

[이커머스]

양보단심

발간일자 2023.03.29

[인터넷/게임]
김동우 책임연구원
20210135@iprovest.com

[유통/화장품]
정소연 선임연구원
20200054@iprovest.com



CON- TENTS

- 3 **Summary & Key Charts**
- 8 **1. 이커머스 팽창기는 지났다**
1) 국내 이커머스 시장 전망
2) 파편화에서 과점화로
3) 글로벌 vs 한국 이커머스, 특이점으로 보는 방향성
- 15 **2. 쿠팡의 흑자전환이 의미하는 것**
1) 1 위 사업자 쿠팡의 지속가능성 확보
2) 상위사업자 수익성 개선의 시기
3) '지속가능성'을 위한 몸부림 - 수수료 인상 기조
- 22 **3. 결국, 양보단 질**
1) Sell-Side: 여전히 지속되는 온라인 셀러들의 증가
2) Buy-Side: 증가하는 멤버십 이용자(충성구매자)
3) 쇼핑몰별 비교우위
- 26 **4. 네이버의 크로스보더 C2C 침공 시작**
1) 네이버의 장기 글로벌 전략: 크로스보더 C2C 플랜
2) 2023년 크림 매출 고성장 전망: 2,276 억원(YoY +438%) 전망
3) Poshmark: 신규 수입원 창출과 마케팅 효율화에 따른 수익성 개선 전망
- 33 **5. 참을 수 없는 온라인 장보기의 편리함**
1) 여전한&유일한 저침투 품목, 식품
2) 지지않는 새벽배송 성장세
3) 쓱닷컴, Lock-in 이 기대되는 이유
- 37 **기업분석**
NAVER 035420 / Buy / TP 300,000 원
이마트 139480 / Buy / TP 140,000 원



Summary

이커머스 과점화 시대, 질적 성장은 필수

국내 이커머스 시장은 1) 성장둔화, 2) 과점화 단계에 진입. 단, 전체 소매시장을 상회하며 온라인 침투율은 지속 확대될 것으로 전망(2022년 26.7%→2023E 28.0%). 2022년 기준 점유율은 쿠팡, 네이버, 쓱닷컴+지마켓 3사 합산 59.3%으로 확실한 3강 과점 체제로 굳혀지고 있음. 이와 같은 3강 체제는 각 사가 확실한 Lock-in 요인으로 입지 확대 역량이 있으며, 2) 수익성(지속가능성)에서 기타 플랫폼 대비 우위를 점하고 있어 지속될 것으로 전망

시장 과점화 상황에서 이커머스 사업자들은 몸집키우기(양적 성장)가 아닌 수익성 확보(질적 성장)을 확보하기 위해 노력 중. 유료 멤버십은 소비자를 Lock-in하고, 수익성을 확보할 중요한 수익모델. 국내 이커머스 사업자 중 유료 멤버십은 쿠팡(1,100만명), 네이버(800만명), 쓱닷컴(330만명)으로 3사가 가장 많이 보유. 또한 플랫폼들은 납품가를 인하(1P)하고, 수수료율을 상향(3P)하며 마진 확대를 꾀하고 있는데, 기타 이커머스 업체들은 유저&거래액 증가세가 둔화되고 적자폭이 확대되는 상황에서 기업의 존속을 위해 수수료를 인상하고 있는 상황. 이에, 장기적으로 상위 사업자들의 쏠림 현상은 심화될 것으로 예상

한편 시장 성장 둔화기에도 1) 통신판매업자의 수와 비중은 지속 증가해 대다수 셀러들에게 온라인 판매 채널의 중요성은 여전히 커지고 있음. 2) 구매자 측면에서도 주요 멤버십을 중심으로 충성구매자는 지속 증가 중. 3) 상위 사업자들의 비교우위는 다르게 나타나 각 카테고리에서 지배권을 강화해나갈 것으로 예상

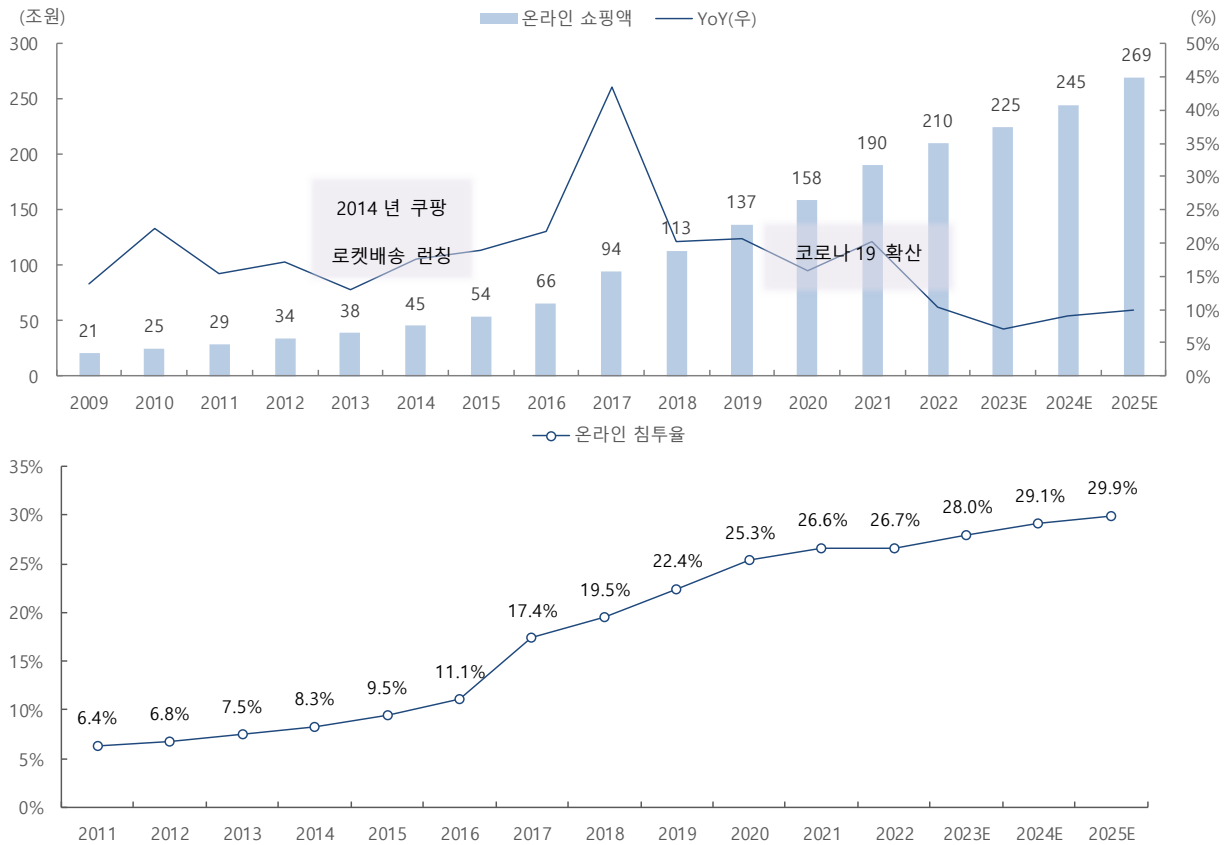
장기적인 관점에서, 이커머스 주도주로 NAVER(Buy, TP 300,000원)와 이마트(Buy, TP 140,000원) 제시

NAVER의 비교우위는 D2C 및 C2C 영역에 있음. 1) 검색광고와 D2C를 중심으로 한 국내 광고 & 커머스 이익 창출력을 성장을 기반으로, 2) 2023년 C2C(KREAM, Poshmark) 매출이 크게 증가해 커머스 매출 중 약 20% 비중을 점할 것으로 예상. KREAM은 지속적인 수수료의 대폭 인상(전년비 3.1배)와 거래액 성장(YoY +71.4%) 효과가 동시에 이루어지는 국면으로 2023년 2,276억원(YoY +438%)의 매출 창출을 예상하며, Poshmark는 극히 보수적으로 가정해도(2022년 매출 3.59억 달러) 2,100억원의 연결 매출 기여가 가능할 것으로 추정

이마트의 비교우위는 식품에 있음. 쓱닷컴은 유일한 식품 중심(매출비중 45%) 종합몰로, 전체 식품 이커머스의 16%를 점유하고 있음. 올해 상반기 스마일클럽의 재편(신세계그룹 6개사 연계)을 통해 소비자를 Lock-in하며 지속가능성을 확보할 전망. 식품은 저침투 품목으로 고성장을 지속할 전망이기에, 쓱닷컴이 식품 이커머스 내 경쟁우위를 점하는 것은 리레이팅 요인으로 작용

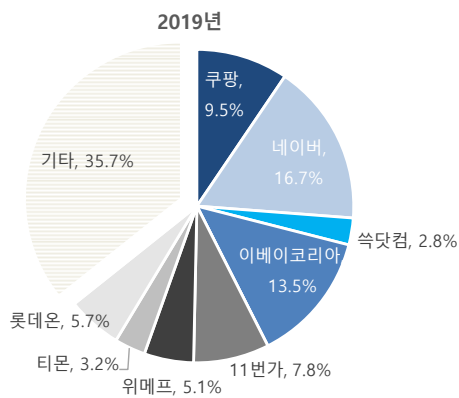
Key Charts

[도표 1] 국내 온라인 쇼핑 거래액 및 침투율

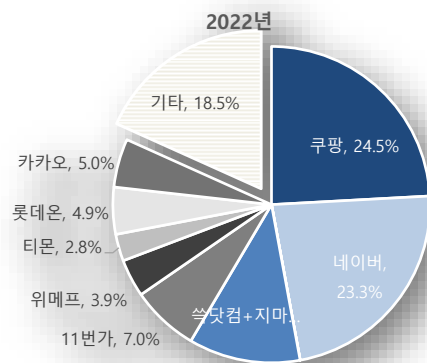


자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 이커머스 M/S 추정-2019년



[도표 3] 이커머스 M/S 추정-2022년



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 교보증권 추정치, 시장 규모는 온라인 소매판매액으로 온라인 쇼핑액에서 자동차 및 배달서비스를 제외

[도표 4] 시장 과점화와 규모의경제 발현으로 쿠팡 EBITDA 개선

	2020	2021	2022
당기순이익(손실)	- 463	- 1,543	- 92
조정			
상각비	128	201	231
이자비용	108	45	27
이자수익	- 11	- 9	- 53
소득세비용	0	1	1
기타비용	- 150	11	7
주식보상비용	31	249	262
화재 관련 손실	-	296	-
Adjusted EBITDA	- 357	- 748	381

자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 계속되는 투자에도 개선되는 쿠팡 Free cash flow

	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	302	- 411	565
조정			
토지 및 건물 구입	- 102	- 215	- 227
장비 구입	- 383	- 459	- 598
처분	1	2	13
Free cash flow	- 183	- 1,082	246

자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 국내 이커머스 업체 수수료 인상 행력

업체	인상시기	종전	신규
에이블리	2022년 12월	월 4만 9천원 + 결제수수료 3.96% + 마케팅비용 5%	판매수수료 3% + 결제수수료 3.96% + 마케팅비용 5%
머스트잇	2023년 1월	판매수수료 8% + 프리미엄상품 등록 1만 5천원	판매수수료 11% + 프리미엄상품 등록 2만원
네이버 패션타운	2023년 1월	판매수수료 미부과	스마트스토어와 동일 수수료 부과
위메프	2023년 1월	판매수수료 2.9% (서버이용료 무료)	판매수수료 3.9% + 서버이용료 9만 9천원
크림 (네이버)	2023년 2월	판매수수료 2.5% + 구매수수료 3%	판매수수료 3% + 구매수수료 3%
지그재그	2023년 2월	패션 상품 판매 수수료 1.5%	패션 상품 판매 수수료 4.5%
배달의민족	2023년 3월	중개 1,000원 + 배달비 5,000원 (프로모션) - 배달팁	중개수수료 6.8% + 배달비 6,000원 - 배달팁
크림 (네이버)	2023년 4월	판매수수료 3% + 구매수수료 3%	판매수수료 4% + 구매수수료 3%
솔드아웃(무신사)	2023년 4월	판매수수료 무료 + 구매수수료 1%	판매수수료 무료 + 구매수수료 2%

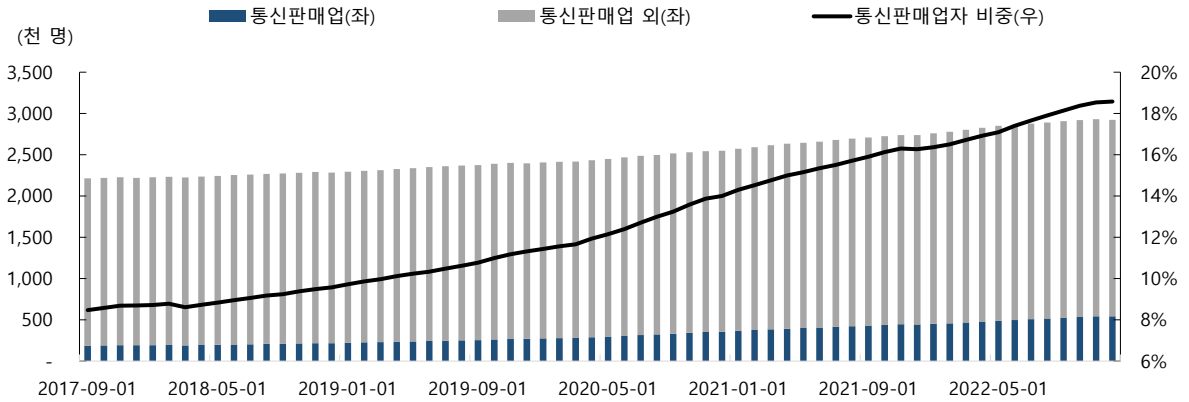
자료: 언론취합, 교보증권 리서치센터

[도표 7] 네이버 스마트스토어 과금 체계

구분	과금체계
1)페이 수수료	업체 규모에 따른 차등 부과 (1.98%~3.63%)
2)중개/판매 수수료	네이버쇼핑 노출 연동시 주문/판매 수수료 2% 부과
3)솔루션 이용 수수료	도착보장/라이브쇼핑/정기구독/데이터분석/마케팅 등 머천트솔루션 이용에 따라 추가

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터. 주: 네이버는 3)솔루션 이용 수수료를 통해 실질 수수료 인상시키는 전략

[도표 8] 국내 전체 사업자 및 통신판매업자 수 추이



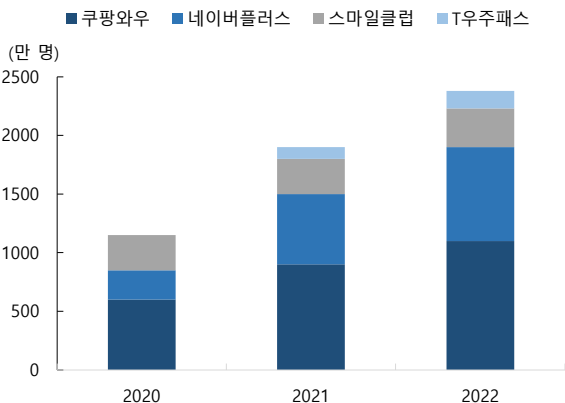
자료: 국제통계포털, 교보증권 리서치센터. 주: 통신판매업은 접포가 아닌 미디어를 이용하여 제품을 전시하고 소비자의 통신 수단으로 주문을 받아 상품을 판매하는 방법.

[도표 9] 쇼핑몰별 주로 구매하는 품목 (비교우위)

	전체	쿠팡	네이버	G마켓	11번가	옥션	SSG.COM
생활용품	44.9%	60.2%(▲)	31.9%(▼)	49.3%	52.6%(▲)	51.4%	59.6%(▲)
식품/식료품	40.3%	52.0%(▲)	22.7%(▼)	40.4%	28.9%(▼)	43.1%	68.1%(▲)
패션 의류	28.1%	16.3%(▼)	33.3%(▲)	31.5%	36.0%(▲)	37.5%(▲)	23.4%
패션 잡화	23.7%	16.7%(▼)	31.4%(▲)	25.3%	26.3%	18.1%	19.1%
건강/의료용품	20.2%	20.2%	23.6%	21.9%	21.1%	25.0%	6.4%(▼)
화장품/향수	16.2%	13.7%	21.7%(▲)	12.3%	17.5%	11.1%	14.9%
스포츠/레저용품	9.3%	6.8%(▼)	12.5%(▲)	10.3%	15.8%(▲)	9.7%	4.3%(▼)
반려동물용품	8.4%	10.9%(▲)	9.2%	7.50%	4.4%(▼)	15.3%(▲)	2.1%(▼)

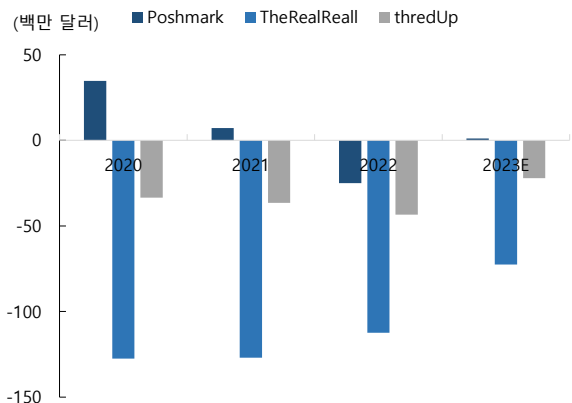
자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터. 주: ▲, ▼는 전체 대비 해당 항목의 응답률이 유의미하게 높거나 낮은 경우

[도표 10] 2020~2022년 주요 멤버십 가입자 합계 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 쿠팡 와우 + 네이버플러스 + 스마일클럽 + 우주패스

[도표 11] 북미 Resale 플랫폼 조정 EBITDA 추이 & 2023년 컨센스



자료: 각 사, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 2023년은 Bloomberg 컨센서스

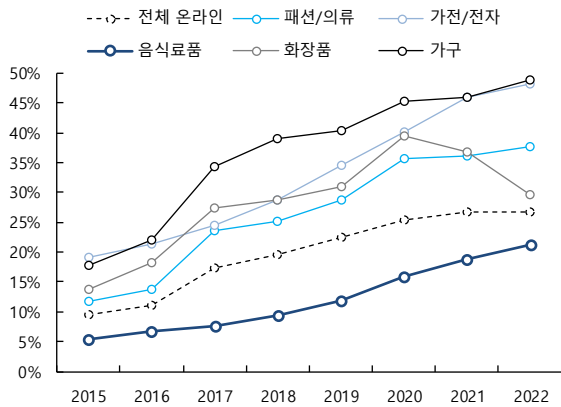
[도표 12] KREAM 매출 추정

(단위: 백만원)

	1H22	2H22	1H23E	2H23E	2021	2022E	2023E
GMV	720,000	980,000	1,234,286	1,680,000	700,000	1,700,000	2,914,286
매출	7,200	35,117	79,200	148,400	3,285	42,317	227,600
take rate	1.00%	3.58%	6.42%	8.83%	0.47%	2.49%	7.81%

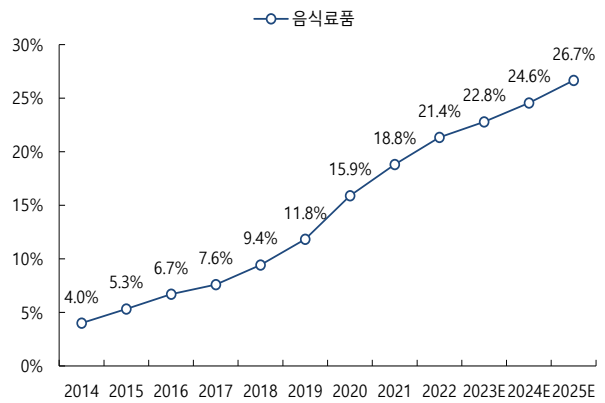
자료: KREAM, 교보증권 리서치센터. 주: 2022, 2023년은 추정치

[도표 13] 주요 소비재별 온라인 침투율 추이



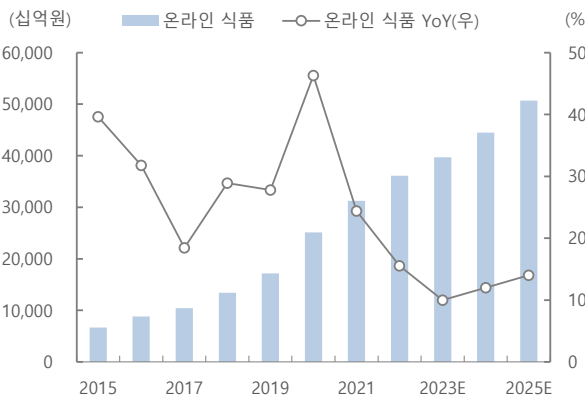
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 14] 온라인 장보기 침투율 전망



