4,328	4,544
합계	95,147	101,528	102,406	105,646

자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 세부 매체별 광고비 비중

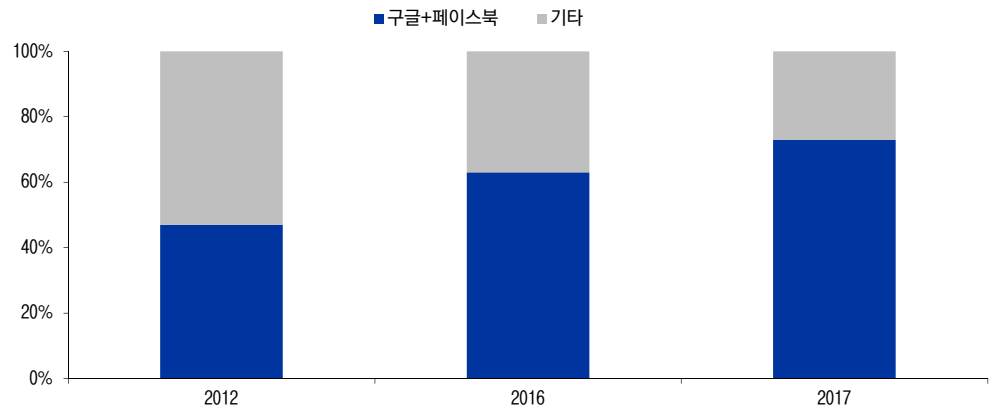
	2014	2015	2016	2017E
지상파TV	**20.8%**	**19.4%**	**16.2%**	**16.0%**
라디오	2.9%	2.9%	2.8%	2.8%
케이블/종편	16.0%	17.5%	18.2%	17.6%
IPTV	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
위성/DMB/기타	1.1%	1.0%	1.1%	1.0%
신문	15.7%	14.8%	14.4%	13.7%
잡지	4.6%	4.1%	3.7%	3.5%
PC	19.6%	17.0%	16.0%	14.5%
모바일	**8.8%**	**12.6%**	**17.0%**	**20.3%**
옥외	3.9%	3.5%	3.4%	3.2%
극장	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%
교통	4.1%	4.3%	4.2%	4.3%

자료: 제일기획, 이베스트투자증권 리서치센터

인플루언서의 등장: Mobile Killed the Media Star

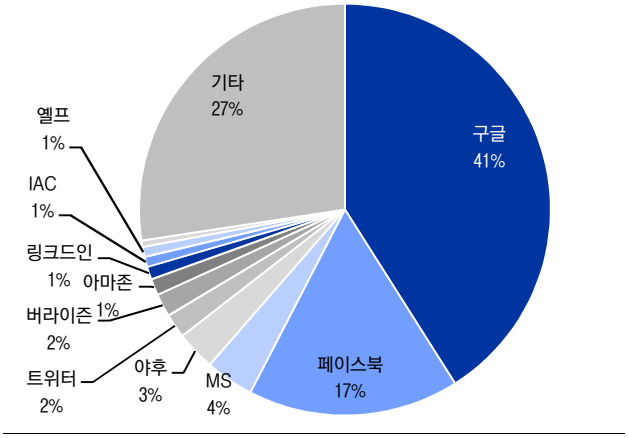
모바일 플랫폼이 활성화되고 미디어의 역할이 감소함에 따라, 유명인에게 쏠려있던 관심도와 유명인이 가지던 영향력도 분산됐다. SNS를 기반으로 한 인플루언서들이 등장하고, 이들 개개인이 가지는 영향력이 커지고 있다. SNS의 네트워크 효과는 페이스북의 시가총액과 광고수익으로 나타난다고 판단한다. 페이스북은 전세계 17억명이 이용하는 플랫폼이며, 구글 다음으로 가장 많은 광고 매출을 기록하게 됐다. 정확한 수치는 페이스북에서 공개하지는 않으나, 이 중 약 40% 수준이 2012년 인수한 인스타그램의 광고매출로 파악된다. 사진 기반 소셜 미디어 인스타그램(Instagram) 또한 이미지와 동영상을 통해 누구나 인플루언서가 될 수 있는 플랫폼으로 인기를 얻고 있다.

그림10 구글과 페이스북 2 개사의 온라인 광고 매출은 증가 중



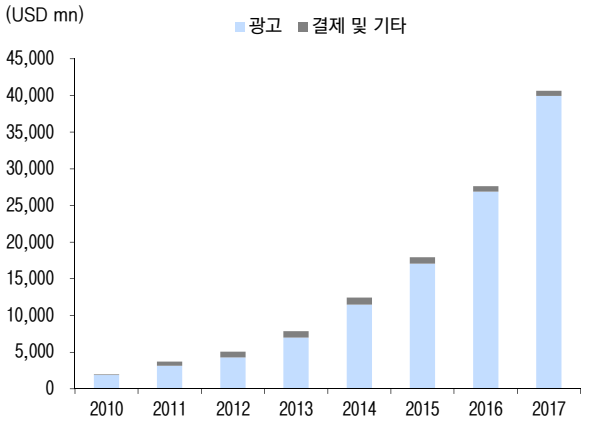
자료: WARC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 글로벌 플랫폼별 온라인 광고시장 점유율(2015 년)



자료: eMarketer, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 페이스북 부문별 매출액 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

인플루언서의 수익 모델: 커머스 또는 광고

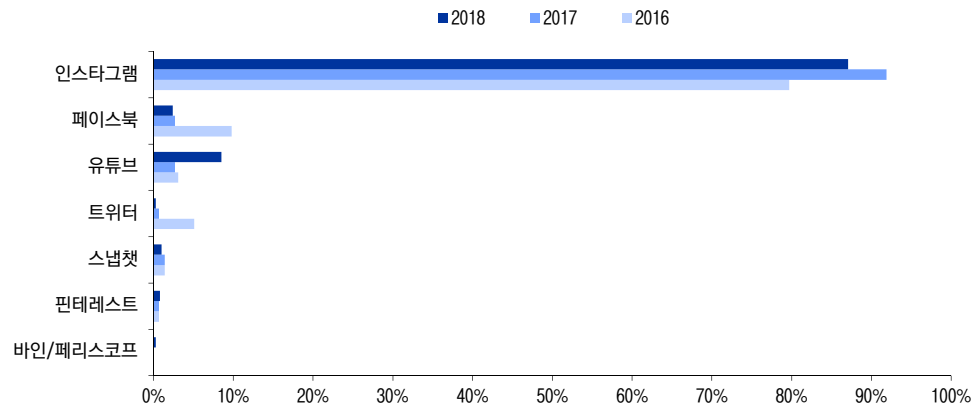
플랫폼은 또다시 플랫폼을 낳는다. 플랫폼으로 스타가 된 인스타그램 내 유명인이나 인플루언서, 파워블로거들은 많은 수의 팔로워 또는 팬들을 기반으로 여러 수익 모델을 만들어내고 있다. 당사는 인플루언서들의 수익 모델이 크게 1)커머스 또는 2)광고라고 판단한다. 인플루언서의 쇼핑몰은 보통 본인이 직접 모델로 활동하는 경우가 많은데, 팔로워나 팬들이 최소 구매자 수를 방어해줄 수 있기 때문이다. 판매 플랫폼은 인스타그램 상이나 블로그가 될 수도 있고 직접 제작한 사이트가 될 수도 있는데, 직접 사이트를 손쉽게 제작할 수 있게 해 주는 플랫폼들도 생겨났다.

표4 주요 인플루언서 플랫폼 활동 특성

내용	인스타그램	유투브	페이스북
		YouTube	
월 유저 수(명)	6억	10억	13.2억
월 평균 사용기간(분)	220	60	887
특징	영상 1분 내외, 사진 1회 1개 포스팅 가능	동영상 위주 플랫폼	실제 친구들과 정보 공유
홍보 패턴	'Look how beautiful #this is'	'watch me do #this'	'I like #this, you should too'
선호자	인플루언서	B2B 마케터	마케팅 전문가
유저 연령대	주로 10~30대가 이용	-	중, 장년도 선호도 높음
강점	이미지 마케팅 신뢰도 매우 높음 해시태그를 통해 그룹화 소통성이 높음	정보유지기간 무한대, 구글과 연동 가능, 콘텐츠 전파 빠름	멤버 수 높음, 다양한 연령대 이용, 바이럴 마케팅 활용, 신뢰도 높음(실제 친구)
약점	정보 유지 기간 짧음, 링크로 공유 불가, 검색 어려움	신뢰도 낮음, 저작권 침해 문제, 콘텐츠 제작 어려움	정보 유지 기간 짧음, 소통성이 낮음(지인 위주)
마케팅 초점	시각적인 효과와 해시태그 활용 극대화	동영상의 장점 최대 활용	직관적, 심플한 정보 위주

자료: Mavrck, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 인플루언서의 플랫폼 선호도



자료: Adweek, 이베스트투자증권 리서치센터

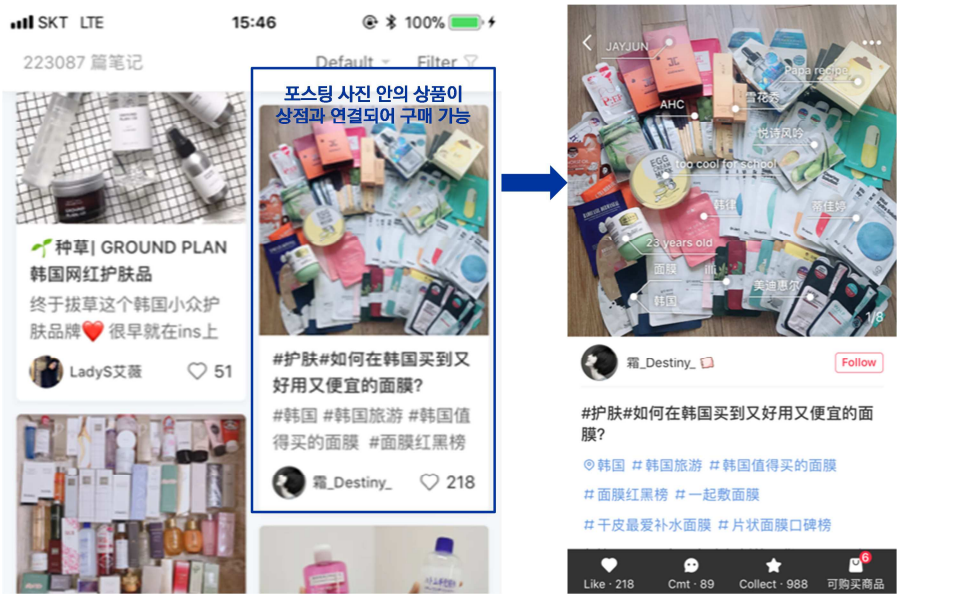
광고주 입장에서도 인플루언서들을 이용하는 것이 유리하다. 인플루언서 그 자체가 플랫폼 상에서 움직이는 광고매체며, 스타를 이용한 마케팅 보다 비용이 적어 소위 말하는 '가성비'가 좋기 때문이다. 할인쿠폰을 뿌리고 일일이 홍보해 고객을 유치하는 것 보다, 수십만 팔로워를 보유한 파워블로거 한 명을 통해 마케팅 하는 것이 훨씬 빠르고 투자 대비 수익도 높다. 미국의 Pew Research Center에 따르면 인플루언서 마케팅 효과는 투입비용의 6.85배인 것으로 나타났다. 또한 통상 이커머스 구매 전환율이 1~2% 내외에 그치는 것과 달리, 중국의 SNS 플랫폼 기반의 커머스 앱인 샤오홍슈(小红书)의 전환율은 8~10%에 달한다.

표5 소셜 인플루언서 구분

구분	Mega-Influencer	Macro-Influencer	Micro-Influencer
직업	연예인, 유튜브, SNS 스타	기자, 블로거 등	기존 고객 및 직원
콘텐츠	오리지널 콘텐츠 창조	콘텐츠 창조 및 가공	콘텐츠 창조 및 증폭
활동인원	약 5,000명	약 32,000명	약 1,500만명
팔로워	100만명 이상	1~100만명	500~10,000명
구매연결가능 팔로워	2~5%	5~25%	25~50%

자료: Mavrck, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 구매전환율 8~10%에 달하는 중국의 샤오홍슈: SNS 플랫폼에 상거래 추가



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이처럼 플랫폼은 인플루언서를 만들어냈고, 인플루언서들은 영향력을 바탕으로 수익을 창출하려 하고, 이들의 수익 창출을 돕기 위한 플랫폼이 또다시 생겨나고 있다. 이는 쇼핑몰 운영 플랫폼, 상품 소싱 플랫폼, 결제, 배송, 물류 플랫폼 등이다. 1997년 국내 최초의 온라인 쇼핑몰 인터파크가 설립된 이래 약 20년이 지났고 그동안 쇼핑 관련 플랫폼들이 여럿 나타나고 또 사라져 왔다. 과거 특별한 차별점 없이 셀러와 구매자를 연결하던 중개형 쇼핑몰 형태에서, 새로이 떠오르고 있는 플랫폼들을 살펴보고자 한다.

2. 쇼핑몰 제작 플랫폼

클릭 몇 번으로 만들어지는 쇼핑몰

과거 인터넷 쇼핑몰의 도입 단계 시기에도 국내 3대 쇼핑몰 호스팅 업체는 창업 수요에 따라 성장해 왔는데, 인플루언서나 SNS 스타가 등장하면서 이러한 창업 수요는 더욱 늘어날 것으로 전망한다. 실제로 국내 통신판매사업자 수는 SNS 활동이 활발해 지기 시작한 최근 다시 성장세로 돌아서고 있다.

쇼핑몰 운영을 하기 위한 첫번째 단계는 사업자 등록과 통신 판매업 신고며, 이를 마친 후 보통 쇼핑몰을 만드는 과정이 이어진다. 인스타그램이나 블로그를 통해서도 상품을 판매할 수 있지만 결제 기능 편의성이나 커스터마이징 측면에서 본인만의 페이지를 만드는 것이 더 유리하다. 과거 웹사이트를 만들기 위해서는 서버를 구매하고 html 코딩을 해야 하는 등 복잡했는데, 이제는 쇼핑몰 솔루션 업체들을 이용하면 간단하게 가능하다. 이러한 업체로는 카페24, 메이크샵(코리아센터닷컴), NHN고도 등이 있으며, 회원가입만 하면 쇼핑몰을 무료로 만들 수 있는 플랫폼도 있다.

그림15 인플루언서의 쇼핑몰 운영 준비 과정(예시)

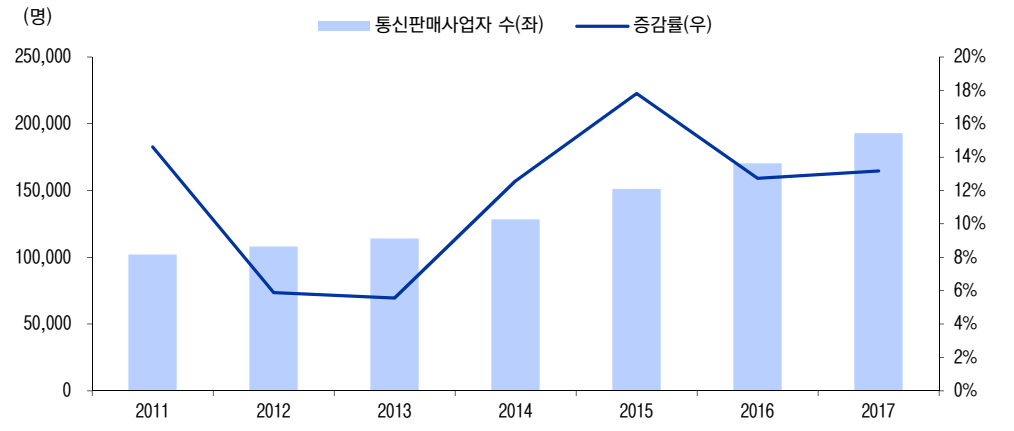
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 주요 쇼핑몰 솔루션 플랫폼별 운영 비용 비교

	카페24	메이크샵		고도몰	
플랜별 이용가격	무료	초기셋팅비	33,000원	설치비	55,000원(무료 행사)
		프리미엄 3.0	1개월 55,000원 3개월 156,000원 24개월 924,000원	고도몰5 스탠다드	무료
				고도몰5 프로	3개월 99,000원 24개월 792,000원
				고도몰5 프로+	B1 월 308,000원 S1 월 506,000원
				e나무독립형	880,0000원

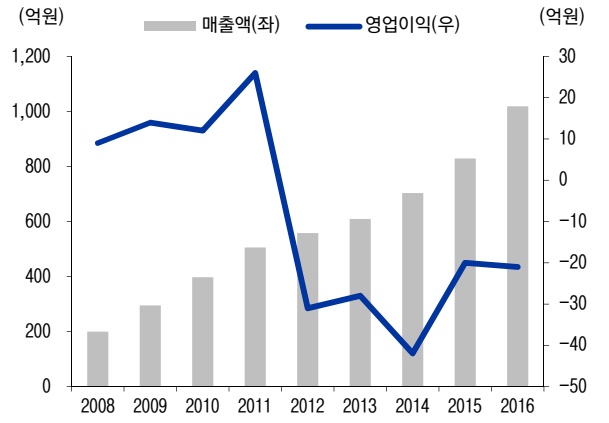
자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 한국 통신판매사업자 수 추이



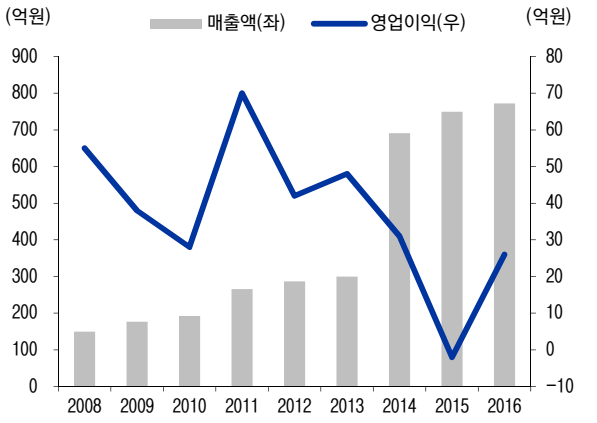
자료: 국세청, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2011~2013년은 언론 보도 기준

그림17 카페 24 실적 추이



자료: 카페24, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 메이크샵(코리아센터닷컴) 실적 추이



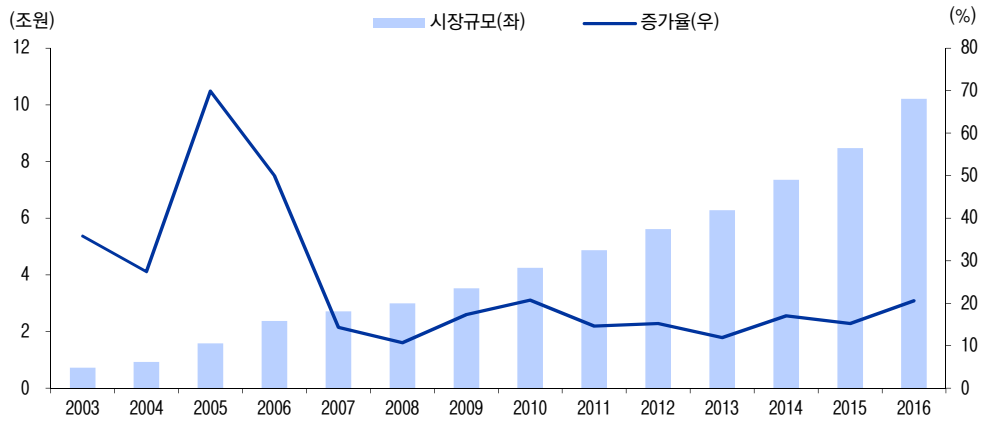
자료: 코리아센터닷컴, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 사입삼촌을 아시나요?

동대문 도매시장 생태계

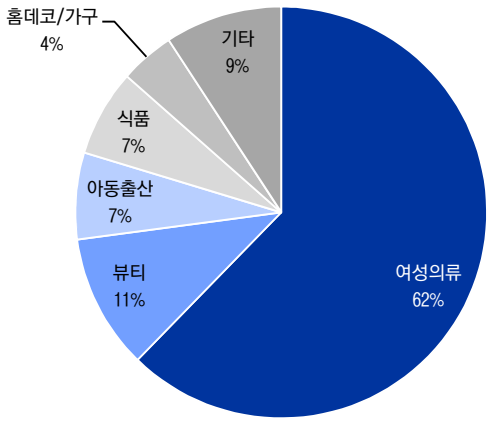
이커머스 사업을 영위하기 위해 가장 중요한 것이 상품이다. 적절한 아이템을 선정하는 것도 중요하지만, 이를 어떻게 공급 받을 지가 구하는 것이 가장 큰 문제다. 인플루언서들이 보통 선택하는 아이템은 의류나 화장품이 많다. 국내 온라인 패션 시장 규모는 꾸준히 두자릿수 성장을 이어가고 있는데, 온라인 상에서 유통되는 의류는 대부분 동대문 시장에서 공급되는 제품들이다. 동대문 관광 특구 협의회에 따르면, 동대문 패션 시장은 매출액이 하루 평균 약 500억원, 연간 15조원에 달하는 것으로 추정된다. 대부분 현금 결제가 이루어지기 때문에 실제 시장 규모는 훨씬 크다고 보는 것이 중론이다.

그림19 국내 온라인 패션 시장 현황



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 개인쇼핑몰 카테고리별 비중은 의류가 압도적



자료: 메이크샵, 이베스트투자증권 리서치센터

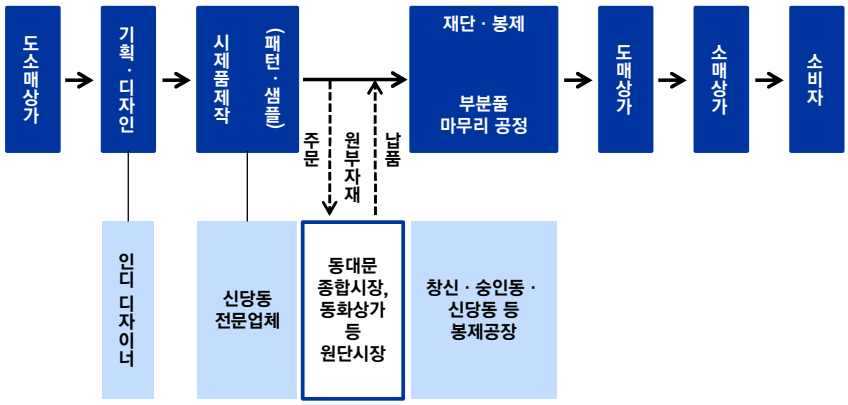
표7 동대문 패션시장 현황

	상가 수	점포 수	영업 매장 수	주력 품목	비고
전통 재래시장	15	16,266	11,218	종합의류, 원단, 부자재, 가죽, 액세서리	신발상가, 운동장 상가 제외
동부권 현대식 도매상가	13	5,624	4,658	영캐주얼의류, 남녀 의류, 액세서리, 수입 의류	대형 도매 쇼핑몰
서부권 소매상가	7	10,550	2,410	디자이너 브랜드, 영캐주얼의류, 직수입 의류, 남녀 정장, 액세서리	엔터테인먼트형 복합쇼핑몰
합계		**32,440**	**18,286**		

자료: 서울시(2015.8), 동대문상권 신택리지 활동가 운영사업, 이베스트투자증권 리서치센터

이렇게 큰 규모의 시장임에도 불구하고 동대문 패션산업은 대부분 오프라인 중심으로 돌아가고 있다. 소매업체 ↔ 소비자의 단계에서는 온라인 쇼핑 시장이 활성화되고 있는 반면, 원단업체와 도매업체, 그리고 도매업체와 소매업체의 거래는 온라인으로 크게 거래되지 못했다. 최근 이 시장의 수요(소매업자)와 공급(도매업자)을 연결해주는 플랫폼들이 생겨나고 있어 주목을 끈다.

그림21 동대문 패션산업 밸류체인



자료: KIET, 이베스트투자증권 리서치센터

동대문 원조 해결사: 사입삼촌

동대문의 도매 시장은 1)참여자들의 진입이 어렵고(도매상을 잘 모른다), 2)불편하고(밤에 열리는 시장), 3)오프라인 위주로 형성되어 있다는 것이 단점이다. 특히 지방에 있는 소매업체는 보통 저녁 9시에 개장해 새벽까지 이어지는 동대문 시장을 방문하기 힘들며, 수도권에 산다 해도 대부분 낮에 쇼핑몰 관련 업무를 하기 때문에 일과가 끝나고 저녁 늦게 사입하러 가는 일도 어렵다.

그림22 동대문 패션시장 지도

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 마찰을 해결하는 플랫폼으로 동대문 내 '사입삼촌'들이 존재해 왔다. 사입삼촌은 동대문 시장 안에서 물품을 대신 사입해주고 운반해주는 사람들을 뜻한다. 소매업체가 사입삼촌에게 도매상에 주문한 옷의 정보를 알려주면, 사입삼촌은 구매대금과 사입비를 받고 물품을 수거해서 보내주는 식이다. 한 거래처 당 기본 2,000~3,000원 사이를 수수료로 받으며 '대봉'(가장 큰 비닐봉투 기준) 운반 시에는 4,000~6,000원 정도다.

그림23 동대문 사입삼촌

자료: KBS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 동대문 도매시장 상차 모습

자료: 뉴스1, 이베스트투자증권 리서치센터

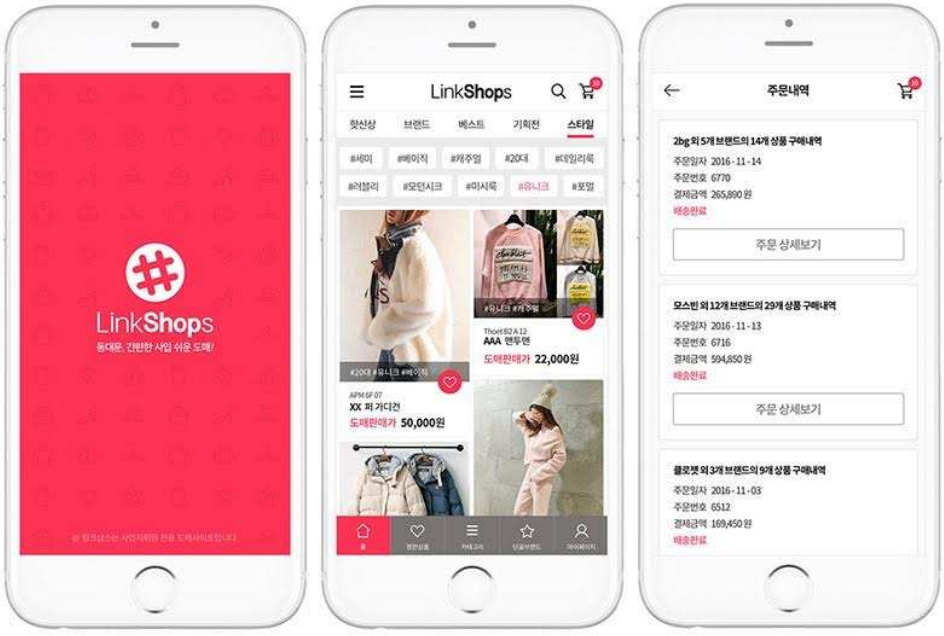
소매업체가 이미 거래처를 알고 있는 경우에는 사입삼촌은 단순히 물품을 운반해주는 기능을 하지만, 새로 창업을 하는 신생 쇼핑몰의 경우는 다르다. 사입삼촌을 잘 만나야

거래처들로부터 사진이나 샘플을 받을 수 있기 때문이다. 앞서 기술한대로 수요와 공급을 연결하는데 있어 소매시장은 이미 온라인화가 상당 부분 진행된 반면에, 도매시장에서는 비용이나 효율 측면에서 열위에 있었다고 판단한다. 즉 Part I에서 기술한대로 '연결될 수 있었지만 거래비용이나 시장 마찰이 컸던 거래'였다고 볼 수 있다.

동대문 신예 플랫폼

이렇게 오프라인 위주로만 돌아가던 시장을 온라인으로 옮겨오는 플랫폼 비즈니스가 생겨나기 시작했다. 이전에도 비슷하게 동대문 사입 구조를 온라인화 하려는 시도는 있었으나, 단순히 진열에 그쳤을 뿐 실제 거래는 이루어지기 어려웠던 것으로 판단한다. 다만 최근 결제 플랫폼들이 발달하면서 이러한 내용을 업그레이드 시킨 온라인 플랫폼이 활성화되고 있다.