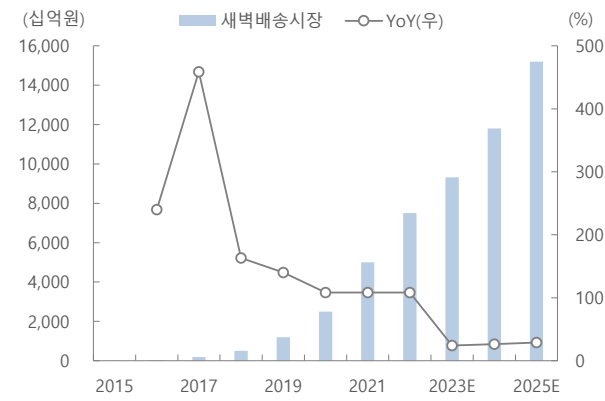
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 15] 온라인 식품 거래액 전망



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 16] 식품 새벽배송 거래액 전망



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

1. 이커머스 팽창기는 지났다

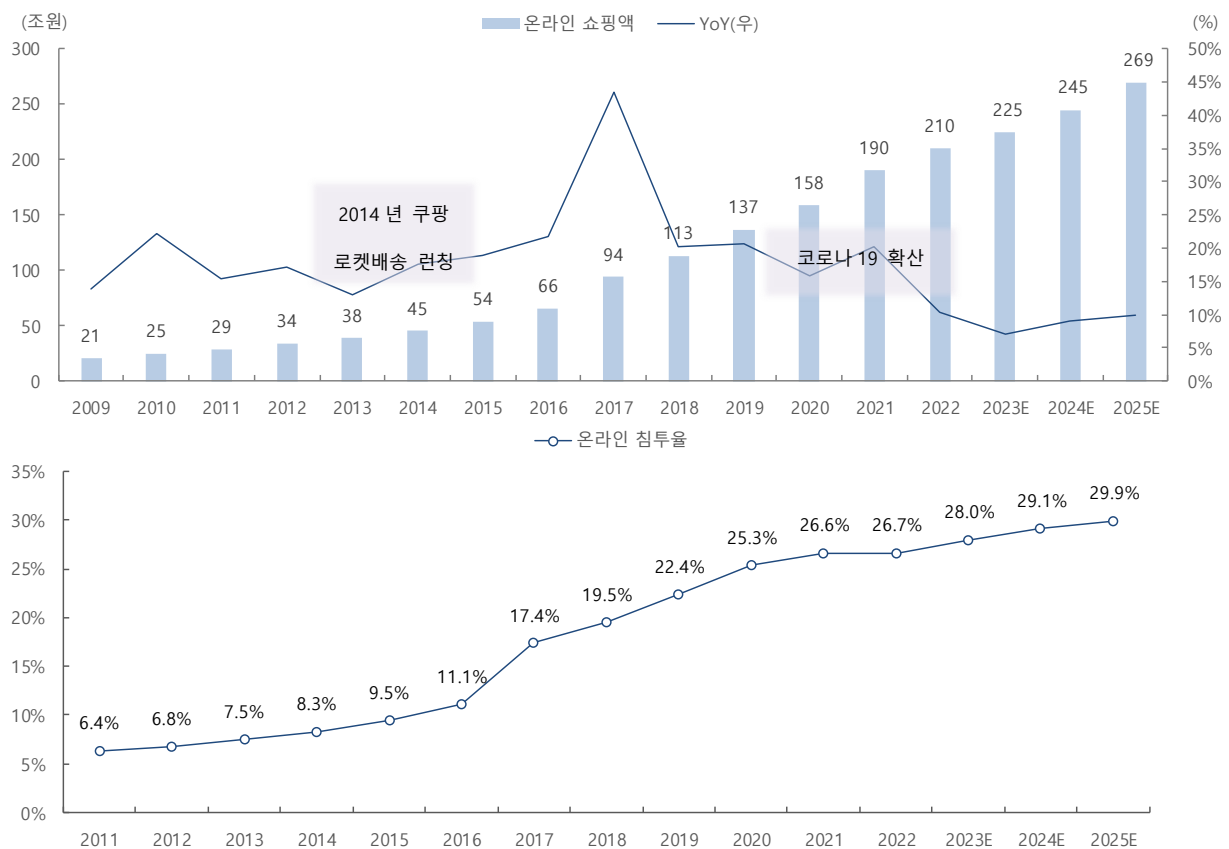
1) 국내 이커머스 시장 전망

2022년 이커머스 전년대비 10.3% 성장한 210조원 규모

국내 이커머스는 2011년~2021년 10년간 20.7% 속도로 고성장했다. 2014년 쿠팡이 로켓배송을 런칭함으로써 익일배송을 최초로 제공했고, 이를 필두로 다양한 이커머스 사업자가 등장하며 시장을 확장했다. 이후 2020년 코로나19의 발병 및 확산은 소비자의 온라인 쇼핑 경험을 가속화했으며, 플랫폼간 몸집키우기 경쟁은 어느 때보다 심화됐다.

지난해 온라인 쇼핑 거래액은 209조 8,913억원으로 전년대비 10.3% 성장하는데 그쳤다. 1) 리오프닝은 늘려있던 오프라인 소비를 촉진시켰고 2) 2년간 더욱 보편화된 온라인 소비는 소비자로 하여금 선택적 소비를 하게 했기 때문이다. 이에 외형확장을 위한 투자를 지속하던 플랫폼들은 비용대비 효과를 보기 어려워졌고, 대부분의 업체는 수익성 기조로 전환했다. 다만 각 분야 내 몇몇의 Player만이 성장을 지속했으며, 쿠팡은 3Q22 8년만에 흑자전환에 성공했다.

[도표 17] 국내 온라인 쇼핑 거래액 및 침투율



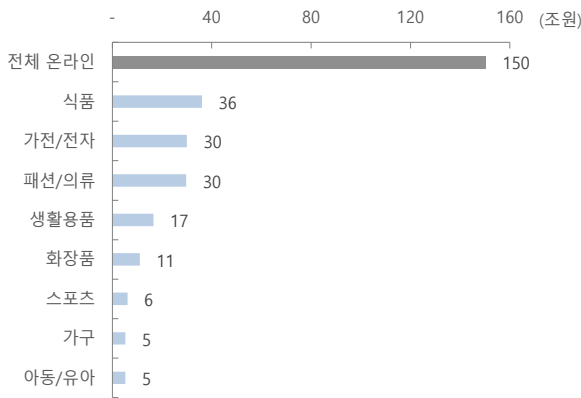
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

2023년 이커머스 거래액 YoY 7%, 침투율 YoY 13%p 전망

지난해 오프라인 pent-up 소비에도 불구하고, 온라인 침투율은 26.7%로 전년 대비 0.1%p 상승했다. 향후 온라인 업체는 전체 소매판매를 상회하며 침투율을 확대할 것이며, 장기적으로 온라인 침투율은 50%에 달할 것으로 전망한다.

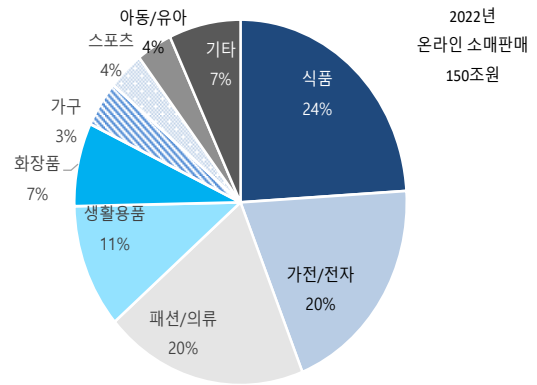
2023년 고금리, 고물가에 따른 소비둔화에 따라 국내 소매판매액은 전년 대비 1.6% 성장에 그칠 것으로 전망하는 가운데, 온라인 쇼핑액은 전년 대비 7.0% 성장한 224조 5,837억 원을 추정한다. 그 중 자동차 및 서비스를 제외한 온라인 소매판매액은 YoY 6.8% 성장한 160조 6,904억 원으로, 온라인 침투율은 2022년 26.7% → 2023E 28.0% 수준으로 확대될 것이다.

[도표 18] 주요 소비재별 온라인 쇼핑액



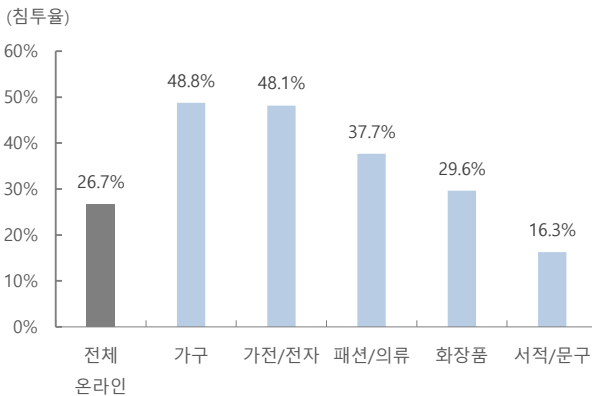
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 19] 온라인 소매판매액 품목별 비중



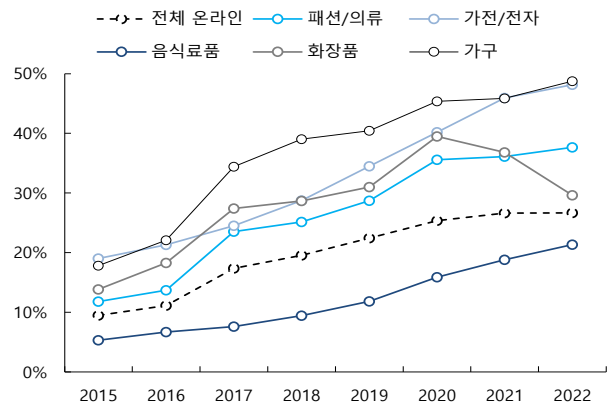
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 20] 주요 소비재별 온라인 침투율



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 21] 주요 소비재별 온라인 침투율 추이



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

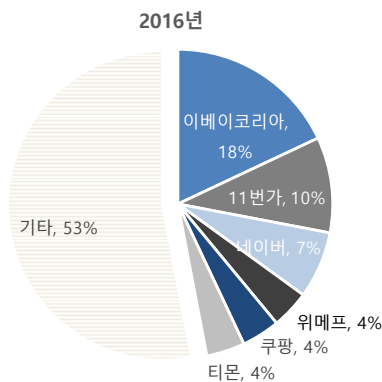
2) 파편화에서 과점화로

국내 이커머스 M/S 변천사

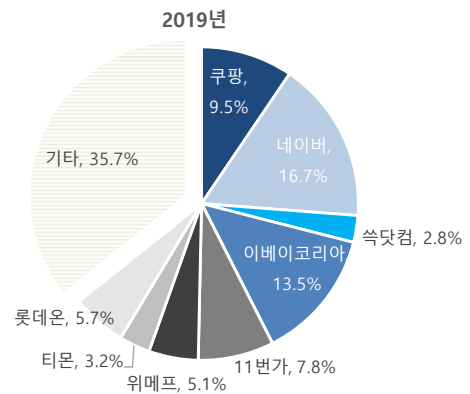
이커머스 시장 내 업체별 점유율(종합몰 중심)도 큰 변화를 겪었다. 2019-2020년까지 이커머스 시장은 다양한 Player들로 파편화되어있었으나, 2022년 쿠팡, 네이버, 쓱닷컴+지마켓 3개의 Player로 과점화되고 있다.

이는 1) 쿠팡과 네이버가 플랫폼 내 소비자를 Lock-in 시켜왔고, 2) 2020년 10월 이마트가 이베이코리아(현 지마켓)를 인수함으로써 쓱닷컴+지마켓(옥션 포함)이 체제를 갖췄기 때문이다. 이후 2022년 기준 점유율은 쿠팡 24.5%, 네이버 23.3%, 쓱닷컴+지마켓 11.5%로 확실한 3강체제로 굳혀지고 있다.

[도표 22] 이커머스 M/S 추정-2016년

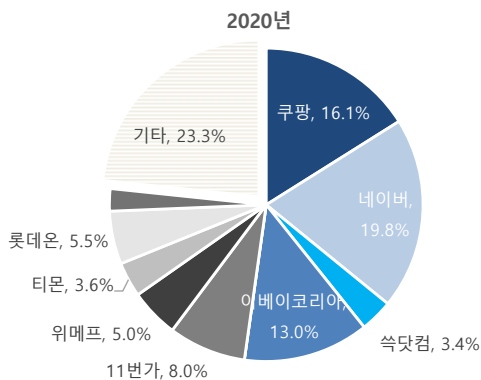


[도표 23] 이커머스 M/S 추정-2019년

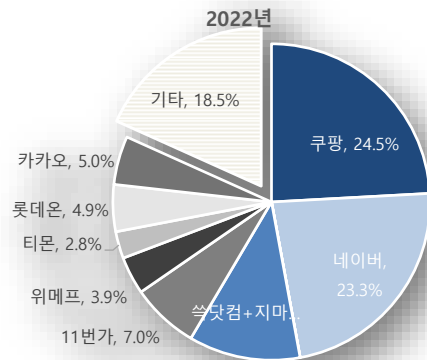


자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 교보증권 추정치, 시장 규모는 온라인 소매판매액으로 온라인 쇼핑액에서 자동차 및 배달서비스를 제외

[도표 24] 이커머스 M/S 추정-2020년



[도표 25] 이커머스 M/S 추정-2022년

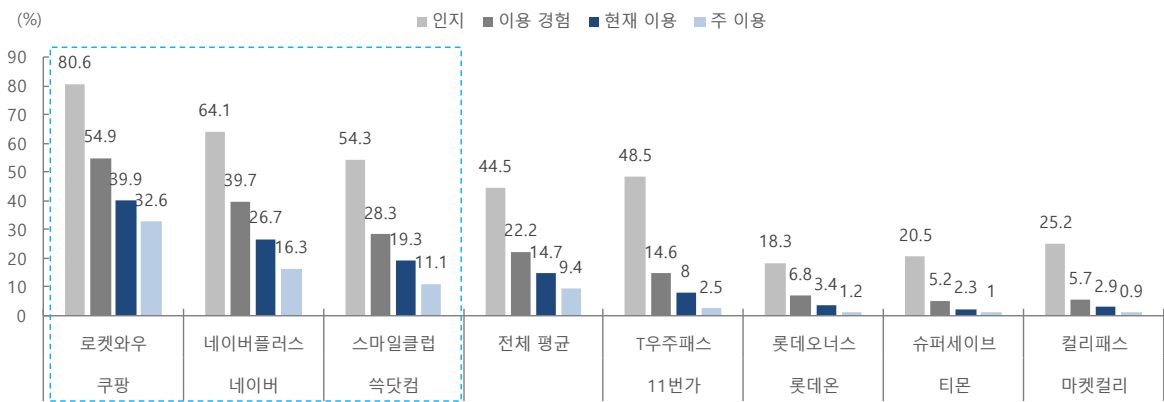


자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 교보증권 추정치, 시장 규모는 온라인 소매판매액으로 온라인 쇼핑액에서 자동차 및 배달서비스를 제외

쿠팡, 네이버, 쓱닷컴 3강 체제 전망

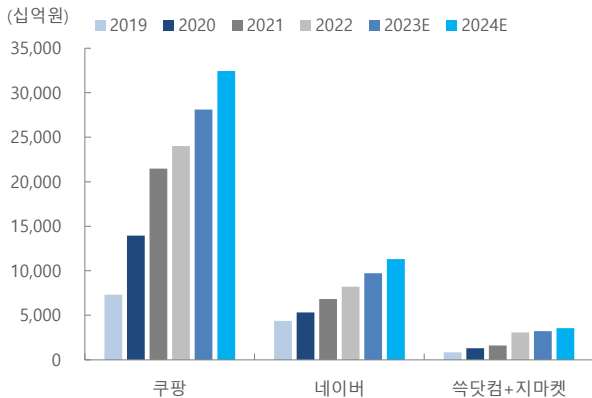
당사는 장기적으로 국내 이커머스 시장 내 쿠팡, 네이버, 이마트 3강체제가 지속될 것이라 전망한다. 과점화되는 이커머스 시장을 주도할 수 있는 1) 확실한 Lock-in 요인으로 입지 확대할 역량이 있고, 2) 수익모델을 통한 지속가능성에서 우위를 점하기 때문이다. 실제로 주요 3사는 유료 멤버십, 즉 구독 모델을 통해 고객을 Lock-in하고 수익성을 확대하고 있다. 오픈서베이 트렌드 리포트 2022에 따르면, 주요 이커머스 멤버십 중 쿠팡의 로켓와우가 압도적으로 이용률이 높으며, 네이버의 네이버플러스와 쓱닷컴의 스마일클럽이 그 뒤를 따른다.

[도표 26] 이커머스 멤버십 이용 분석- 주요 3사는 평균 이상의 지표



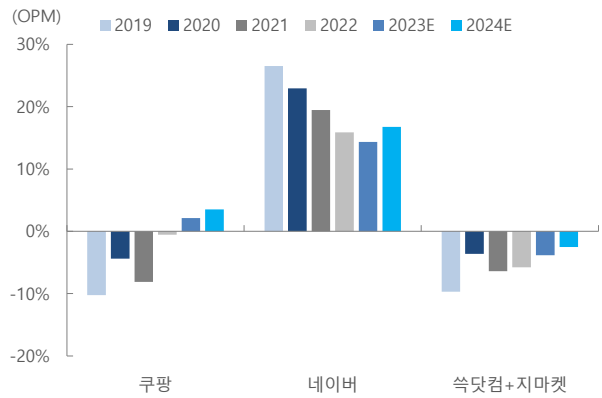
자료: 오픈서베이 트렌드 리포트 2022, 교보증권 리서치센터. 주: 온라인 쇼핑 이용자 1,800명 대상

[도표 27] 이커머스 3사 매출액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 주: 쿠팡은 Bloomberg 컨센서스

[도표 28] 이커머스 3사 영업이익률 추이



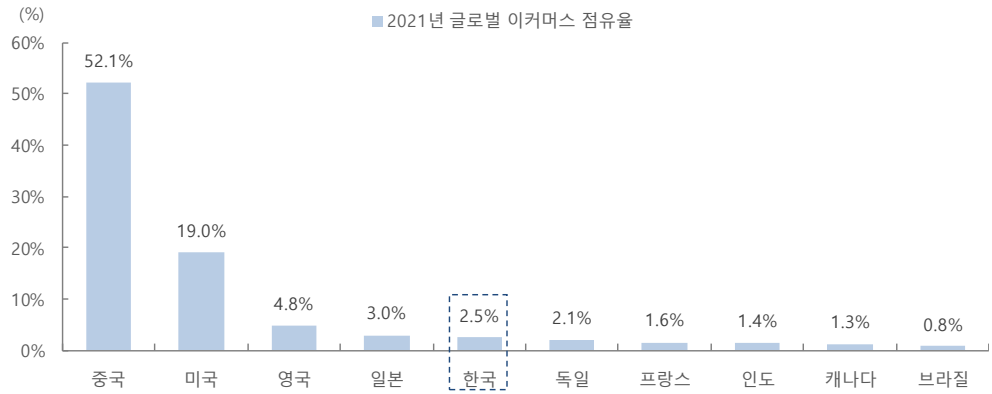
자료: 교보증권 리서치센터 주: 쿠팡은 Bloomberg 컨센서스

3) 글로벌 vs 한국 이머커스, 특이점으로 보는 방향성

국내 이커머스 방향성은 1)성장둔화 2)과점화

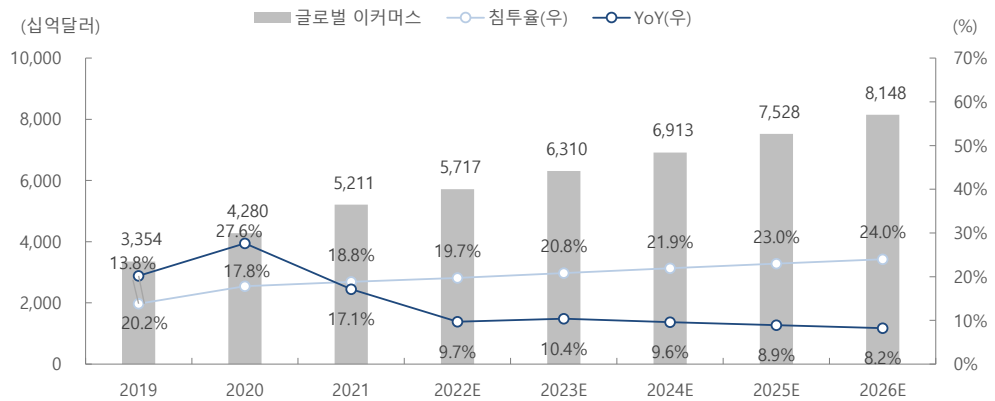
글로벌 이커머스 시장 내에서 한국 이커머스는 상대적 1)고침투, 2)과점화라는 특이점을 보인다. 이를 근거로 전망하는 국내 이커머스 성장 방향성의 Keywords는 1)성장둔화, 2)과점화이다. 그간 상대적으로 과점화된 성격이 강했던 한국 이커머스 시장은, 지난 2년간 뚜렷한 1위 사업자의 등장, M&A 등의 결과로 시장이 과점화되는 단계로 진입했다. 동시에 한국은 이미 온라인 고침투 시장이자, 글로벌 5위 규모에 달한다.