그림25 동대문 사입 플랫폼: 링크샵스



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대표적인 플랫폼 회사가 2012년 설립된 링크샵스(舊 에이프릴)다. 2015년 4월 정식으로 서비스를 런칭하자마자 670여개의 도매상이 입점했고, 28,000개 상품이 업데이트됐다. 2016년 거래액은 약 300억원 수준, 2017년 월평균 거래액 50억원 이상, 입점 도매 업체 수는 약 5,500~6,000개 수준으로 추정된다. 2017년 기준 전국 10,000여개 업체와 2,000여개의 해외 바이어들이 이용중인 것으로 파악되며, 2016년 거래액 중 1/3 정도가 중국과 대만, 싱가포르, 미국 등에서 발생했다. 2015년 11월 24일, 실리콘밸리 벤처캐피탈 알토스벤처스와 KTB네트워크로부터 총 30억원을 투자받았다.

링크샵스는 소비자가 소매채널에서 쇼핑을 하듯 모바일 앱을 통해 사입을 할 수 있는 플랫폼을 구축했다. 도매 시장의 현금결제, 수기주문, 종이로 발급되는 세금계산서 등을 온라인으로 옮겨 편의성과 효율을 높인 것이다. 링크샵스를 통한 구매는 무이자 할부 카드결제도 가능하며, 에스크로, 알리페이까지 지원한다. 수수료는 도매업체에 1%, 소매업체는 국내 기준으로 3% 수준인 것으로 파악된다. 사입삼촌과 대비해서 저렴한 수수료는 아니지만 기능적으로는 더 우위에 있다고 판단한다. 또한 알리페이 등의 중국 결제수단을 도입해 비단 한국 소매상 뿐만 아니라 웨이샹 및 왕홍 비즈니스 관련 수요도 흡수하고 있다.

4. 물류: 마이창고

풀필먼트계의 우버: 마이창고

쇼핑몰을 운영하면서 생기는 또다른 문제는 상품 포장과 재고 관리다. 특히 인플루언서들은 팔로워 수가 매우 많기 때문에 주문량도 상대적으로 많을 수 밖에 없는데, 사입한 재고 또는 팔리지 않고 남아있는 재고들을 보관하는 데에 있어 어려움이 있다. 그렇다고 개인이 물류창고를 임대하기에는 너무 큰 비용이 든다.

또한 과거 물류서비스의 기능이 보관에 집중되어 있었다면, 온라인 쇼핑의 발달로 이제는 풀필먼트(Fulfillment) 기능이 더 중요해졌다. 즉 단순 보관에 그치지 않고 상품의 피킹과 패킹 등의 일까지 포함한 내용이 중요해졌다는 것이다. 이러한 수요와 공급을 연결해주는 이커머스 풀필먼트 서비스 기업이 등장했다.

2014년 8월 설립된 마이창고는 온라인 쇼핑몰을 위한 창고 및 택배 대행 서비스를 제공하는 회사다. 대부분의 3PL은 큰 규모의 업체와 거래하지만, 마이창고는 다품종 소량 제품을 취급하는 소호몰에도 서비스를 제공하고 있다. 창고 보관료는 사용한 만큼 정산되는데, 단 1평이라도 임대할 수 있도록 되어있다. 흥미로운 것은 마이창고가 소유한 창고는 한 곳도 없다는 점이다. 마이창고는 서울 시내뿐만 아니라 지방 곳곳의 대량 물류만을 취급해 온 창고들을 클라우드 형식으로 연결해 운영하고 있다. 풀필먼트계의 우버인 셈이다.

그림26 마이창고

마이창고
www.mychango.com

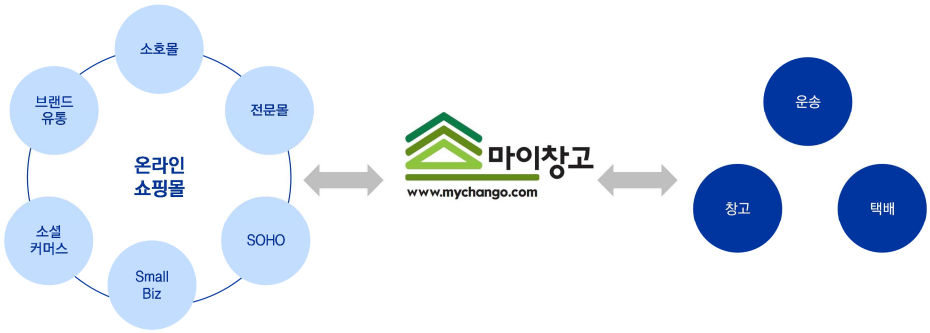
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 마이창고 물류 프로세스

자료: 마이창고, 이베스트투자증권 리서치센터

화주와 마이창고 간의 계약이 완료되면 화주(쇼핑몰 업체)는 마이창고 측에서 제안한 물류창고를 통해 물류 서비스를 받을 수 있다. 마이창고가 화주로부터 받는 수익을 택배박스 1개당 100이라 보았을 때, 창고에는 60을 주고, 여기서 창고가 취하는 마진은 약 10으로 파악된다(창고 내 보관료 및 인건비 원가 50으로 추정). 창고 측이 가져가고 남은 40을 통해 마이창고가 사업을 영위하고 있는 셈이다. 이처럼 물량에 관계없이 사용한 만큼 정산되는 이점이 인터넷 쇼핑몰 운영자들에게 매력적인 유인 요소가 될 것으로 판단한다.

그림28 마이창고 클라우드 플랫폼



자료: 마이창고, 이베스트투자증권 리서치센터

5. 손안의 동대문 상가: 지그재그

쇼핑몰 포탈 플랫폼

지그재그는 쇼핑몰 포탈 플랫폼이다. 앞서 기술한 쇼핑몰들이 지그재그 안에 모여있고, 소비자는 유명 쇼핑몰부터 소형몰까지 2,700개에 달하는 동대문 여성 쇼핑몰을 한눈에 보고 검색할 수 있다. 지그재그와 같은 플랫폼이 나오기 전에는 보통 소비자 자신이 이미 알고 있고 선호하는 몇 개의 쇼핑몰을 방문해 이용해 왔다. 지그재그는 온라인에 산재되어 있는 수많은 쇼핑몰을 스타일별로 분류하고, 유저 개인마다 맞춤형 검색 결과를 제공한다. 쇼핑몰 랭킹을 볼 수도 있고, 아이템으로 검색할 수도 있다. 정교하고 원활하게 연결될 수 없었던 거래를 연결해 낸 플랫폼이다.

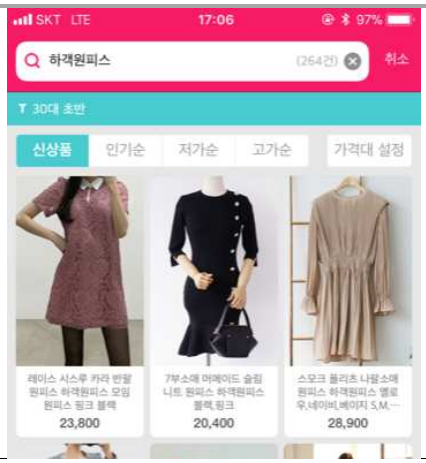
그림29 크로키닷컴이 운영하는 지그재그(ZIGZAG)

croQuis

ZIGZAG

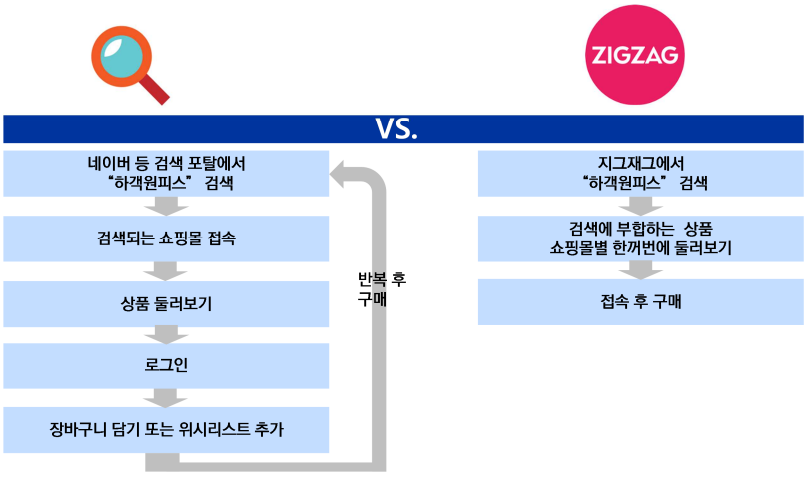
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 지그재그 앱 화면: 개인쇼핑몰별 상품을 검색 가능



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 하객원피스를 찾기 위한 과정: 지그재그를 통하면 편리



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

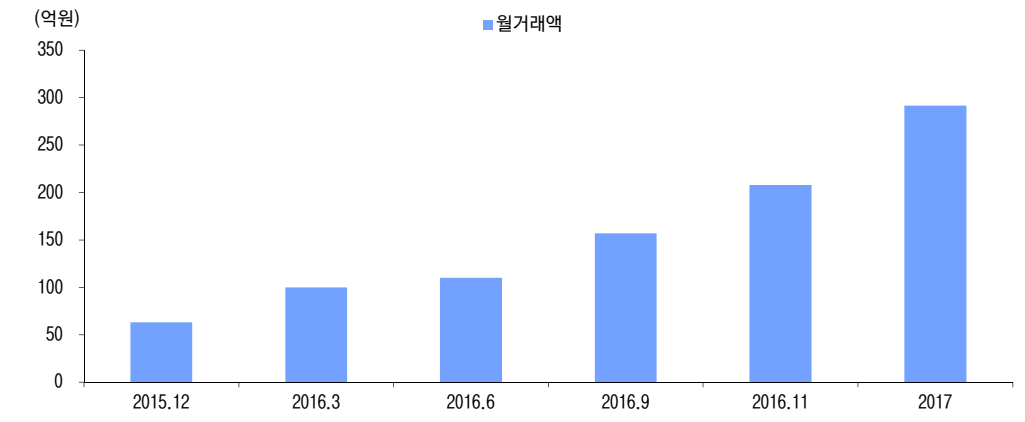
20대 여성 2명 중 1명은 지그재그 이용

지그재그의 2017년 거래액은 전년대비 80% 증가한 3,500억원, 등록된 상품은 480만개, 앱 다운로드 수는 올해 1월 천만건을 기록했다. 전체 이용자 중 200만명이 20대 여성인데, 한국 20대 여성 인구수는 2018년 1월 기준 322만명이므로 20대 여성 중 약 62%가 지그재그를 이용하고 있는 셈이다. 앱 내 구매전환율은 2016년 5~6% 수준으로 추정된다. 미국 경제 전문매체 포브스(Forbes)가 올해 주목해야 할 한국 스타트업 10개사 중 하나로 선정했으며, 2016년 30억원, 2017년 70억원 등 모두 100억원의 투자를 받았다.

그림32 지그재그 주요 기능: 쇼핑몰 모음 검색, 아이템으로 검색, 취향분석 알고리즘 큐레이션 기능

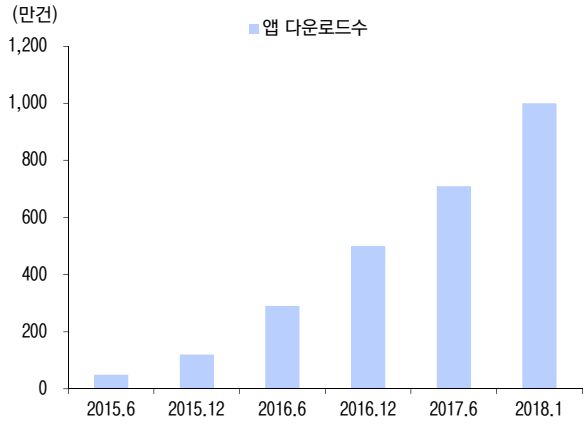
자료: 지그재그, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 지그재그 월 거래액 추이



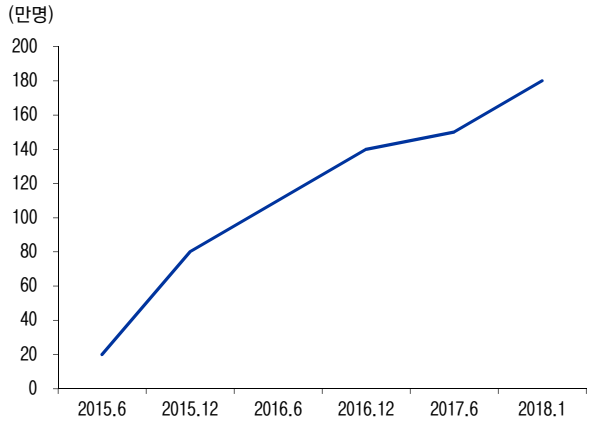
자료: 지그재그, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년은 연간 거래액의 월평균

그림34 지그재그 앱다운로드수는 1,000 만 기록



자료: 지그재그, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 지그재그 MAU 는 2018 년 1 월 기준 180 만명



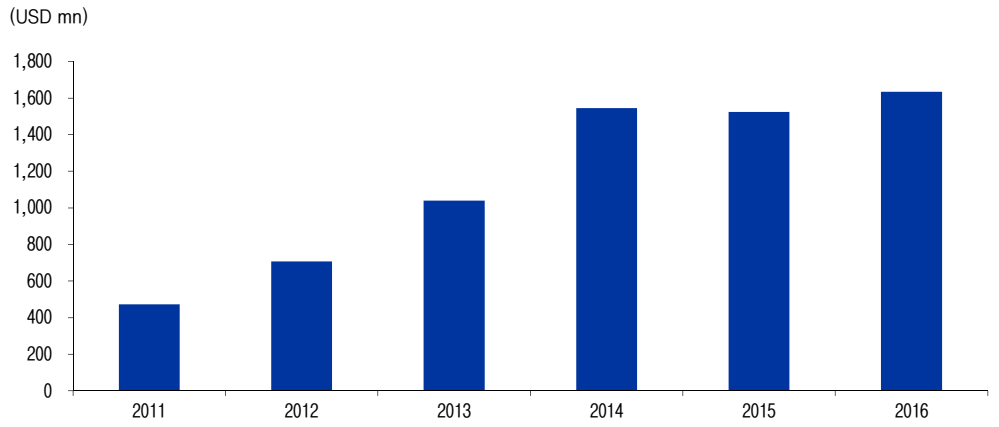
자료: 지그재그, 이베스트투자증권 리서치센터

6. 블랙프라이데이 필수 준비물: 배송대행지

미국 주소를 빌려드려요

동대문 생태계와는 거리가 있지만 온라인 쇼핑이 확산됨에 따라 배송대행지 비즈니스도 이와 관련해 생겨난 신규 플랫폼이다. 인터넷의 발전으로 가격비교가 편리해지고 이에 따른 합리적 소비가 확산되면서, 해외직구는 쇼핑의 한 종류로 자리잡았다. 2016년 기준 해외직구 금액은 16억 3,400만달러로 지난 5년간 연평균 28.2%씩 성장했다. 특히 미국은 주요 해외직구 대상국가다. 미국은 한국이나 일본과 다르게 특정매입 방식(수수료 매출)이 아닌 직매입 비중이 높다보니 재고를 소진하고 다음 시즌을 준비하는 블랙프라이데이와 같은 할인행사들이 많다. 따라서 할인행사를 통한 해외직구가 한국에서도 확산되었는데, 이와 관련해 마찰이 생기는 부분이 배송을 받기 위한 미국 주소다.

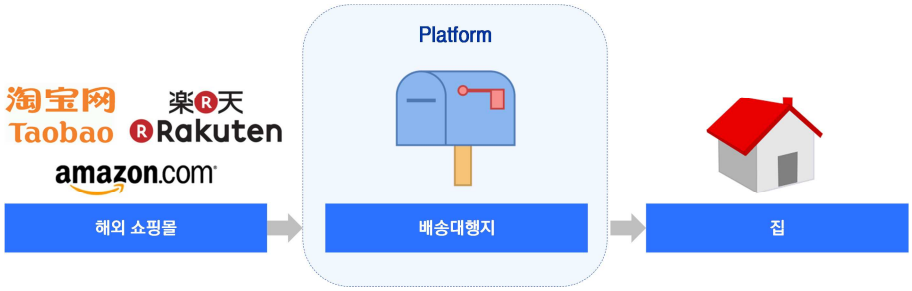
그림36 연도별 해외직구 규모



자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 목록통관 포함 기준

그림37 배송대행지 비즈니스



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

배송대행지 비즈니스는 [그림37]에 도식화된 대로 해외쇼핑몰로부터 물품을 배송받기 위한 배송대행지를 제공해주는 플랫폼이다. 직배송(해외 현지에서 한국 주소지로 바로 배송) 해 주는 쇼핑몰들도 생겨났으나, 배송비가 상대적으로 비싸다는 단점이 있다. 미국 내 무료배송을 이용해 배대지까지 받고, 배대지로부터 한국 주소로는 일정 수수료를 배송대행지 업체에게 지불하는 식이다. 사업 초기 대부분 미국을 대상으로 시작했던 업체들이 최근에는 중국, 일본, 독일 등까지 사업을 확장하면서, 현재는 여러 플랫폼들을 이용해 해외직구를 손쉽게 할 수 있다. 특히 몰테일을 운영하는 코리아센터닷컴은 최근 Pre IPO 투자를 유치하면서, 연내 IPO 추진을 사실상 공식화해 주목을 끌고 있다.

그림38 연내 IPO 예정인 코리아센터닷컴의 몰테일 서비스

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 한진의 이하넥스

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

렌탈/공유경제 플랫폼 분석

온라인 플랫폼은 오프라인 플랫폼이 갖고 있는 시간적/공간적 제약이란 한계를 보완해줬습니다. 또한 기술의 진보(데이터 처리 속도의 진화, 보안 방식의 진화, 유/무선 통신 인프라의 확장 등)와 더불어 플랫폼에서 거래되는 카테고리의 범위가 이제 무형 컨텐츠로까지 확대되었습니다.

그리고 이제 그 범위가 '서비스'로까지 확대되고 있는데, 이것이 바로 '렌탈/공유 비즈니스'라고 할 수 있습니다. 다시 말하면 '렌탈/공유 비즈니스'란 '유형 컨텐츠(자산)에 대해 관리 서비스가 결합된 것'이라 요약할 수 있습니다.

그렇다면 관련 사업자들의 핵심 경쟁력은 무엇일까요? 바로 누가 더욱 고객에 대한 관리 서비스를 잘 할 수 있는가 입니다. 그런데 이를 위해서는 '오프라인 플랫폼' 구축이 필수적이기 때문에 후발 주자에게 이는 큰 경제적인 진입장벽이 되고 있습니다.

플랫폼 개념의 확장 1: 거래 장소의 진화

온라인 플랫폼의 등장

전 세계 어느 도시를 여행하던 빠지지 않고 찾을 수 있는 장소가 있다. 바로 시장이다. 시장이란 물건을 사고 싶은 수요자와 물건을 팔고 싶은 공급자가 만나는 일종의 오프라인 플랫폼을 의미하는데, 수요자와 공급자가 많으면 많을수록(트래픽이 많을 수록) 유명한 시장으로 알려져 있다. 그리고 이러한 시장의 모습은 이제 쇼핑몰, 백화점 등 보다 진화된 형태로 그 명맥을 이어오고 있다.

하지만 쇼핑몰이나 백화점과 같이 보다 진화된 형태의 오프라인 플랫폼에도 명백한 한계가 있다. 바로 공간적, 시간적 제약이다. 시장보다 훨씬 다양한 물품을 쾌적한 환경에서 살 수 있는 환경이 조성되어 있긴 하지만, 결국 그것을 구매하기 위해서는 가게가 닫기 전에(시간적 제약) 직접 찾아가야(공간적 제약) 하는 귀찮음을 감내해야 하기 때문이다. 따라서 아무리 멀리 있는 물건이라도 집에서 내가 시간이 될 때 살 수 있는 환경을 제공 가능한 플랫폼에 대한 수요가 생겨났는데, 이것이 바로 온라인 플랫폼의 등장 배경이다.

오프라인에서 온라인까지 플랫폼의 개념이 확대될 수 있었던 계기는 '90년대 중반 '인터넷'이라는 기술적인 혁신이 나오면서부터 이다. 과거 물건을 구매하기 위해서는 쇼핑몰에 가야만 했지만, 이제는 집에서 PC를 통해(이제는 모바일까지 포함) 주문하면 배송까지 해주고 있다.

물론 이렇게 편리한 온라인 플랫폼에도 한계가 있다. 오프라인 플랫폼이 제공해주는 경험을 온전히 전달해주지는 못하기 때문이다. 예를 들어서 인터넷으로도 모든 종류의 가구를 살 수 있긴 하지만, 굳이 아침부터 IKEA로 가서 가구를 사는 이유는 온라인 플랫폼이 제공해주지 못하는 '쇼룸(가구 디스플레이에 대한 예시)'을 볼 수 있기 때문이다. 서점도 마찬가지이다. 책은 오히려 가구보다 사이즈가 정형화되어 있기 때문에 온라인 구매가 훨씬 수월함에도 불구하고 사람들은 아직까지 오프라인 서점을 즐겨 찾고 있다. 아마 서점이 주는 분위기를 온라인 플랫폼 상으로는 구현하기 어렵기 때문일 것이다.

그럼에도 불구하고 온라인 플랫폼의 등장은 기존 오프라인 플랫폼의 명백한 한계를 극복하게 해줬다는 점에서 플랫폼 산업의 패러다임 전환을 가져왔다고 볼 수 있다. 그리고 온라인 플랫폼이 생긴지 약 20여년이 지난 지금에도 관련 시장은 성장 중이다.

플랫폼 개념의 확장 2: 거래 대상의 확대

유형 컨텐츠에서 이제 무형 컨텐츠까지

'인터넷'의 등장과 함께 '90년대 중반 모습을 드러낸 온라인 플랫폼은 수요자와 공급자 간의 신뢰 문제(비대면 거래에 따라 발생하는 문제; 물품에 대한 신뢰성, 배송 문제, 거래 사기 등)에 직면했으나, 관련 기술의 발전으로 이제 아무도 온라인 플랫폼을 이용하는데 이러한 문제를 제기하고 있지 않다. 더 주목할 만한 점은 기술의 진보를 통해 온라인 플랫폼에서 거래되는 컨텐츠가 이제 무형 컨텐츠까지 확대되었다는 점이다.

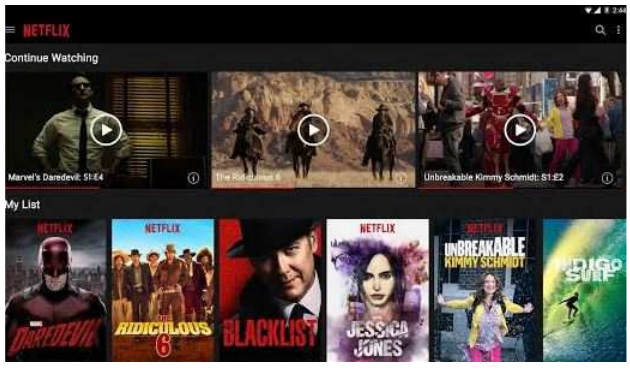
가장 좋은 사례로 들 수 있는 것은 영화/음악 컨텐츠 시장의 변화이다. 2000년대 중반까지도 집 근처에 비디오 대여점이나 레코드 가게들을 많이 볼 수 있었다. 집에서 영화를 보기 위해서는 그곳에 들러서 비디오나 DVD를 빌려와야만 했다. 음악 역시 마찬가지이다. 내가 좋아하는 가수의 노래를 듣기 위해서는 레코드 가게로 가서 CD를 직접 구매(혹인 빌려서)해야 했다. 하지만 유/무선 통신 인프라 및 관련 기술이 진화하면서 이제 이러한 무형 컨텐츠도 온라인 플랫폼을 이용하는 것이 일상화되고 있다.

최근 들어서는 영화/음악 등 엔터미디어 관련 컨텐츠 뿐만 아니라, 당연히 오프라인 플랫폼을 통해 구현될 수 밖에 없다고 여겨지던 금융 관련 업무, 기업의 전산 서버 등도 기술의 발전(데어터 처리 속도의 진화, 보안 방식의 진화, 유/무선 통신 인프라의 확장 등)과 함께 인터넷 뱅크(ex 카카오 뱅크), 클라우드 서비스 등의 형태로 모습이 바뀌고 있다.

그림40 DVD 형태의 무형 컨텐츠를 오프라인 플랫폼에서

주: Blockbuster社
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 이제 무형 컨텐츠를 바로 온라인 플랫폼에서



주: Netflix社
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

플랫폼 개념의 확장 3: 렌탈/공유 비즈니스의 등장

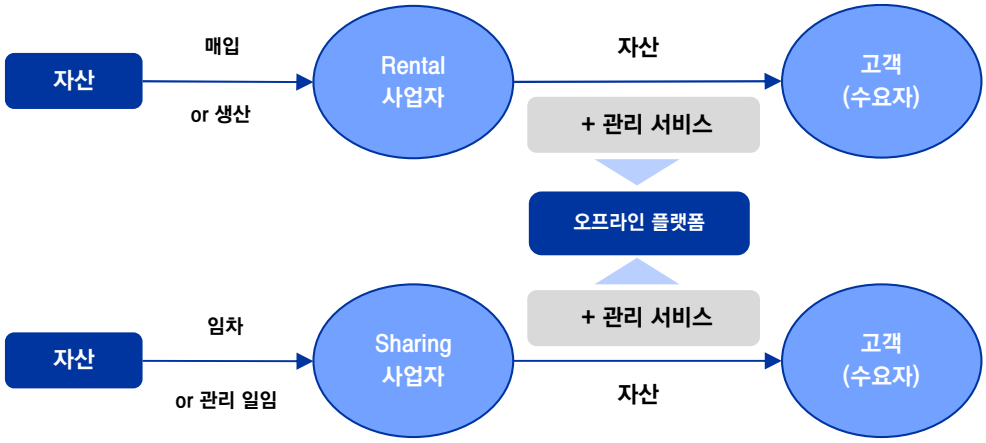
'유형 컨텐츠(자산) + 무형 서비스'의 결합 = 렌탈/공유 비즈니스

앞서 언급한 바와 같이 온라인 플랫폼은 오프라인 플랫폼이 갖고 있는 시간적/공간적 제약이란 한계를 보완하는 역할을 해줌과 동시에, 기술적인 진보와 더불어 플랫폼에서 거래되는 카테고리의 범위를 유형 컨텐츠에서 무형 컨텐츠로까지 확대시켰다. 그리고 이제는 그 범위가 '서비스'로까지 확대되고 있는데, 이것이 바로 '렌탈/공유 비즈니스'이다.

가장 쉬운 예로 들 수 있는 것이 최근에 유행하고 있는 '안마 의자 렌탈 서비스'이다. 사실 안마 의자를 구매하는 것은 지금도 당장 핸드폰 앱을 통해 할 수 있을 정도로 간편하다. 하지만 문제는 구매 이후이다. 만약 안마 의자에 문제가 생길 경우 이를 고쳐야 하는 것은 온전히 구매자의 몫이기 때문이다. 그렇다고 피곤할 때마다 안마 서비스를 받으러 가는 것도 시간적/공간적 제약이 뒤따를 수 밖에 없기 때문에 귀찮다. 이에 대한 절충안으로 생각해 볼 수 있는 것은 내가 원할 때마다 안마를 받을 수 있는 안마 의자를 거실에 갖다 놓고 이에 대한 관리 서비스는 따로 맡기는 방법이다. 즉, '안마 의자라는 유형 컨텐츠에 관리라는 무형 서비스가 결합'된 것이다.

최근 유행하고 있는 또 다른 사례는 홍대 근처에서 자주 볼 수 있는 '무인 주차장'이다. 주차장이라고 하면 사실 색다를 것이 전혀 없는 사업이다. 하지만 최근 들어 등장하고 있는 주차장들이 새롭게 느껴지는 것은 과거와 달리 1) 주차 관리원이 없이 무인으로 운영되고 있다는 점이며, 2) 그 규모가 우리가 지금까지 알고 있는 주차장의 그것보다 상당히 작다는 점이다.