[도표 29] 글로벌 이커머스 국가별 점유율



자료: eMarketer, KOSME, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 글로벌 이커머스 시장- 침투율 확대해나갈 것이나 성장은 둔화될 전망

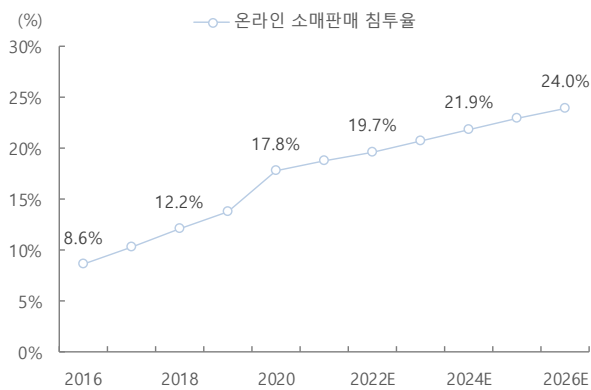


자료: Statista, kotra, 교보증권 리서치센터

글로벌 온라인 침투율 20% vs. 한국 27%

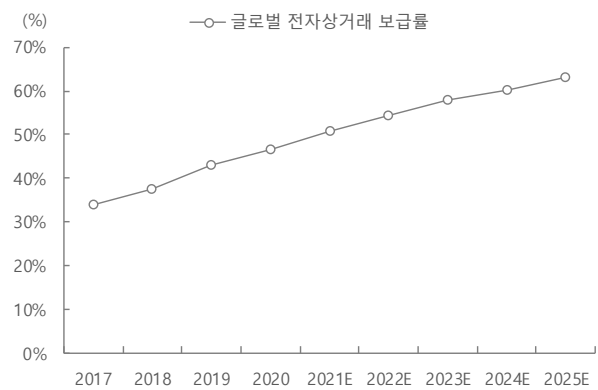
시장조사기관 eMarketer, Statista 등에 따르면 글로벌 이커머스 시장은 2022년 기준 5조 7,000억달러(원화 약 7,360조원) 수준으로 추산된다. 또한 온라인 침투율은 2015년 7.4% 수준에서 2022년 19.7%까지 상승했을 것으로 추정된다. 현시점 글로벌 이커머스는 지속 성장하며 2026년 24%로 침투율을 확대해나갈 것이나, 그 성장세는 둔화될 것으로 전망된다, 참고로 한국의 이커머스 시장은(210조원) 글로벌 5위 규모이며, 온라인 소매판매 비중 26.7%로 온라인 고침투 국가다.

[도표 31] 글로벌 이커머스 침투율: 20%



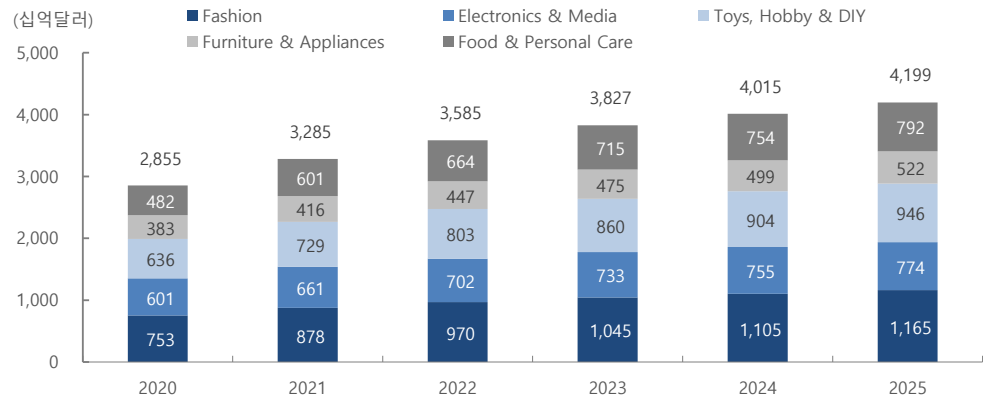
자료 Statista, kotra, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 글로벌 이커머스 보급률: 55%



자료: Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 33] 글로벌 이커머스 매출액 품목별 전망

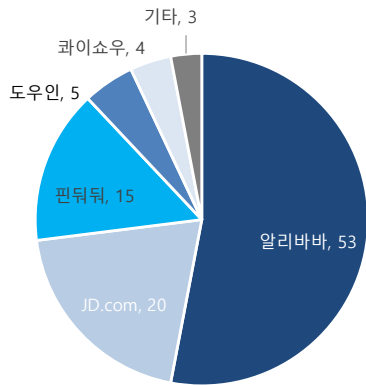


자료: Statista, kotra, 교보증권 리서치센터

주요국 이커머스 시장은 이미 과점화 vs. 한국 과점화 진입

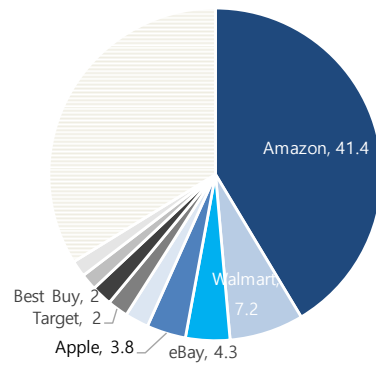
중국, 미국의 이커머스 시장의 경우에는 이미 과점화된 양상을 보인다. 전세계 1위 이커머스 시장인 중국의 온라인 쇼핑 거래액은 2021년 기준 2조 7,793억달러로 추산되며, 중국의 이커머스 플랫폼별 점유율은 알리바바가 53%, JD.com 20%, 핀둬둬 15% 수준이다. 2위 규모인 미국의 이커머스 시장은 2021년 9,333억달러로, 아마존이 41%, 월마트 7%, 이베이 4% 등이 점유하고 있다.

[도표 34] 중국 이커머스 업체별 점유율



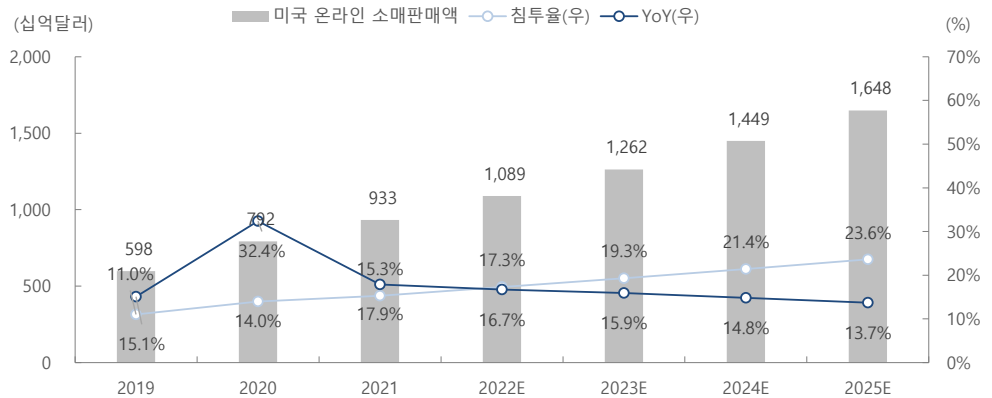
자료: 100ec.cn, 교보증권 리서치센터 주: 2021년 기준

[도표 35] 미국 이커머스 업체별 점유율



자료: eMarketer, KOSME, 교보증권 리서치센터 주: 2021년 기준

[도표 36] 미국 이커머스 시장 추이



자료: eMarketer, KOSME, 교보증권 리서치센터

2. 쿠팡의 흑자전환이 의미하는 것

[도표 37] 쿠팡 흑자전환의 함의(요약)

쿠팡의 흑자전환

1) 시장 성장 둔화, 전체 고객수 정체에도 멤버십 충성사용자는 증가
→ 객단가 증가 + 시장 과점화 + 규모의 경제로 지속가능성 확보

2) 쿠팡, 네이버, SSG.COM 등 상위 사업자는
구매가격(1P) or 실질수수료율(3P) 인상과 마케팅 비용 효율화로 마진 확대 기회

3) 다수 이커머스 업체들은 유저 & 거래액 증가세 둔화, 적자폭 확대 상황에서
생존을 위해 수수료 인상 → 각 버티컬/종합몰 상위 사업자 쓸림 심화 예상

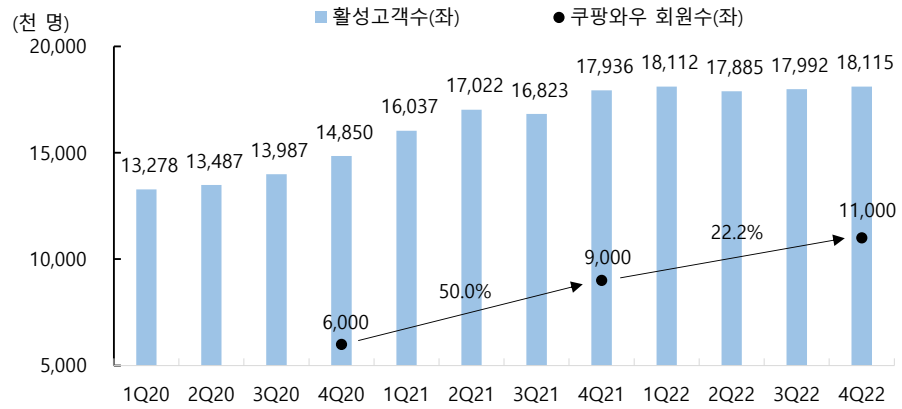
자료: 교보증권 리서치센터

1) 1위 사업자 쿠팡의 지속가능성 확보

쿠팡은 2022년 시장 과점화 상황 하에서 1) 충성 고객 확대, 2) 물류와 풀필먼트 투자의 규모의 경제 실현으로 하반기 영업이익의 흑자 전환을 시현해, 지속가능성을 확보했다. 2022년 매출은 205.8억달러(YoY +11.8%), 영업이익은 -1.12억 달러(YoY 적자지속)을 기록하며 소비 둔화와 엔데믹에 따른 온라인 쇼핑시장 성장 둔화에도 견조한 탑라인 성장과 BEP 수준으로의 수익성 개선을 보였다. 특히, 3분기에 이어 4분기에도 매출 53.3억 달러(원화기준 YoY +21%), 영업이익 0.83억 달러(YoY 흑자전환, OPM 1.6%)으로 지속 개선되었다.

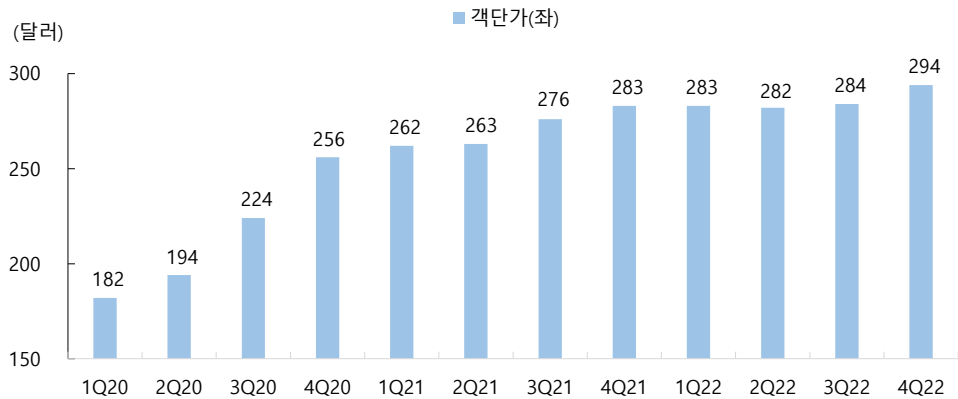
4Q22 활성고객수는 1,812만 명으로 YoY +1%에 그쳤으나, 객단가는 294달러로 원화 기준 YoY +19%, QoQ +5% 성장하며 매출 성장을 견인했다([도표 39]). 이는 지불액이 큰 충성 유저인 쿠팡와우 멤버십 가입자 수가 4Q22말 기준 1,100만명(YoY +2백만명, 활성고객수 중 60.7%)으로 확대된 것에 기인한다. 2022년 6월 멤버십 가격 인상(2,900원→4,990원)에도 불구하고 압도적인 물류&풀필먼트 투자를 바탕으로 한 빠른 배송과 특가 할인 및 적립, 쿠팡 플레이 콘텐츠 혜택을 통한 이용자 락인이 효과를 보이고 있다.([도표 38])

[도표 38] 활성고객수 정체에도 지속 증가하는 총성이용자 (쿠팡와우 회원)



자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

[도표 396] 쿠팡 분기별 객단가 추이 (4Q22 원화기준 객단가는 YoY +19%)



자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터.

2022년 1P 매출은 달러 기준 YoY +11.2%, 3P(풀필먼트+마켓플레이스) 매출은 달러 기준 +10.3% 증가하며 1P 매출이 더 큰 성장을 보였지만, 4Q22에는 3P 매출 성장이 1P 매출 성장을 추월하였으며 FLC 이용 셀러의 매출 개선(이용 전 대비 평균 +65%)가 확인되며 2023년에는 3P가 거래액과 매출 성장을 이끌 것으로 전망한다.([도표 41], [도표 42]) 거래액 및 믹스 차원에서도 1P와 달리 순매출로 인식되는 3P의 비중이 커지면서 OPM 혹은 adjusted EBITDA 마진의 유의미한 개선이 예상된다.(Bloomberg 컨센서스 기준 매출 YoY +17%, OPM 2.1%, adjusted EBITDA 마진을 3.8%)

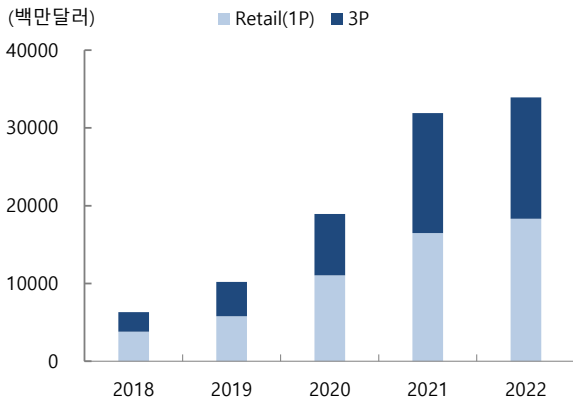
[도표 40] 쿠팡 분기별 실적 추이

(단위: 백만달러)

(백만달러)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2019	2020	2021	2022
매출액	4,207	4,478	4,645	5,077	5,117	5,038	5,101	5,327	6,273	11,967	18,406	20,583
Retail	3,807	3,995	4,137	4,549	4,556	4,481	4,540	4,761	5,787	11,045	16,488	18,338
Others	400	484	508	527	561	557	561	566	486	922	1,918	2,244
매출원가	3,474	3,820	3,890	4,271	4,073	3,884	3,867	4,048	5,240	9,981	15,455	15,873
매출총이익	733	658	755	806	1,043	1,154	1,234	1,279	1,033	1,986	2,951	4,710
영업이익	-267	-515	-315	-397	-206	-67	77	83	-643	-525	-1,494	-112
당기순이익	-295	-519	-324	-405	-209	-75	91	102	-699	-475	-1,543	-92
성장성(YoY%)												
매출액	74.3	71.3	48.1	33.5	21.6	12.5	9.8	4.9	54.8	90.8	53.8	11.8
Retail	70.2	65.0	42.8	30.4	19.7	12.2	9.7	4.6	52.3	90.9	49.3	11.2
Others	126.1	151.1	112.5	68.0	40.2	15.1	10.5	7.4	91.1	89.7	108.0	17.0
영업이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지
당기순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지
수익성(%)												
GPM	17.4%	14.7%	16.2%	15.9%	20.4%	22.9%	24.2%	24.0%	16.5%	16.6%	16.0%	22.9%
OPM	-6.4%	-11.5%	-6.8%	-7.8%	-4.0%	-1.3%	1.5%	1.6%	-10.3%	-4.4%	-8.1%	-0.5%
NPM	-7.0%	-11.6%	-7.0%	-8.0%	-4.1%	-1.5%	1.8%	1.9%	-11.1%	-4.0%	-8.4%	-0.4%

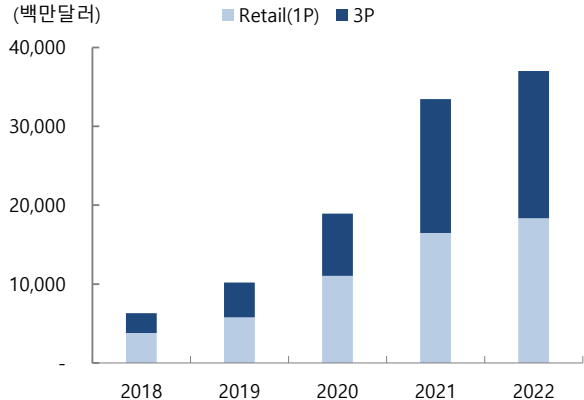
자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 쿠팡 부문별 매출 구성



자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

[도표 42] 쿠팡 Product Commerce 중 1P & 3P 거래액 추정



자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

과거 막대한 물류 및 풀필먼트 투자로 인해 제기되었던, 비즈니스 모델의 지속가능성에 대한 우려는 국내 이커머스 시장 과점화와 규모의 경제 효과에 따른 2022년 Adjusted EBITDA의 **확연한 개선을 통해 해소되었다.**([도표 43]) 또한 토지, 건물, 장비 구입에 투입된 현금이 지속 증가했음에도 불구하고, 2022년 Free cash flow는 개선되었다.([도표 44])

2H22 당기순이익 흑자전환, 연간 adjusted EBITDA 흑자전환은 예상보다 빠르게 이루어진 것으로, 이에 따라 쿠팡은 장기 adjusted EBITDA 마진율 가이드를 기존 10% 이상(중전 7%)으로 상향하고, 12개월 Free cash flow 흑자 전환이라는 목표치를 제시했다.

쿠팡은 개선된 이익 및 현금창출력을 바탕으로 Product Commerce 부문 뿐 아니라, 이츠/플레이/페이/글로벌 등이 포함된 Developing Offerings 분야 투자를 지속해 쿠팡와우 멤버십 회원으로 대변되는 충성이용자를 확대할 것으로 예상된다.

[도표 43] 시장 과점화와 규모의 경제 발현으로 EBITDA 개선

	2020	2021	2022
당기순이익(손실)	463	- 1,543	92
조정			
상각비	128	201	231
이자비용	108	45	27
이자수익	- 11	- 9	- 53
소득세비용	0	1	1
기타비용	- 150	11	7
주식보상비용	31	249	262
화재 관련 손실	-	296	-
Adjusted EBITDA	357	748	381

자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

[도표 44] 계속되는 투자에도 개선되는 Free cash flow

	2020	2021	2022
영업활동 현금흐름	302	- 411	565
조정			
토지 및 건물 구입	- 102	- 215	- 227
장비 구입	- 383	- 459	- 598
처분	1	2	13
Free cash flow	183	- 1,082	246

자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

2) 상위사업자 수익성 개선의 시기

온라인쇼핑 시장 성장이 둔화되고 있음에도 불구하고, 각 분야에서 일정 이상의 시장 지배력을 확보하며 과점 사업자로 등극한 이커머스 업체들은 **높아진 가격결정력을 바탕으로 본격적인 수익화 구간에 진입한 것으로 판단한다.**

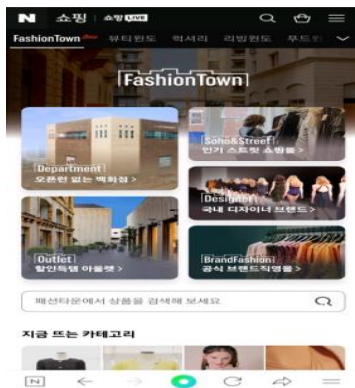
쿠팡과 CJ제일제당 간의 ‘햇반 전쟁’으로 대표되는 제조사와 이커머스 업체 간 가격 결정권 갈등은 결과적으로 이커머스 업계 전반의 수익성 개선으로 귀결되고 있다. CJ 제일제당이 3월 쉐리와 전략적 파트너십을 위한 업무 협약(공동 식품 개발)을 맺고 네이버 도착보장관에 입점 하면서 제조업체가 더 큰 탄력성을 가진 것처럼 보이지만, 네이버의 향후 추가적이 솔루션 수 입을 고려시 과거 대비 최종 판매가에서 유통업체가 가져가는 비율은 확대된 셈이다.

여전히 진행중인 쿠팡-CJ제일제당 간의 납품단가 협상이 완료시, 쿠팡 역시도 타 유통 업체 대비 상대적으로 빠른 배송 속도를 바탕으로 과거 대비 우호적인 마진을 획득할 수 있을 것으로 판단한다.

네이버의 ‘도착보장’은 D2C 판매 채널인 ‘브랜드스토어’에 대한 머천트솔루션의 일환으로, 주문 데이터, 물류사 재고, 택배사 배송 등 다양한 데이터를 분석해 사용자에게 높은 정확도의 도착일을 보장한다. 현재는 해당 프로그램의 베타 기간으로 수수료 없이 신청 및 이용이 가능하지만, 1) 도착보장 서비스의 프로모션 기간 종료 후에는 기본 중개/판매 수수료 외의 추가적인 수수료가 부과되어 take rate 향상에 기여할 것으로 판단한다.

네이버는 도착보장 외에도 2) 1Q23부터 ‘패션타운’에 대해 스마트스토어 수준의 수수료(약 3%)를 부과중으로, 이는 거래액 대비 매출 전환율을 상향할 것으로 예상된다. 기존 오프라인 백화점, 아울렛, 스트릿 매장을 통해 많이 구매되던 브랜드 셀러를 대상으로 PC 기반에서 무과금으로 운영되던 ‘쇼핑윈도우’는 디스커버리 기반의 큐레이션 개선과 함께 모바일 과금 채널인 ‘패션타운’으로 개편(1Q23)되었다. 해당 개편은 네이버 커머스 부문 중 중개/판매 매출의 10% 정도 업사이드 효과가 있을 것으로 예상된다.

[도표 45] '네이버 패션타운' 화면



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 46] 네이버 '도착보장' 서비스 개요

구분	내용
출시일	- 2022년 12월 20일부터 카테고리별 순차 론칭
내용	- 네이버가 상품도착일 정확도 보장 - 도착일 미준수시 별도 보상
NFA 참여사	- CJ대한통운, 파스토, 두렌즈
기대 효과	- 상품 도착일 정확도 제고로 배송 신뢰도 강화 - 판매자에게 물류 데이터 제공 - 별도의 '도착보장' 전문관을 통해 판매량 증대
목표	- 2025년까지 FMCG 카테고리 50%까지 적용

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

3) '지속가능성'을 위한 몸부림 - 수수료 인상 기조

국내 이커머스 시장이 과점화되고 상위 사업자들의 흑자전환 및 수익성 개선이 이루어지고 있다. 한편 앤데믹과 경기 성장 둔화에 따른 수요 위축으로 '지속가능성'에 대한 위협을 받고 있는 영세 이커머스 종합몰 혹은 일정 이상 지배력을 확보하고 있는 버티컬 업체들은 수수료를 인상하고 있다.([도표 47]) 이용자 수와 거래액 증가세가 둔화되고 적자폭이 확대되자([도표 48]), 일부 유저들의 이탈을 감수하고서라도 생존을 위해 영업적자를 축소해야 하기 때문이다.

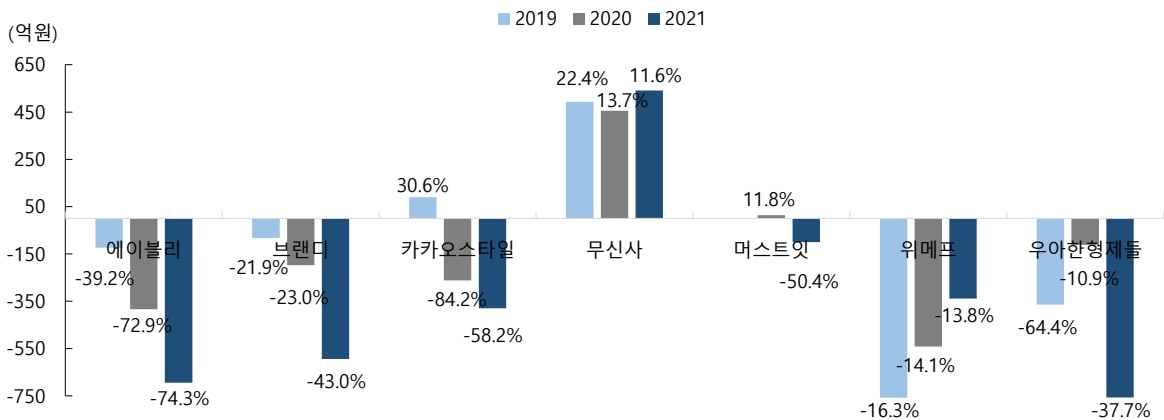
이커머스 업체 간 수수료 격차가 줄어들어 따라, 1) 각 버티컬 카테고리 내에서 우위를 점하고 있는 업체들의 지배력은 더욱 강화될 것으로 보이며, 2) 종합몰 중에서는 상위 2~3개 업체로의 쏠림 현상이 심화될 것으로 보인다. 따라서 온라인쇼핑시장 성장 둔화기인 2023년은 살아남는 상위 사업자들이 프로모션/멤버십 등 마케팅 비용을 효율적으로 집행함으로써 수익성을 개선해나갈 것이다.

[도표 47] 국내 이커머스 업체 수수료 인상 행력

업체	인상시기	종전	신규
에이블리	2022년 12월	월 4만 9천원 + 결제수수료 3.96% + 마케팅비용 5%	판매수수료 3% + 결제수수료 3.96% + 마케팅비용 5%
머스트잇	2023년 1월	판매수수료 8% + 프리미엄상품 등록 1만 5천원	판매수수료 11% + 프리미엄상품 등록 2만원
네이버 패션타운	2023년 1월	판매수수료 미부과	스마트스토어와 동일 수수료 부과
위메프	2023년 1월	판매수수료 2.9% (서버비용 무료)	판매수수료 3.9% + 서버비용 9만 9천원
크림 (네이버)	2023년 2월	판매수수료 2.5% + 구매수수료 3%	판매수수료 3% + 구매수수료 3%
지그재그	2023년 2월	패션 상품 판매 수수료 1.5%	패션 상품 판매 수수료 4.5%
배달의민족	2023년 3월	중개 1,000원 + 배달비 5,000원 (프로모션) - 배달팁	중개수수료 6.8% + 배달비 6,000원 - 배달팁
크림 (네이버)	2023년 4월	판매수수료 3% + 구매수수료 3%	판매수수료 4% + 구매수수료 3%
솔드아웃(무신사)	2023년 4월	판매수수료 무료 + 구매수수료 1%	판매수수료 무료 + 구매수수료 2%

자료: 언론취합, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 연간 영업손익 추이



자료: 각 사, 교보증권 리서치센터. 주: 그래프 상하단 숫자(%)는 영업손익률

[도표 49] 네이버 스마트스토어 과금 체계

구분	과금체계
1)페이 수수료	업체 규모에 따른 차등 부과 (1.98%~3.63%)
2)증개/판매 수수료	네이버쇼핑 노출 연동시 주문/판매 수수료 2% 부과
3)솔루션 이용 수수료	도착보장/라이브쇼핑/정기구독 등 머천트솔루션 이용에 따라 추가

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 네이버페이 서비스별 주문관리 수수료

업체 구분	스마트스토어	일반 예약	네이버 주문
일반	3.63%	3.19%	3.19%
중소 3	3.03%	3.03%	1.93%
중소 2	2.75%	2.75%	1.65%
중소 1	2.59%	2.59%	1.49%
영세	1.98%	1.98%	0.88%

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 쿠팡 과금 체계

구분	세부 상황	부과 수수료(VAT 별도)
1) 판매수수료	쿠팡 앱 내에서 검색을 통해 구매 마이샵 다이렉트 링크를 통해 유입	카테고리에 따라 4~10.8% 판매수수료 0% + 운용료 3.5%
2) 배송비 수수료	-	배송비의 3%
3) 서비스 이용료	월 매출 100만원 이상(가전/디지털 500만원 이상)	월 이용료 5만원

자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 쿠팡 카테고리별 판매수수료

분류	기준수수료
가전/디지털	4.5~7.8%
가구/홈인테리어/도서/음반/반려	10.8%
문구/사무/생활용품/완구/취미/주방	7.8~10.8%
출산/유아	6.4~10%
스포츠/레저	7.6~10.8%
뷰티/패션	4~10.5%
식품	5.8~10.9%
자동차용품	6.8~10%

자료: 쿠팡, 교보증권 리서치센터

[도표 53] 옥션/G마켓 카테고리별 판매수수료

분류	오픈마켓 수수료
가공식품/가구/DIY/가방/잡화	13.0%
건강/의료용품	9~13%
예약/숙박상품	5.0%

자료: G마켓, 교보증권 리서치센터

3. 결국, 양보단 질

[도표 54] 결국, 양보단 질(요약)

결국 양보단 질

- 1) Sell-Side: 이커머스 시장 성장 둔화에도 대다수 셀러들에게 온라인 판매 채널 중요성은 더욱 커짐
- 2) 주요 업체 멤버십(로켓와우, 네이버플러스, 스마일클럽)을 중심으로 충성구매자는 증가 지속
- 3) 상위 종합몰의 비교우위는 다르게 나타남: 구매 품목과 핵심 강점 차이 ↑

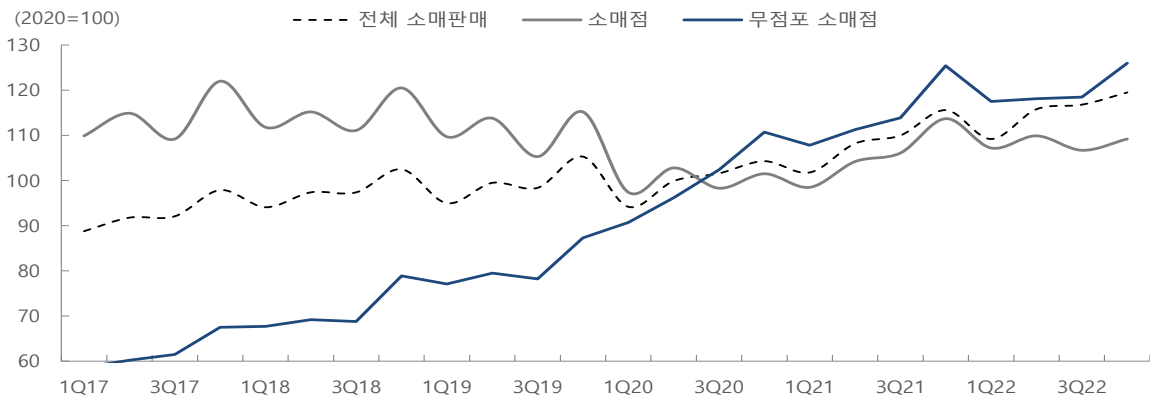
자료: 교보증권 리서치센터

1) Sell-Side: 여전히 지속되는 온라인 셀러들의 증가

2022년 시장 성장 둔화와 리오프닝 상황에서도, 온라인 판매 채널의 비중은 지속 증가했으며, 이와 같은 추세는 지속될 것으로 전망한다. 2022년 리오프닝에 따른 대형 브랜드들의 오프라인 판매 활성화와 전체 소매 판매의 둔화로 이커머스 시장 성장은 상당 부분 둔화되었으나, 대다수 셀러들에게 있어 온라인 판매 채널의 중요성은 더욱 커졌다.

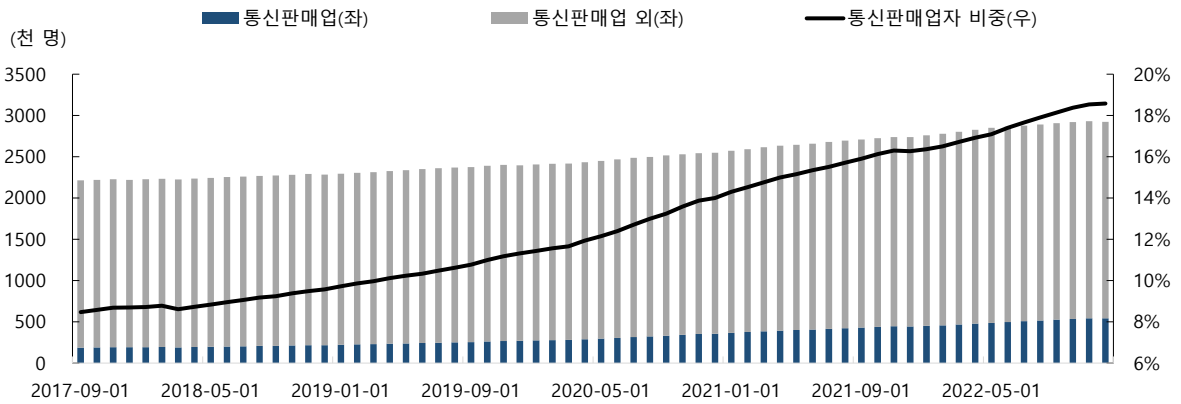
[도표 56]에서 확인할 수 있듯 통신판매업 사업자 수는 2021년 말 44.6만 명에서 2022년 말 54.3만 명으로 +21.9%, 전체 사업자 중 비중은 16.3%에서 18.6%로 +2.3%p 증가했다. 판매액에 있어서도 1Q22 이후 오프라인 전문소매점 판매액은 QoQ 정체된 반면, 무점포 소매점 판매액은 증가세를 보였다. ([도표 55])

[도표 55] 전체 및 전문소매점 & 무점포 소매점 판매액 지수



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터. 주: 2020년 수치=100으로 한 값

[도표 56] 국내 전체 사업자 및 통신판매업자 수 추이



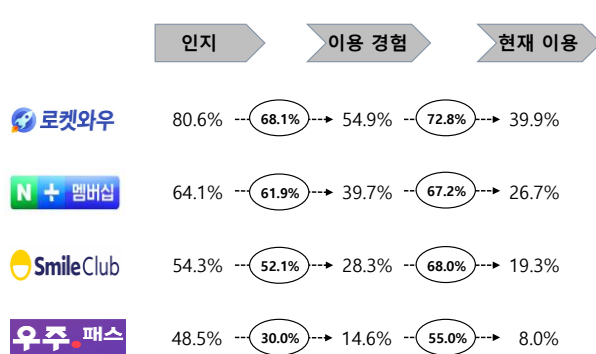
자료: 국제통계포털, 교보증권 리서치센터. 주: 통신판매업은 접포가 아닌 미디어를 이용하여 제품을 전시하고 소비자의 통신 수단으로 주문을 받아 상품을 판매하는 방법.

2) Buy-Side: 증가하는 멤버십 이용자(충성구매자)

한편 주요 멤버십 가입자 수 역시 증가세가 지속되고 있으며([도표 58]), 멤버십 이용자가 비이용자 대비 더욱 적극적인 쇼핑 행태를 보여준다는 점을 감안할 때 **주요 커머스 플랫폼의 비중은 더욱 커지고 있는 것으로 판단한다.** 오픈서베이의 [온라인 쇼핑 멤버십 트렌드 리포트 2022]에 따르면 로켓와우의 경우 멤버십 이용자는 비이용자 대비 월평균 구매금액이 +40% 높으며, 네이버 플러스 멤버십은 +31% 높다.

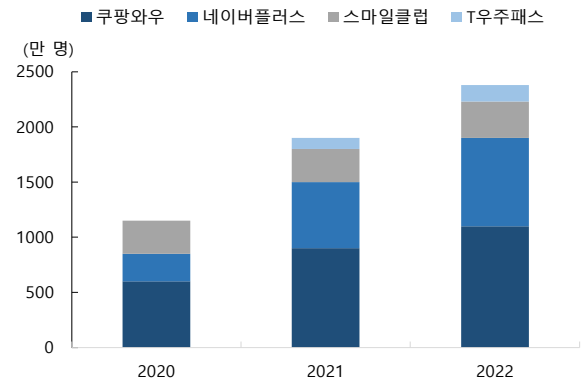
2022년 온라인 쇼핑 이용자 1,800명을 대상으로 한 설문조사에서 로켓와우(39.9%), 네이버 플러스멤버십(26.7%), 스마일클럽(19.3%)의 이용률이 높게 나타났으며 그 외의 멤버십은 이용률이 미미하게 나타났다. 이와 유사하게 쇼핑몰별 1개월 내 구매 경험률도 쿠팡(65%), 네이버(61%), 이마트 산하 3개 플랫폼[G마켓(35%)+옥션(21%)+SSG닷컴(19%)]에서 높게 나타났다.

[도표 57] 주요 멤버십 종류별 이용률 & 이용전환율



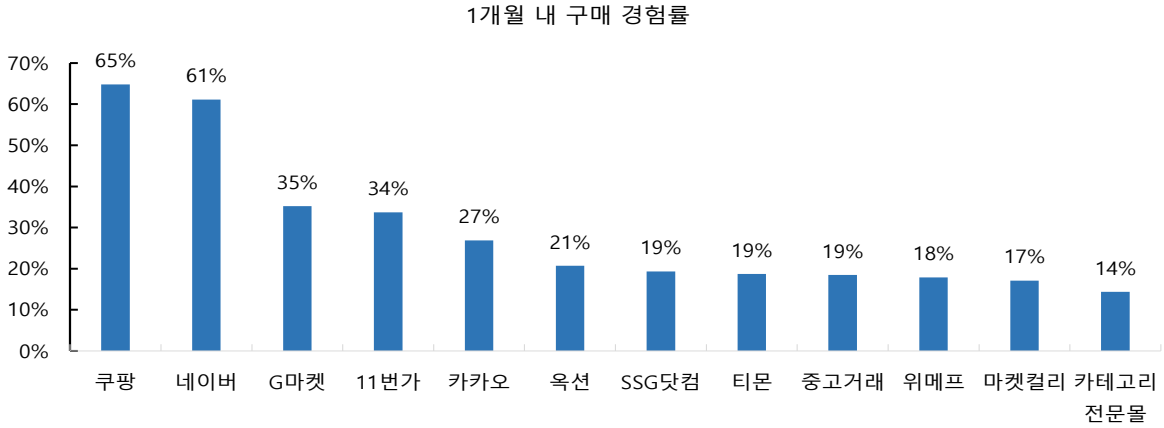
자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터. 주: 온라인 쇼핑 이용자 1,800명 대상

[도표 58] 2020~2022년 주요 멤버십 가입자 합계 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 쿠팡 와우 + 네이버플러스 + 스마일클럽 + 우주패스

[도표 59] 쇼핑몰별 1개월 내 구매 경험률



자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터

3) 쇼핑몰별 비교우위

주요 쇼핑몰들은 주된 구매 품목과 자주 이용하는 이유(핵심 강점)에 있어서 차이를 보인다. 쿠팡은 ‘빠른 배송(78.5%)’, ‘교환/환불 편리(31.4%)’, ‘원하는 시간 배송(15.3%)’을 바탕으로 한 생활용품, 식품/식료품, 반려동물용품 등 품목 판매에서 시장 내 비교우위를, 네이버는 ‘다양한 상품(42.8%)’, ‘이벤트/프로모션(37.4%)’, ‘편리함(44.4%)’, ‘등급별 혜택(29.6%)’ 및 ‘결제수단(20.1%)’에서의 강점을 바탕으로 패션의류, 패션 잡화, 화장품/향수, 스포츠/레저용품 품목 판매에서의 비교우위를 가지고 있다. 한편, SSG.COM은 ‘원하는 시간 배송(29.8%)’에서의 역량을 바탕으로 생활용품, 식품/식료품에서의 상대우위를 가진 것으로 나타난다.