그림42 유형 컨텐츠 + 무형 서비스의 결합 = 렌탈/공유 경제

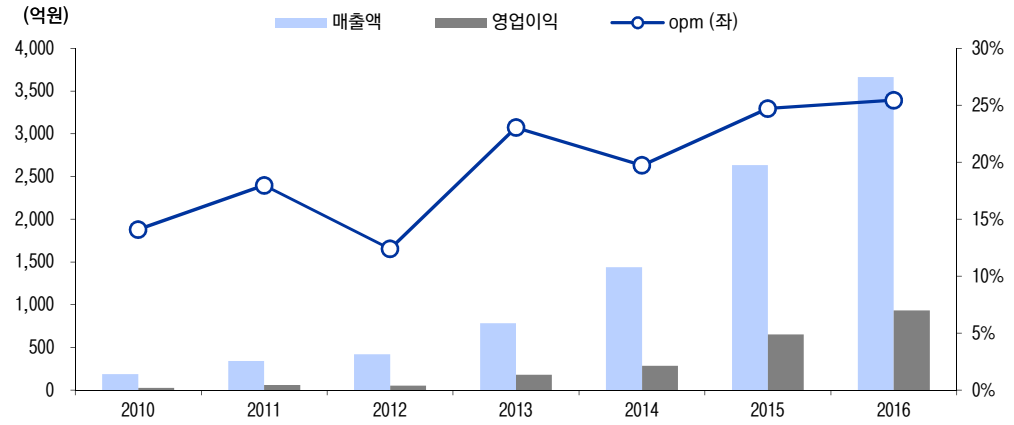


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

이러한 새로운 형태의 주차장이 등장하게 된 배경은 토지를 보유하고 있는 땅 주인과 이에 대한 '관리 서비스'를 하는 업체 모두 'Win-Win'할 수 있기 때문이다. 먼저 땅 주인 입장에서는 자투리 땅을 어떻게 이용할 수 있을지에 대한 고민이 있다. 그 곳에 건물을 올리자니 부지가 넉넉하지 않을 뿐더러 공실에 대한 두려움이 존재한다. 따라서 땅 주인 입장에서는 자투리 부지를 전문적으로 관리해 줄 수 있는 업체에게 이를 대여해주고 매년 안정적인 수익을 얻는 방법이 가장 현실적인 대안이 될 것이다.

이에 대한 '관리 서비스'를 영위하는 업체 입장에서도 사업을 확장할 때 땅을 직접 구입하지 않아도 되기 때문에 영업 레버지리 효과를 누릴 수 있는 장점이 있다. 즉, 이 역시 '자투리 땅이라는 유형 컨텐츠에 관리라는 무형 서비스가 결합'된 사업으로 이해할 수 있다.

그림43 바디 프렌드 매출액/영업이익 추이: 렌탈과 함께 꾸준한 실적 상승세



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 최근 유행하고 있는 렌탈 사업의 예: 안마 의자

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 최근 유행하고 있는 공유 경제의 예: 무인 주차장

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

렌탈/공유 비즈니스란 무엇인가?

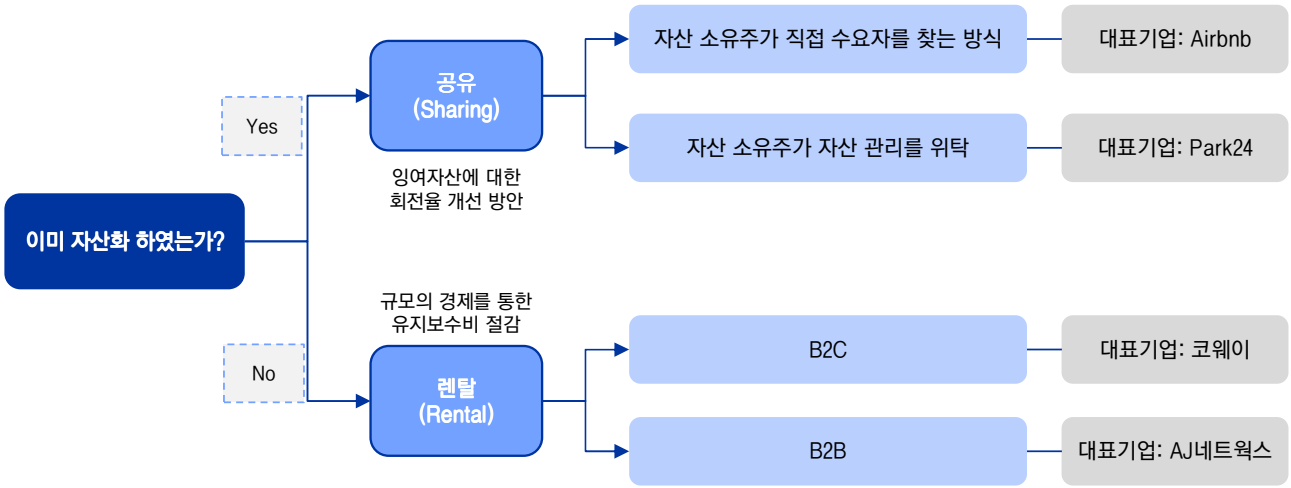
렌탈/공유 비즈니스의 공통점

앞서 언급한 바와 같이 렌탈 / 공유 비즈니스의 핵심은 '유형 컨텐츠(자산)에 대한 관리 서비스'라고 할 수 있다. 우리 주변에서 가장 쉽게 찾아 볼 수 있는 렌탈 관련 예로는 코웨이(021240), SK네트웍스(001740), 쿠쿠전자(192400) 등이 영위하고 있는 정수기 등 가전 제품 렌탈을 들 수 있다. 공유 관련 사업 역시 '무인 주차장', '공유 오피스(We Work 등)', '에어비앤비' 등을 통해 어느덧 우리 곁에 가까이 와 있다.

렌탈/공유 비즈니스의 차이점

수요자 입장에서 렌탈이나 공유 모두 물건을 자산화하는 대신 관리 서비스를 받으면서 빌려 사용한다는 점은 동일하다. 하지만 '공유'란 보유하고 있는 자산 중 잉여자산에 대해서 회전율(수익성)을 높이기 위해 필요한 사람에게 빌려주는 것인 반면, '렌탈'은 애초에 다른 사람에게 자산을 빌려주고 이에 대한 대가를 받을 목적으로 자산을 대량으로 구입하여 하는 사업이다.

그림46 공유경제 vs. 렌탈



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

렌탈/공유 비즈니스가 주목받는 이유는 무엇일까?

우리가 물건을 사는 이유는 두 가지이다. 지불하는 비용(물건값+유지보수비+기회비용)보다 더 많은 혜택(경제적 이득+만족감 등)이 있을 것으로 생각될 때, 그리고 사용 빈도는 낮더라도 가끔은 꼭 필요하여 어쩔 수 없는 경우이다. 물건의 규모와 양이 큰지 작은지에 대한 정도의 차이가 있을 뿐, 이러한 기준은 개인뿐만 아니라 기업에도 동일하게 적용된다.

물건을 살 때(Capex) 누구나 이러한 고민을 하지만, 문제는 당시에 내린 판단이 언제나 옳지 않다는 사실이다. 예상했던 것보다 비용(유지보수비)이 혜택보다 큰 경우도 많고, 꼭 필요한 물건이라서 어쩔 수 없이 구매는 했지만 사용 빈도가 너무 낮아서 유지보수비가 너무 많이 드는 경우가 대표적이다. 이런 물건은 사용을 할 수록 비용이 커지기 때문에 어쩔 수 없이 창고에 보관하게 되는데(자산회전율 감소), 결국 물건을 괜히 산 것이 된다. 이러한 물건을 잉여자산이라고 표현하며, 이러한 자산이 많을수록 개인/기업의 자산 효율성(수익성)은 당연히 하락하게 된다.

경제성장률이 높은 시기에는 잉여자산에 대한 고민을 크게 하지 않아도 된다. 이러한 잉여자산이 전체 자산의 회전율을 설령 낮추더라도 잉여라고 판단되던 자산 자체의 가격이 상승하는 경우(특히 부동산의 경우)가 빈번했기 때문이다. 또는 다른 자산에서 창출하는 수익이 크기 때문에 잉여자산에서 발생하는 비용을 충분히 상쇄하고도 남았다. 하지만 저성장의 시대로 접어들며 이러한 모습은 더 이상 찾아보기 힘들어졌다. 미국/유럽의 선진국을 중심으로 2008년 경제위기 이후 'Airbnb', 'Lyft' 등 잉여자산의 활용법과 관련된 '공유경제(Sharing Economy)' 관련 스타트업 기업들이 급증하게 된 이유도 여기에 있다.

'렌탈(Rental)' 역시 마찬가지이다. 과거 기업들은 사업에 필요한 모든 설비에 대해 자산화를 했지만, 이제는 핵심 자산 외 비핵심 자산(ex 지게차, 고소장비 등)에 대해서는 고정비 부담(감가상각비, 유지보수비)을 줄이기 위해 렌탈 서비스를 이용하는 비중이 점차 증가하고 있다.

표8 자산화(Asset) vs. 렌탈(Rental)

자산화 vs 렌탈	비용 성격	구분	Why 렌탈
자산화에 따른 비용	금전적	① 유지보수 관련 비용(고정비성)	렌탈을 사용하는 이유 → "① + ② 〉 ③" 일때 → 즉, 렌탈 사업자는 '규모의 경제' 와 '네트워크망' 을 구현할 수 있는 자금력 필요
	비금전적	② 기회비용, 시간 등	
렌탈에 따른 비용	금전적	③ 렌탈료	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

렌탈/공유 비즈니스의 핵심 경쟁력은?

렌탈/공유 비즈니스란 '유형 컨텐츠(자산)에 대한 관리 서비스의 결합'이기 때문에 결국 이러한 사업을 영위하기 위해 필요한 핵심 경쟁력도 1) 유형 컨텐츠(자산) 관점, 그리고 2) 관리 서비스 관점으로 나누어 생각해 볼 수 있다.

유형 컨텐츠(자산) 관련

렌탈/공유 비즈니스를 영위하는 사업자들이 갖추고 있어야 할 첫 번째 핵심 역량은 바로 '아이템 선정 능력'이다. 고객들이 어떤 자산에 대해 관리 서비스가 필요하다고 느끼고 있는가를 알아야 사업을 시작할 수 있기 때문이다. 두 번째 필요한 것은 해당 아이템을 얼마나 대량으로 구입(또는 생산)하여 규모의 경제를 일으킬 수 있는가 여부(이는 렌탈 사업자에게만 해당. 공유 비즈니스 플랫폼 사업자는 자산에 대한 소유권이 없기 때문)이다.

마지막으로 무엇보다 중요한 것은 바로 '자금력'이다. 먼저 '렌탈 비즈니스'의 경우 일정 규모에 이르기 전까지는 현금 흐름의 불일치가 발생할 수 밖에 없다. 쉽게 말해서 정수기 렌탈 사업을 하기 위해 정수기를 하나 생산하는데 100원을 한번에 지출했다고 하면, 이를 고객에게 렌탈해주고 받는 수익(렌탈료)은 매달 '100원/n개월 + @'이 된다. 즉, 고객이 약정 기간동안 렌탈료를 모두 납부할 때까지 렌탈 사업자는 (-) 현금흐름을 버텨내야 한다. 이는 '공유 경제' 사업자도 비슷하다. 무인 주차장 사업을 한다고 가정하면 매달 땅 주인에게 임차료를 고정적으로 지불해야 하지만, 주차료 수익은 가변적이기 때문이다. 즉, 사업이 본 궤도에 오르기 전까지 공유 경제 사업자 역시 (-) 현금흐름을 버텨내야 한다.

관리 서비스 관련

어느 회사를 통해 렌탈(ex 정수기, 매트리스 등)이나 공유 서비스(ex 카세어링, 공유오피스, 무인 주차장 등)를 이용해볼까 고민할 때 가장 먼저 생각해보는 것은 무엇일까? 사실 어느 회사를 통해 렌탈이나 공유 서비스를 이용하던지 제품 그 자체에는 큰 차별성이 없다. L社의 정수기나 C社의 정수기나 고객이 느끼는 차별성은 크지 않다. 공유 서비스 역시 마찬가지이다. GSPark24에 주차를 하든 AJ파크에 주차들 하든 소비자가 느끼는 것은 똑같다. 즉, 소비자 선택의 기준은 유형 컨텐츠(자산)이 아니다. 소비자들이 차별성을 느끼는 것은 바로 유형 컨텐츠에 대한 관리 서비스이다.

렌탈 비즈니스에서 의미하는 관리 서비스란 렌탈 사업자가 제공한 유형 컨텐츠에 대한 유지보수를 의미한다. 즉, 얼마나 유지보수를 잘 해줄 수 있는가 여부가 렌탈 사업자의 핵심 경쟁력인데, 이를 위해서는 전국 모든 고객이 부르면 달려가서 필요한 서비스를 제공해줄 수 있도록 촘촘한 '오프라인 플랫폼(유지보수 인력에 대한 전국적인 커버리지)'을 구축해야 한다.

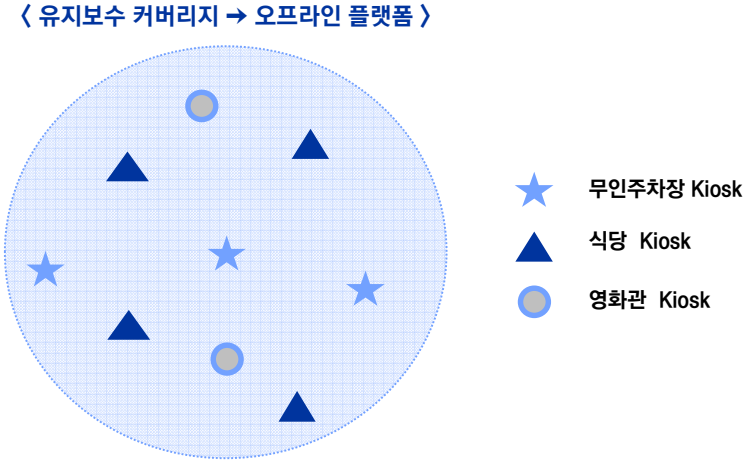
공유 비즈니스에서 말하는 관리 서비스는 두 가지 측면으로 나눠서 생각해봐야 한다. 첫 번째 관리 서비스의 의미는 본래 자산의 주인보다 자산을 보다 효율적으로 이용할 수 있는 방법을 갖고 있는지에 대한 것이다. 예를 들어서 빌딩 주인이 공유 비즈니스를 영위하는 사업자보다 공실 활용에 대한 더 좋은 아이디어가 있다면 굳이 빌딩을 빌려주지 않을 것이기 때문이다. 두 번째 관리 서비스의 의미는 렌탈 비즈니스와 마찬가지로 고객에 대한 관리이다. 만약 무인 주차장을 이용하는 고객이 주차비를 결제할 때 어려움을 겪는다면(무인 Kiosk에서 결제 오류 등이 발생했을 때), 그 다음부터는 그 주차장을 이용하지 않을 가능성이 높아지기 때문이다.

표9 렌탈 / 공유 비즈니스의 핵심 경쟁력

구분	유형 컨텐츠(자산)		관리 서비스
렌탈 사업자	* 아이템 선정	: 고객 입장에서 관리 서비스를 필요로 하는 아이템 포착	* 얼마나 촘촘한 오프라인 플랫폼 (고객이 원할 때 실시간 대응이 가능하도록)을 구축해 놓고 있는가 여부
	* 자금력	: 대규모 자산 매입을 할 수 있을만큼의 자금력 : 사업 초기에 (-) 현금흐름을 버틸 수 있는 자금력	
공유 사업자	* 아이템 선정	: 고객 입장에서 관리 서비스를 필요로 하는 아이템 포착	* 자산에 대한 회전율을 더욱 높일 수 있는 방안을 보유하고 있는가 여부
	* 자금력	: 비용은 고정적, 수익은 가변적	* 얼마나 촘촘한 오프라인 플랫폼(고객이 원할 때 실시간 대응이 가능하도록)을 구축해 놓고 있는가 여부

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 오프라인 플랫폼(유지보수 커버리지)이 렌탈/공유 비즈니스의 핵심 경쟁력



주: 커버리지 안에 유지보수 대상이 증가할수록 영업레버리지 효과를 통한 수익성 개선
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

(별첨) 국내외 대표 렌탈 / 공유 비즈니스 관련 업체

표10 공유경제 / 렌탈 관련 국내외 기업

구분	종목코드	종목명	시가총액	연 매출액	내용
공유	4666 JT	Park24	395,531	255,099	- 일본 M/S 1위 무인주차장 업체 - 2017년 10월 기준 주차장수 18,255개/주차면수 683,707개
공유	비상장	Airbnb	N/A	N/A	- 미국의 P2P 공유경제 Platform 업체 - 2016년 8월 기준 기업가치 약 33조원으로 평가
공유	비상장	WeWork	N/A	N/A	- 2008년 미국 경제위기 이후 자산효율화에 대한 니즈 증가로 설립 - 2016년 3월 기준 기업가치 약 18조원으로 평가
공유	비상장	Uber	N/A	N/A	- 미국의 P2P 공유경제 Platform 업체 - 2016년 12월 기준 기업가치 약 77조원으로 평가
공유	비상장	GS Park24	N/A	201	- 국내 2위 무인주차장 사업자 - 일본의 Park24와 GS에너지의 합작사, 지분 50:50
공유	비상장	AJ파크	N/A	362	- 국내 1위 무인주차장 사업자 - 3Q16 기준 주차장 95개/주차면수 22,000개
렌탈	URI US	United Rentals	14,626	6,641	- 미국의 B2B 렌탈 전문 회사 - 셰일가스 개발에 필요한 중장비를 렌탈하며 기업이 급성장
렌탈	A021240	코웨이	64,194	4,086	- 국내 1위 B2C 렌탈 전문 회사 - 최근 SK네트웍스의 B2C 렌탈 시장 진출 리스크 부각
렌탈	A284740	쿠쿠홈시스	8,593	N/A	- 2018년 1월 쿠쿠전자의 렌탈사업부문이 인적분할되며 신설 - 국내 렌탈시장은 교체 수요 중심, 해외는 말레이시아 중심
렌탈	A095570	AJ네트웍스	3,587	14,310	- 국내 1위 B2B 렌탈 전문 회사 - 팔레트, IT기기, 고소장비, 지게차, 렌터카, 무인주차장 등
렌탈	A063570	한국전자금융	3,863	2,155	- NICE 그룹의 ATM관리와 CD-VAN 사업 담당 - 2015년부터 무인주차장, Kiosk, POS기기 사업 진행 중
렌탈	A068400	AJ렌터카	2,370	6,368	- 국내 M/S 3위 렌터카 업체(73,716대, 10.4%) - 치열한 경쟁으로 당분간 수익성 개선에 시간이 필요
렌탈	A001740	SK네트웍스	14,593	15,200	- 국내 M/S 2위 렌터카 업체(87,480대, 12.0%) - 2016년 말 동양매직 인수로 B2C 렌탈 시장 진입 준비
렌탈	비상장	롯데렌탈	N/A	15,357	- 국내 M/S 1위 렌터카 업체(174,582대, 24.8%) - 사무기기 관련 렌탈 사업도 영위 중

주1: 국내기업 단위 억원, 해외기업 Mil Yen, Mil USD
주2: 시가총액은 3/2일 기준, 연 매출액은 최근 사업연도의 실적, SK네트웍스는 유류 도매부문 제외 실적
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

SK 네트웍스 (001740)	42
코웨이 (021240)	55
카페 24 (042000)	67
Shopify (SHOP US)	69
AJ 네트웍스 (095570)	74
Park24 (4666 JP)	80

Universe

종목명	투자판단	목표주가
SK 네트웍스	Buy (신규)	7,500 원(신규)
코웨이	Buy (신규)	103,000 원(신규)
카페 24	Not Rated	Not Rated
Shopify	Not Rated	Not Rated
AJ 네트웍스	Buy (유지)	9,400 원(유지)
Park24	Not Rated	Not Rated

SK네트웍스 (001740)

2018. 3. 5 | 유통

떠오르는 플랫폼 스타

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 7,500 원
현재주가 5,880 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

SK그룹의 유통/소비재 담당

SK네트웍스는 SK그룹 내 유통/소비재 담당 계열사로, 크게 유통(단말기 유통, 유류 소매 유통), 소비재(렌터카, 가전렌탈, 워커힐 호텔), 상사(트레이딩) 부문을 영위하고 있다. 최근 몇년 간 패션 사업부문 매각, LPG 충전사업 양도, 유류제품 도매 사업 매각 등 사업 재편을 진행해 왔으며, 사업 개편이 마무리됨에 따라 올해부터는 동사가 주요 성장 동력으로 삼고 있는 소비재(렌터카, SK매직) 부문에 좀 더 집중할 수 있을 전망이다.

홈케어와 모빌리티 플랫폼으로 도약

SK매직의 2017년 계정수는 126만을 기록했고, 올해 목표 계정수는 전년대비 23.8% 늘어난 156만이다. 후발주자임에도 SK매직이 빠르게 성장할 수 있었던 것은 물탱크가 필요없는 직수형 정수기 등 차별화한 제품의 덕이 가장 컸다. 동사는 이러한 제품 역량을 바탕으로 올해 신제품 출시를 통한 계정 확대와 ARPU 상승을 동시에 노리고 있다. 또한 올해 상반기 대대적인 광고 집행을 통해 인지도를 올리고, 하반기로 갈수록 이 효과가 나타날 것으로 전망한다.

SK네트웍스의 렌터카 비즈니스는 2017년말 기준 업계 2위로 운영 대수는 87,480대를 기록했다. 올해 목표 운영대수는 10만대로, 대규모 차량 확보를 통해 3위와의 격차를 벌리고 롯데렌터카와 함께 양강 체제를 확고하게 만들 전망이다. Car Life 사업 부문은 SK매직 부문과 함께 향후 동사의 전략에 중요한 역할을 할 전망이다. 주유소와 경정비 센터, 렌터카 비즈니스를 기반으로 향후 카셰어링, 무인 주차장, 중고차 판매 사업 등 네트워크 효과를 통해 확장 가능한 영역이 큰 부문이기 때문이다.

투자의견 Buy, 목표주가 7,500원으로 커버리지 개시

SK네트웍스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 7,500원으로 커버리지를 개시한다. 과거 다양한 사업들이 혼재되어 있었으나, 올해부터는 안정적 캐쉬 카우인 유류/정보통신 유통사업을 바탕으로 SK매직과 렌터카 중심의 플랫폼 사업을 통한 성장을 이어갈 전망이다. 비용 측면에서는 사업 정리 등으로 인해 공통비로 부담했던 비용이 약 120~130억원 절감 가능할 것으로 전망한다. 더불어 연내 SK에너지와의 협상이 완료된다면 이는 주가에 추가적인 모멘텀으로 작용할 전망이다.

Stock Data

KOSPI (3/2)		2,402.16 pt
시가총액		14,593 억원
발행주식수		248,188 천주
52 주 최고가 / 최저가		8,120/5,880 원
90 일 일평균거래대금		62.6 억원
외국인 지분율		16.1%
배당수익률(18.12E)		1.7%
BPS(18.12E)		9,935 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.5%
	6 개월	-19.4%
	12 개월	-35.7%
주주구성	SK(주)외 5 인	40.2%
	국민연금공단	7.2%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	19,523	191	124	73	296	129.2	341	18.5	8.9	0.5	2.9
2016	18,457	167	50	-82	-329	적전	343	-21.0	12.1	0.7	-3.3
2017P	17,931	143	61	27	105	흑전	371	56.2	9.3	0.6	1.1
2018E	15,862	205	193	111	432	313.3	377	13.6	8.7	0.6	4.4
2019E	16,805	269	258	148	578	33.7	438	10.2	7.1	0.6	5.7

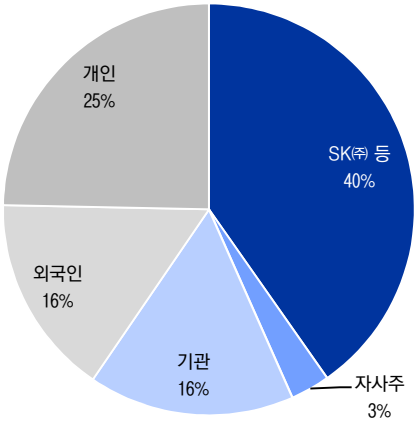
자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1. 회사 소개

SK네트웍스는 SK그룹 내 유통/소비재 담당 계열사로, 크게 유통(단말기 유통, 유류 소매 유통), 소비재(렌터카, 가전렌탈, 워커힐 호텔), 상사(트레이딩) 부문을 영위하고 있다. SK네트웍스가 처음 출범했을 때는 상사 비즈니스를 주로 영위하고 있었고, 2008~2011년 자원개발에 투자한 적도 있었지만 최근 몇 년간 사업 재편을 진행해왔다.

2016년 11월 동양매직 지분 100%를 6,100억원에 인수했고 타미힐피거, DKNY 등을 운영하는 패션 사업부문을 현대백화점그룹에 3,300억원에 매각했다. 지난해 3월에는 LPG 충전사업과 충전소 유형자산을 SK가스에 3,102억원에 양도했으며, 유류제품 도매사업은 지난 해 10월 SK에너지에 매각하면서 사업 재편은 마무리되었다. 과거 다양한 사업들이 혼재되어 있었으나, 개편이 마무리됨에 따라 올해부터는 동사가 주요 성장 동력으로 삼고 있는 소비재(렌터카, SK매직) 부문에 좀 더 집중할 수 있을 전망이다.

그림48 SK 네트웍스 주주 구성(2017 년말 기준)



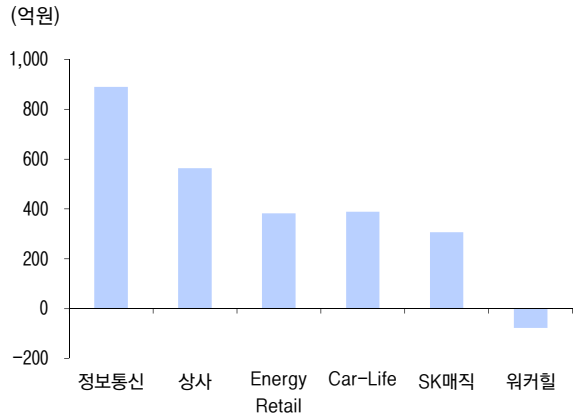
자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 SK 네트웍스: SK 그룹 내 소비재 업체

자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

표11 SK 네트웍스 사업부문

SK네트웍스 영업이익 구성(2017년 연간)



부문	내용
정보통신	2017년 매출액 5조 1,720억원, OPM 1.7% 연간 단말기 판매량 약 730만대, Cash Cow 역할
상사	2017년 매출액 6조 4,866억원, OPM 0.9% 16개국 총 19개 Global Post 보유
에너지리테일	2017년 매출액 1조 8,425억원, OPM 2.1% 주유소 약 360개, 대형 리테일러로서 바게닝 파워 확보
카라이프	2017년 매출액 8,849억원, OPM 4.4% 렌터카 약 87,000대 운영, 2018년 10만대 확보 목표
SK매직	2017년 매출액 5,477억원, OPM 5.6% 2017년 렌탈 계정 약 126만개 확보, ARPU 상승 전략
워커힐	2017년 매출액 2,164억원, OPM -3.6% 독자 브랜드 안정화 주력

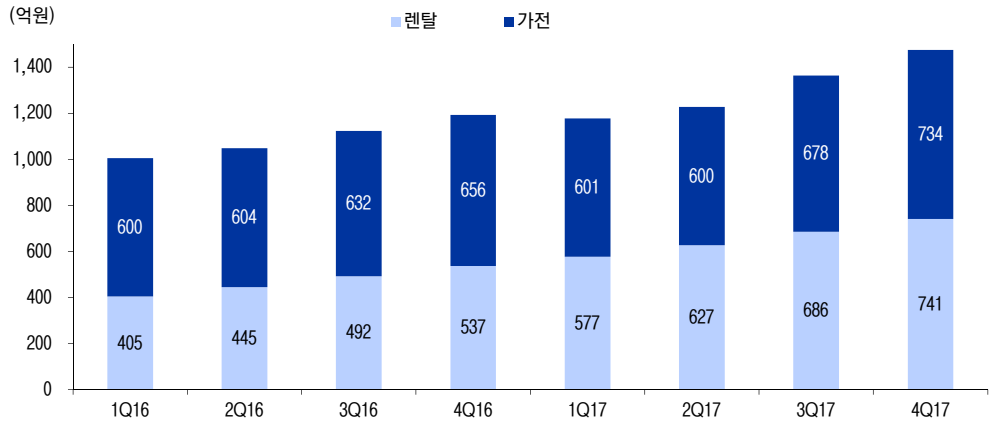
자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

2. 홈케어 서비스 플랫폼: SK매직

SK네트웍스는 2016년 11월 동양매직 지분 100%를 6,100억원에 인수하면서 가전제품 렌탈사업에 본격 진출했다. 주요 제품은 환경가전(정수기, 공기청정기 등)과 주방가전 부문이며, 안마의자나 의류 건조기 등도 렌탈 상품으로 보유하고 있다. 유통은 주로 판매인력 조직을 통해 운영하고 있으며, SK매직 직영몰을 포함한 온라인과 홈쇼핑 등에서도 렌탈 상품을 판매 중이다. 판매 조직 인력 수는 2017년 약 2,700명, 올해는 3,000명 수준을 예상한다. 2016년 인수 이후 MC 인력을 크게 늘리면서 인당 생산성이 상대적으로 낮았는데, 올해는 효율을 높이고 생산성을 강화하는 데에 집중할 전망이다.