[도표 60] 쇼핑몰별 주로 구매하는 품목

	전체	쿠팡	네이버	G마켓	11번가	옥션	SSG.COM
생활용품	44.9%	60.2%(▲)	31.9%(▼)	49.3%	52.6%(▲)	51.4%	59.6%(▲)
식품/식료품	40.3%	52.0%(▲)	22.7%(▼)	40.4%	28.9%(▼)	43.1%	68.1%(▲)
패션 의류	28.1%	16.3%(▼)	33.3%(▲)	31.5%	36.0%(▲)	37.5%(▲)	23.4%
패션 잡화	23.7%	16.7%(▼)	31.4%(▲)	25.3%	26.3%	18.1%	19.1%
건강/의료용품	20.2%	20.2%	23.6%	21.9%	21.1%	25.0%	6.4%(▼)
화장품/향수	16.2%	13.7%	21.7%(▲)	12.3%	17.5%	11.1%	14.9%
스포츠/레저용품	9.3%	6.8%(▼)	12.5%(▲)	10.3%	15.8%(▲)	9.7%	4.3%(▼)
반려동물용품	8.4%	10.9%(▲)	9.2%	7.50%	4.4%(▼)	15.3%(▲)	2.1%(▼)

자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터. 주: ▲, ▼는 전체 대비 해당 항목의 응답률이 유의미하게 높거나 낮은 경우

[도표 61] 쇼핑물을 자주 이용하는 이유

	전체	쿠팡	네이버	G마켓	11번가	옥션	SSG.COM
빠른 배송	35.3%	78.5%(▲)	5.7%(▼)	15.8%(▼)	9.6%(▼)	11.1%(▼)	29.8%
다양한 상품	31.6%	30.4%	42.8%(▲)	24.0%(▼)	29.8%	23.6%(▼)	31.9%
저렴한 가격	27.1%	22.1%(▼)	25.3%	34.2%(▲)	39.5%(▲)	37.5%(▲)	14.9%(▼)
이벤트/프로모션	25.8%	6.0%(▼)	37.4%(▲)	41.8%(▲)	54.4%(▲)	45.8%(▲)	25.5%
편리함	25.4%	16.6%(▼)	44.4%(▲)	21.9%	22.8%	31.9%	12.8%(▼)
원하는 상품 구비	21.9%	15.1%(▼)	21.5%	19.9%	27.2%	29.2%	23.4%
등급별 혜택	21.7%	9.4%(▼)	29.6%(▲)	42.5%(▲)	36.8%(▲)	33.3%(▲)	27.7%
교환/환불 편리	17.2%	31.4%(▲)	9.7%(▼)	9.6%(▼)	3.5%(▼)	12.5%	14.9%
결제 수단	10.3%	3.9%(▼)	20.1%(▲)	13.0%	12.3%	4.2%(▼)	12.8%
원하는 시간 배송	8.6%	15.3%(▲)	1.4%(▼)	1.4%(▼)	0.9%(▼)	1.4%(▼)	29.8%(▲)

자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터. 주: ▲, ▼는 전체 대비 해당 항목의 응답률이 유의미하게 높거나 낮은 경우

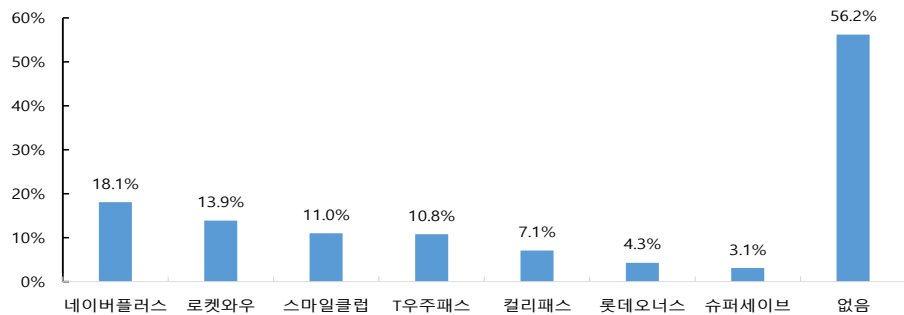
멤버십에 있어서도 이용자 유치의 원인으로 작용하는 주요 혜택이 서로 다르게 나타난다. 쿠팡의 로켓와우는 주로 배송이, 네이버플러스는 적립/할인과 콘텐츠 혜택이, 스마일클럽은 적립/할인이 매력으로 작용하고 있다.([도표 62]). 한편 향후 추가로 이용 의향이 있는 온라인 쇼핑 멤버십에서도 네이버플러스(18.1%), 로켓와우(13.9%), 스마일클럽(11.0%), T 우주패스(10.8%) 등 상위 쇼핑물의 멤버십이 꼽히면서, **충성이용자의 풀림으로 인한 시장 과점화가 지속될 것으로 전망한다.**

[도표 62] 주요 멤버십별 가입 시 영향을 준 혜택 & 유용하게 이용중인 혜택

이유 응답률 순위	1	2	3
로켓와우	[배송] 무료 로켓배송	[배송] 일부 상품 당일배송	[배송] 로켓프레시(신선) 조건부 무료배송
네이버플러스	[적립] 페이포인트 최대 5%	[콘텐츠] 티빙(OTT) 무제한	[할인] 멤버십데이 추가 적립 & 할인 쿠폰
스마일클럽	[적립] 스마일캐시 35,000 원 적립	[할인] 최대 12% 할인쿠폰 매월 4장	[적립] 스마일배송 시 스마일캐시 1% 적립

자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 향후 추가로 이용 의향 있는 온라인 쇼핑 멤버십



자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터

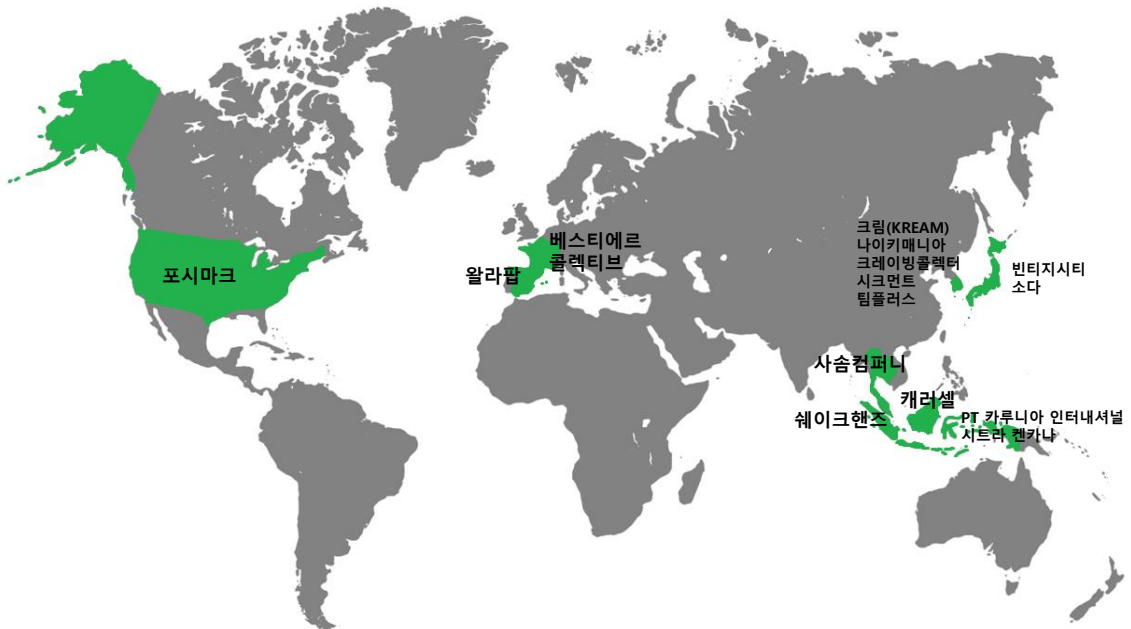
4. 네이버의 크로스보더 C2C 침공 시작

1)네이버의 장기 글로벌 전략: 크로스보더 C2C 플랜

향후 5개년간 매출을 2배로 성장(CAGR +15%)시키겠다는 네이버의 중장기 가이드스를 달성하기 위한 주요한 커머스 전략 중 하나는 크로스보더 C2C 플랫폼의 구축이다. 1) D2C(=Owned Media) 서비스인 브랜드스토어를 통한 커머스 GMV와 take rate의 향상, 2) 수수료를 부과하지 않았던 패션타운, 렌탈구독 서비스 등의 수익화, 3) 예약/주문 등 서비스 거래액의 본격적인 매출 반영과 동시에 4) 개인과 개인간의 직접 거래를 중개하는 글로벌 플랫폼을 구축하는 것이 목표다.

2020년 1월 크림의 설립을 시작으로 한국, 일본, 싱가포르, 스페인, 프랑스, 미국, 말레이시아, 인도네시아 등 각국의 주요 패션 C2C 플랫폼을 확보하였다.([도표 64~66]). 1) 한정판 스니커즈 등 럭셔리 영역에서는 희소가치가 높은 물품의 거래가 가능하고, 한편으로는 2) 고가의 물품을 상대적으로 저렴한 중고가에 구매할 수 있다는 이유로 밀레니얼과 Z세대의 이용률이 높다([도표 68]). 이러한 이유로 글로벌 중고 의류 시장은(CAGR +16%) 전체 의류시장(CAGR +5%)보다 빠르게 성장하여, 2026년에는 전체 시장의 13% 비중으로 확대될 것으로 전망한다([도표 29])

[도표 64] 네이버 & 크림 글로벌 C2C 기업 설립/투자 현황



자료: NAVER, KREAM, 교보증권 리서치센터

[도표 65] 네이버 C2C 기업 설립/투자 현황

(단위: 십억원)

회사명	국가	사업모델	설립/인수 시점	보유지분
크림(KREAM)	한국	한정판 스니커즈 거래	2020년 1월 설립	53.1%
캐러셀(Carousell)	싱가포르	동남아 최대 중고거래 플랫폼	2020년 9월	미래에셋-네이버 아시아 그로쓰펀드 통해 8.26%
빈티지시티	일본	중고 의류/액세서리 전문 거래	2020년 12월 설립	
알라팜	스페인	중고거래	2021년 2월	K-펀드를 통해 30.5%
베스티에르 콜렉티브	프랑스	유럽 1위 중고 럭셔리 패션 거래	2021년 2월	K-펀드를 통해 지분 보유
포시마크	미국	중고 패션 거래	2023년 1월	100%

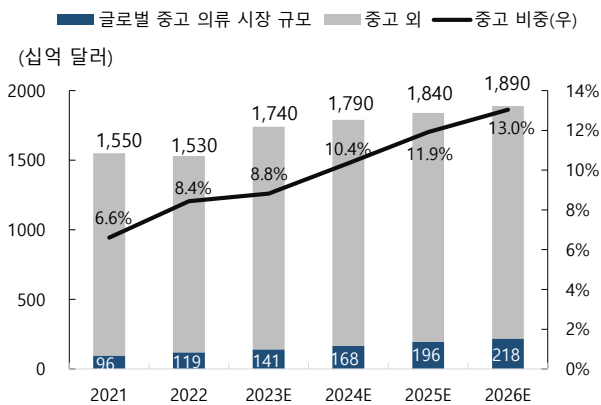
자료: NAVER, 언론취합, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 크림의 주요 지분투자 사례

회사명	국가	사업모델	최초 취득 시점	투자액(억원)	보유지분
사슴컴퍼니	태국	태국 1위 중고거래 플랫폼	2021년 5월	35	30.0%
소다	일본	일본 1위 한정판 스니커즈 플랫폼	2021년 7월	356	14.9%
나이키매니아	한국	국내 최대 스니커즈 커뮤니티	2021년 8월	80	100.0%
크레이빙콜렉터	한국	중고 디자이너 의류 플랫폼	2022년 3월	55	40.7%
시크먼트	한국	명품 거래 플랫폼	2022년 4월	30	30.0%
쉐이크핸즈	말레이시아	말레이시아 1위 중고 스니커즈 플랫폼	2022년 7월	22.3	22.5%
PT 카루니아 인터내셔널 시트라 켄카나	인도네시아	인도네시아 1위 중고거래 플랫폼	2022년 11월	20	19.7%
팀플러스	한국	국내 1위 티켓거래 플랫폼	2023년 3월	43.7	43.1%

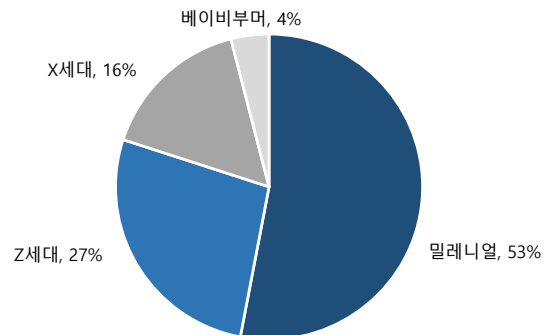
자료: NAVER, 언론취합, 교보증권 리서치센터

[도표 67] 글로벌 의류 & 중고 의류 시장 규모 추이 및 전망



자료: Statista, GlobalData, 교보증권 리서치센터

[도표 68] Poshmark 이용자 연령 분포



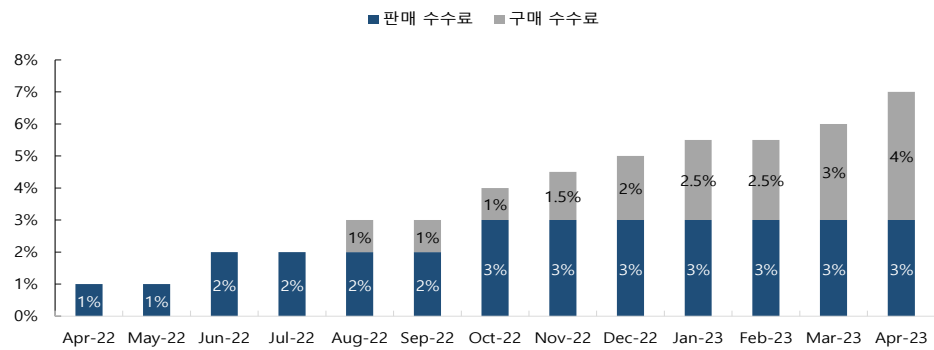
자료: Poshmark, 교보증권 리서치센터

2) 2023년 크림 매출 고성장 전망: 2,276억원(YoY +438%) 전망

12월 10%까지 수수료 인상, 연간 GMV YoY +71.4%(2022년 GMV YoY +143% 추정)를 가정시 2023년 크림 매출은 2,276억원으로 YoY +438% 성장할 것으로 전망한다.([도표 70~71])

솔드아웃(무신사)와 국내 리셀 시장을 양분하고 있는 리셀 플랫폼 크림(KREAM)은 과점적 지위를 바탕으로, 매출 증진을 통한 수익성 개선을 위해 수수료 인상을 지속하고 있다. 2022년 4월 판매수수료 1%를 수취하기 시작한 이후 2023년 4월까지 8차례 판매 및 구매수수료 인상(2023년 4월 7%)을 진행했다([도표 69]). 운동화 리셀 사업을 영위하는 글로벌 피어 StockX의 경우 (판매수수료 8~10% + 구매수수료 3~5%)를 수취하고 있기 때문에 추가적인 인상 여력이 남아있는 것으로 판단한다.

[도표 69] 크림의 판매 수수료율 & 구매 수수료율



자료: KREAM, 교보증권 리서치센터

[도표 70] KREAM 매출 추정

(단위: 백만원)

	1H22	2H22	1H23E	2H23E	2021	2022E	2023E
GMV	720,000	980,000	1,234,286	1,680,000	700,000	1,700,000	2,914,286
매출	7,200	35,117	79,200	148,400	3,285	42,317	227,600
take rate	1.00%	3.58%	6.42%	8.83%	0.47%	2.49%	7.81%

자료: KREAM, 교보증권 리서치센터. 주: 2022, 2023년은 추정치

[도표 71] 크림 2023년 월별 수수료 인상 가정

	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12	Vs StockX
판매수수료	2.5%	2.5%	3.0%	4.0%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	8~10%
구매수수료	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3~5%
합계	5.5%	5.5%	6.0%	7.0%	7.0%	7.5%	8.0%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	11~15%

자료: KREAM, StockX, 교보증권 리서치센터%

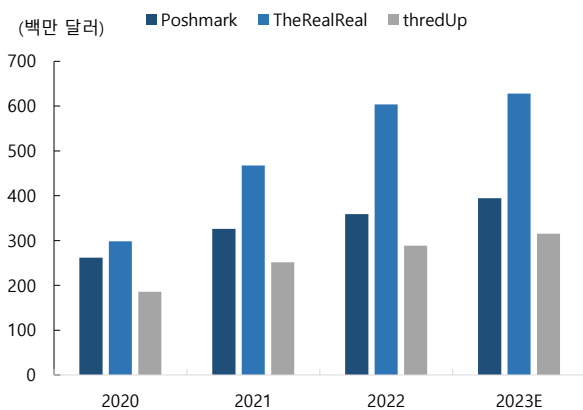
3) Poshmark: 신규 수입원 창출과 마케팅 효율화에 따른 수익성 개선 전망

2023년 Poshmark 매출 3.95억 달러(YoY +9.9%), 조정 EBITDA 1.2백만 달러(YoY 흑자 전환) 수준이 전망된다(Bloomberg 컨센서스 기준). 네이버가 Poshmark를 인수한 이후 1) 신규 이용자의 유치와 관련된 과도한 대외 마케팅 활동 감소, 2) Poshmark 내에서의 타겟팅 강화를 통한 마케팅 비용 효율화가 진행 중이다. 탑라인 측면에서는 글로벌 경기 성장 둔화에도 불구하고, 3) 검색광고 등 광고상품 도입을 통한 신규 수입원 창출과 4) 라이브커머스 등 신규 커머스 솔루션 활용 및 포쉬렌즈 도입에 따른 커뮤니티 활성화로 거래액 신장으로 매출의 지속 성장이 가능할 것으로 예상된다.

1Q23 네이버 연결실적에 편입될 Poshmark는 북미 중고거래 C2C 플랫폼 중 가장 우수한 수익성과 현금창출력을 보이나([도표 72~73]), 1) 미국 의류소비 성장의 둔화에 따른 매출 성장 둔화(Bloomberg 가이드스 기준 YoY +10%)와 2) iOS 및 안드로이드 개인정보 수집 정책의 변화에 따른 마케팅 효율의 감소 영향을 받았다. 2022년 조정 EBITDA 마진은 -7% 수준으로 악화된 것으로 추정된다.

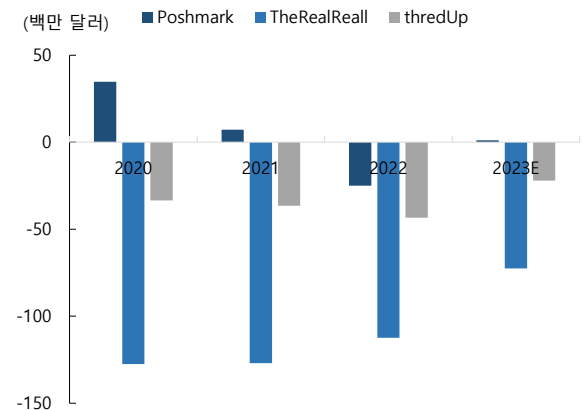
북미 C2C 중고 플랫폼 중 위탁 판매 모델을 취하고 있는 ‘thredUP’이나 ‘TheRealReal’에 비해서 Poshmark는 패션 인플루언서를 중심으로 한 커뮤니티로서의 성격이 두드러져 인스타그램과 유사한 플랫폼이다([도표 74]). 이와 같은 커뮤니티적 성격으로 구매자가 판매자로, 다시 판매자가 구매자로 전환되는 특수한 리텐션이 자연스럽게 이루어지게 된다([도표 75]). 적절한 커머스 솔루션이 적용되었을 때 Poshmark가 인위적인 외부마케팅을 줄이면서도 트래픽 및 거래 활성화를 유도할 수 있는 이유다.