2017년 연간으로 SK매직의 매출액은 5,477억원, 영업이익률은 5.6%를 기록했으며, 장기적 영업이익률 목표는 9~10% 수준으로 잡고 있다. 2018년은 ARPU와 계정수 증가로 SK매직 부문 매출액은 전년대비 19.4% 증가한 6,537억원, 영업이익은 전년대비 45.7% 증가한 459억원을 기록할 것으로 전망한다.

그림50 SK 매직 실적 추이



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: SK매직 별도 기준

그림51 SK 매직: 업계 최초 직수형 정수기

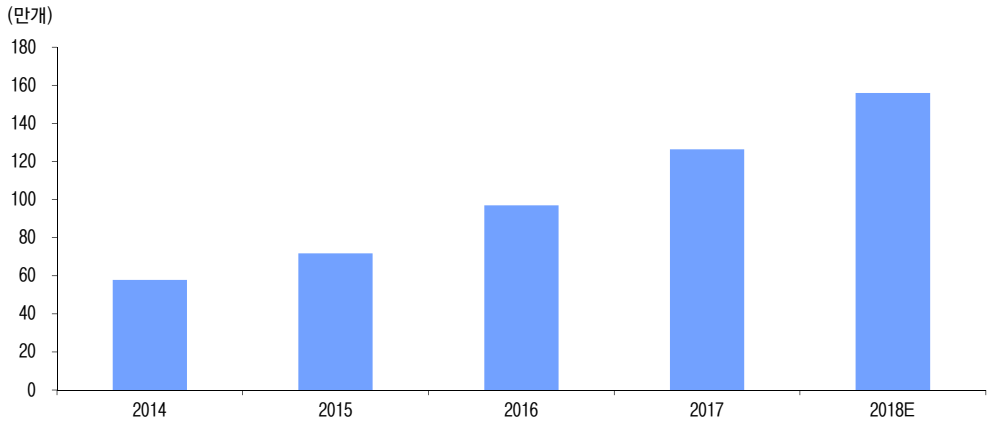
자료: SK매직, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 SK 매직: 의류 건조기 렌탈 상품

자료: SK매직, 이베스트투자증권 리서치센터

SK매직의 계정수는 양호하게 증가 중이다. 2014년 57만 9천 계정에서, 인수 후 본격적으로 SK네트웍스 주도의 영업실적이 반영된 2017년에는 약 2.2배 증가한 126만 계정을 확보하게 됐다. 2018년 목표 계정 수는 전년대비 23.8% 늘어난 156만이다. 동사 렌탈 사업의 강점이자 차별점은 SK텔레콤과의 결합 마케팅이 가능하다는 점이다. SK텔레콤은 국내 인구의 약 60%에 달하는 3,000만명 수준의 가입자를 확보하고 있어, SK네트웍스 입장에서는 렌탈료 인하나 결합 상품 출시 등의 고객 유인 요소를 풍부하게 가지고 있다. SK텔레콤을 통해서 유입되는 계정은 월 4,000개 계정 수준으로 파악되며, 지속적인 결합 마케팅을 통해 증가할 것으로 전망된다.

그림53 SK 매직 계정수 추이



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 SK 매직 직영몰: T 멤버십 고객 렌탈료 15% 할인

자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 SK 텔레콤 멤버십 혜택 페이지 內 SK 매직

자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

또한 SK매직은 올해 ARPU 또한 상승시키려는 전략이다. 후발주자임에도 SK매직이 빠르게 성장할 수 있었던 것은 차별화한 제품의 덕이 가장 컸다. 동사는 기존 렌탈업체들의 물탱크(저수조) 방식 정수기에서 오염 물질이 발생했다는 이슈 등이 불거지자 물탱크가 필요없는 직수형 정수기를 출시했고, 소비자들의 호응을 얻었다. SK매직의 직수형 정수기 누적 계정은 50만개 수준에 다다른 것으로 추정하며, 이에 시장 점유율 43% 수준으로 1위를 차지했다.

시장 진입 초기 차별화 제품 출시로 입지를 다지는 데 주력했다면, 2018년에는 이를 통해 ARPU를 상승시키는데 집중할 전망이다. 최근 동사는 IoT를 접목한 가스레인지와 가습기, 1인 가구를 위해 좁은 생활공간에도 배치할 수 있는 안마의자 렌탈 상품 등 다양한 신제품을 출시했고, 직수형 정수기 시장 성장 여세를 몰아 올해 3월 직수형 정수기 신제품 '3세대 에디션' 라인업을 공개할 예정이다.

동사는 인수 전 법인인 동양매직에서 이미 판매하고 있었던 상품을 바탕으로 사업을 시작했으나, 올해부터는 본격적으로 SK매직이 주체가 되어 개발한 제품 위주로 사업이 진행될 예정이다. 이를 위해 2018년 광고 및 마케팅을 확대할 것으로 예상하며, 이와 관련된 비용 중 상당 부분이 상반기에 집중될 것으로 예상돼 SK매직의 실적은 올해 하반기로 갈수록 부각될 것으로 전망한다. 2017년 SK매직의 연간 광고비는 약 130억원이었던 것으로 추정하며, 올해 상반기에는 약 200억원이 집행될 것으로 추정한다.

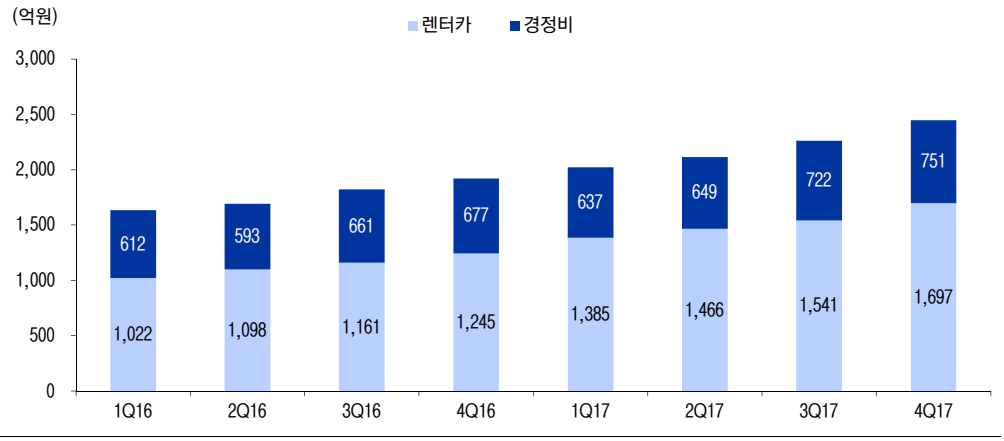
그림56 SK 가 만드는 생활의 매직: SK 매직 광고

자료: SK매직, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 모빌리티 서비스 플랫폼: 렌터카

SK네트웍스의 Car Life 사업부문은 렌터카 비즈니스를 중심으로 자동차 관련 애프터마켓 밸류체인 서비스를 영위하고 있다. 렌터카 비즈니스는 2017년말 기준 업계 2위이며 87,480대의 차량을 운영 중이다. 2017년 연간 매출액은 8,849억원, 영업이익은 389억원을 기록했다. Car Life 사업 부문은 SK매직 부문과 함께 향후 동사의 전략에 중요한 역할을 할 전망이다. 주유소와 경정비 센터, 렌터카 비즈니스를 기반으로 향후 카셰어링, 무인 주차장, 중고차 판매 사업 등 네트워크 효과를 통해 확장 가능한 영역이 큰 부문이기 때문이다.

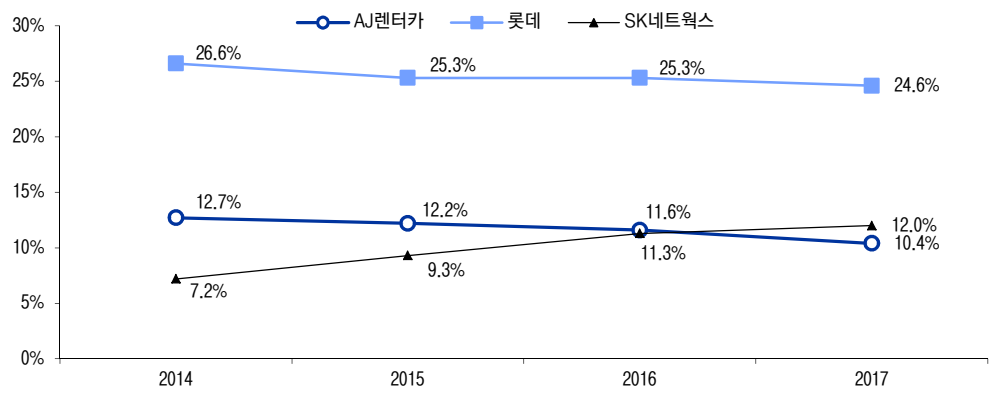
그림57 Car Life 부문 실적 추이



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

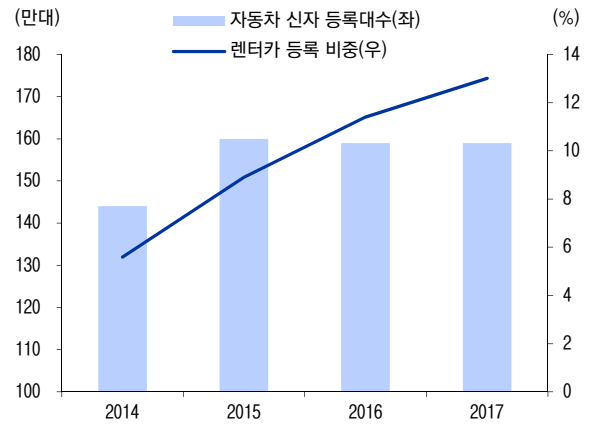
2018년 Car Life 부문의 매출액은 약 1조 722억원, 영업이익은 530억원 수준을 전망한다. 이 중 렌터카 부문은 약 7,700억원의 매출을 예상하고 있는데, 올해 약 10만대의 차량 확보를 목표로 하고 있다. 대규모 차량 확보를 통해 3위와의 격차를 벌리고 롯데렌터카와 함께 양강 체제를 확고하게 만들 전망이다. 렌터카 시장은 자동차를 많이 구매하기 위한 자금력이 필수적인데, 롯데렌탈과 SK네트웍스의 운영대수는 지속적으로 증가하는 반면, AJ네트웍스의 운영 차량 수는 크게 증가하고 있지 못하는 모습이다.

그림58 렌터카 운영대수 기준 시장 M/S



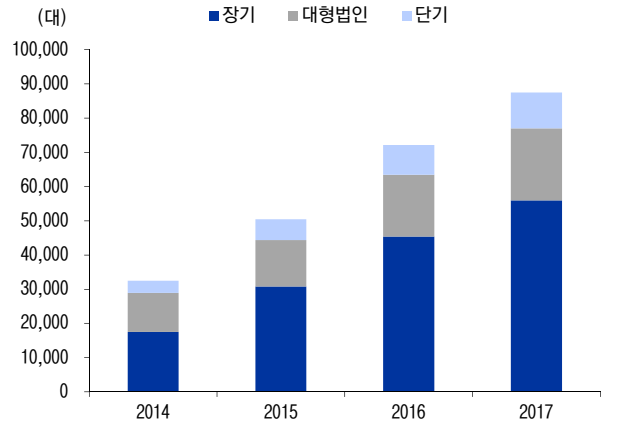
자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 전국 자동차 신차 등록대수 대비 렌터카 비중



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

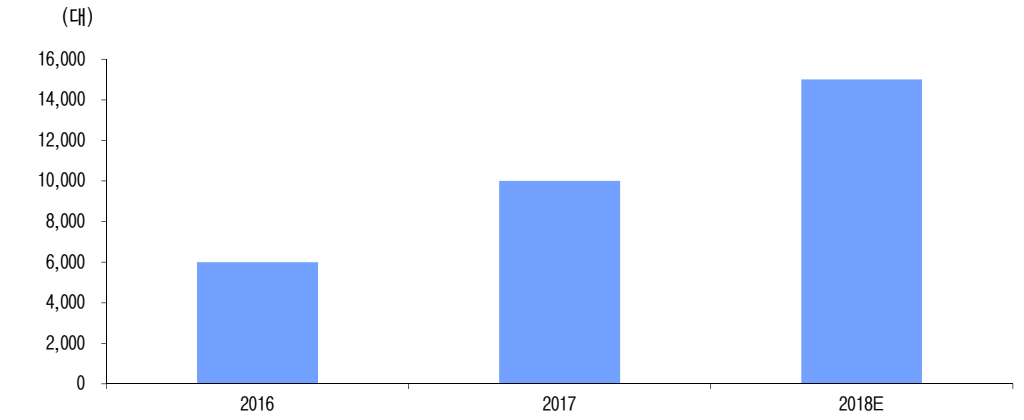
그림60 SK 렌터카 운영대수



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

중고차 매각 부문도 기대해 볼 수 있는 수익원이다. 기존 동사는 중고차 매각 관련 기반이 마련되어 있지 않아 경쟁사 대비 매각수익에 따른 이익률이 상대적으로 낮은 편이었는데, 올해 온라인 경매장 구축 등을 통해 판매 기반을 마련하고 이에 따른 Car Life 부문 이익률 개선을 목표하고 있다. 2017년 SK네트웍스의 중고차 매각 대수는 10,000대 수준이었고, 올해는 전년대비 50% 가량 증가한 15,000대를 전망한다. 매각가는 평균적으로 1,000만원 수준인 것으로 추정된다.

그림61 SK 네트웍스 중고차 매각 대수 추이

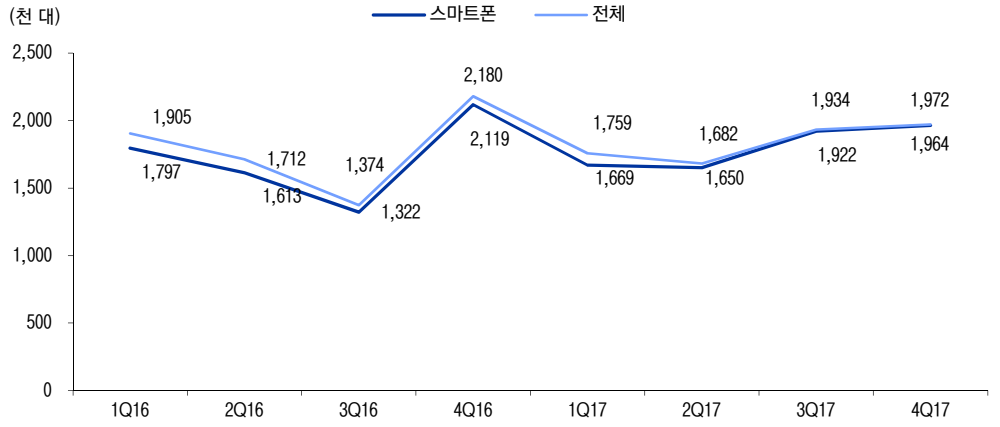


자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 캐시 카우 No. 1 – 단말기 유통 사업

SK네트웍스의 유통 부문은 크게 정보통신과 에너지로 나뉜다. 이 중 정보통신은 연간 약 5조원의 매출액과 900~1,000억원대의 영업이익을 꾸준히 내고 있는 안정적인 사업이다. 동사는 휴대폰, 태블릿, 웨어러블 디바이스 등 연간 700~800만대 규모의 단말기를 제조업체로부터 구매해 대리점과 휴대폰 판매처 등에 공급하고 있다. 5G, IoT 관련 네트워크 등 이동통신망의 지속적인 발전에 따라 신규 서비스 및 고기능 단말기 등을 통해 신규 수요가 창출되고 있다.

그림62 SK 네트웍스 정보통신 부문 단말기 판매량 추이

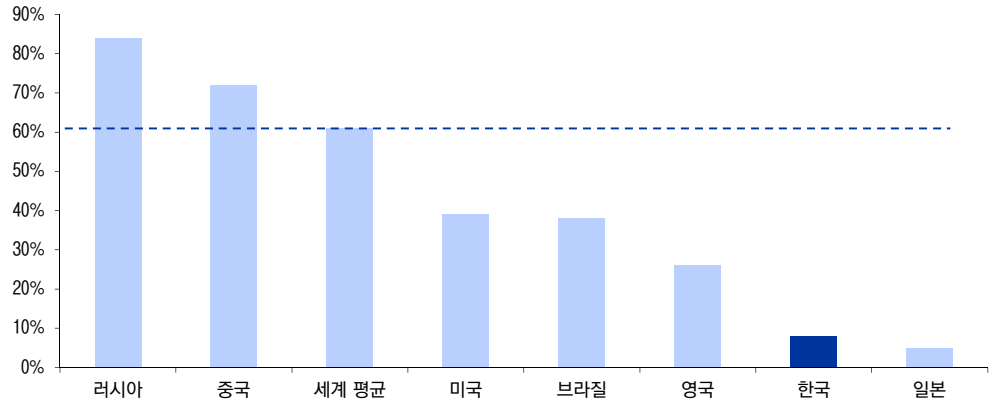


자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

지난 해 정보통신 부문의 이슈는 단말기 자급제였으나, 규제 리스크는 일단락 되었다는 판단이다. 2017년 11월 출범한 정부 통신비 인하 논의기구인 가계통신비 정책협의회에서 단말기 완전자급제는 활성화가 필요하다는 점에 대해서는 공감대가 형성됐으나, 구체적인 개선 방안이나 범위에 대해서는 합의가 도출되지 않았다. 우리나라는 단말기 자급제를 2012년 5월에 도입했으나 아직 이를 통해 유통되는 단말기는 10% 미만인 것으로 추정되며, 가계통신비 정책협의회에서도 이를 법으로 강제하는 완전자급제에 대해서는 부정적 입장이 우세했던 것으로 판단한다. 따라서 요금 인하 효과가 불투명한 단말기 자급제보다는 보편요금제가 앞서 도입되어야 한다는 것이 소비자 및 시민단체의 중론인 것으로 파악된다.

또한 단말기 자급제가 시행되더라도 SK네트웍스의 사업에는 영향을 주기 어렵다고 판단한다. 단말기 완전 자급제는 단말기 판매와 통신 서비스 가입을 분리하자는 법안인데, SK네트웍스는 이동통신사가 아닐뿐더러 자영업자들을 상대로 단말기 도매유통을 하고 있어 해당사항이 없다.

그림63 스마트폰 유통 중 자급제 비율



자료: Strategic Analytics, 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2016년 기준

표12 한국: 월정액 가격은 3.3 배 vs. 데이터 제공량은 324 배나 차이, 낮은 요금제 이용자 불리

국가	내용	최저 제공량	최대 제공량	차이
호주	제공량	500MB	20GB	41배
	월정액	$35	$90	2.6배
미국	제공량	1GB	100GB	100배
	월정액	$50	$380	7.6배
일본	제공량	200MB	30GB	154배
	월정액	￥4,700	￥25,200	5.4배
독일	제공량	200MB	10GB	51.2배
	월정액	€9.99	€79.99	8배
스페인	제공량	1GB	5GB	5배
	월정액	€13	€45	3.5배
한국	**제공량**	**300MB**	**35GB + 일2GB**	**324배**
	월정액	**₩29,900**	**₩100,000**	**3.3배**

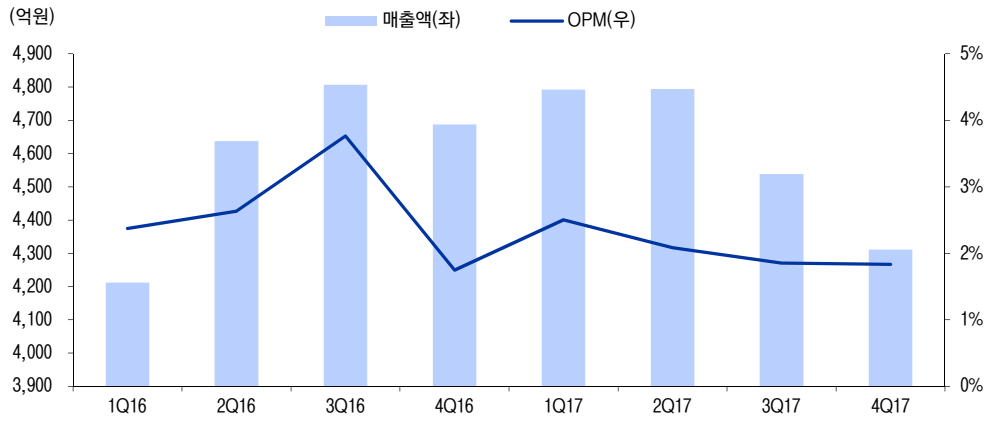
자료: 과학기술정보통신부, 이베스트투자증권 리서치센터

아울러 최근 정부의 통신비 인하 관련 법안은 보편 요금제를 통한 내용에 초점이 맞춰진 상황으로 판단한다. 보편 요금제는 현재 월 3만원대 통신 서비스(데이터 1기가 · 음성통화 200분)을 월 2만원대에 출시하도록 법으로 의무화하는 것이 주된 내용이다. 과학기술정보통신부의 자료에 따르면 [표12]에 나타나듯 한국의 최저요금제와 최고요금제의 가격차는 3.3배인데 반해, 데이터 제공량 차이는 324배에 달해 해외 주요국 대비 큰 편에 속한다. 이처럼 요금 수준에 따른 데이터 제공량 차이가 크게 나타나면서 저가 요금제를 선택한 소비자는 상대적으로 불리하고, 고가 요금제로 시장이 편중될 수 밖에 없다는 입장이다.

4. 캐시 카우 No. 2 – EM 리테일

SK네트웍스의 EM(Energy Marketing) 리테일 부문은 유류 유통사업이다. 과거에는 도매(전국 주유소에 B2B 공급)와 소매(SK 직영주유소 사업)로 분류되어 있었으나, 지난 해 8월 도매 사업을 SK에너지에 3,015억원에 매각해 현재는 직영주유소 사업만 영위하고 있다. 동사의 유류 사업 관련 가장 중요한 부분은 SK에너지와의 원가 협상이다. 기존 올해 1월 완료 예상이었던 것이 지연되고 있는 상황이지만, 2018년 연내 마진 정상화를 기대해 볼 수 있다고 판단한다.

그림64 SK 네트웍스 EM 리테일 부문 실적 추이



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

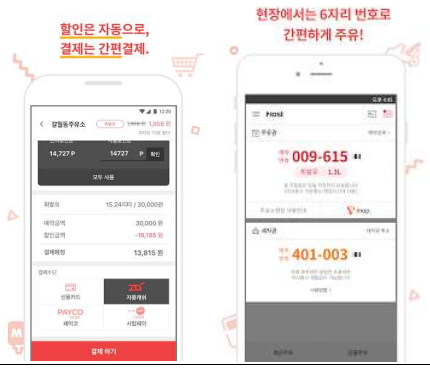
현재 유류 소매 유통 사업은 직영 주유소 360여개로 운영하고 있으며, 출점은 올해도 이루어질 전망이다. SK그룹은 카셰어링을 포함한 TTS(통합교통서비스, Total Transportation Service) 부문을 차세대 성장 산업으로 채택, 육성할 계획이다. 이와 관련, SK네트웍스는 주유소를 바탕으로 한 모델 개발에 주력할 전망이다. 이에 따라 주유, 세차, 정비, 타이어, 렌터카를 아우르는 통합 멤버십 플랫폼 서비스인 모스트(MOST, 모빌리티 스테이션)을 출시했고 SK네트웍스 직영주유소와 700여곳의 스피드메이트 매장에서 관련 서비스를 제공할 계획이다.

그림65 SK 주유소: MOST(Mobility Station) 브랜드 도입

Most Mobility Station

자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 MOST 서비스



자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

5. 투자의견 Buy, 목표주가 7,500원으로 커버리지 개시

SK네트웍스에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 7,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 SOTP(Sum-of-the-part) 방식을 통해 산정했다. 동사는 안정적인 캐쉬 카우인 유류/정보통신 유통사업을 바탕으로 SK매직과 렌터카 중심의 플랫폼 사업을 통한 성장을 이어갈 전망이다. 이밖에 상사 부문은 전년과 비슷한 실적을 이어갈 것으로 보이며, 워커힐 부문은 올해 리모델링 진행 중이나 지난해 사드 이슈에 대한 기저효과로 전년대비 소폭 개선되는 모습을 기대한다.

올해는 기존 공통비로 부담했던 비용도 대체로 절감 가능할 것으로 전망한다. 그동안 IT 용역 관련 비용이 약 400억원 수준이 반영되었던 것에 반해, 최근 몇 년간 여러가지 사업을 정리하고 성장 방향에 집중하는 과정에서 여러가지 사업을 정리해 올해는 약 300억 초반 수준까지 줄어들 수 있을 것으로 전망한다. 더불어 연내 SK에너지와의 협상이 완료된다면 이는 주가에 모멘텀으로 작용할 전망이다.

표13 SK 네트웍스 부문별 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017E	2018E
추정 실적											
연결 매출액	**50,578**	**50,514**	**37,946**	**40,272**	**37,266**	**38,429**	**40,350**	**42,571**	**184,574**	**179,310**	**158,617**
정보통신	10,877	11,911	12,904	16,028	11,149	12,554	13,704	16,813	45,213	51,720	54,221
Energy Retail	4,792	4,794	4,538	4,311	4,902	4,957	4,892	4,613	75,417	18,435	19,364
Car-Life	2,022	2,115	2,263	2,449	2,394	2,567	2,814	2,947	7,070	8,849	10,722
상사	17,089	16,488	16,230	15,059	16,713	16,191	16,587	15,586	53,822	64,866	65,077
워커힐	427	536	583	618	406	552	600	637	2,271	2,164	2,195
SK매직	1,242	1,287	1,427	1,521	1,472	1,538	1,698	1,829	456	5,477	6,537
기타	200	20	2	286	231	69	55	146	327	508	501
영업이익	**297**	**195**	**528**	**406**	**407**	**366**	**666**	**610**	**1,673**	**1,426**	**2,050**
정보통신	212	213	238	227	213	230	274	304	919	890	1,020
Energy Retail	120	100	84	79	90	89	122	115	948	383	417
Car-Life	55	114	116	104	117	128	141	143	357	389	529
상사	129	117	237	81	121	110	193	124	445	564	548
워커힐	-62	-4	-27	16	0	0	0	6	55	-77	6
SK매직	74	48	81	104	62	108	139	150	55	307	459
기타	-193	-450	-201	-205	-196	-299	-203	-232	-1,210	-1,049	-930
영업이익률	**0.6%**	**0.4%**	**1.4%**	**1.0%**	**1.1%**	**1.0%**	**1.7%**	**1.4%**	**0.9%**	**0.9%**	**1.3%**
성장성											
연결 매출액	**15.4%**	**11.9%**	**28.7%**	**-39.1%**	**-26.3%**	**-23.9%**	**6.3%**	**5.7%**	**-5.5%**	**-2.9%**	**-11.5%**
정보통신	-2.5%	12.5%	57.8%	4.8%	2.5%	5.4%	6.2%	4.9%	-10.5%	14.4%	4.8%
Energy Retail	13.8%	3.4%	-5.6%	-8.0%	2.3%	3.4%	7.8%	7.0%	-	0.5%	5.0%
Car-Life	23.7%	25.1%	24.2%	27.4%	18.4%	21.4%	24.3%	20.3%	20.6%	25.2%	21.2%
상사	39.9%	25.1%	19.9%	1.1%	-2.2%	-1.8%	2.2%	3.5%	-2.1%	20.5%	0.3%
워커힐	-10.5%	-6.1%	-1.7%	-1.9%	-5.0%	3.0%	3.0%	3.0%	1.3%	-4.7%	1.4%
SK매직	23.6%	22.7%	27.0%	27.5%	18.5%	19.5%	19.0%	20.3%	-	1101.1%	19.4%
영업이익	-4.3%	-49.9%	32.8%	-29.6%	37.3%	87.6%	26.2%	50.3%	-12.4%	-14.8%	43.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터 / 주: 2016년 패션 부문, 유류 도매사업부문 포함. 2017년 분기 Energy Retail 실적은 유류 도매사업부문 제외, 전사 연간 실적에서는 4분기부터 제외. 연간 제외 시 2017년 연결 매출액 15조 2,007억원, 영업이익 1,407억원.

표14 SK 네트웍스 Valuation

(억원)	2018E	2018E EBITDA	Target Multiple (x)
영업가치	30,613		
SK매직	6,804	840	8.1
Car Life	6,295	1,259	5.0
유류소매/정보통신	17,514	1,668	10.5
자산가치	2,010		
순차입금	14,018		유산스 등 무역차입금 제외
기업가치	18,605		
발행주식수(천주)	248,188		
주당 가치(원)	7,496		
현재 주가(원)	5,880		
상승 여력(%)	27.5%		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

SK네트웍스 (001740)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	3,923	3,419	3,128	3,430	3,781
현금 및 현금성자산	1,129	696	598	762	959
매출채권 및 기타채권	1,449	1,548	1,367	1,445	1,535
재고자산	1,142	550	716	757	804
기타유동자산	203	624	447	465	484
비유동자산	4,280	5,202	4,893	4,839	4,794
관계기업투자등	188	170	193	201	209
유형자산	3,519	3,985	3,680	3,606	3,541
무형자산	95	560	558	551	544
자산총계	**8,203**	**8,620**	**8,021**	**8,268**	**8,575**
유동부채	4,262	4,358	3,946	4,106	4,288
매입채무 및 기타재무	2,636	2,600	2,623	2,773	2,944
단기금융부채	1,485	1,454	1,072	1,072	1,072
기타유동부채	141	304	251	261	272
비유동부채	1,422	1,857	1,710	1,717	1,724
장기금융부채	1,380	1,720	1,546	1,546	1,546
기타비유동부채	42	137	164	171	178
부채총계	**5,684**	**6,215**	**5,657**	**5,823**	**6,012**
지배주주지분	2,528	2,428	2,386	2,467	2,585
자본금	649	649	649	649	649
자본잉여금	815	815	814	814	814
이익잉여금	1,108	1,005	1,005	1,085	1,203
비지배주주지분(연결)	-8	-22	-22	-22	-22
자본총계	**2,519**	**2,406**	**2,364**	**2,445**	**2,563**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	**19,523**	**18,457**	**17,931**	**15,862**	**16,805**
매출원가	18,428	17,434	16,769	14,866	15,718
매출총이익	**1,096**	**1,023**	**1,162**	**995**	**1,088**
판매비 및 관리비	905	856	1,020	790	819
영업이익	**191**	**167**	**143**	**205**	**269**
(EBITDA)	341	343	371	377	438
금융손익	-135	-92	-26	-77	-77
이자비용	91	84	90	96	96
관계기업등 투자손익	-6	-11	2	9	9
기타영업외손익	74	-14	-57	57	57
세전계속사업이익	**124**	**50**	**61**	**193**	**258**
계속사업법인세비용	33	21	26	83	110
계속사업이익	92	29	35	111	148
중단사업이익	-19	-110	-8	0	0
당기순이익	**73**	**-82**	**27**	**111**	**148**
지배주주	74	-82	26	107	143
총포괄이익	**26**	**-78**	**27**	**111**	**148**
매출총이익률 (%)	5.6	5.5	6.5	6.3	6.5
영업이익률 (%)	1.0	0.9	0.8	1.3	1.6
EBITDA 마진률 (%)	1.7	1.9	2.1	2.4	2.6
당기순이익률 (%)	0.4	-0.4	0.2	0.7	0.9
ROA (%)	0.9	-1.0	0.3	1.3	1.7
ROE (%)	2.9	-3.3	1.1	4.4	5.7
ROIC (%)	3.5	2.2	1.9	2.9	3.8

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	**119**	**15**	**-75**	**305**	**344**
당기순이익(손실)	73	-82	27	111	148
비현금수익비용가감	260	414	317	170	167
유형자산감가상각비	135	167	217	163	160
무형자산상각비	15	9	12	9	9
기타현금수익비용	58	62	89	-2	-2
영업활동 자산부채변동	-93	-226	-367	24	28
매출채권 감소(증가)	302	-130	-66	-78	-89
재고자산 감소(증가)	-160	423	-177	-41	-47
매입채무 증가(감소)	13	-86	51	150	171
기타자산, 부채변동	-248	-433	-175	-7	-7
투자활동 현금	**26**	**-563**	**563**	**-111**	**-117**
유형자산처분(취득)	-59	-84	-78	-90	-95
무형자산 감소(증가)	-5	-3	-4	-2	-2
투자자산 감소(증가)	24	-5	-17	0	-1
기타투자활동	65	-471	661	-19	-20
재무활동 현금	**-307**	**118**	**-586**	**-30**	**-30**
차입금의 증가(감소)	-280	144	-521	0	0
자본의 증가(감소)	-25	-25	-25	-30	-30
배당금의 지급	25	25	25	30	30
기타재무활동	-2	-2	-40	0	0
현금의 증가	**-163**	**-433**	**-99**	**164**	**197**
기초현금	1,292	1,129	696	598	762
기말현금	1,129	696	598	762	959

주요 투자지표

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E	18.5	-21.0	56.2	13.6	10.2
P/B	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.9	12.1	9.3	8.7	7.1
P/CF	4.1	5.2	4.2	5.2	4.6
배당수익률 (%)	1.8	1.4	2.0	2.0	2.0
성장성 (%)					
매출액	-12.9	-5.5	-2.9	-11.5	5.9
영업이익	-5.1	-12.4	-14.8	43.8	31.1
세전이익	233.4	-59.7	21.5	217.4	33.7
당기순이익	131.0	적전	흑전	309.6	33.7
EPS	129.2	적전	흑전	313.3	33.7
안정성 (%)					
부채비율	225.6	258.4	239.3	238.2	234.6
유동비율	92.1	78.5	79.3	83.5	88.2
순차입금/자기자본(x)	66.5	100.5	84.3	74.7	63.5
영업이익/금융비용(x)	2.1	2.0	1.6	2.1	2.8
총차입금 (십억원)	2,865	3,174	2,618	2,618	2,618
순차입금 (십억원)	1,676	2,417	1,992	1,826	1,629
주당지표(원)					
EPS	296	-329	105	432	578
BPS	10,180	9,778	9,609	9,935	10,410
CFPS	1,342	1,338	1,385	1,132	1,270
DPS	100	100	120	120	120

자료: SK네트웍스, 이베스트투자증권 리서치센터

코웨이 (021240)

2018. 3. 5 | 유통

1위의 여유

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

Buy (initiate)

목표주가 103,000 원
현재주가 85,800 원

국내 계정 수 1위 렌탈 업체

코웨이는 국내 계정 수 1위의 생활가전 렌탈업체로, 주력 부문은 정수기, 청정기 등의 환경가전이다. 동사는 웅진그룹의 구조조정에 따라 2013년 국내 사모펀드인 MBK파트너스에 인수되었으며, 체질 개선 및 비용 효율화 전략으로 성장과 더불어 수익성이 레벨업 되었다. 1인 가구가 증가하고 합리적 소비 패턴이 확산됨에 따라 소유 대신 공유에 대한 개념이 확대되고 있으며, 이에 따라 렌탈 시장도 꾸준히 성장할 것으로 전망된다.

국내 카테고리 확장과 말레이시아 성장 지속

2018년 코웨이는 1)신규 렌탈 카테고리 확장에 따른 국내 성장과 2)말레이시아와 미국을 위주로 한 해외 확장으로 성장이 이어질 전망이다. 최근 대기오염에 따라 환경에 대한 관심이 높아지고 건강에 대한 수요가 커짐에 따라 공기청정기, 매트리스, 가습기 등으로 렌탈 상품군이 확대되고 있다. 동사는 선점한 네트워크를 기반으로 아이템 다각화에 유리한 위치에 있다고 볼 수 있다.

더불어 해외 확장 성장도 실적에 기여할 전망인데, 특히 말레이시아 사업의 성장성이 돋보이는 구간이다. 2017년 말 말레이시아 계정수는 전년대비 51.5% 증가한 65만 3,000개를 기록했으며, 2017년 연간 매출액 또한 전년대비 45.1% 증가한 2,075억원, 영업이익은 전년대비 161.2% 증가한 175억원을 기록했다. 올해 말레이시아 목표 계정수는 누적 100만 계정으로, 가입자 수 증가에 따라 2018년 연간 영업이익률도 4Q17에 이어 두자릿수로 올라설 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 103,000원으로 커버리지 개시

코웨이에 대해 투자의견 매수와 목표주가 103,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS 5,176원에 Target PER 20배를 적용하여 산정했다. 동사는 국내 렌탈계정 1위 사업자로서의 시장 지배력과 카테고리 확장성, 해외 사업의 실적 기여 본격화가 기대된다.

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

Stock Data

KOSPI (3/2)	2,402.16 pt
시가총액	64,194 억원
발행주식수	74,818 천주
52 주 최고가 / 최저가	111,000/83,000 원
90 일 일평균거래대금	167.9 억원
외국인 지분율	59.0%
배당수익률(18.12E)	3.7%
BPS(18.12E)	15,773 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -5.6%
	6 개월 -12.7%
	12 개월 -17.4%
주주구성	코웨이홀딩스외 8 인 27.0%
	Goverment of Singapore Investment Corp 7.2%
	Lazard Asset Management 6.9%

Stock Price

Financial Data

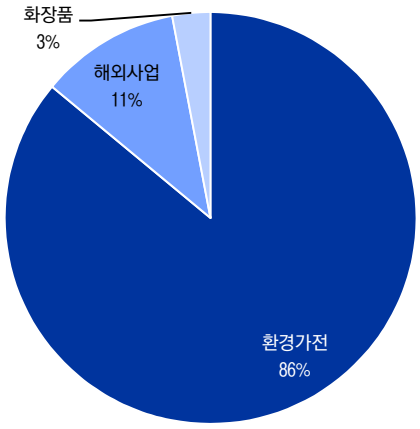
(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	2,315	463	454	343	4,449	37.4	691	18.9	9.3	5.2	30.2
2016	2,376	339	324	243	3,166	-28.8	572	27.9	12.2	5.7	20.1
2017P	2,517	473	440	326	4,357	37.6	715	19.7	9.5	6.2	29.4
2018E	2,705	515	509	387	5,176	18.8	804	16.6	8.4	5.4	35.0
2019E	2,916	556	551	414	5,536	7.0	877	15.5	7.6	4.7	32.7

자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

1. 생활가전 렌탈 전문 업체

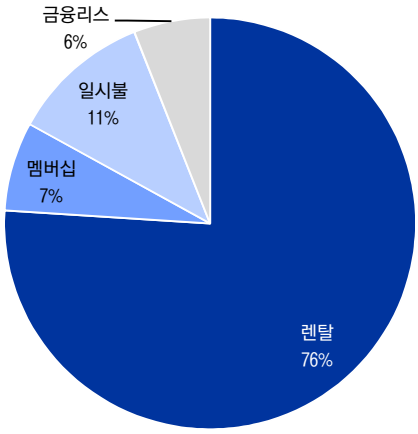
코웨이는 1989년 설립된 생활가전 렌탈 전문업체로, 주력 부문은 정수기, 청정기 등의 환경가전 렌탈 사업이다. 코웨이의 2017년 별도 기준 매출액 2조 3,205억원 중 약 86%가 환경가전 관련 매출이며, 이 중 76%가 렌탈 판매 매출이다. 렌탈 관련 사업은 [그림68]에 나타나듯 크게 렌탈 판매, 일시불 판매, 멤버십으로 구성된다. 렌탈 판매는 자산 매입 후 일정 기간 고객에게 대여하는 형태로, 초기 비용 부담은 있지만 매달 렌탈료를 인식하기 때문에 현금흐름이 안정적이라는 강점을 가지고 있다. 일시불 판매는 월별 렌탈이 아닌 일시불 구매로, 고객들은 구매 후 통상 멤버십에 따로 가입해 제품 케어 서비스를 받게 된다. 일시불 고객 외에도 렌탈 계약기간이 종료된 고객들의 부품 교체 및 관리 등에 대한 서비스를 제공해주는 멤버십 매출이 있다.

그림67 코웨이 부문별 매출액 비중(2017 년)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 별도 기준

그림68 코웨이 환경가전 부문 형태별 매출액 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동사는 웅진그룹의 구조조정에 따라 2013년 국내 사모펀드인 MBK파트너스에 인수되었으며, 체질 개선 및 비용 효율화 전략으로 성장과 더불어 수익성이 레벨업 되었다. MBK파트너스는 2015년 코웨이 매각을 추진했으나 높은 가격으로 인해 인수자를 찾지 못했으며, 2017년말 기준 MBK파트너스의 지분율은 26.8%이다.

표15 코웨이 주주 구성

주주	지분율
외국인 투자가	58.7%
MBK파트너스	26.8%
국내기관 및 기타	10.9%
자사주	3.6%
총 발행주식수	74,818,121주

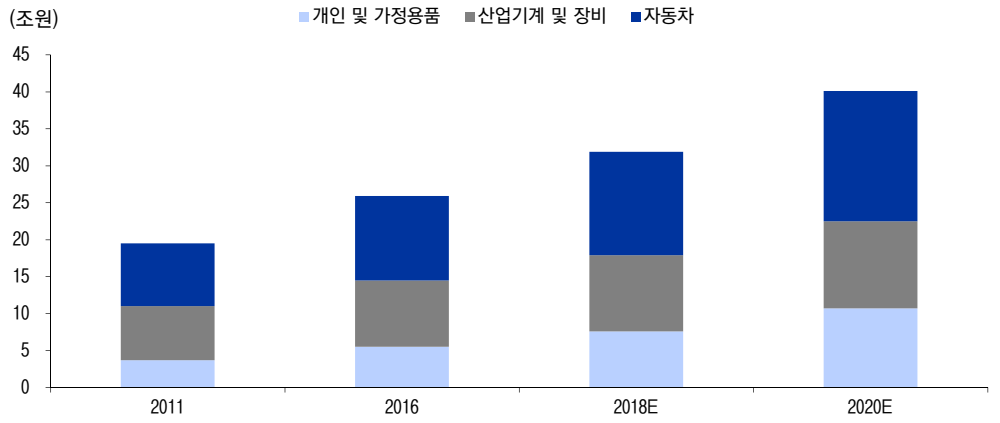
자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2017년말 기준

2. 불황을 먹고 사는 렌탈 비즈니스

KT경제경영연구소에 따르면, 2006년 3조원에 불과했던 한국 렌탈 시장은 2016년 25.9조원으로 10년동안 약 8.6배 증가한 것으로 추정된다. 1인 가구가 증가하고 합리적 소비 패턴이 확산됨에 따라 소유 대신 공유에 대한 개념이 확대되고 있으며, 이에 따라 한국 렌탈 시장은 2020년 약 40조원의 규모를 형성할 것으로 전망된다.

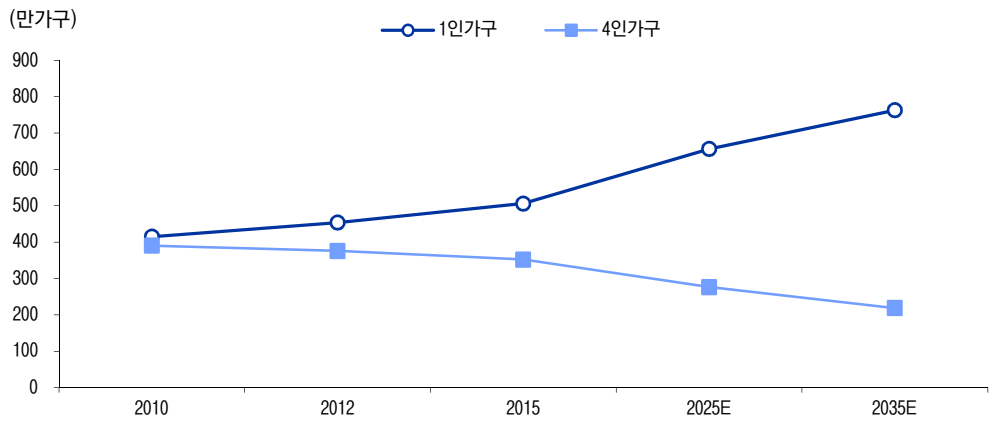
1인 가구의 소비 특징은 불필요한 지출을 줄이고 본인을 위한 소비는 늘린다는 점이다. 소비 성향은 대체로 높은 편이지만 필수 서비스와 물품은 소유보다 이용에 초점을 둔다는 점에서 렌탈 시장의 성장을 뒷받침 하고 있다. 한국의 1인 가구는 2017년말 기준 550만 가구를 기록해 전체 가구의 27.9%를 차지했으며, 이는 약 10년 전인 2006년 16%에 비해 11.9%p 상승한 수치다. 특히 과거 렌탈 시장에서는 차량과 산업 기계, 장비 등의 비중이 높았으나, 최근에는 가정용품이나 개인 물품들의 비중이 늘어나면서 품목의 다양화가 진행되고 있다. 정수기나 비데 등에 그쳤다면, 최근에는 의류나 사용기간이 짧은 유아동용품, 취미용품까지도 확대되고 있다.

그림69 한국 렌탈 시장 규모 및 전망



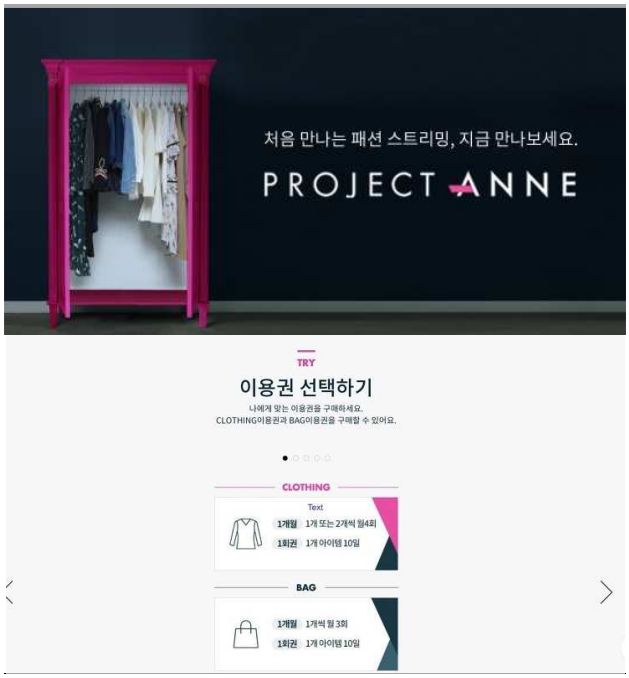
자료: KT경제경영연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 1인가구 vs. 4인가구 추이 및 전망



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 의류 대여 서비스: SK 플래닛 프로젝트앤



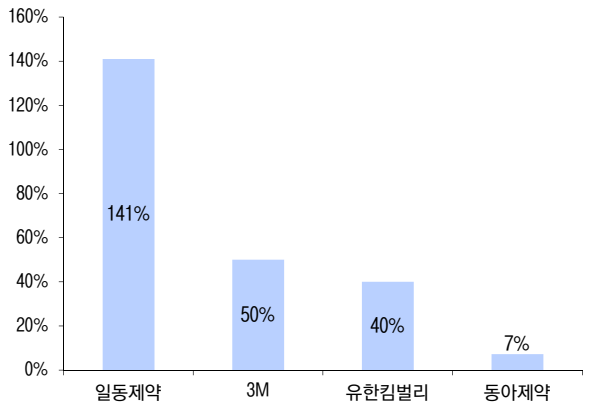
자료: SK플래닛, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 렌탈 품목 다양화: 롯데렌탈 묘미(MYOMEE)

자료: 롯데렌탈, 이베스트투자증권 리서치센터

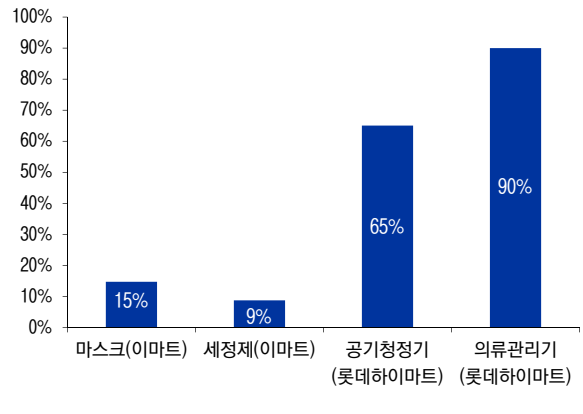
코웨이가 주력하고 있는 환경가전 관련 렌탈 시장도 과거에는 정수기 중심으로 성장했으나, 최근 대기오염에 따라 환경에 대한 관심이 높아지고 건강에 대한 수요가 커짐에 따라 공기청정기, 매트리스, 가습기 등으로 확대되고 있다. 특히 코웨이는 국내 계정 수 1위 업체로서 선점한 네트워크를 통해 아이템 다각화에 유리한 위치에 있다고 볼 수 있다. 환경 관련 소비자들의 수요를 기반으로 삼아 기존 관리 계정에 여러 품목에 대한 마케팅이 가능하기 때문이다.

그림73 2017 년 1~4 월 업체별 마스크 판매 YoY 증가율



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

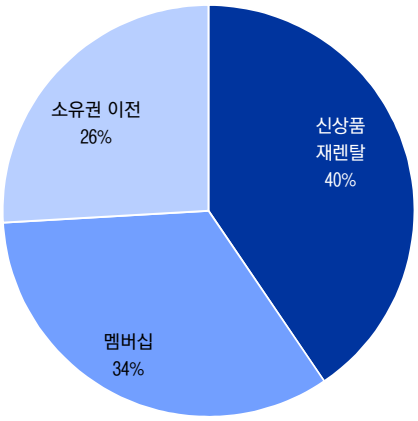
그림74 2017 년 3 월 미세먼지 관련 상품 판매 YoY 증가율



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

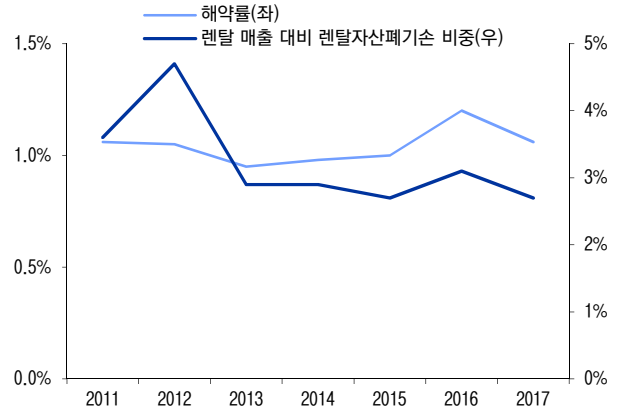
코웨이의 렌탈 계정 관리 능력은 해약률과 렌탈자산폐기손실 추이, 리텐션 비율로 나타난다. 2017년 4분기 해약률은 0.86%으로 역대 최저 수준을 기록했고 2017년 연간으로는 1.06%을 기록, 얼음정수기 니켈 검출으로 이탈이 있었던 2016년 1.2%에서 다소 안정된 모습이다. 해약률과 관련 있는 지표인 렌탈자산폐기손실 비용은 소비자가 계약기간(5년) 만료 전 서비스를 해지해 물품 반송에 따라 일어나는 폐기 손실이다. 렌탈자산폐기손실의 렌탈 매출액 대비 비중 또한 2~3% 수준에서 안정적으로 관리되고 있다. 리텐션 비율은 5년 렌탈 계약 종류 이후 고객의 이탈 정도를 가늠할 수 있는 지표로, 2017년 기준 약 74%의 고객이 유지를 선택하는 것으로 추정된다.

그림75 코웨이 리텐션(Retention) 비율



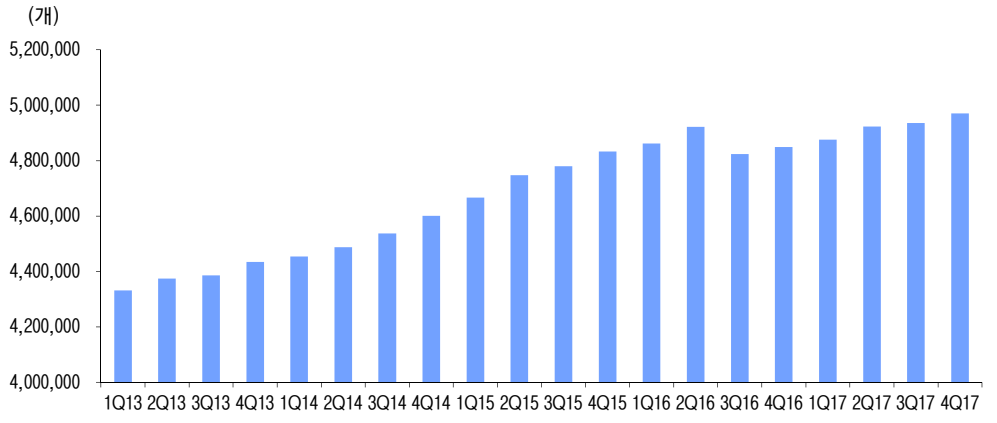
자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 해약률 및 렌탈자산폐기손실 추이



자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 코웨이 렌탈 계정 수 추이



자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 신규 카테고리 확장으로 ARPU 상승 기대

2018년 코웨이는 전략 신규 제품 출시와 온라인 마케팅 강화 등을 통해 렌탈 부문 성장을 이어갈 전망이다. 코웨이의 2017년 4분기 렌탈 매출액은 전년동기대비 4.9% 증가한 3,785억원을 기록했는데, 광고선전비가 전년동기대비 46.8% 증가하고 청정기 필터 교체 비용 등 일회성 항목이 발생해 전사 영업이익은 시장 기대치를 하회한 1,071억원을 기록했다. 국내 렌탈 시장의 성장성에 주목하는 업체가 많아짐에 따라 코웨이는 올해 신제품 출시 등을 통해 경쟁에 대응할 것으로 판단한다.

올해 전략 제품으로는 상반기 중 의류청정기 출시가 예정되어 있다. 올해 1월 미국 라스베이거스에서 열린 세계 최대 전자쇼 CES 2018에서 공개한 FWSS(Fresh Wear Styling System)이다. 매번 세탁하기 어렵고 비용이 많이 드는 의류인 양복, 코트, 니트 등을 살균 및 탈취하는 기존 의류 관리기에 청정기 기능을 더한 제품으로, 2018 CES 혁신상을 받았다.

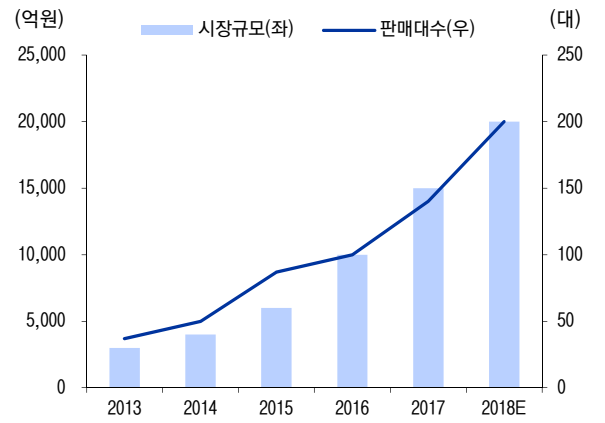
그림78 코웨이: 2018 CES 혁신상 수상 제품들

자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

의류 청정기 외 1분기 중 출시 예정인 액티브 액션 공기청정기는 약 110억개의 실내 공기 질 관련 데이터를 기반으로 맞춤형 솔루션을 제공한다. 또한 센서를 통해 이용자의 생활 공간 파악이 가능하고, 해당 공간을 집중적으로 정화하는 등 기능이 향상됐다. 올해 국내 공기청정기 시장은 약 2조원에 달할 것으로 전망되고, 최근 수년간 초미세먼지 특보 발령 횟수가 급격하게 증가함에 따라 공기청정기 신제품 확대에 대한 내용도 실적에 기여할 것으로 전망한다.