[도표 72] 북미 주요 Resale 플랫폼 매출 추이 & 2023년 컨센



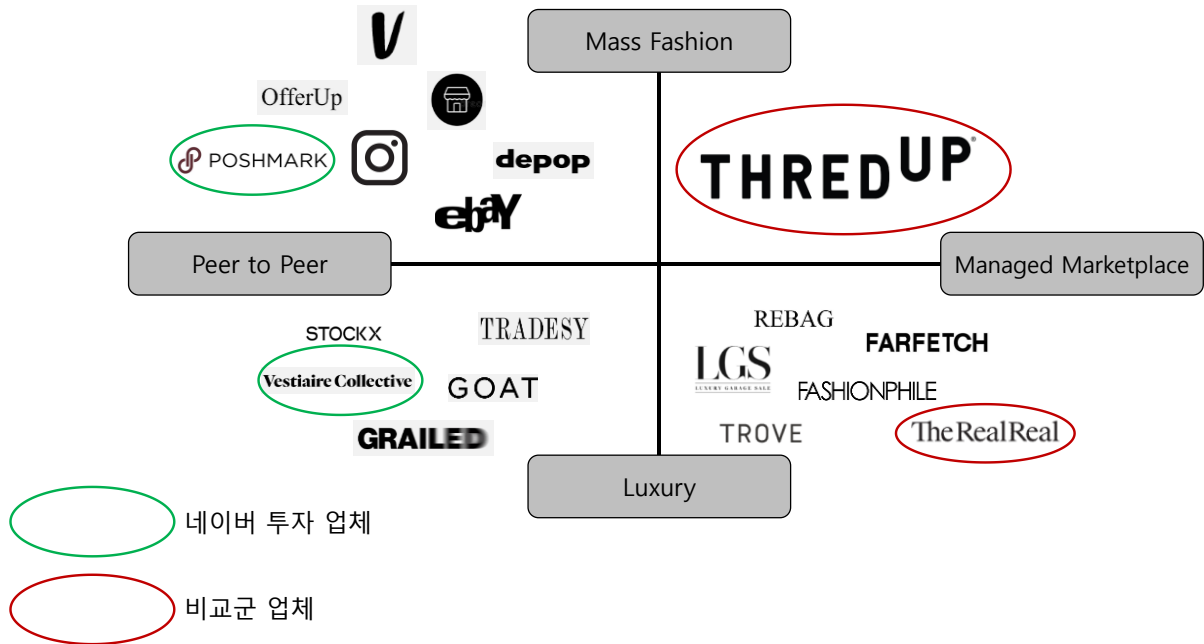
자료: 각 사, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 2023년은 Bloomberg 컨센서스

[도표 73] 주요 Resale 플랫폼 조정 EBITDA 추이 & 2023년 컨센



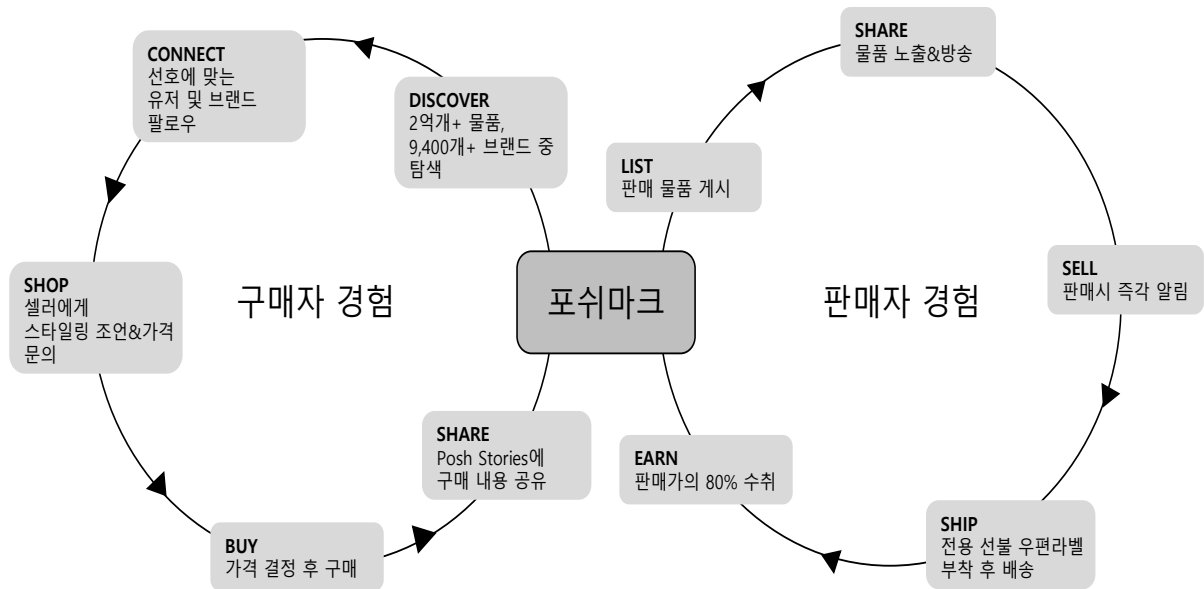
자료: 각 사, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 2023년은 Bloomberg 컨센서스

[도표 74] 글로벌 중고 패션 플랫폼 포지셔닝



자료: GlobalData Luxury and Mass Apparel Study, 교보증권 리서치센터

[도표 75] 포쉬마크의 리텐션 구조: 구매자는 판매자로, 판매자는 구매자로



자료: Poshmark, 교보증권 리서치센터

[도표 76] Poshmark 실적 추이 및 컨센서스

(단위: 백만달러, 백만명)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출	80.7	81.6	79.5	84.2	90.9	89.1	88.4	90.6	262.0	326.0	359.0	394.6
YoY	41.4%	22.1%	15.5%	21.7%	12.6%	9.2%	11.3%	7.6%	27.6%	24.4%	10.1%	9.9%
GMV	441.0	449.6	442.5	490.8	493.4	483.5	475.6	500.7	1,431.6	1,823.9	1,953.2	2,169.2
YoY	42.6%	25.0%	17.9%	26.8%	11.9%	7.5%	7.5%	2.0%	29.3%	27.4%	7.1%	11.1%
take rate	18.3%	18.2%	18.0%	17.2%	18.4%	18.4%	18.6%	18.1%	18.3%	17.9%	18.4%	18.2%
12개월내 활성구매자	6.7	7.0	7.3	7.6	7.8	8.0	8.2	8.2	6.5	7.3	8.2	8.7
영업비용	100.9	84.0	86.4	99.2	105.3	112.0	112.7	110.9	237.9	370.4	441.0	461.7
매출연동비	13.0	12.7	12.1	14.1	15.0	15.0	14.9		43.5	51.9		
운영/지원비	14.9	13.0	13.2	15.7	15.4	15.9	15.5		39.8	56.7		
연구개발비	18.8	12.4	12.3	15.1	16.1	18.2	18.2		30.0	58.7		
마케팅비	35.2	32.6	36.2	38.7	42.8	44.1	42.6		92.8	142.7		
일반관리비	15.0	12.4	11.7	14.7	18.2	17.8	20.5		29.0	53.9		
상각비	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0		2.9	3.5		
영업이익	- 20.1	- 2.4	- 6.9	- 15.0	- 14.4	- 22.9	- 24.3	- 20.4	24.0	- 44.4	- 82.0	- 67.1
조정 EBITDA	4.8	6.5	0.6	- 4.7	- 4.7	- 9.8	- 8.0	- 2.5	34.8	7.2	- 25.0	1.2

자료: Poshmark, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 4Q22~2023년 추정치는 Bloomberg 컨센서스 (네이버의 인수로 4Q22부터 실적 공시되지 않음)

[비교] 북미 C2C 중고거래 플랫폼 실적 추이 및 전망

[도표 77] thredUp 실적 추이 및 컨센서스

(단위: 백만달러, 백만명)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022	2023F
매출	55.7	60.0	63.3	72.9	72.7	76.4	67.9	71.3	186.0	251.8	288.4	315.2
YoY	15%	27%	35%	68%	31%	27%	7%	-2%	13.6%	35.4%	14.5%	9.3%
위탁	44.7	48.6	48.1	44.8	47.4	48.5	41.6	37.5	138	186	175	188
제품	11.0	11.4	15.2	28.1	25.3	27.9	26.4	33.8	47.9	65.7	113	127
활성이용자수	1.3	1.3	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1,217	1,44	1.7	1.9
주문건수	1.1	1.2	1.3	1.7	1.6	1.7	1.6	1.5	3,964	5,33	6,51	7,00
이용자당 주문수	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	3.3	3.7	3.8	3.7
매출원가	16.0	15.8	17.2	24.7	22.5	23.8	23.4	26.4	57.9	73.7	96.0	103
위탁	10.8	10.7	10.1	10.3	10.0	10.2	9.1	7.7	34.2	41.9	37.0	
제품	5.1	5.1	7.1	14.4	12.4	13.6	14.4	18.7	23.7	31.8	59.0	
매출총이익	39.7	44.1	46.1	48.2	50.2	52.6	44.5	45.0	128.1	178	192	211
영업비용	54.4	58.0	61.6	66.5	70.8	81.0	68.7	61.4	175	241	282	267
운영/기술	28.3	31.1	32.1	36.6	39.2	44.0	38.7	33.8	101	128	156	
마케팅비	15.4	16.0	16.9	15.3	17.0	19.6	14.8	13.0	44.8	63.6	64.4	
일반판관비	10.6	11.0	12.6	14.6	14.7	17.4	15.2	14.5	28.6	48.8	61.8	
영업이익	- 14.7	- 13.9	- 15.5	- 18.3	- 20.6	- 28.3	- 24.2	- 16.4	- 46.6	- 62.4	- 89.5	- 55.5
조정 EBITDA	- 9.1	- 9.0	- 7.8	- 10.5	- 13.0	- 13.5	- 11.0	- 5.8	- 33.4	- 36.5	- 43.4	- 22.1

자료: thredUp, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 2023년은 Bloomberg 컨센서스

[도표 78] TheRealReal 실적 추이 및 컨센서스

(단위: 백만달러, 백만명)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2020	2021	2022	2023F
매출	98.8	104.9	118.8	145.1	146.7	154.4	142.7	159.7	298.3	467.7	603.5	628.1
위탁	64.9	72.5	78.4	86.5	84.0	96.9	93.9	110.2	245.6	302	385	399
직판	23.7	22.5	29.4	45.3	48.8	42.6	34.0	33.3	52.6	121	159	106
배송	10.2	10.0	11.1	13.4	13.9	14.9	14.8	16.2		44.6	59.8	80.1
GMV	327	350	368	437	428	454	441	493	987	1,482	1,816	1,971
12개월 활성구매자	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	0.6	0.8	1.0	1.1
주문 건수	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	2.2	3.0	3.8	4.1
건당 주문가	474	520	486	508	487	486	463	496				
반복구매 거래액 비중	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8				
매출원가	41	42	48	65	68	67	57	63	112	194	255	226
위탁	20.1	10.5	10.2	14.8	13.7	14.3	15.2	13.8	67.0	45.0	57.0	
직판	20.4	20.0	25.0	36.1	40.0	36.7	28.7	36.2	45.4	101	142	
배송	10.6	11.0	12.6	13.7	14.3	15.8	13.0	13.0		47.8	56.2	
매출총이익	58	63	71	81	79	88	86	97	186	274	349	402
영업비용	111	128	122	127	133	139	131	135	360	488	538	541
마케팅비	15.6	13.1	15.7	18.4	18.0	17.0	13.5	14.7	54.8	62.7	63.1	
운영/기술	51.9	59.8	61.1	62.9	67.1	69.4	70.8	71.8	164	236	279	
일반판관비	43.6	44.3	44.9	43.9	48.3	52.2	46.9	48.1	142	176	195	
기타	-	11.0	0.5	1.6	-	-	0.2	-		13.4	0.5	
영업이익	- 52.8	- 64.8	- 51.2	- 46.2	- 54.7	- 51.0	- 45.5	- 37.9	- 175	- 215	- 189.2	- 138.6
조정 EBITDA	- 35.6	- 32.9	- 31.5	- 26.9	- 35.3	- 28.8	- 28.2	- 20.2	- 128	- 126.9	- 112.5	- 72.5

자료: TheRealReal, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 2023년은 Bloomberg 컨센서스

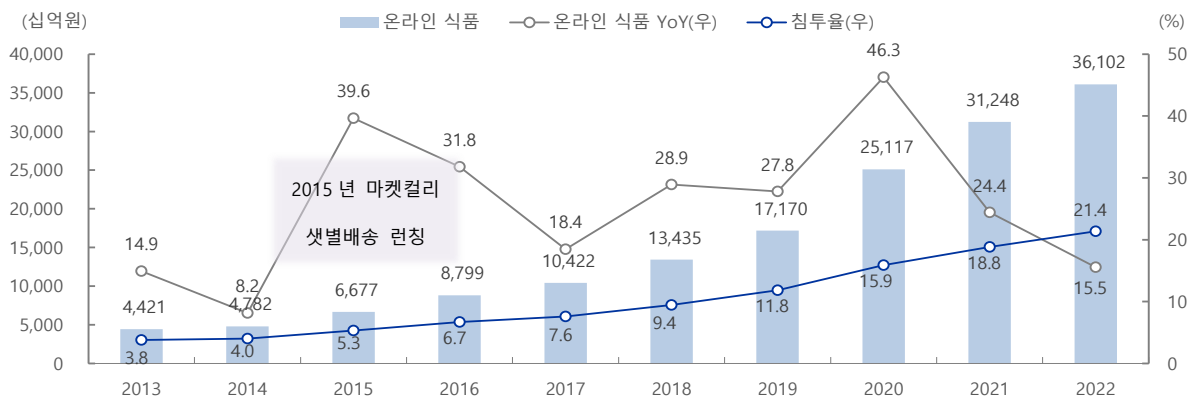
5. 참을 수 없는 온라인 장비기의 편리함

1) 여전한 & 유일한 저침투 품목, 식품

2022년 온라인 식품 쇼핑액은 전년대비 15.5% 성장한 36조 1,018억원을 기록했다. 이는 5년('17-'22) CAGR 28.2% 성장한 결과로, 전체 온라인쇼핑 성장(17.4%)을 상회하는 속도다.

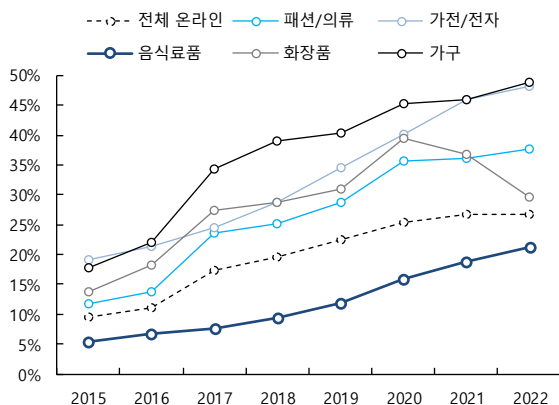
온라인 장비기는 2015년마켓컬리가 최초의 새벽배송 서비스인 셋별배송을 런칭하면서 고성장하기 시작했다. 이후, 헬로네이처, 오아시스와 같은 식품 전문몰이 등장했고, 쿠팡(쿠팡프레시), 이마트몰(쓱닷컴) 등 종합몰까지 새벽배송 및 빠른배송에 뛰어들었다. 그 결과 온라인 장비기 침투율은 2017년 7.6%에서 2022년 21.4%까지 상승했다.

[도표 79] 온라인 식품 거래액 성장률 및 침투율 전망



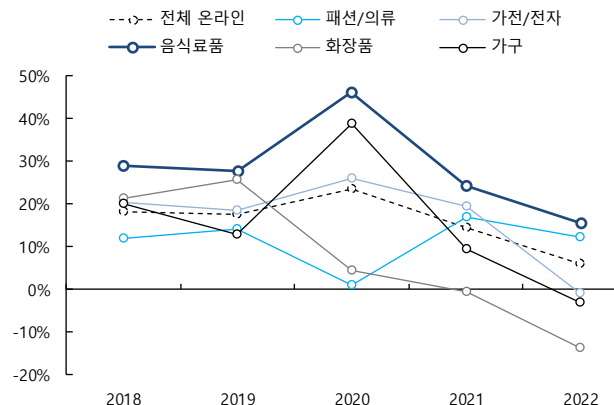
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 80] 주요 소비재별 온라인 침투율 추이



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 81] 주요 소비재별 온라인 성장률 추이

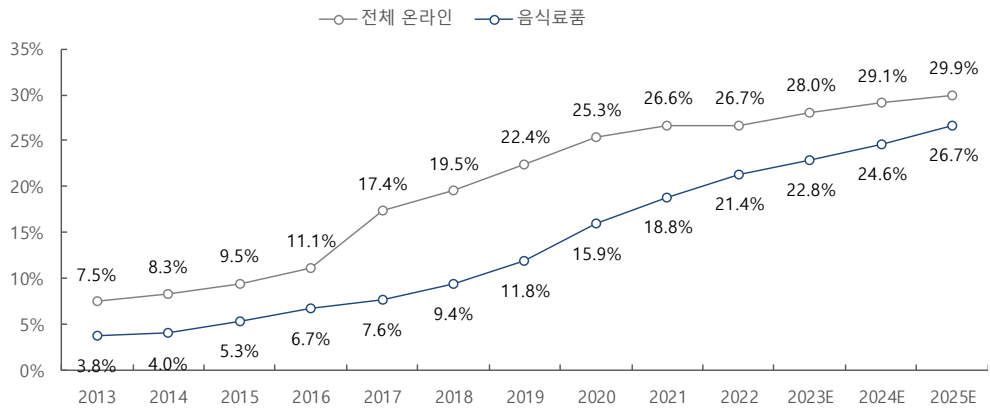


자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

온라인 장보기 침투율은 27%에 달할 것

이커머스 내 식품은 가장 고성장하는 상품군인 동시에, 여전히 가장 침투율이 낮은 상품군이다. 지난해 전체 온라인 소매판매 침투율 26.7%로 전년대비 0.1%p 상승에 그치는 동안 식품의 온라인 침투율은 21.4%로 전년대비 2.6%p 확대됐다. 향후 장보기의 온라인 전환은 지속될 것이며, 전체 식품 내 온라인 침투율은 2025년까지 26.7%에 달할 것으로 추정한다.

[도표 82] 온라인 장보기 침투율은 2025년까지 27%에 달할 전망



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

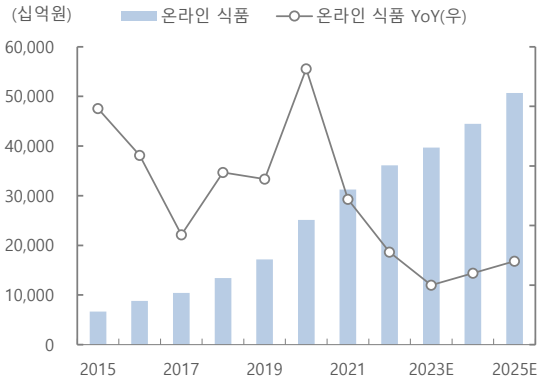
2) 지지않는 새벽배송 성장세

온라인 장보기 내 새벽배송 비중은 30%에 달할 것

식품 이커머스의 핵심 성장동력은 새벽배송이다. 당사는 ‘카테고리킬러는 성장한다(22.01.07)’ 자료를 통해 새벽배송은 식품의 메인 Last mile 방식으로서, 온라인 식품 시장의 성장을 주도해나갈 것이라 전망한 바 있다. 새벽배송의 지속가능한 성장을 전망하는 이유는, 1)장보기를 대체하기에 가장 적합하며 2)물류 효율성이 뛰어나기 때문이다. 새벽배송은 장보기를 대체할 수 있는 효율적인 수단이다. 2022년 기준 한국의 여성 경제활동 참가율은 61.8%에 달하고, 1인가구비율이 36.8%로 상승했다. 이렇듯 바쁜 현대인에게 늦은 밤 온라인으로 주문하고, 다음 날 아침 배송받는 것은 자연스러운 장보기 활동으로 자리잡고 있는 것이다. 새벽배송은 정확하고 빠른 배송을 통해 신선한 식품을 배달할 수 있다. 출고부터 소비자에게 배송하기까지의 과정이 모두 자정을 넘긴 새벽시간에 이뤄지기 때문이다. 물류효율성을 높이는 요인은 고도화된 물류 시스템, 숙련된 인력 등 많겠지만, 무엇보다 교통체증이 없는 새벽 시간에 배달이 이뤄진다는 것이 새벽배송의 가장 주요한 경쟁력이다.

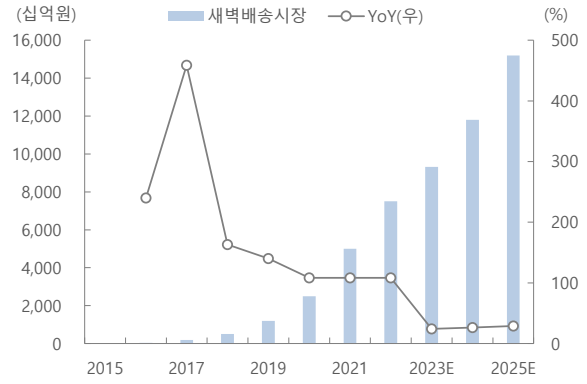
이에, 새벽배송 시장 규모는 2022년 7.5조원 규모에서 2025년 15.2조원까지 성장할 것으로 추정하며, 이는 온라인 식품 시장에서 30%, 전체 식품 시장에서 8% 수준을 점유하는 것이다.

[도표 83] 온라인 식품 거래액 추정



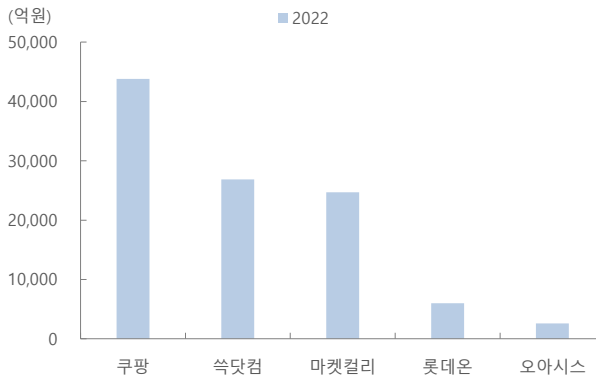
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 84] 식품 새벽배송 거래액 추정



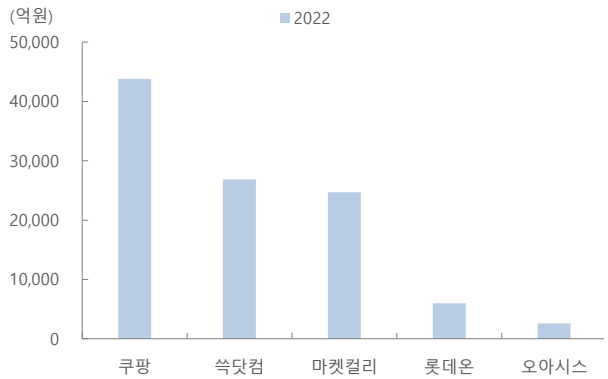
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 85] 주요 식품 이커머스 플랫폼 거래액 추정



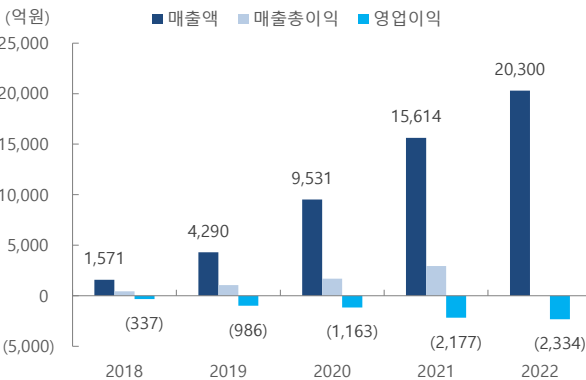
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 86] 주요 식품 이커머스 새벽배송 거래액 추정



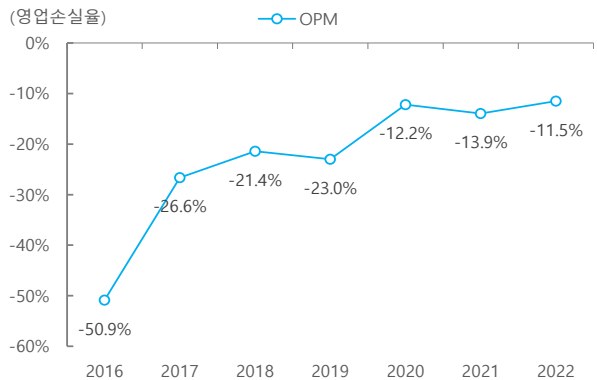
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 87] 마켓컬리 연간 실적 추이



자료: dart, 교보증권 리서치센터 주: 2022년은 잠정치

[도표 88] 마켓컬리 영업손실률



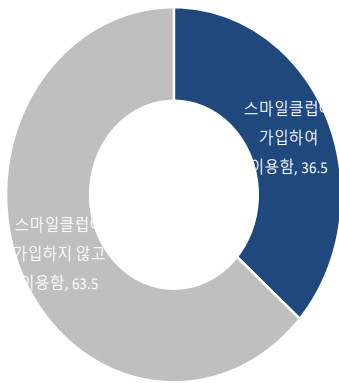
자료: dart, 교보증권 리서치센터 주: 2022년은 잠정치

3) 쓱닷컴, Lock-in이 기대되는 이유

쓱닷컴은 과점화되는 이커머스 시장에서 차별화된 플랫폼으로 소비자를 Lock-in하고, 지속가능성을 확보할 수 있을 것이라 전망한다. 쓱닷컴의 가장 큰 차별점은 ‘식품’으로, 유일하게 식품 비중이 절반인 종합몰이다. 2022년 쓱닷컴 거래액은 YoY 4.2% 성장한 5조 9,555억원을 기록했는데, 이 중 식품 비중은 45.2%에 달한다.

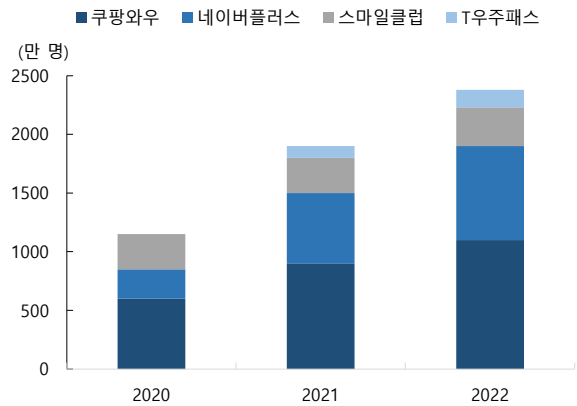
쓱닷컴은 온오프라인 통합 멤버십을 통해 소비자를 Lock-in 하고자 한다. 지난해 5월 출시한 ‘스마일클럽’은 쓱닷컴, 지마켓+옥션, 스타벅스 3개사를 연계하고 있는데, 올해 상반기 내 이마트, 백화점(신세계), 면세점(신세계)까지 총 6개사를 연계한 멤버십으로 재편할 예정이다. 현재 스마일클럽은 330만여명의 회원을 보유하고, 쿠팡의 로켓와우(약 1,100만명), 네이버의 네이버멤버십(약 800만명) 다음으로 많다. 다만 기존 이베이코리아 스마일클럽 회원 270만명에서 60만여명 확보에 그친 것인데, 그룹사 연계를 통해 가입자를 확보해나갈 전망이다.

[도표 89] 쓱닷컴 사용자 중 스마일클럽 이용률



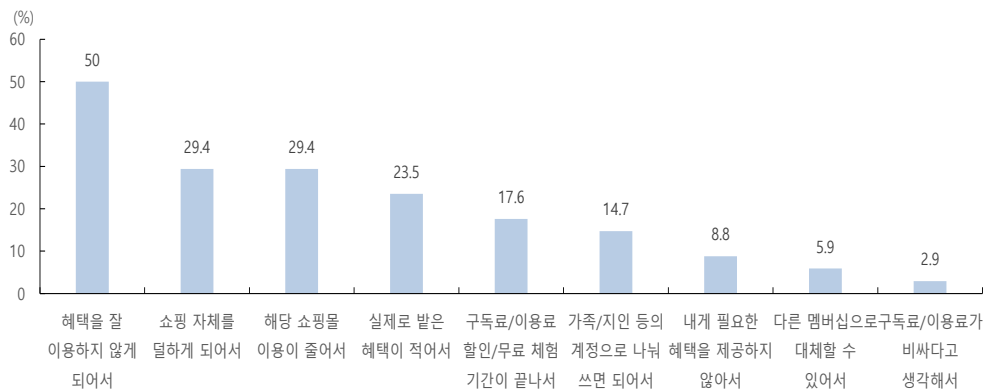
자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터. 주: 온라인 쇼핑 이용자 1,800명 대상

[도표 90] 2020~2022년 주요 멤버십 가입자 합계 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 쿠팡 와우 + 네이버플러스 + 스마일클럽 + 우주패스

[도표 91] 스마일클럽 해지 결심 이유 조사



자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터. 주: 온라인 쇼핑 이용자 1,800명 대상

Company Analysis



종목명	투자의견	목표주가	비고
NAVER(035420)	Buy	300,000	유지
이마트(139480)	Buy	140,000	유지

Company Analysis

NAVER 035420

Mar 29, 2023

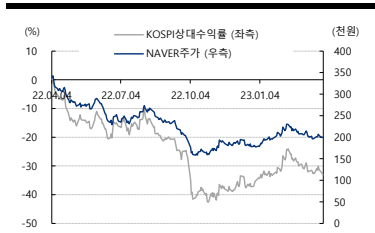
글로벌 C2C 침공 시작

Buy 유지
TP 300,000 원 유지

Company Data

현재가(03/28)	199,500 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	342,500 원
52 주 최저가(보통주)	158,500 원
KOSPI (01/09)	2,434.94p
KOSDAQ (01/09)	833.51p
자본금	165 억원
시가총액	327,278 억원
발행주식수(보통주)	16,405 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	74.7 만주
평균거래대금(60 일)	1,515 억원
외국인지분(보통주)	47.45%
주요주주	
국민연금공단	8.29%
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.05%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.3	-0.5	-39.8
상대주가	-5.2	-11.4	-32.5

수면 위로 드러나는 네이버의 C2C 야망

2023년은 네이버 산하 C2C 플랫폼들의 실력이 매출로 반영되며 네이버 커머스 매출의 약 20%로 비중이 급등할 것으로 예상. KREAM의 경우 2022년 4월 판매수수료 1% 수취를 시작으로 수수료를 지속 인상, 2023년 4월 기준 7%를 수취하고 있음. 2023년 말 10%까지 수수료 인상, 연간 GMV 2조 9,143억원(YoY +71.4%. 2022년 추정 GMV 성장률 +142.9% 대비 절반 수준 둔화 가정)를 가정시 2023년 KREAM 매출은 2,276억 원(YoY +437.8%) 전망. 1Q23부터 연결 편입되는 Poshmark의 경우 2022년에도 3.59억 달러의 매출을 창출한 것으로 추정하지만 PMI 과정임을 고려, 2023년 연결 인식될 Poshmark 매출은 2,100억원 수준으로 보수적 가정.

2023년 실적 전망

2023년 NAVER 연결 기준 매출액은 전년비 +18.2% 성장한 9.71조원, 연결 영업이익은 +6.7% 증가한 1.39조원을 기록할 것으로 전망. 비우호적 환경 하에서도 서치플랫폼(YoY +5.4%), 커머스(+30.7%, 포쉬마크 제외시 +19.0%), 핀테크(+20.5%) 매출은 시장 대비 견조한 매출 성장률을 보여줄 것으로 기대. 콘텐츠 매출은 마케팅 효율화 기조 하에서도 미국, 일본을 중심으로 글로벌 침투를 지속하며 YoY +35.0% 증가를 예상. 리워드 적립 프로그램 최적화, 웹툰 관련 마케팅의 효율적인 집행, 인력의 제한적인 충원 등 기존 영위 사업에 대한 비용 효율화는 확인되었으나, 포쉬마크 편입에 따른 비용 반영으로 2023년 영업이익률은 14.3%를 기록할 것으로 예상

투자의견 Buy 및 목표주가 300,000원 유지

투자의견 매수, 목표주가 300,000원 유지. 1) 검색 광고와 D2C를 중심으로 한 국내 광고 & 커머스 이익 창출력과, 2) 확연하게 수익화 기조로 돌아선 웹툰 매출 성장을 기반으로 3) 2023년은 네이버의 C2C 매출 성장이 돋보일 것. 4) 1H23 일본 내 쇼핑 검색 출시, 서비스 안정화 후 광고 BM 도입 예정으로 본연의 검색 능력을 바탕으로 한 중장기 글로벌 진출 스토리도 지속. 업종 내 Top pick 유지.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	6,818	8,220	9,712	11,299	12,961
YoY(%)	28.5	20.6	18.2	16.3	14.7
영업이익(십억원)	1,325	1,305	1,393	1,831	2,185
OP 마진(%)	19.4	15.9	14.3	16.2	16.9
순이익(십억원)	16,478	673	951	1,227	1,449
EPS(원)	100,400	4,634	6,547	8,444	9,977
YoY(%)	1,546.6	-95.4	41.3	29.0	18.2
PER(배)	3.8	38.3	30.5	23.6	20.0
PCR(배)	29.7	14.0	13.2	11.5	10.4
PBR(배)	2.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	35.7	16.0	17.4	13.7	11.2
ROE(%)	106.7	3.3	4.6	5.7	6.3



인터넷/게임 김동우

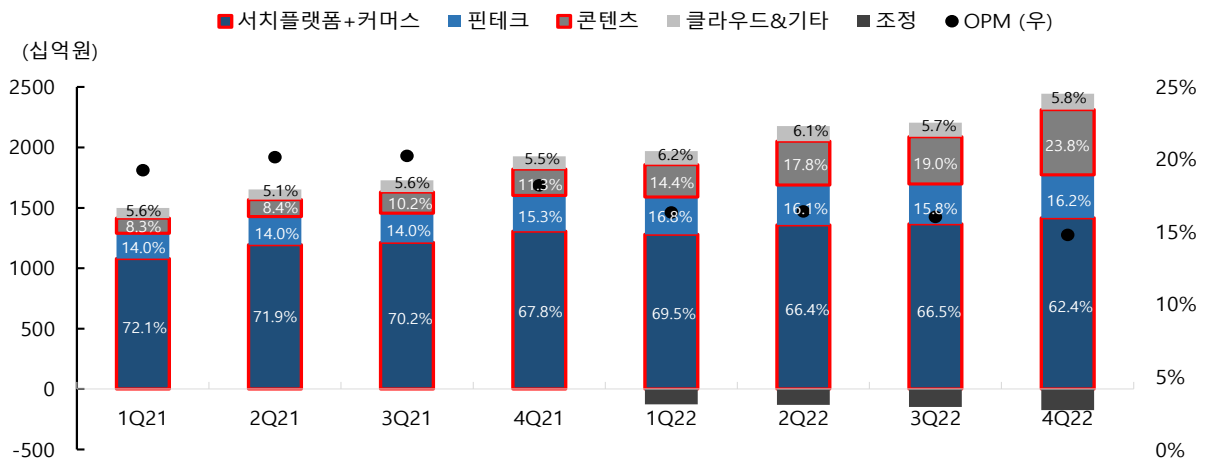
3771-9249, 20210135@iprovest.com

사업부문별 수익성 지속 개선 전망. M&A와 매출 믹스 변화 영향은 감안 필요

2023년 각 사업부문별 수익성은 개선될 것으로 전망되고 특히 커머스(YoY +30.7%), 핀테크(YoY +20.5%), 콘텐츠(YoY +35.0%) 부문은 탑라인 측면에서 고성장을 보일 것으로 기대되나, 전체 OPM에 비우호적인 믹스 변화(콘텐츠 부문 비중 증가)와 포쉬마크 인수 영향(OPM -1%p 추정)으로 연간 OPM은 14.3%(YoY -1.6%p)를 기록할 것으로 전망한다.

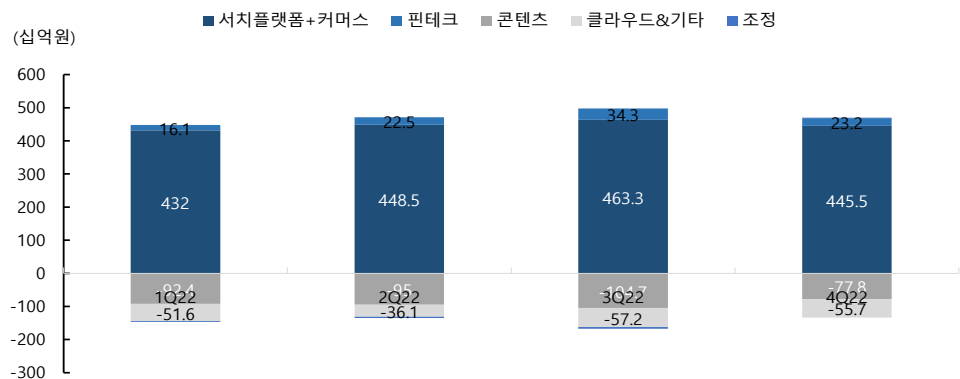
2022년 네이버의 OPM이 전년 대비 하락(19.4%→15.9%)한 데에는 부문 간 믹스 변화가 가장 크게 영향을 미쳤다. [도표 42]에서 확인할 수 있듯 부문별 손익은 개선 추세를 보였으나, 마진율이 높은(2022년 33%) 서치플랫폼(광고)+커머스 부문의 매출 비중은 1Q21 72.1%에서 4Q22 62.4%로 지속 감소하였고, 콘텐츠 부문(2022년 OPM -23.7%) 매출은 동기간 8.3%에서 23.8%로 크게 증가했다.([도표 41])

[도표 92] 네이버 부문별 매출 구성 및 OPM 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터. 주: 그래프 상 비율(%)은 각 부문의 매출 비중

[도표 93] 네이버 부문별 영업손익 추이 (1Q22~4Q22)



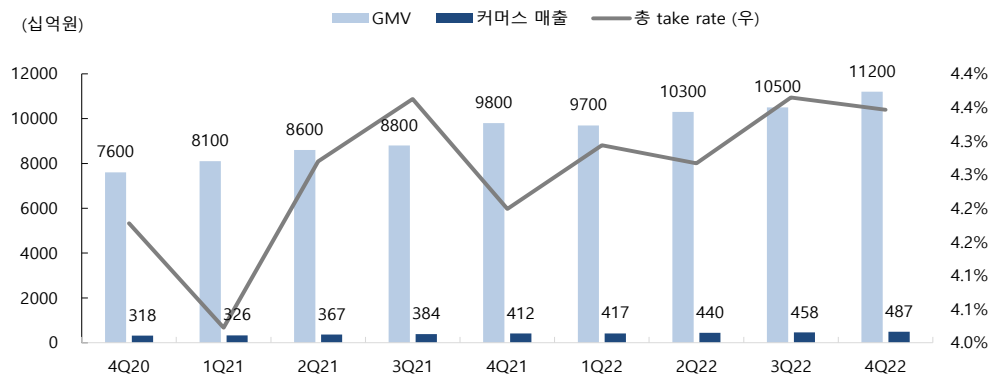
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

커머스: D2C 와 C2C를 통한 고성장 기대

2023년 네이버 커머스 부문 매출은 2.35조원(YoY +30.7%)로 고성장을 지속할 수 있을 것으로 전망한다. Poshmark 제외 기준 연간 GMV는 47.9조원(YoY +14.9%), take rate은 4.6%(YoY +0.3%p)를 기록할 것으로 가정한 수치이다. C2C 카테고리에서 KREAM 매출은 2,276억원, 신규 연결 편입되는 Poshmark는 2,100억원을 가정한다.

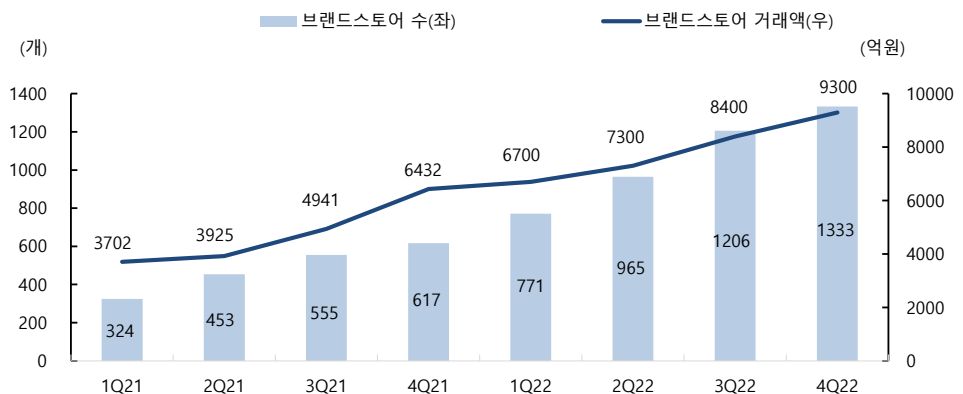
과점화된 시장에서의 강화된 시장지배력을 바탕으로 1) 패션타운, 렌탈구독 등 수수료 부과 범위의 확장, 2) 라이브쇼핑, 도착보장, AI머천트솔루션 등 솔루션 수수료를 추가 수취할 수 있는 D2C(브랜드스토어) 거래액(4.6조원, YoY +42.9%) 고성장([도표 43]), 3) KREAM의 거래액 성장 지속(+YoY +71.4%)과 수수료율(연 평균 7.81%) 인상([도표 47]), 4) Poshmark의 연결 편입(PMI 과점임을 고려해 극히 보수적으로 연간 2,100억원 가정. Bloomer 컨센서스는 3.9억 달러), 5) 예약/주문 등 서비스 거래액 성장 지속이 거래액과 take rate 동반 상승을 이끌 것으로 기대한다.