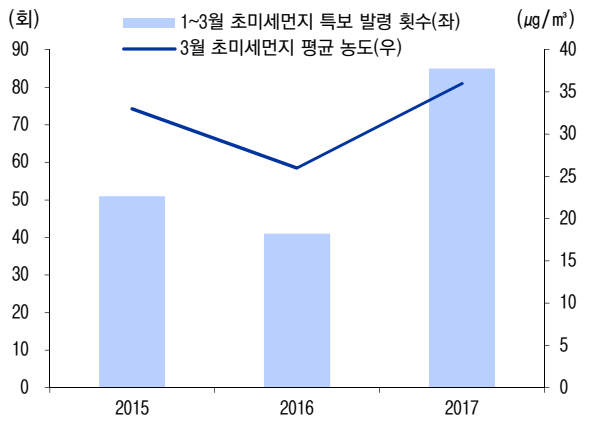
또한 가전이 프리미엄화 하면서 가격이 상승하는 추세인데, 렌탈을 통해 그 수요를 충족하는 소비자가 많아질 것으로 전망한다. 동사는 이러한 트렌드를 반영해 신규 제품 출시에 집중할 예정이며, 이를 통해 ARPU의 상승을 꾀하고자 하는 움직임으로 판단된다.

그림79 국내 공기청정기 시장 전망



자료: 업계 취합, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 연도별 1~3 월 초미세먼지 특보 발령 횟수



자료: 한국환경공단, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 서울 중구 측정소 기준, 2017년 1~23일 기준

표16 LG TROMM 스타일러 렌탈 가격

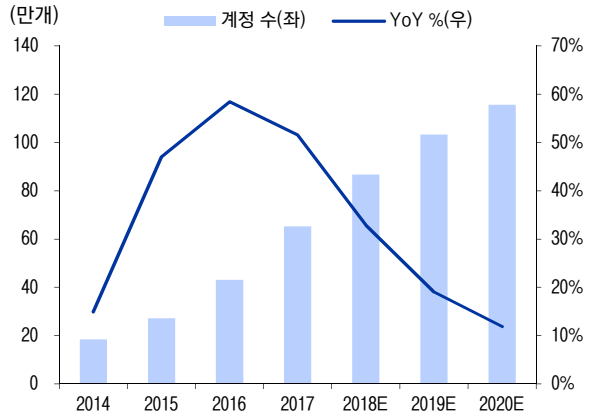
항목	내용
모델명	S3BFR / S5BBR
제품 분류	LG TROMM 스타일러
용량	3벌 + 바지 1벌 / 5벌 + 바지 1벌
렌탈가격	월 44,900원 / 월 59,900원
서비스	토탈 클리닝 서비스 (급/배수통 소독 청소, 보푸라기 필터 위생 세척, 기계실 입구 및 내부 청소 등) 향기 시트 무상 증정 급/배수통 무상 교체(2년주기)
서비스 주기	6개월에 1회

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2018년 3월 10일 설치 완료 한정 기준, 행사모델 S5BBR, S3BFR

4. 해외 사업 확장

코웨이의 말레이시아 법인 성장세가 거세다. 2017년 말 기준 계정수는 전년대비 51.5% 증가한 65만 3,000개 계정을 기록했다. 2017년 연간 매출액 또한 전년대비 45.1% 증가한 2,075억원, 영업이익은 전년대비 161.2% 증가한 175억원을 기록했다(영업이익률 8.4%). 2014년 실시한 설문조사에 따르면, 67%에 달하는 말레이시아 가구가 아직 물을 끓이는 방식으로 소독해 음용하고 있는 것으로 나타났으며, 소득 수준 상승, 수질 오염과 더불어 정수기 시장이 성장하고 있다. 또한 말레이시아는 한류 영향으로 한국 브랜드에 대한 호감이 있어 한국 업체들에게 진출이 용이한 시장으로 판단된다.

그림81 코웨이 말레이시아 계정 수 추이 및 전망



자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

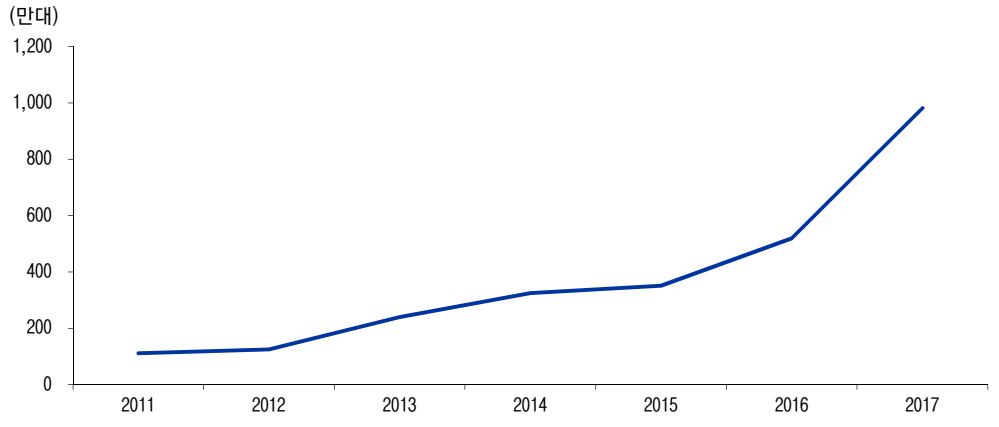
그림82 말레이시아 공항 내 Pure Zone 정수기 체험 운영

자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

동사는 정부, 관공서 등과 계약을 맺고 공항 등 시설에 많이 설치하면서 노출하는 전략을 폈고, 이에 따라 말레이시아 정수기 시장에서 신규 판매 M/S 35~40%로 업계 1위 자리를 확보했다. 올해 목표 계정 수는 누적 100만 계정이다. 가입자 수 증가에 따라 2018년 연간 영업이익률도 두자릿수로 올라설 것으로 전망한다. 참고로 2017년 4분기 영업이익률은 11.7%를 기록해(1Q17 5.3% → 2Q17 6.5% → 3Q17 9.1%) 본격 성장 궤도에 진입한 것으로 판단한다.

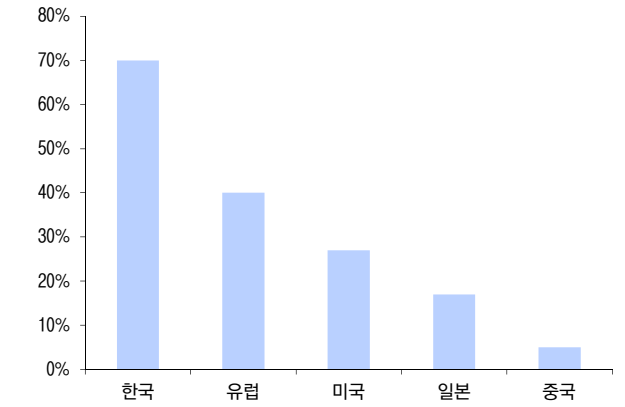
중국은 ODM/Dealer를 통한 수출 매출 확대가 기대된다. 2010년전까지 중국 공기청정기 시장은 주로 공업용과 의료용 등 산업용이 대부분이었으나 최근 미세먼지 문제로 인해 필수 가정용품으로 부상하고 있다. 특히 중국은 가구별 공기청정기 보급률이 약 5% 수준에 불과한 것으로 추정돼 향후 지속적으로 성장할 가능성이 높다. 또한 도시가구의 가전 보유량 기준으로 보아도 TV나 에어컨 대비해 현저히 낮은 수준으로, 공기청정기 수요는 대기오염과 함께 지속될 전망이다. 동사는 중국 단일 브랜드 판매액 기준 시장 점유율 1위인 필립스(2016년 기준 24.76%)와 계약을 맺고 공급하고 있으며, 전체 ODM 매출 중 필립스 비중은 절반 이상인 것으로 추정돼 중국 공기청정기 시장 성장을 공유할 안정적인 파트너를 확보했다고 판단한다.

그림83 중국 공기청정기 시장 규모 판매량 추이



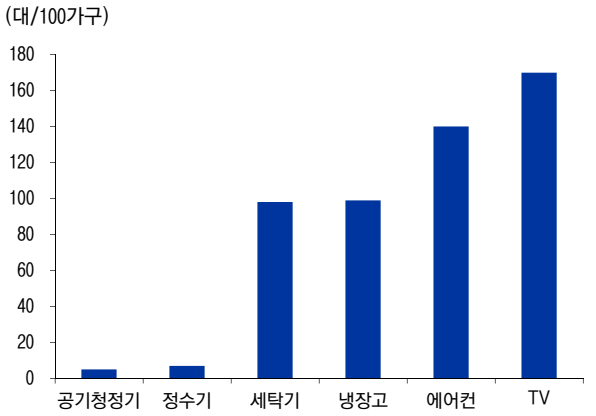
자료: 中国商业信息网, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 국가별 공기청정기 보급률 추정



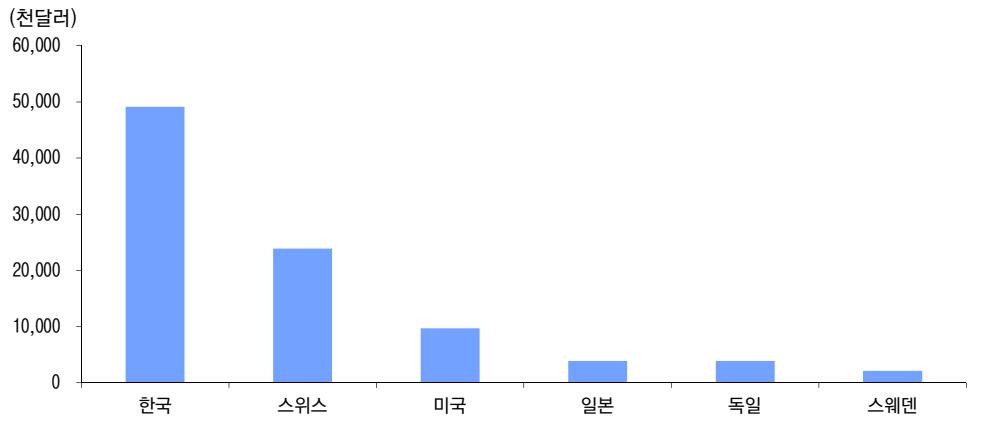
자료: KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 중국 도시가구 가전제품 보유량



자료: 中国商业信息网, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 중국 가정용 공기청정기 국가별 수입액(2016 년 기준)



자료: 한국무역협회, 이베스트투자증권 리서치센터

5. 투자의견 Buy, 목표주가 103,000원으로 커버리지 개시

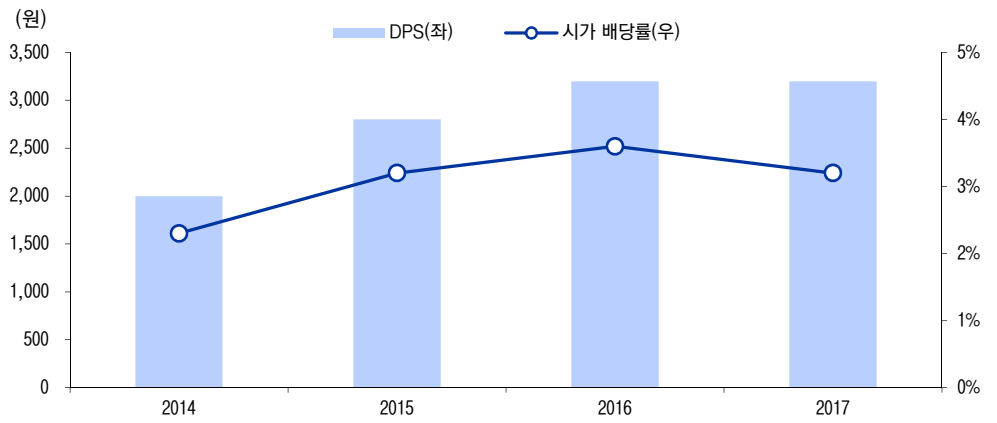
코웨이에 대해 투자의견 매수 및 목표주가 103,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS 5,176원에 Target P/E Multiple 20배를 적용하여 산정했다. 동사는 국내 렌탈계정 1위 사업자로서의 시장 지배력과 카테고리 확장성, 해외 사업의 실적 기여 본격화가 기대된다. 더불어 주주 친화적인 배당 정책 또한 긍정적으로 판단한다.

표17 코웨이 세부 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017P	2018E
추정 실적											
연결 매출액	**6,102**	**6,234**	**6,296**	**6,536**	**6,545**	**6,615**	**6,882**	**7,127**	**23,763**	**25,168**	**27,048**
렌탈	3,695	3,795	3,785	3,785	3,817	3,877	3,913	3,990	14,926	15,060	15,597
금융리스	259	302	351	316	284	328	370	344	1,054	1,229	1,326
멤버쉽	378	367	359	343	339	324	312	301	1,675	1,447	1,276
일시불	459	504	473	486	436	474	530	483	1,957	1,922	1,923
수출	680	555	686	676	741	640	799	802	2,170	2,597	2,982
화장품	209	187	194	207	224	200	208	221	742	797	853
자회사	715	843	819	993	880	1,024	1,052	1,226	2,590	3,370	4,182
영업이익(연결)	1,209	1,206	1,242	1,071	1,311	1,293	1,350	1,190	3,388	4,727	5,145
영업이익률	19.8%	19.3%	19.7%	16.4%	20.0%	19.6%	19.6%	16.7%	14.3%	18.8%	19.0%
성장률											
연결 매출액	**-2.2%**	**12.3%**	**7.9%**	**6.4%**	**7.3%**	**6.1%**	**9.3%**	**9.0%**	**2.6%**	**5.9%**	**7.5%**
렌탈	-2.8%	-1.2%	3.0%	4.9%	3.3%	2.2%	3.4%	5.4%	0.1%	0.9%	3.6%
금융리스	20.7%	5.5%	30.2%	11.5%	9.5%	8.5%	5.5%	8.7%	157.7%	16.5%	7.9%
멤버쉽	-12.0%	-13.5%	-14.7%	-14.3%	-10.4%	-11.7%	-13.1%	-12.2%	-6.8%	-13.6%	-11.8%
일시불	-9.0%	-6.7%	11.0%	-0.2%	-5.0%	-6.0%	12.0%	-0.5%	14.3%	-1.8%	0.1%
수출	19.9%	-7.1%	42.6%	29.1%	8.9%	15.2%	16.5%	18.7%	45.4%	19.7%	14.8%
화장품	3.9%	8.3%	6.9%	10.8%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	-10.7%	7.4%	7.0%
자회사	27.7%	52.7%	33.8%	14.7%	23.0%	21.5%	28.4%	23.5%	49.1%	30.1%	24.1%
영업이익(연결)	-2.2%	919.4%	16.1%	11.1%	8.4%	7.2%	8.8%	11.2%	-26.9%	39.5%	8.8%
계정 (천개)											
총 계정 수	**5,713**	**5,746**	**5,745**	**5,748**	**5,730**	**5,760**	**5,743**	**5,782**	**5,749**	**5,731**	**5,756**
렌탈 계정 수	4,875	4,923	4,935	4,970	4,978	5,032	5,038	5,097	4,855	4,923	5,038
렌탈 ARPU(월)	25,331	25,820	25,597	25,476	25,556	25,684	25,889	26,096	25,617	25,495	25,802
멤버십 계정수	838	823	810	778	752	728	705	685	894	808	719
멤버십 ARPU(월)	15,044	14,879	14,775	14,674	15,014	14,849	14,746	14,645	15,620	14,925	14,797

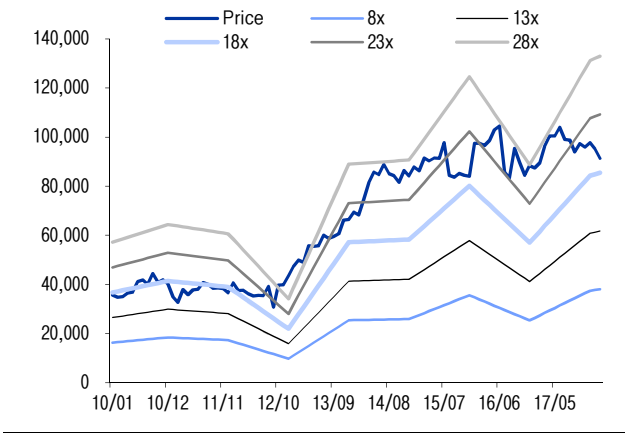
자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 코웨이 배당 추이



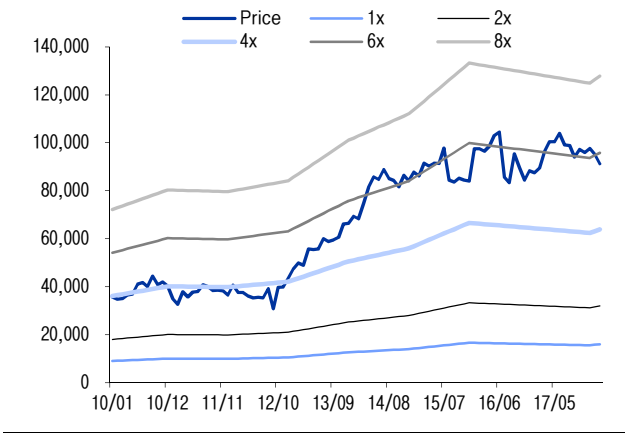
자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 코웨이 P/E Band



자료: WISEfn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 코웨이 P/B Band



자료: WISEfn, 이베스트투자증권 리서치센터

코웨이 (021240)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	653	733	990	1,063	1,165
현금 및 현금성자산	116	66	297	320	374
매출채권 및 기타채권	283	323	332	362	391
재고자산	70	70	96	105	113
기타유동자산	184	274	265	276	287
비유동자산	1,122	1,235	1,208	1,312	1,413
관계기업투자등	2	2	2	3	3
유형자산	700	669	728	820	910
무형자산	169	183	182	181	180
자산총계	**1,775**	**1,968**	**2,198**	**2,374**	**2,578**
유동부채	473	735	1,099	1,126	1,153
매입채무 및 기타재무	224	217	209	228	246
단기금융부채	80	340	690	690	690
기타유동부채	169	178	200	208	216
비유동부채	64	49	66	68	70
장기금융부채	8	12	12	12	12
기타비유동부채	56	37	54	56	58
부채총계	**537**	**784**	**1,165**	**1,194**	**1,223**
지배주주지분	1,237	1,183	1,032	1,180	1,355
자본금	41	41	41	41	41
자본잉여금	127	127	129	129	129
이익잉여금	1,177	1,180	1,014	1,162	1,337
비지배주주지분(연결)	1	1	0	0	0
자본총계	**1,238**	**1,183**	**1,032**	**1,180**	**1,355**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	**2,315**	**2,376**	**2,517**	**2,705**	**2,916**
매출원가	729	812	798	892	943
매출총이익	**1,586**	**1,564**	**1,718**	**1,813**	**1,972**
판매비 및 관리비	1,123	1,225	1,246	1,298	1,417
영업이익	**463**	**339**	**473**	**515**	**556**
(EBITDA)	691	572	715	804	877
금융손익	-6	-7	-13	-12	-12
이자비용	4	6	12	14	14
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-3	-8	-20	7	7
세전계속사업이익	**454**	**324**	**440**	**509**	**551**
계속사업법인세비용	111	80	114	123	137
계속사업이익	343	243	326	387	414
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**343**	**243**	**326**	**387**	**414**
지배주주	343	244	326	387	414
총포괄이익	**338**	**243**	**326**	**387**	**414**
매출총이익률 (%)	68.5	65.8	68.3	67.0	67.6
영업이익률 (%)	20.0	14.3	18.8	19.0	19.1
EBITDA 마진률 (%)	29.8	24.1	28.4	29.7	30.1
당기순이익률 (%)	14.8	10.2	12.9	14.3	14.2
ROA (%)	20.2	13.0	15.7	16.9	16.7
ROE (%)	30.2	20.1	29.4	35.0	32.7
ROIC (%)	31.5	20.7	26.2	27.1	26.7

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	**545**	**469**	**764**	**658**	**718**
당기순이익(손실)	343	243	326	387	414
비현금수익비용가감	448	467	570	292	324
유형자산감가상각비	220	225	235	281	313
무형자산상각비	8	8	8	8	8
기타현금수익비용	4	-4	328	3	3
영업활동 자산부채변동	-163	-121	-41	-20	-20
매출채권 감소(증가)	-58	-62	-24	-30	-29
재고자산 감소(증가)	-5	-4	-28	-9	-8
매입채무 증가(감소)	6	-4	26	19	18
기타자산, 부채변동	-106	-51	-15	0	0
투자활동 현금	**-371**	**-471**	**-383**	**-395**	**-425**
유형자산처분(취득)	-320	-313	-336	-374	-403
무형자산 감소(증가)	-5	-13	-8	-7	-7
투자자산 감소(증가)	-42	-145	-36	-2	-2
기타투자활동	-4	0	-3	-12	-13
재무활동 현금	**-204**	**-48**	**-151**	**-239**	**-239**
차입금의 증가(감소)	-68	256	337	0	0
자본의 증가(감소)	-148	-208	-235	-239	-239
배당금의 지급	148	208	235	239	239
기타재무활동	12	-96	-253	0	0
현금의 증가	**-31**	**-50**	**230**	**24**	**54**
기초현금	147	116	66	297	320
기말현금	116	66	297	320	374

주요 투자지표

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E	18.9	27.9	19.7	16.6	15.5
P/B	5.2	5.7	6.2	5.4	4.7
EV/EBITDA	9.3	12.2	9.5	8.4	7.6
P/CF	8.2	9.6	7.2	9.5	8.7
배당수익률 (%)	3.3	3.6	3.7	3.7	3.7
성장성 (%)					
매출액	7.2	2.6	5.9	7.5	7.8
영업이익	27.1	-26.9	39.5	8.8	8.0
세전이익	36.7	-28.8	35.9	15.8	8.1
당기순이익	37.4	-29.1	33.8	18.8	7.0
EPS	37.4	-28.8	37.6	18.8	7.0
안정성 (%)					
부채비율	43.4	66.3	112.8	101.2	90.3
유동비율	138.2	99.7	90.0	94.4	101.1
순차입금/자기자본(x)	-3.0	17.8	34.1	27.6	19.9
영업이익/금융비용(x)	106.8	55.5	39.3	37.4	40.4
총차입금 (십억원)	88	352	702	702	702
순차입금 (십억원)	-37	210	352	326	270
주당지표(원)					
EPS	4,449	3,166	4,357	5,176	5,536
BPS	16,044	15,486	13,797	15,773	18,109
CFPS	10,263	9,225	11,976	9,069	9,859
DPS	2,800	3,200	3,200	3,200	3,200

자료: 코웨이, 이베스트투자증권 리서치센터

카페24 (042000)

2018. 3. 5 | 유통

한국 이커머스를 그대 품안에

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

NR

목표주가	NR
현재주가	90,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	O	

이커머스 종합 플랫폼 업체

카페24는 온라인 쇼핑몰 비즈니스가 가능할 수 있도록 셀러들에게 쇼핑몰 솔루션, 광고 및 마케팅, 호스팅 인프라 등의 서비스를 제공하는 플랫폼 업체로, 2018년 2월 8일 테슬라 요건(이익미실현기업 상장 제도)을 적용해 상장한 첫번째 기업이다. 2016년 기준 카페24 플랫폼에서 발생하는 국내 거래액은 5.2조원, 2017년 거래액은 약 6.5조원을 기록한 것으로 추정돼 시장 점유율은 약 8.2% 수준이다. 동사는 카페24를 통해 개설한 인터넷 쇼핑몰의 수가 늘어날수록, 그리고 쇼핑몰들의 거래대금이 늘어날수록 매출이 증가하는 구조를 가지고 있다.

플랫폼 기반의 확장성이 매력

2017년 3분기 누계 별도 기준 부문별 매출액 비중은 1)쇼핑몰 솔루션 46.2%, 2)호스팅 서비스 23.8%, 3)마케팅 광고 서비스 21.6%, 4)상품 매출 8.3%등이다. 이 중 쇼핑몰 솔루션은 PG중개 수수료, 도메인 수수료, 각종 부가서비스 수수료 등인데, PG중개 수수료의 비중이 2017년 예상 실적 기준 약 82.3%로 가장 크다. 통상 간편결제서비스 사용 거래액의 0.8~1.0%가 부과된다.

카페24의 향후 확장될 수 있는 부가 서비스는 무궁무진하다고 판단한다. 셀러들에게는 쇼핑몰 개설기반 플랫폼이라는 이유로 카페24에 대한 Lock-in 효과가 강하게 작용할 수 밖에 없다. 이에 따라 동사는 셀러들의 쇼핑몰 운영에 있어서 필요한 기능들을 그동안 누적된 빅데이터 기반으로 제공할 수 있다고 판단한다.

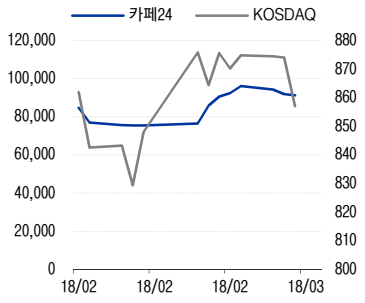
꾸준한 국내 성장 + 신사업 기대감 고조

한국 온라인 쇼핑 시장은 가격 우위와 간편 결제 확대로 매년 두 자릿수대의 성장을 이어갈 것으로 보이며, 이에 동사는 국내 사업의 꾸준한 성장을 이어갈 수 있을 것으로 판단한다. 더불어 동사가 확보하고 있는 쇼핑몰 고객사들의 해외 진출, 재고 관리 및 배송, 상품 공급 측면에서 신사업 기대감도 커질 것으로 전망한다. 향후 패션 및 뷰티 제품 공급 사업, 전자상거래 솔루션 사업의 해외 진출, 물류 및 3PL 등으로의 사업 확장이 계획되어 있다.

Stock Data

KOSDAQ (3/2)		860.23 pt
시가총액		8,008 억원
발행주식		8,858 천주
52 주 최고가 / 최저가		96,200 / 75,500 원
90 일 일평균거래대금		89.47 억원
외국인 지분율		4.5%
배당익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		n/a
KOSDAQ 대비 상대익률	1 개월	n/a
	6 개월	n/a
	12 개월	n/a
주주구성	우창균외 10 인	35.7%

Stock Price

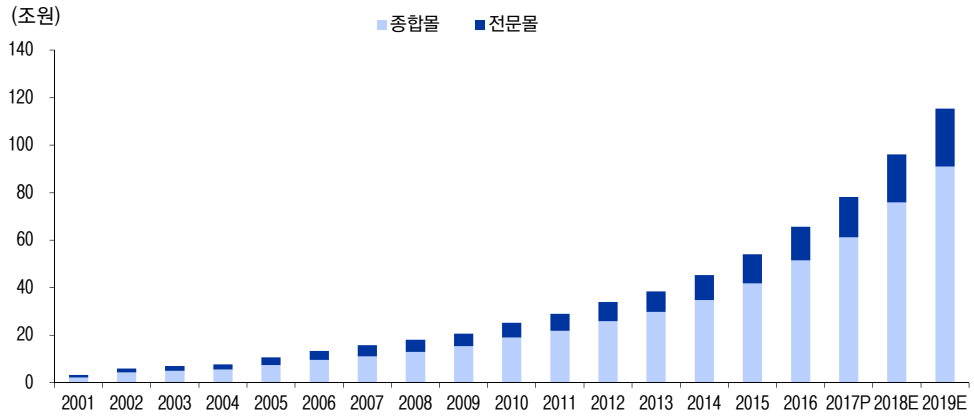


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	70	-4	-5	-4	-	-	-	-	-	-	-27.9
2015	83	-2	-2	-2	-	-	-	-	-	-	-16.9
2016	102	-2	-1	-1	-	-	-	-	-	-	-13.8
2017P	143	7	6	5		-	-		-	1.4	35.9

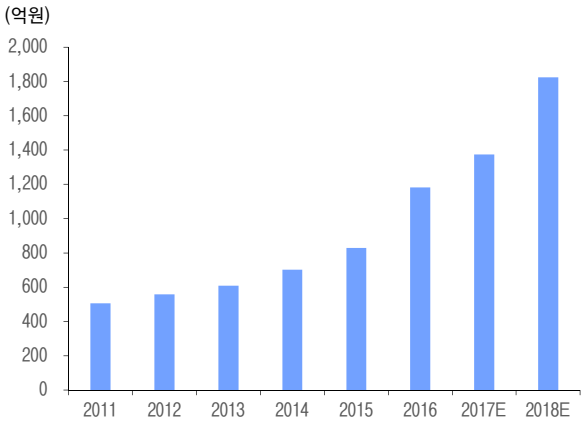
자료: 카페24, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2014~2015년 별도기준, 2016~2017년 연결기준

그림90 한국 온라인 쇼핑몰 거래액 추이 및 전망



자료: KOSIS, 이베스트투자증권 리서치센터

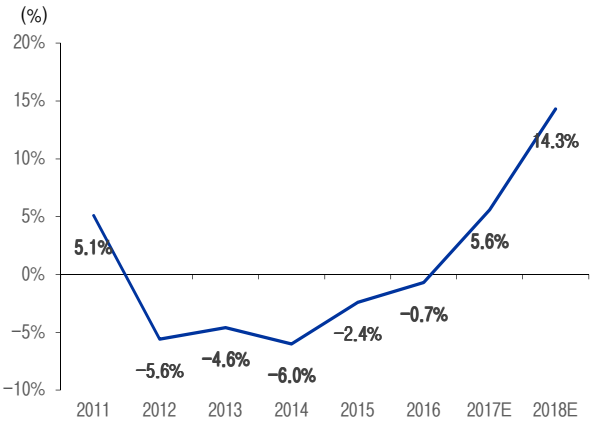
그림91 카페 24 매출액 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2011년~2015년 별도 재무제표, 2016년~2018년 연결 재무제표 기준

그림92 카페 24 수익성 추이



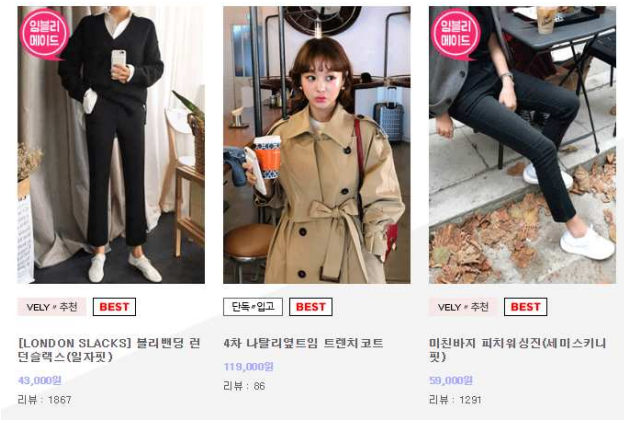
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2011년~2015년 별도 재무제표, 2016년~2018년 연결 재무제표 기준

그림93 스타일난다: 온라인 성공으로 오프라인 확장

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림94 카페 24 대표 입점 쇼핑몰: 임블리



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Shopify(SHOP)

2018. 3. 5 | 유통

알리바바와 결합해 한번 더 위대해지다

Analyst 오린아
02. 3779-0053
lina.oh@ebestsec.co.kr

NR

현재주가 $136.85

컨센서스 대비

상회	부합	하회

조용한 강자

Shopify는 2006년 캐나다에서 런칭한 전자상거래 서비스 플랫폼으로, 정식 서비스를 시작한 지 6년만에 아마존과 이베이에 이어 미국 전자상거래 점유율 3위를 기록한 업체다. Shopify는 온라인 쇼핑몰 사이트 개설에서부터 결제 솔루션, 쇼핑몰 디자인 기능 등 쇼핑몰 운영에 필요한 모든 기능을 제공하고 있다. 2017년 매출액은 전년대비 72.9% 성장한 6.73억달러, 거래액은 전년대비 71% 성장한 263억달러를 기록했다.

결제 내재화, 펀딩도 지원

Shopify의 매출액은 크게 1)Subscription Solutions와 2)Merchant Solutions으로 구분된다. 이중 Subscriptions 매출액은 셀러들이 Shopify의 플랫폼을 이용하는 월 이용료에서 발생하는 매출로, 요금제에 따라 최소 월 29달러부터 299달러까지 구분되어 있다. Merchant Solutions 부문은 쇼핑몰 관련 부가서비스에서 발생하는 매출액이다. Shopify의 결제 시스템인 Shopify Payments 거래 수수료, 마케팅 서비스, 중소상인에게 펀딩을 제공해주는 Shopify Capital 수익 및 자사 소프트웨어와 연동되는 POS 기기 판매 수익 등이다.

강력한 Dropshipping 기능: 알리바바의 모든 상품이 나의 판매 아이템!

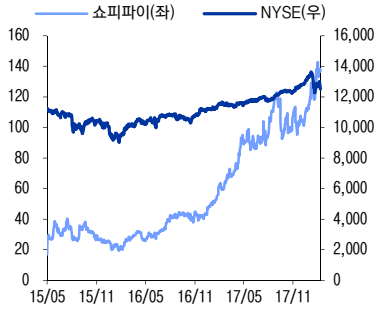
Shopify는 2017년 5월 Oberlo라는 업체를 인수했는데, 이를 통해 드랍쉬핑(Dropshipping)이라는 강력한 경쟁력을 확보하게 됐다. 드랍쉬핑은 재고 없이도 원하는 아이템을 마음껏 판매할 수 있는 플러그인이다. Shopify 셀러가 플러그인을 설치하면, 판매자는 알리바바 그룹 내 알리익스프레스(Aliexpress)를 통해 원하는 상품을 무엇이든지 자신의 Shopify 상점에 게시할 수 있다. Shopify 상점에서 주문 발생 시, 알리익스프레스 내 제조업체가 구매자에게 직접 배송한다. 즉 1)재고를 사입할 필요 없이, 2)다양한 품목을, 3)포장/배송 과정 없이도 판매할 수 있는 기능이라고 볼 수 있다.

드랍쉬핑 기능은 Oberlo 외에도 AliDropship, Dropfied 등의 업체들도 제공하고 있는데, Shopify가 동사 플랫폼을 이용하는 전세계 600,000개의 상점과 세계의 공장인 중국을 연결했다는 데에 의미가 있다고 판단한다. 더불어, 이는 향후 신규 판매자들의 이커머스 사업 진입을 Shopify로 유인하는데에 있어 큰 경쟁력이라는 판단이다.

Stock Data

NYSE(3/1)		12,518.7pt
시가총액		14,394.2백만$
발행주식수		92.1백만주
52주 최고가 / 최저가		$146.1 / $58.6
90일 일평균거래대금		187.6백만$
기관투자가 유통주식		89.7%
배당수익률(18.12E)		0.0%
BPS(18.12E)		$13.5
NYSE대비 상대가격	1개월	13.3%
	6개월	33.5%
	12개월	112.1%
주주구성	FMR LLC	23.3%
	Coatue Management	7.6%

Stock Price

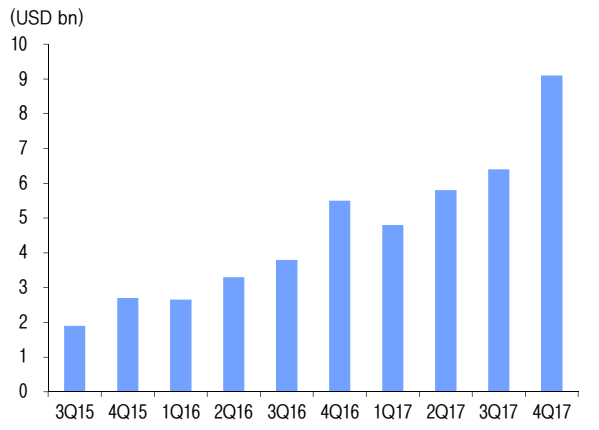


Financial Data

(백만$)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS ($)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	389.3	-37.2	-35.4	-35.4	-0.4	적지	-23.2	n/a	n/a	9.3	-11.7
2017P	673.3	-49.2	-40.0	-40.0	-0.4	적지	-25.8	n/a	n/a	10.1	-5.7
2018E	995.8	5.2	11.9	11.6	0.1	흑전	32.8	1169.7	403.6	10.2	1.6
2019E	1365.5	52.7	61.4	52.6	0.5	348.7	87.1	260.7	151.1	10.3	5.2
2020E	1774.4	176.1	184.8	168.8	1.5	194.9	219.0	88.4	58.2	9.2	6.3

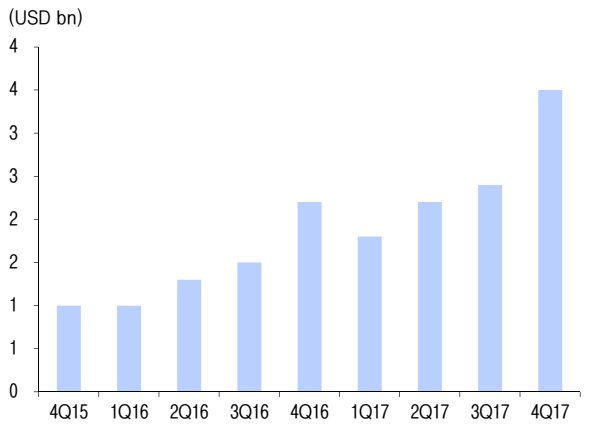
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터, 추정치는 Consensus 데이터

그림95 Shopify 분기별 GMV 추이



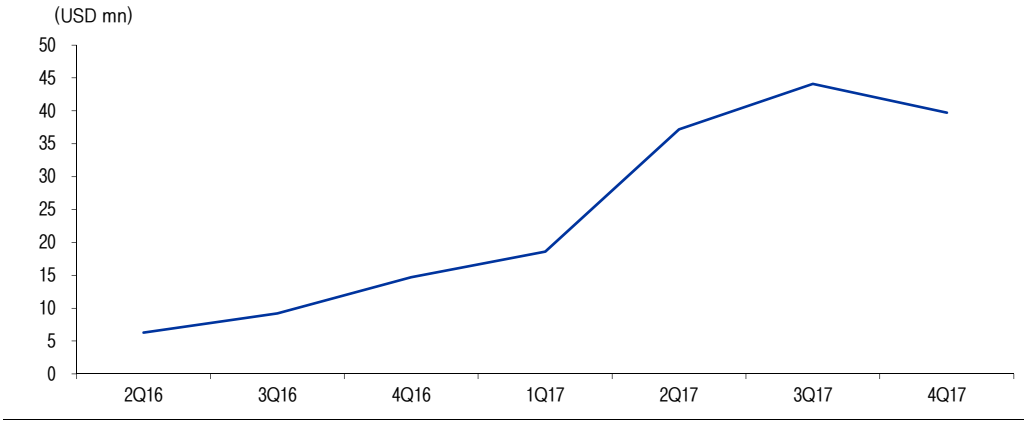
자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

그림96 Shopify 분기별 GPV 추이



자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

그림97 Shopify Capital 금액 추이

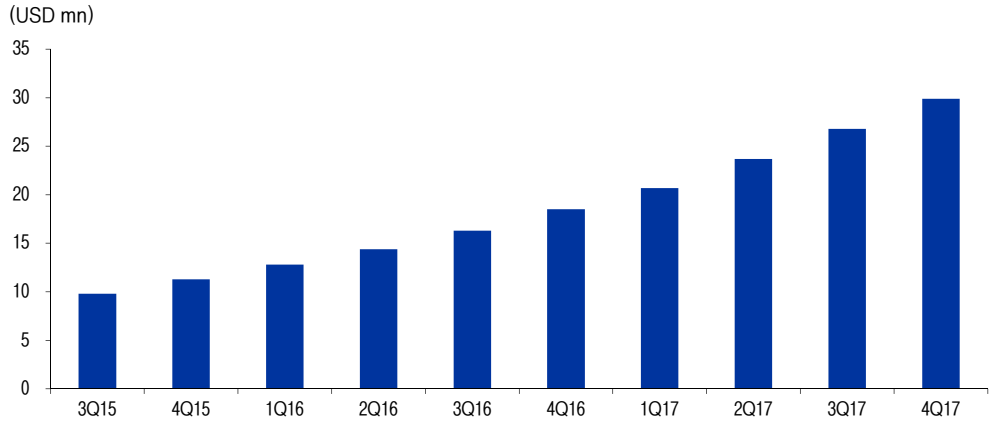


자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

그림98 드랍쉬핑(Dropshipping) 예시

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림99 Shopify MRR(Monthly Recurring Revenue) 추이



자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

그림100 Shopify 요금제별 제공 서비스 내역

	Basic Shopify All the basics for starting a new business	**Shopify** Everything you need for a growing business	**Advanced Shopify** Advanced features for scaling your business
Monthly price	$29	$79	$299
CREDIT CARD RATES			
Online ⓘ	2.9% + 30¢	2.6% + 30¢	2.4% + 30¢
In person ⓘ	2.7% + 0¢	2.5% + 0¢	2.4% + 0¢
TRANSACTION FEES			
Using Shopify Payments	None	None	None
Using external payment gateways	2.0%	1.0%	0.5%
FEATURES			
Staff accounts	2	5	15
Number of products	Unlimited	Unlimited	Unlimited
File storage	Unlimited	Unlimited	Unlimited
Retail Package	+ $49	+ $49	+ $49
Shopify Shipping discount ⓘ	Good	Better	Best
Print shipping labels ⓘ	✓	✓	✓
24/7 support	✓	✓	✓

자료: Shopify, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 Shopify 분기별 실적 추이

(USD mn)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
매출액	**37**	**45**	**53**	**70**	**73**	**87**	**100**	**130**	**127**	**152**	**171**	**209**
YoY	-	-	-	-	94.7%	92.9%	88.6%	85.8%	75.2%	75.0%	72.2%	60.7%
Merchant Solutions	15	19	23	36	34	43	50	74	65	80	89	129
Subscription Solutions	22	25	30	35	39	44	50	56	62	72	82	94
매출원가	16	20	24	35	33	39	46	62	55	65	71	94
Merchant Solutions	11	14	18	27	24	30	37	51	43	51	56	82
Subscription Solutions	5	5	6	8	8	9	11	12	12	14	15	20
매출원가율	42.3%	43.8%	45.5%	49.4%	44.9%	45.2%	46.0%	47.7%	43.3%	42.7%	41.7%	44.8%
매출총이익	22	25	29	36	40	48	54	68	72	87	100	116
GP Margin	57.7%	56.2%	54.5%	50.6%	55.1%	54.8%	54.0%	52.3%	56.7%	57.3%	58.3%	55.3%
판관비	25	29	33	42	50	56	63	77	87	103	113	112
판관비율	67.1%	63.9%	62.6%	59.9%	68.5%	64.8%	63.5%	59.4%	68.1%	67.8%	65.7%	53.5%
영업이익	-3	-3	-4	-7	-10	-9	-9	-9	-14	-16	-13	4
OP Margin	-9.3%	-7.7%	-8.1%	-9.3%	-13.4%	-10.0%	-9.5%	-7.1%	-11.4%	-10.5%	-7.4%	1.8%
YoY					적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
세전계속사업이익	-5	-3	-5	-6	-9	-8	-9	-9	-14	-14	-9	4
계속사업법인세비용	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
유효세율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	
순이익	-5	-3	-5	-6	-9	-8	-9	-9	-14	-14	-9	5
NP Margin	-12.1%	-7.3%	-8.8%	-9.0%	-12.3%	-9.7%	-9.2%	-6.8%	-10.7%	-9.3%	-5.5%	2.4%
YoY	n/a	n/a	n/a	n/a	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 Shopify 연간 실적

(USD mn)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
매출액	**24**	**50**	**105**	**205**	**389**	**673**
YoY	n/a	111.9%	109.0%	95.4%	89.7%	72.9%
Merchant Solutions	5	12	38	93	201	363
Subscription Solutions	19	38	67	112	189	310
매출원가	5	14	43	94	180	293
Merchant Solutions		5	26	70	140	232
Subscription Solutions	4	9	17	25	39	61
매출원가율	20.1%	26.9%	41.2%	45.9%	46.2%	43.5%
매출총이익	19	37	62	111	209	380
GP Margin	79.9%	73.1%	58.8%	54.1%	53.8%	56.5%
판관비	20	41	83	129	247	429
판관비율	86.2%	81.6%	79.4%	62.8%	63.4%	63.8%
영업이익	-2	-4	-22	-18	-37	-49
OP Margin	-6.4%	-8.5%	-20.6%	-8.7%	-9.5%	-7.3%
YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지
세전계속사업이익	-1	-5	-22	-19	-35	-40
계속사업법인세비용	0	0	0	0	0	0
유효세율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
순이익	-1	-5	-22	-19	-35	-40
NP Margin	-5.2%	-9.6%	-21.2%	-9.2%	-9.1%	-5.9%
YoY	적전	적지	적지	적지	적지	적지

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림101 Shopify 주가 추이

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

AJ네트웍스 (095570)

2018. 3. 5 Mid-Small Cap

성장하는 산업에 있는 일등 기업

Analyst 최석원
02. 3779-8446
cseogwon@ebestsec.co.kr

B2B 렌탈 산업은 계속 성장한다

우리가 물건을 사는(자산화 하는) 이유는 두 가지 경우이다. 지불하는 비용(물건 가격+유지보수비+기회비용)보다 더 많은 혜택(경제적 이득+만족감 등)이 있을 것으로 생각될 때, 그리고 사용 빈도가 낮더라도 가끔씩 꼭 필요하여 어쩔 수 없는 경우이다. 구매의 규모에 대한 정도 차이가 있을 뿐, 이러한 기준은 개인 뿐만 아니라 기업에도 동일하게 적용되고 있다.

높은 경제성장률이 이어졌던 과거에는 현재 지불하는 비용보다 향후 경제적 이득에 대한 기대감 또한 높을 수 밖에 없었기 때문에 기업들은 대부분의 자산을 직접 매입하여 사용해왔다. 하지만 점차 과거와 같은 경제성장률을 기대하기 어려워지고, 기업간 경쟁이 보다 치열해지면서 고정비에 대한 절감 노력이 이어지고 있다. 바로 비핵심 자산에 대한 렌탈 수요가 증가하고 있는 이유이다.

핵심 경쟁력: 렌탈 자산에 대한 유지보수 및 매각 노하우 -> 오프라인 플랫폼

렌탈업이란 자산을 구매한 다음 이를 필요로 하는 기업 또는 개인에게 빌려주고 이에 대한 대가를 수취하는 사업이다. 즉, 렌탈업을 영위하기 위해서는 1st) 기업/개인이 무엇을 렌탈하여 사용하고 싶어하는가에 대한 적절한 아이템을 선정할 수 있는 기획 능력, 2nd) 선정된 아이템을 대규모로 자산화 할 수 있는 자금력, 3rd) 현금 outflow와 inflow 기간의 미스 매칭을 견딜 수 있는 자금력, 4th) 렌탈 자산을 효율적으로 관리하기 위한 유지보수 능력(오프라인 플랫폼 구축), 그리고 5th) 내용연수가 지난 렌탈 자산에 대한 매각 능력(판매 채널 확보)이 필요하며, 후발 주자에게는 이러한 요소들이 강력한 진입장벽으로 작용한다. 동사의 각 사업부문의 실적이 매년 꾸준한 성장세를 보이는 이유도 바로 이러한 강력한 경제적 해자에 기인한다.

Buy (maintain)

목표주가 9,400 원
현재주가 7,660 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(3/2)		2,402.16pt
시가총액		3,587 억원
발행주식수		46,822 천주
52주 최고가 / 최저가		7,780 / 5,080 원
90일 일평균거래대금		7.0 억원
외국인 지분율		7.0%
배당수익률(18.12E)		1.2%
BPS(18.12E)		6,212 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	3.0%
	6개월	4.4%
	12개월	23.8%
주주구성	문덕영외 7 인	72.1%
	신영자산운용	5.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	1,055.6	74.3	38.3	29.0	402	n/a	359.5	23.4	4.1	1.7	8.9
2016	1,253.9	61.9	28.6	17.1	288	-28.3	378.6	22.5	4.2	1.1	5.0
2017P	1,431.0	77.4	33.5	21.6	324	12.4	408.9	23.6	4.0	1.2	5.3
2018E	1,514.4	92.0	35.0	20.9	347	7.0	443.1	22.1	3.2	1.2	5.6
2019E	1,656.2	104.6	41.4	24.7	411	18.6	466.8	18.6	2.6	1.2	6.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

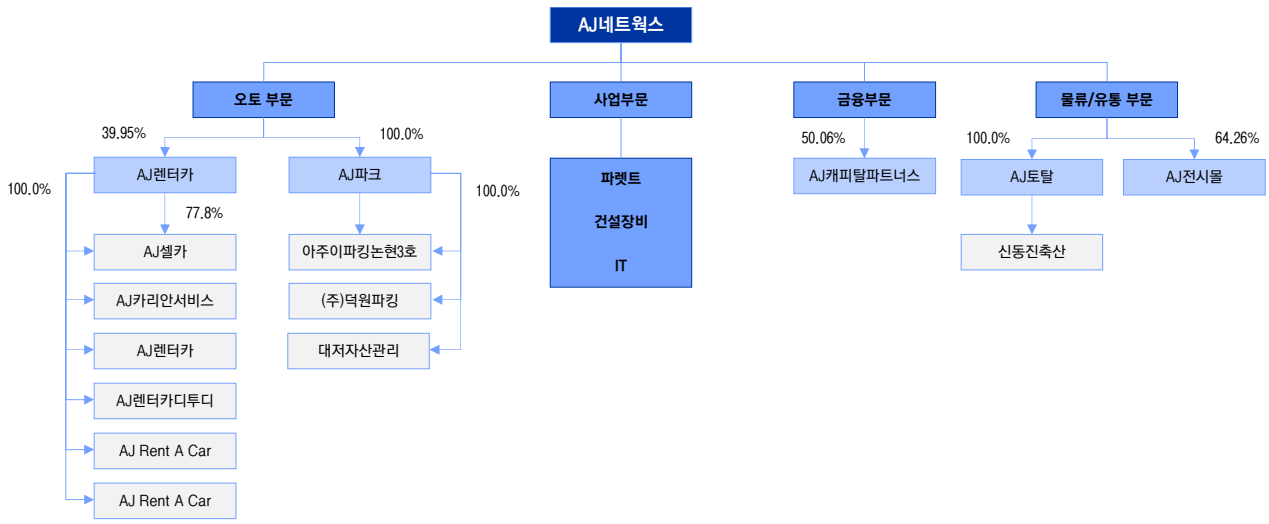
렌탈업의 핵심: 자금력 + 오프라인 플랫폼 + 자산 매각 능력

렌탈업이란 자산을 구매한 다음 이를 필요로 하는 기업 또는 개인에게 빌려주고 이에 대한 대가를 수취하는 사업이다. 즉, 렌탈업을 영위하기 위해서는 1st) 기업/개인이 무엇을 렌탈하여 사용하고 싶어하는가에 대한 적절한 아이템을 선정할 수 있는 기획 능력, 2nd) 선정된 아이템을 대규모로 자산화 할 수 있는 자금력, 3rd) 현금 outflow와 inflow 기간의 미스 매칭을 견딜 수 있는 자금력, 4th) 렌탈 자산을 효율적으로 관리하기 위한 유지보수 능력(오프라인 플랫폼 구축), 그리고 5th) 내용연수가 지난 렌탈 자산에 대한 매각 능력(판매 채널 확보)이 필요하다.

현재 동사는 국내 유일한 B2B 전문 렌탈업체로서 그 동안 쌓아온 노하우를 기반으로 한 아이템 선정 능력, 전국적인 오프라인망에 따른 유지보수 능력, 그리고 렌탈 자산에 대한 매각 능력(B2B/B2C 판매 채널 보유 및 자산에 대한 Refurbish 설비)을 기반으로 각 부문별(오토부문, 금융부문, 물류/유통부문, 사업부문)로 경쟁력으로 보유하고 있으며, 후발 주자를 견제할 수 있는 강력한 경제적 진입장벽이 되고 있다.

비핵심자산에 대한 렌탈 수요는 점차 확대될 것으로 예상되는 가운데, 이러한 강력한 진입장벽을 바탕으로 현재 동사가 보여주고 있는 성장성은 향후에도 유지될 가능성이 높아보인다.

그림102 AJ 네트웍스 지배구조



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

연간/분기별 실적 추이

표20 AJ 네트웍스 연간 실적

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017P	2018E
매출액	**10,112**	**10,556**	**12,539**	**14,310**	**15,144**
본사	**1,942**	**1,965**	**2,450**	**2,848**	**3,316**
파렛트부문	638	764	909	1,115	1,338
IT부문	648	894	1,033	1,027	1,281
건설장비부문	600	230	450	641	692
연결대상	**8,170**	**8,639**	**10,125**	**11,201**	**11,828**
AJ렌터카	5,700	6,321	6,476	6,313	6,800
AJ토탈	2,094	1,877	2,610	3,107	3,040
AJ파크	223	272	362	700	788
AJ인베스트먼트	189	204	195	216	216
AJ전시몰			482	875	1,024
매출액 YoY					
전사매출액		4.4%	18.8%	14.1%	5.8%
본사		1.2%	24.7%	16.2%	16.4%
연결대상		5.7%	17.2%	10.6%	5.6%
매출액 비중					
본사	19.2%	18.6%	19.5%	19.9%	21.9%
연결대상	80.8%	81.8%	80.8%	78.3%	78.1%
AJ렌터카	56.4%	59.9%	51.7%	44.1%	44.9%
AJ토탈	20.7%	17.8%	20.8%	21.7%	20.1%
AJ파크	2.2%	2.6%	2.9%	4.9%	5.2%
AJ인베스트먼트	1.9%	1.9%	1.6%	1.5%	1.4%
AJ전시몰			3.8%	6.1%	6.8%
영업이익	**770**	**743**	**619**	**774**	**920**
본사	263	237	288	375	438
연결대상	507	506	330	426	482
OPM	7.6%	7.0%	4.9%	5.4%	6.1%
본사	13.5%	12.0%	11.8%	13.2%	13.2%
연결대상	6.2%	5.9%	3.3%	3.8%	4.1%
영업이익 YoY					
전사		-3.6%	-16.7%	25.1%	18.9%
본사		-9.9%	21.8%	29.9%	17.0%
연결대상		-0.3%	-34.7%	29.1%	13.0%

주: 4Q17 세부 매출액 breakdown은 아직 발표하지 않음
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 AJ 네트웍스 분기별 실적

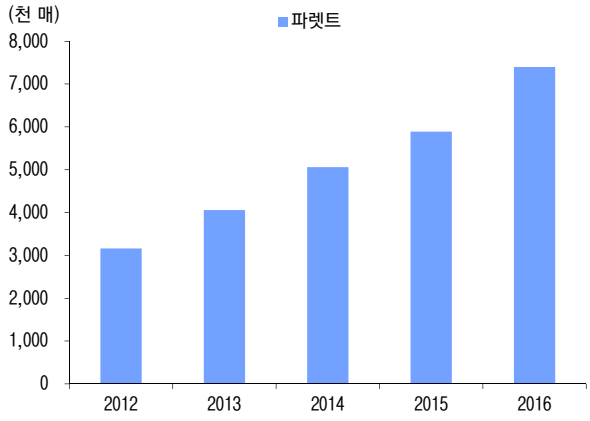
(단위: 억원)	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P
매출액	**2,376**	**2,626**	**2,822**	**2,731**	**2,804**	**3,193**	**3,196**	**3,345**	**3,515**	**3,378**	**3,581**	**3,703**
본사	**434**	**488**	**525**	**519**	**534**	**572**	**584**	**759**	**701**	**667**	**795**	**772**
파렛트부문	168	189	201	206	211	223	239	237	246	265	281	310
IT부문	193	219	247	234	233	232	221	347	265	222	316	306
건설장비부문	59	77	30	65	78	106	107	158	173	159	197	155
연결대상	**1,963**	**2,162**	**2,321**	**2,227**	**2,410**	**2,550**	**2,633**	**2,533**	**2,827**	**2,700**	**2,786**	**2,678**
AJ렌터카	1,485	1,577	1,619	1,641	1,664	1,771	1,593	1,450	1,591	1,528	1,571	1,535
AJ토탈	364	460	587	466	500	651	741	717	716	735	816	739
AJ파크	65	65	69	73	77	85	97	102	224	144	124	170
AJ인베스트먼트	49	61	46	48	51	53	49	42	59	59	49	42
AJ전시몰					118	(10)	152	222	237	234	236	202
영업이익	**185**	**216**	**208**	**134**	**150**	**177**	**168**	**124**	**218**	**200**	**214**	**148**
본사	**55**	**69**	**50**	**63**	**66**	**65**	**68**	**89**	**89**	**91**	**111**	**104**
파렛트부문	32	36	28	32	30	31	38	28	30	41	41	54
IT부문	19	22	31	17	17	27	25	41	45	37	33	38
건설장비부문	9	11	10	18	23	18	15	19	18	27	52	34
연결대상	**130**	**147**	**157**	**71**	**84**	**112**	**100**	**34**	**130**	**109**	**103**	**71**
OPM												
전사	7.8%	8.2%	7.4%	4.9%	5.3%	5.5%	5.3%	3.7%	6.2%	5.9%	6.0%	4.0%
본사	12.7%	14.1%	9.5%	12.1%	12.3%	11.4%	11.7%	11.8%	12.6%	13.6%	14.0%	13.5%
연결대상	6.6%	6.8%	6.8%	3.2%	3.5%	4.4%	3.8%	1.4%	4.6%	4.0%	3.7%	2.6%

주: 4Q17 세부 매출액 breakdown은 아직 발표하지 않음
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림103 플라스틱 파렛트 -> 주요 렌탈용 파랏트 자산

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림104 AJ 네트웍스 파렛트 자산 수량 추이

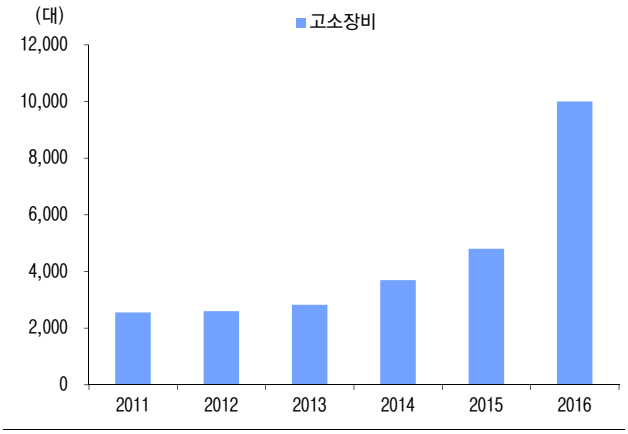


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림105 고소장비

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림106 고소장비 보유 대수

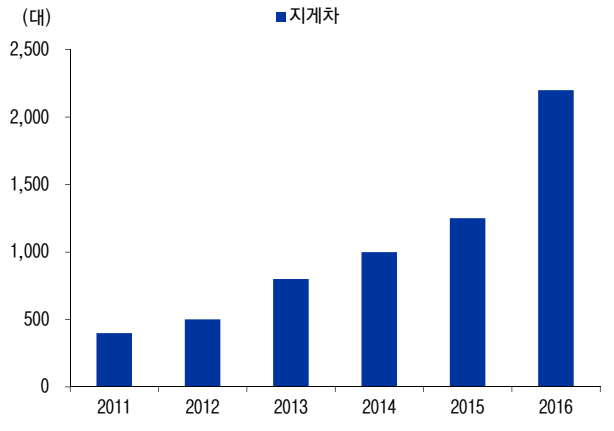


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림107 지게차

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림108 지게차 보유 대수



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

AJ네트웍스 (095570)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
유동자산	252.8	345.4	630.0	1,080.2	1,508.6
현금 및 현금성자산	84.8	128.5	371.7	815.5	1,220.7
매출채권 및 기타채권	78.5	110.3	125.8	128.0	142.0
재고자산	27.1	48.8	52.8	53.7	59.5
기타유동자산	62.4	57.9	79.8	83.0	86.4
비유동자산	1,472.4	1,735.9	1,656.9	1,419.3	1,213.8
관계기업투자등	12.5	35.0	49.7	51.7	53.8
유형자산	1,357.2	1,558.1	1,452.6	1,210.3	999.7
무형자산	35.3	55.6	56.2	54.9	53.8
자산총계	**1,725.2**	**2,081.3**	**2,286.9**	**2,499.4**	**2,722.4**
유동부채	817.1	992.4	1,202.7	1,285.7	1,376.2
매입채무 및 기타재무	78.1	94.6	79.1	80.5	89.3
단기금융부채	685.3	831.8	1,083.5	1,163.5	1,243.5
기타유동부채	53.7	66.0	40.2	41.8	43.5
비유동부채	510.1	661.5	637.1	764.3	891.6
장기금융부채	475.9	622.6	630.4	757.4	884.4
기타비유동부채	34.1	38.9	6.6	6.9	7.2
부채총계	**1,327.2**	**1,653.8**	**1,839.8**	**2,050.1**	**2,267.8**
지배주주지분	262.8	280.0	288.7	290.9	296.1
자본금	46.8	46.8	46.8	46.8	46.8
자본잉여금	103.8	103.8	103.8	103.8	103.8
이익잉여금	134.6	148.1	160.5	162.7	167.9
비지배주주지분(연결)	135.2	147.5	158.5	158.5	158.5
자본총계	**398.0**	**427.5**	**447.1**	**449.3**	**454.6**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
매출액	**1,055.6**	**1,253.9**	**1,431.0**	**1,514.4**	**1,656.2**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**1,055.6**	**1,253.9**	**1,431.0**	**1,514.4**	**1,656.2**
판매비 및 관리비	981.3	1,192.0	1,353.6	1,422.3	1,551.6
영업이익	**74.3**	**61.9**	**77.4**	**92.0**	**104.6**
(EBITDA)	359.5	378.6	408.9	443.1	466.8
금융손익	-39.3	-42.1	-49.8	-62.4	-68.6
이자비용	40.3	43.3	51.0	63.6	69.8
관계기업등 투자손익	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2
기타영업외손익	3.3	8.6	5.5	5.1	5.2
세전계속사업이익	**38.3**	**28.6**	**33.5**	**35.0**	**41.4**
계속사업법인세비용	9.3	11.6	11.9	14.1	16.7
계속사업이익	29.0	17.1	21.6	20.9	24.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**29.0**	**17.1**	**21.6**	**20.9**	**24.7**
지배주주	18.8	13.5	15.2	16.2	19.3
총포괄이익	**28.9**	**17.1**	**17.9**	**20.9**	**24.7**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	7.0	4.9	5.4	6.1	6.3
EBITDA 마진률 (%)	34.1	30.2	28.6	29.3	28.2
당기순이익률 (%)	2.7	1.4	1.5	1.4	1.5
ROA (%)	1.2	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	8.9	5.0	5.3	5.6	6.6
ROIC (%)	4.2	2.4	3.0	3.5	4.6

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017P	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	**-73.5**	**-167.5**	**181.8**	**364.5**	**369.3**
당기순이익(손실)	29.0	17.1	21.6	20.9	24.7
비현금수익비용가감	341.6	376.8	721.7	858.0	859.0
유형자산감가상각비	280.9	311.6	330.1	345.8	357.0
무형자산상각비	4.3	5.2	1.3	5.3	5.2
기타현금수익비용	0.0	-1.2	390.2	506.9	496.8
영업활동 자산부채변동	-395.7	-514.4	-514.4	-514.4	-514.4
매출채권 감소(증가)	-6.4	-24.7	-24.7	-24.7	-24.7
재고자산 감소(증가)	107.9	78.2	78.2	78.2	78.2
매입채무 증가(감소)	15.9	14.0	14.0	14.0	14.0
기타자산, 부채변동	-513.1	-581.9	-581.9	-581.9	-581.9
투자활동 현금	**-107.8**	**-104.5**	**-93.0**	**-113.7**	**-157.0**
유형자산처분(취득)	-61.1	-39.0	-63.3	-102.0	-145.1
무형자산 감소(증가)	-7.5	-4.9	-3.6	-4.0	-4.0
투자자산 감소(증가)	-34.7	-48.5	-13.7	-3.6	-3.8
기타투자활동	-4.4	-12.0	-12.3	-4.0	-4.2
재무활동 현금	**231.8**	**320.3**	**154.4**	**192.9**	**192.9**
차입금의 증가(감소)	148.1	315.3	152.4	207.0	207.0
자본의 증가(감소)	85.4	-2.8	0.0	-14.0	-14.0
배당금의 지급	0.0	2.8	0.0	14.0	14.0
기타재무활동	-1.7	2.2	2.0	0.0	0.0
현금의 증가	**52.1**	**43.7**	**243.2**	**443.7**	**405.2**
기초현금	32.7	84.8	128.5	371.7	815.5
기말현금	84.8	128.5	371.7	815.5	1,220.7

주요 투자지표

	2015	2016	2017P	2018E	2019E
투자지표 (x)					
P/E	23.4	22.5	23.6	22.1	18.6
P/B	1.7	1.1	1.2	1.2	1.2
EV/EBITDA	4.1	4.2	4.0	3.2	2.6
P/CF	1.2	0.8	0.5	0.4	0.4
배당수익률 (%)	0.0	4.6	3.9	3.9	3.9
성장성 (%)					
매출액	4.4	18.8	14.1	5.8	9.4
영업이익	-3.5	-16.7	25.1	18.9	13.7
세전이익	5.1	-25.2	16.9	4.5	18.6
당기순이익	3.3	-41.1	26.4	-3.4	18.6
EPS	n/a	-28.3	12.4	7.0	18.6
안정성 (%)					
부채비율	333.5	386.9	411.5	456.2	498.9
유동비율	30.9	34.8	52.4	84.0	109.6
순차입금/자기자본(x)	263.8	302.5	290.1	235.6	188.9
영업이익/금융비용(x)	1.8	1.4	1.5	1.4	1.5
총차입금 (십억원)	1,161.2	1,454.4	1,713.9	1,920.9	2,127.9
순차입금 (십억원)	1,050.1	1,293.1	1,297.2	1,058.6	858.5
주당지표 (원)					
EPS	402	288	324	347	411
BPS	5,613	5,980	6,165	6,212	6,323
CFPS	7,915	8,413	15,875	18,769	18,873
DPS	n/a	80	86	86	86

자료: 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준.

Park24(4666 JP)

2018. 3. 5 Mid-Small Cap

무인 주차장의 절대적 강자

Analyst 최석원
02. 3779-8446
cseogwon@ebestsec.co.kr

기업의 개요: 무인 주차장의 절대적 강자

Park24는 일본의 1위 무인 주차장 사업자이다. 2008년의 미국과 마찬가지로 1990년대 초반의 일본은 부동산 버블이 붕괴되던 시점이었다. 일본의 빌딩/토지주는 보유하고 있는 자산의 가치가 급격하게 하락하면서 이를 최대한 활용할 수 있는 방법은 무엇일까에 대해 고민하기 시작했는데, 이를 파고든 기업이 바로 동사이다.

과거(1980년대)처럼 부동산 경기가 활황일 때는 본인이 소유한 토지에 건물을 올리면 되었다. 하지만 부동산 버블이 붕괴되어가던 1990년대에는 섣불리 건물을 올릴 수가 없었다. 즉, 잉여자산이 되어버린 빈 토지를 활용할 수 있는 방법은 주차장을 만들어서 수익을 얻는 방법 정도 밖에 없었다. 하지만 본인이 주차장에 대한 무인화와 유지보수를 할 수 없기 때문에 결국 이를 전문적으로 운영해 줄 수 있는 업체에게 위탁하는 방법을 선택했다.

Park24는 이러한 토지주의 니즈를 정확하게 파악하고 있었다. Park24(전신 Nishikawa Shokai社)는 1971년 주차장에 필요한 설비들을 생산하는 업체로 사업을 시작했다. 따라서 20여년간 관련 사업을 진행해오면서 당연히 빌딩/토지주의 이러한 니즈를 파악하기가 용이한 위치에 있었다. 따라서 주차 공간이 부족한 도쿄와 같은 대도시에 살고 있는 시민들의 니즈와 자산의 회전율을 높이고 싶어하는 빌딩/토지주의 니즈를 일치시킬 수 있는 방안에 대해 고민하기 시작했고 그 결과물이 바로 '무인 주차장 시스템'이었다.

핵심 경쟁력 -〉 오프라인 플랫폼

무인주차장은 주차요금을 처리하는 무인 키오스크와 자동차의 무단 이탈을 막는 잠금장치로 구성되어 있는데, 매우 간단한 것처럼 보인다. 하지만 주기적인 시스템/설비 점검과 고장시 바로 출동할 수 있는 인력이 지역별로 상시 대기하고 있어야 된다는 점에서 오프라인 플랫폼 사업의 성격을 갖고 있다. 즉, 이미 Park24와 같은 기업이 전국적인 주차장 사업 플랫폼을 갖추고 있는 상황에서 신규 player가 진입하기는 쉽지 않다.

따라서 1991년 도쿄에서 최초의 24시간 무인 주차장을 오픈한 이후 동사가 가장 중점을 두고 있는 것은 전국적인 주차장 수의 확보이다. 2017년 10월 기준 일본에서 Park24가 운영하고 있는 주차장 수는 18,255개/주차공간 683,707개에 이르고 있다.

NR

현재주가 ¥2,695

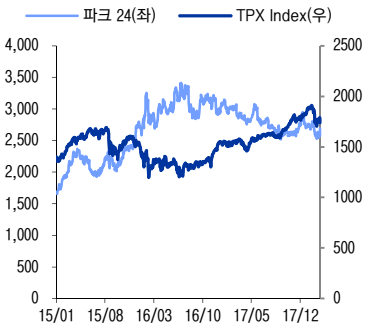
컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

TPX(3/2)		1,708.3pt
시가총액		395,530.7백만¥
발행주식수		146.8백만주
52주 최고가 / 최저가		¥3,170 / ¥2,508
90일 일평균거래대금		3,038.3백만¥
기관투자가 유통주식		58.8%
배당수익률(18.12E)		2.6%
BPS(18.12E)		¥606.3
TPX대비 상대가격	1개월	8.6%
	6개월	2.6%
	12개월	-17.5%
주주구성	SENJU CO	14.8%
	Mitsubishi UFJ Financial	6.2%

Stock Price

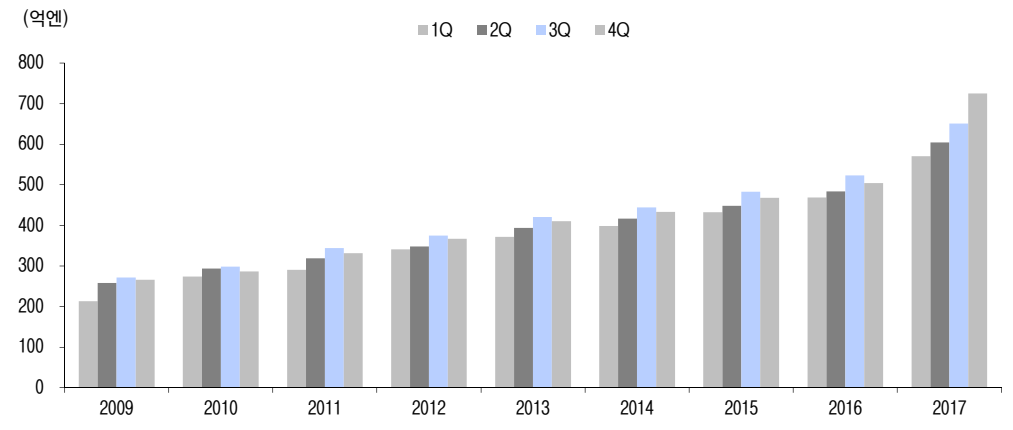


Financial Data

(백만¥)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (¥)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	194,398	21,453	21,078	13,963	95.8	20.5	43,385	33.9	11.6	6.5	20.1
2017	232,956	20,505	20,229	13,439	91.7	-4.3	45,728	28.6	10.7	4.9	17.7
2018E	288,885	22,789	22,752	14,589	99.0	8.0	51,401	27.2	9.4	4.4	17.4
2019E	306,163	25,553	25,495	16,342	110.8	11.8	56,296	24.3	8.6	4.1	18.3
20120E	324,426	28,446	29,083	18,319	124.0	11.9	59,992	21.7	8.0	3.9	18.4

자료: 블룸버그, 이베스트투자증권 리서치센터, 추정치는 Consensus 데이터

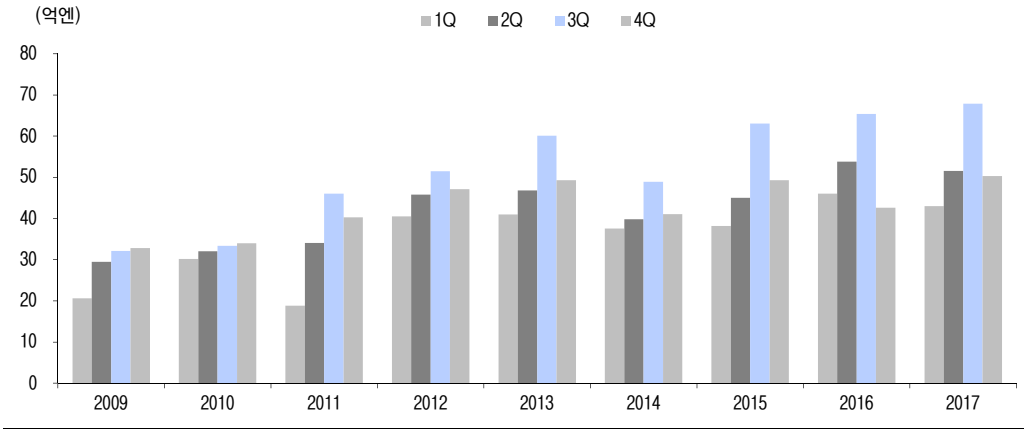
그림109 Park24 매출액 추이



주: 10월 결산 법인

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림110 Park24 영업이익 추이



주: 10월 결산 법인

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림111 도쿄 지역의 빈 토지(잉여자산)

자료: Park24, 이베스트투자증권 리서치센터

그림112 빈 토지에 무인 주차장 설립 -> 자산회전율↑

자료: Park24, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 Park24 연간실적

(백만엔)	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017
매출액	**124,080**	**139,547**	**155,428**	**167,022**	**179,698**	**194,398**	**232,956**
YoY	9.6%	12.5%	11.4%	7.5%	7.6%	8.2%	19.8%
Parking business	102,010	111,460	122,033	127,516	134,266	142,142	148,261
Mobility business	22,069	28,086	33,394	39,505	45,431	52,255	61,023
Overseas business	-	-	-	-	-	-	23,671
매출원가	90,825	100,124	111,784	122,930	132,992	141,349	172,767
매출원가율	73.2%	71.7%	71.9%	73.6%	74.0%	72.7%	74.2%
매출총이익	**33,255**	**39,423**	**43,644**	**44,092**	**46,706**	**53,049**	**60,189**
GP Margin	26.8%	28.3%	28.1%	26.4%	26.0%	27.3%	25.8%
판관비	19,963	21,614	24,135	26,538	27,976	31,596	39,684
판관비율	16.1%	15.5%	15.5%	15.9%	15.6%	16.3%	17.0%
영업이익	**13,292**	**17,809**	**19,509**	**17,554**	**18,730**	**21,453**	**20,505**
OP Margin	10.7%	12.8%	12.6%	10.5%	10.4%	11.0%	8.8%
YoY	3.5%	34.0%	9.5%	-10.0%	6.7%	14.5%	-4.4%
세전계속사업이익	11,555	17,260	18,626	17,123	18,486	21,078	20,229
계속사업법인세비용	5,009	7,590	7,365	6,735	6,937	7,115	6,727
유효세율	43.3%	44.0%	39.5%	39.3%	37.5%	33.8%	33.3%
순이익	**6,546**	**9,670**	**11,261**	**10,388**	**11,549**	**13,963**	**13,439**
NP Margin	5.3%	6.9%	7.2%	6.2%	6.4%	7.2%	5.8%
YoY	0.9%	47.7%	16.5%	-7.8%	11.2%	20.9%	-3.8%
EPS(JPY)	45.9	67.4	78.1	71.7	79.5	95.8	91.7
BPS(JPY)	292.4	332.9	380.9	414.4	452.9	500.4	534.4
FCFFPS(JPY)	40.0	97.7	84.7	108.6	101.1	124.6	66.7
시가총액	136,156	206,265	288,913	243,162	370,063	473,718	384,182
P/E	19.90	20.37	24.53	23.37	32.02	33.89	28.57
P/B	3.1	4.1	5.0	4.0	5.6	6.5	4.9
P/S	1.0	1.4	1.8	1.5	2.1	2.4	1.6
EV/EBITDA	6.3	7.1	8.4	7.6	10.2	11.6	10.7
EBITDA	25,915	32,315	36,393	36,039	39,266	43,385	45,728
EBITDA Margin	20.9%	23.2%	23.4%	21.6%	21.9%	22.3%	19.6%
CapEx	15,297	14,767	13,906	17,360	20,452	21,456	28,509
잉여현금흐름	5,702	14,027	12,217	15,741	14,703	18,171	9,781
영업활동현금흐름	20,999	28,794	26,123	33,101	35,155	39,627	38,290
투자활동현금흐름	-18,738	-18,743	-17,477	-22,930	-24,627	-27,148	-72,769
재무활동현금흐름	-2,755	-10,010	-5,417	-9,800	-6,164	-13,036	32,571
배당	4,289	4,283	5,041	5,777	7,251	8,003	9,515
배당성향	65.5%	44.3%	44.8%	55.6%	62.8%	57.3%	70.8%
DPS(JPY)	30	35	40	50	55	65	70

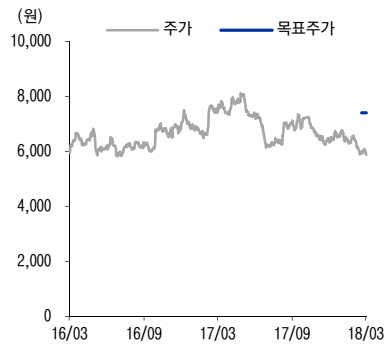
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주. 10월 결산법인

표23 Park24 분기실적

(백만엔)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
매출액	**46,789**	**46,875**	**48,415**	**52,319**	**50,404**	**57,047**	**60,438**	**65,067**
YoY	8.0%	8.3%	8.1%	8.3%	7.7%	21.7%	24.8%	24.4%
Parking business	34,665	34,979	35,847	36,651	35,945	36,313	37,576	38,427
Mobility business	12,123	11,896	12,569	15,667	13,837	13,511	14,921	18,754
Overseas business	-	-	-	-	621	7,223	7,940	7,887
매출원가	34,740	34,406	35,221	36,982	37,503	43,233	44,842	47,189
매출원가율	74.2%	73.4%	72.7%	70.7%	74.4%	75.8%	74.2%	72.5%
매출총이익	**12,049**	**12,469**	**13,194**	**15,337**	**12,901**	**13,814**	**15,596**	**17,878**
GP Margin	25.8%	26.6%	27.3%	29.3%	25.6%	24.2%	25.8%	27.5%
판관비	7,118	7,869	7,815	8,794	8,638	9,517	10,438	11,091
판관비율	15.2%	16.8%	16.1%	16.8%	17.1%	16.7%	17.3%	17.0%
영업이익	**4,931**	**4,600**	**5,379**	**6,543**	**4,263**	**4,297**	**5,158**	**6,787**
OP Margin	10.5%	9.8%	11.1%	12.5%	8.5%	7.5%	8.5%	10.4%
YoY	20.1%	20.4%	19.5%	3.8%	-13.5%	-6.6%	-4.1%	3.7%
세전계속사업이익	4,867	4,441	5,259	6,511	4,352	4,180	5,094	6,603
계속사업법인세비용	1,668	1,630	1,557	2,260	1,480	1,430	1,648	2,169
유효세율	34.3%	36.7%	29.6%	34.7%	34.0%	34.2%	32.4%	32.8%
순이익	**3,199**	**2,811**	**3,702**	**4,251**	**2,872**	**2,732**	**3,430**	**4,405**
NP Margin	6.8%	6.0%	7.6%	8.1%	5.7%	4.8%	5.7%	6.8%
YoY	23.5%	21.4%	31.6%	11.0%	-10.2%	-2.8%	-7.3%	3.6%
EPS(JPY)	21.98	19.27	25.36	29.13	19.61	18.63	23.38	30.04
BPS(JPY)	422.47	441.42	466.84	500.37	456.88	471.89	498.92	534.43
FCFFPS(JPY)	20.01	46.07	9.89	48.60	17.19	26.54	-8.56	31.55
시가총액	487,951	450,177	509,385	475,175	456,773	421,657	409,202	384,264
P/E	40.0	35.5	37.6	33.9	33.4	31.0	30.7	28.6
P/B	7.9	7.0	7.5	6.5	6.8	6.1	5.6	4.9
P/S	2.7	2.4	2.7	2.4	2.3	2.0	1.9	1.6
EV/EBITDA	12.8	11.4	12.5	11.7	11.6	10.7	10.3	10.9
EBITDA	10,110	9,943	10,921	12,258	9,875	10,343	11,994	12,711
EBITDA Margin	21.6%	21.2%	22.6%	23.4%	19.6%	18.1%	19.8%	19.5%
CapEx	3,826	4,879	4,492	8,259	4,495	6,378	9,691	7,945
잉여현금흐름	2,912	6,721	1,443	7,095	2,518	3,892	-1,256	4,627
영업활동현금흐름	6,738	11,600	5,935	15,354	7,013	10,270	8,435	12,572
투자활동현금흐름	-5,014	-7,000	-5,752	-9,382	-20,933	-7,951	-44,839	954
재무활동현금흐름	-6,251	-4,256	183	-2,712	13,472	-3,131	32,706	-10,476
배당	8,003	0	6	2	9,524	n/a	5	2
배당성향	250.2%	0.0%	0.2%	0.0%	331.6%	n/a	0.1%	0.0%
DPS(JPY)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주. 10월 결산법인

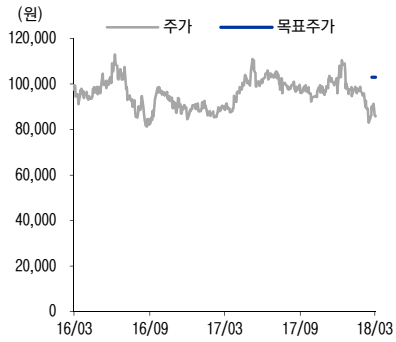
SK 네트웍스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2018.03.05	Buy	7,500									

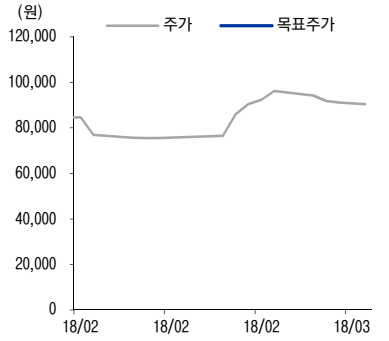
코웨이 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2018.03.05	Buy	103,000									

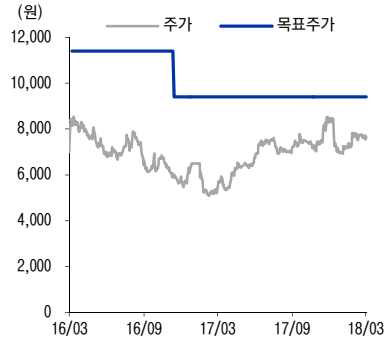
카페 24 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2018.03.05	NR	NR									

AJ 네트웍스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비	일시	투자의견	목표가격	괴리율(%) 최고대비	괴리율(%) 최저대비	괴리율(%) 평균대비
2015.11.03	변경	최석원									
2016.03.07	Buy	11,400	-25.1		-37.3						
2016.11.14	Buy	9,400									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오린아, 최석원)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	91.6% 8.4%	2015 년 2 월 2 일부터 당사 투자등급이 기존 4 단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3 단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경
		합계		**100.0%**	투자의견 비율은 2017. 1. 1 ~ 2017.12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)