[도표 94] 네이버 분기별 GMV, 커머스 매출 및 take rate 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 95] 네이버 브랜드스토어(D2C) 수 & 거래액 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 96] KREAM 매출 추정

(단위: 백만원)

	1H22	2H22	1H23E	2H23E	2021	2022E	2023E
GMV	720,000	980,000	1,234,286	1,680,000	700,000	1,700,000	2,914,286
매출	7,200	35,117	79,200	148,400	3,285	42,317	227,600
take rate	1.00%	3.58%	6.42%	8.83%	0.47%	2.49%	7.81%

자료: KREAM, 교보증권 리서치센터. 주: 2022, 2023년은 추정치

[도표 97] 크림 2023년 월별 수수료 인상 가정

	23/01	23/02	23/03	23/04	23/05	23/06	23/07	23/08	23/09	23/10	23/11	23/12	Vs StockX
판매수수료	2.5%	2.5%	3.0%	4.0%	4.0%	4.5%	4.5%	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%	8~10%
구매수수료	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3~5%
합계	5.5%	5.5%	6.0%	7.0%	7.0%	7.5%	8.0%	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	11~15%

자료: KREAM, StockX, 교보증권 리서치센터%

[도표 98] Poshmark 실적 추이 및 컨센서스

(단위: 백만달러, 백만명)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
매출	80.7	81.6	79.5	84.2	90.9	89.1	88.4	90.6	262.0	326.0	359.0	394.6
YoY	41.4%	22.1%	15.5%	21.7%	12.6%	9.2%	11.3%	7.6%	27.6%	24.4%	10.1%	9.9%
GMV	441.0	449.6	442.5	490.8	493.4	483.5	475.6	500.7	1,431.6	1,823.9	1,953.2	2,169.2
YoY	42.6%	25.0%	17.9%	26.8%	11.9%	7.5%	7.5%	2.0%	29.3%	27.4%	7.1%	11.1%
take rate	18.3%	18.2%	18.0%	17.2%	18.4%	18.4%	18.6%	18.1%	18.3%	17.9%	18.4%	18.2%
12개월내 활성구매자	6.7	7.0	7.3	7.6	7.8	8.0	8.2	8.2	6.5	7.3	8.2	8.7
영업비용	100.9	84.0	86.4	99.2	105.3	112.0	112.7	110.9	237.9	370.4	441.0	461.7
매출연동비	13.0	12.7	12.1	14.1	15.0	15.0	14.9		43.5	51.9		
운영/지원비	14.9	13.0	13.2	15.7	15.4	15.9	15.5		39.8	56.7		
연구개발비	18.8	12.4	12.3	15.1	16.1	18.2	18.2		30.0	58.7		
마케팅비	35.2	32.6	36.2	38.7	42.8	44.1	42.6		92.8	142.7		
일반관리비	15.0	12.4	11.7	14.7	18.2	17.8	20.5		29.0	53.9		
상각비	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0		2.9	3.5		
영업이익	- 20.1	- 2.4	- 6.9	- 15.0	- 14.4	- 22.9	- 24.3	- 20.4	24.0	- 44.4	- 82.0	- 67.1
조정 EBITDA	4.8	6.5	0.6	- 4.7	- 4.7	- 9.8	- 8.0	- 2.5	34.8	7.2	- 25.0	1.2

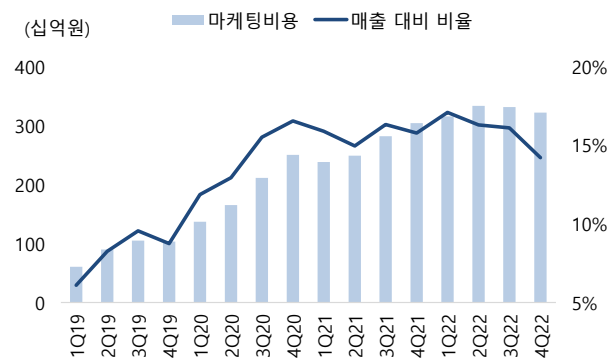
자료: Poshmark, Bloomberg, 교보증권 리서치센터. 주: 4Q22~2023년 추정치는 Bloomberg 컨센서스 (네이버의 인수로 4Q22부터 실적 공시되지 않음)

콘텐츠: 확연해진 수익화 기초

웹툰/웹소설을 중심으로 한 콘텐츠 부문은 신규이용자확보를 위한 매스마케팅보다는 기획보된 유저 인게이지먼트, 유저 활성화 마케팅에 집중하면서 마케팅비용 절감과 콘텐츠 매출 증가가 동시에 가능할 것으로 전망한다. 연간 네이버웹툰 GMV는 1.74조원(YoY +3.7%)로 보수적으로 가정하나, 해외 결제 비중 증가에 따른 글로벌 매출전환율 증가에 따라 네이버웹툰 매출은 1.48조(YoY +39.1%)를 기록할 수 있을 것으로 기대한다. 4Q22 웹툰 매출은 일본 통합(라인망가+이북이니셔티브 재팬) 유료이용자가 YoY +25% 증가하면서 YoY +80% 증가한 바 있다([도표 49]). 동 기간 네이버의 글로벌 웹툰 거래액 성장률은 YoY +4.1%에 그쳤다.

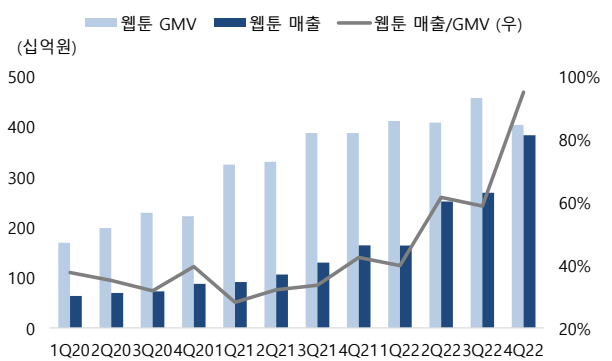
이와 같은 콘텐츠 부문의 전략 변화는 페이포인트의 최적화와 동시에 마케팅비용의 효율적 집행을 이끌고 있으며, 실제로 4Q22 매출 대비 마케팅비용은 14.2%를 기록했다([도표 48]). 따라서 Poshmark 인식 효과를 감안하더라도 2023년 매출 대비 마케팅 비용은 2022년과 동일한 15.8%로 유지 가능할 것으로 추정한다.

[도표 99] 네이버 마케팅 비용 & 매출 대비 비율 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 100] 네이버 웹툰 GMV & 매출 전환율 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터.

핀테크: 온라인 가맹점 확장 지속 + 삼성페이 제휴로 성장 지속

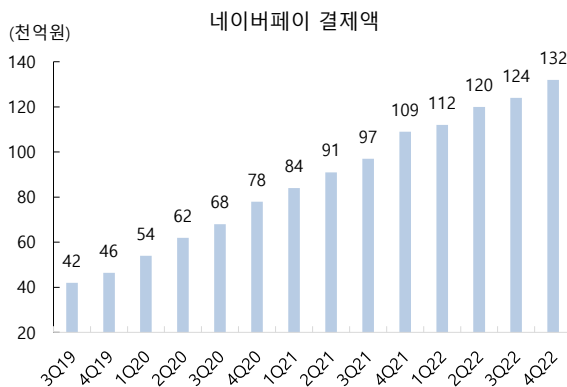
2023년 네이버 핀테크 부문 결제액은 59.5조원(YoY +22%), 매출은 1조 4,295억원(YoY +20.5%)를 기록할 것으로 전망한다. 국내 네이버커머스 GMV(YoY +14.9%) 성장을 기반으로 외부 가맹점을 지속 확대해 나갈 것으로 예상된다. 4Q22에 왓차, 티머니 등 대형 가맹점을 확보했듯, 온라인 영역에서 신규 가맹점을 지속 확대해 나갈 것으로 예상된다.

오프라인 영역에서는 삼성페이와의 연계를 통한 실질적인 가맹점 확장 효과가 긍정적으로 작용할 것으로 기대한다. 네이버페이와 삼성페이와의 파트너십은 1) 오프라인에서 삼성페이가 네이버페이의 결제수단 중 하나로 추가되는 것, 2) 네이버페이의 온라인 결제시 삼성페이가 일반결제 수단으로 입점하는 두 가지로 이루어진다. 기존 네이버페이는 현장결제 부문에서 QR 기반으로 서비스를 진행하고 있었으나, 가맹점 POS 기기에서는 사용이 안되어 확장이 제한되는 측면이 있었다.

반면 삼성페이는 거의 모든 오프라인 카드 가맹점에서 활용 가능한 MST 기반 서비스로, 온라인 상에서 적립된 네이버페이의 포인트의 사용처가 POS기가 설치되지 않은 네이버페이 가맹점으로도 확장된다. 따라서 1) 멤버십 락인 효과의 강화, 2) 오프라인 결제액의 증가가 가능할 것으로 기대한다.

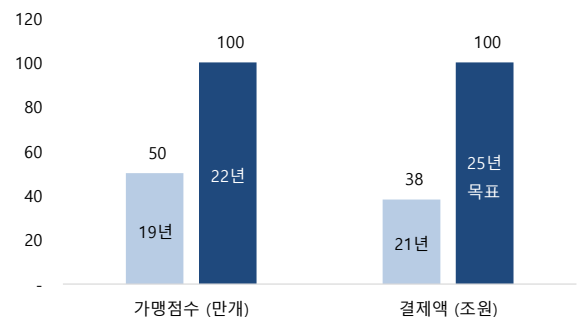
한편 2023년은 네이버파이낸셜의 결제 외 금융서비스로의 확장이 이루어지는 해이다. 4Q22 론칭한 개인 신용대출 비교 서비스는 출시 초기임에도 불구하고 업계 4위 수준으로 안착하며 높은 성장 가능성을 보이고 있다. 장기적으로 광고, 대출, 중개 비교 등 고마진 서비스 매출 비중 확대를 통해 수익성 개선에 기여할 것으로 전망한다.

[도표 101] 네이버페이 분기별 결제액 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 102] 네이버페이 가맹점수 & 결제액



자료: 네이버파이낸셜, 교보증권 리서치센터. 주: 2022년은 5월 기준

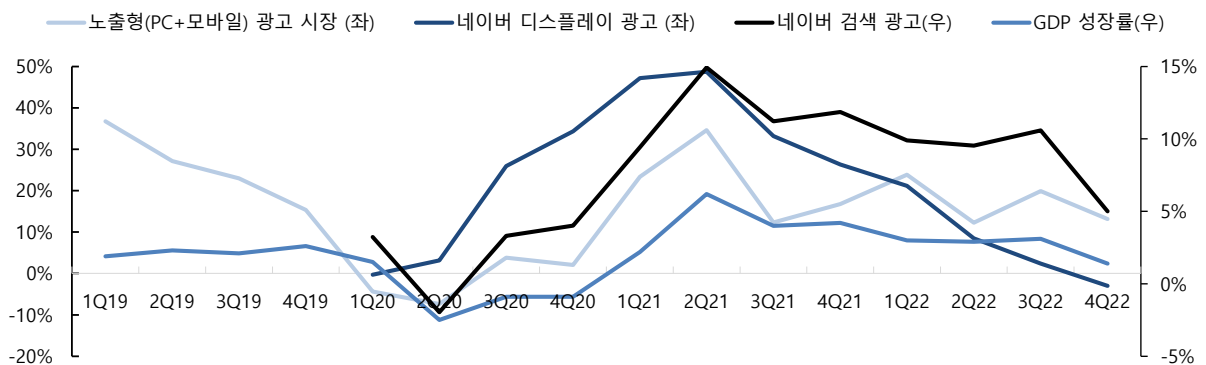
광고: 검색광고의 견조한 방어력 기대

2023년 네이버 서치플랫폼(광고) 매출은 기업들의 마케팅 효율화 기조 하에서 3.76조원 (YoY +5.4%)로 상대적으로 견조한 방어력을 보일 것으로 기대한다. 세부 항목별로는 검색 광고가 2.77조(YoY +6.3%), 디스플레이 광고는 9,894억원(YoY +5.2%)를 기록할 것으로 전망한다.

개인정보 보호와 관련된 애플과 구글의 정책 변경으로 3rd Party 데이터의 수집이 제한된 상황에서, ‘검색’이라는 행위에 이미 사용자의 의도가 반영되는 검색광고의 수요는 지속될 것으로 예상된다. 그 중에서도 1) 국내 이커머스 시장 GMV의 20%를 상회하는 커머스 거래액, 2) 일일 방문객 3,000만명의 트래픽, 3) 일간 검색수 3억회의 데이터베이스와 한국어 특화 초거대 AI인 하이퍼클로버를 기반으로 한 최적화 기술을 기반으로 한 검색 광고 수요는 지속될 것으로 전망한다.

2023년에는 1) 여행, 건강, 금융 등 새로운 영역에서의 비즈니스 쿼리 확대, 2) 오픈톡, 플레이스 등에서의 신규 상품 출시 지속을 통해 검색광고 매출 방어가 이루어질 것으로 예상된다. 특히 플레이스 광고는 기존 음식점 업종 중심에서 생활편의, 건강의료, 서비스 산업 등의 영역으로 꾸준히 확장중이며, 2022년 12월 말 기준 과금 광고주수는 전년동기비 2배 성장한 9.9만명을 기록한 바 있다. a) 오프라인 활동 증가에 따른 이용자 지표 개선, b) 광고 매칭의 고도화, c) 검색 커버리지 확대가 이루어질 것으로 기대한다.

[도표 103] 분기별 GDP, 검색광고, 디스플레이 광고 성장률(YoY) 추이



자료: 통계청, 리서치에드, NAVER, 교보증권 리서치센터

2023년 실적 전망

2023년 NAVER의 연결 기준 매출액은 전년비 +18.2% 성장한 9.71조원, 연결 영업이익은 +6.7% 증가한 1.39조원을 기록할 것으로 전망한다. 비우호적인 매크로 환경 하에서도 서치 플랫폼(YoY +5.4%), 커머스(+30.7%, 포쉬마크 제외시 +19.0%), 핀테크(+20.5%) 매출은 시장 대비 견조한 매출 성장률을 보여줄 것으로 기대한다. 콘텐츠 매출은 마케팅 효율화 기조 하에서도 미국, 일본을 중심으로 글로벌 침투를 지속하며 YoY +35.0% 증가를 예상한다.

리워드 적립 프로그램 최적화, 웹툰 관련 마케팅의 효율적 집행, 인력의 제한적인 충원 등 기존 영위 사업에 대한 비용 효율화는 확인되었으나, 포쉬마크 편입에 따른 비용 반영으로 2023년 영업이익률은 14.3%를 기록할 것으로 예상한다.

[도표 104] NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022	2023E
매출액	1,499	1,664	1,727	1,928	1,845	2,046	2,057	2,272	2,267	2,404	2,449	2,592	5,304	6,818	8,220	9,712
성장률(YoY %)	29.8%	30.4%	26.9%	27.4%	23.1%	23.0%	19.1%	17.8%	22.8%	17.5%	19.0%	14.1%	21.8%	28.5%	20.6%	18.2%
서치플랫폼	755	828	830	896	850	906	896	916	886	939	946	992	2,820	3,308	3,568	3,762
검색	567	603	601	629	623	661	665	660	657	691	698	726	2,145	2,400	2,609	2,773
디스플레이	183	222	223	257	221	241	229	250	228	248	247	266	645	885	941	989
커머스	326	367	384	412	417	440	458	487	541	585	593	634	1,092	1,488	1,801	2,353
핀테크	210	233	242	295	275	296	296	320	328	345	364	393	677	979	1,187	1,430
콘텐츠	125	140	176	219	212	300	312	438	411	422	430	440	431	660	1,262	1,703
클라우드	85	95	96	107	92	105	95	111	100	114	117	133	283	383	403	464
영업비용	1,210	1,328	1,378	1,577	1,543	1,710	1,727	1,935	1,959	2,063	2,085	2,213	4,089	5,492	6,915	8,320
개발&운영	406	432	420	495	472	515	522	562	600	619	607	652	1,302	1,753	2,070	2,478
파트너	458	527	549	638	624	720	722	898	842	893	910	963	1,650	2,172	2,964	3,608
인프라	109	121	128	140	133	141	152	154	156	170	181	191	374	496	581	699
마케팅	238	249	282	304	315	333	331	322	361	380	387	407	763	1,072	1,301	1,535
영업이익	289	336	350	351	302	336	330	337	308	342	364	379	1,215	1,325	1,305	1,393
성장률(YoY %)	-1.0%	8.9%	19.9%	8.5%	4.5%	0.2%	-5.6%	-4.2%	2.0%	1.7%	10.2%	12.6%	5.2%	9.1%	-1.6%	6.7%
OPM(%)	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	16.4%	16.4%	16.1%	14.8%	13.6%	14.2%	14.9%	14.6%	22.9%	19.4%	15.9%	14.3%
순이익	15,315	541	323	300	152	159	232	123	165	169	257	359	845	16,478	673	951
NPM(%)	1022%	32.5%	18.7%	15.6%	8.2%	7.7%	11.3%	5.4%	7.3%	7.0%	10.5%	13.9%	15.9%	241.7%	8.2%	9.8%

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 105] NAVER SOTP Valuation

부문	단위	12MF	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		46,865	
서치플랫폼	십억원	부문 가치	13,817	
	십억원	12MF 예상 매출액	3,762	
	%	영업이익률	40%	
	%	세율	35%	
	십억원	12MF 예상 순이익	978	
	배	target P/E	14.12	Amazon, Alphabet, Baidu, Z holdings 가중평균 P/E 30% 할인
커머스	십억원	부문 가치	16,192	
	십억원	12MF 예상 거래액	47,906	Poshmark 제외
	배	target EV/GMV	0.34	쿠팡 12MF EV/GMV 50% 할인
파이낸셜	십억원	부문 가치	3,066	
	십억원	12MF 예상 거래대금	59,526	
	배	target EV/TPV	0.07	Paypal, Block, Affirm Holdings 평균 EV/TPV 30% 할인
	%	지분율	69%	
웹툰	십억원	부문 가치	2,756	
	십억원	12MF년 예상 매출	1,483	
	배	target P/S	2.66	Netflix, Disney, Spotify, Tencent 평균 P/S 20%할인
	%	할인율	30%	상장 가능성 고려, 30% 할인
클라우드	십억원	부문 가치	1,646	
	십억원	12MF 예상 매출액	464	
	배	target P/S	3.55	Amazon, Microsoft, Alphabet, Alibaba P/S 20% 할인
Z홀딩스	십억원	부문 가치	6,442	
	십억원	시가총액	28,143	
	%	지분율	32.7%	
	%	할인율	30%	
자사주	십억원		2,946	
지분법 회사/자회사 가치			2,501	
CJ대한통운	십억원	지분 가치	98	할인율 30% 적용
		시가총액	1,779	
		지분율	7.9%	
CJ ENM	십억원	지분 가치	66	할인율 30% 적용
		시가총액	1,875	
		지분율	5.0%	
스튜디오드래곤	십억원	지분 가치	94	할인율 30% 적용
		시가총액	2,143	
		지분율	6.3%	
이마트	십억원	지분 가치	60	할인율 30% 적용
		시가총액	2,894	
		지분율	3.0%	
신세계인터내셔널	십억원	지분 가치	36	할인율 30% 적용
		시가총액	750	
		지분율	6.9%	
미래에셋증권	십억원	지분 가치	204	할인율 30% 적용
		시가총액	3,844	
		지분율	7.6%	
비엔엑스(위버스)	십억원	지분 가치	288	2021년 1월 4,118억원 투자로 지분 49% 획득, 할인율 30% 적용
		지분율	49.0%	
포슈마크	십억원	지분 가치	1,167	2023년 1월 5일 지분 100% 취득, 할인율 30% 적용
		지분율	100.0%	
왓패드	십억원	지분 가치	488	할인율 30% 적용
		기업 가치	697	
		지분율	100.0%	
총기업가치	십억원		49,366	
발행주식수	천 주		164,049	
적정 주가	원		300,924	
목표 주가	원		300,000	
현재 주가	원		199,500	
상승 여력	%		50.4%	

자료: 교보증권 리서치센터

[NAVER 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	6,818	8,220	9,712	11,299	12,961
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,220	9,712	11,299	12,961
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	5,492	6,915	8,320	9,468	10,776
영업이익	1,325	1,305	1,393	1,831	2,185
영업이익률 (%)	19.4	15.9	14.3	16.2	16.9
EBITDA	1,759	1,866	1,826	2,167	2,446
EBITDA Margin (%)	25.8	22.7	18.8	19.2	18.9
영업외손익	801	-221	119	119	119
관계기업손익	545	97	64	64	64
금융수익	786	679	683	683	683
금융비용	-349	-932	-568	-568	-568
기타	-180	-65	-59	-59	-59
법인세비용차감전순손익	2,126	1,084	1,512	1,950	2,304
법인세비용	649	411	561	723	855
계속사업순손익	1,478	673	951	1,227	1,449
중단사업순손익	15,000	0	0	0	0
당기순이익	16,478	673	951	1,227	1,449
당기순이익률 (%)	241.7	8.2	9.8	10.9	11.2
비지배지분순이익	-12	-87	-123	-159	-187
지배지분순이익	16,490	760	1,074	1,385	1,637
지배순이익률 (%)	241.9	9.2	11.1	12.3	12.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-253	-1,388	-903	-903	-903
포괄순이익	16,225	-715	48	323	546
비지배지분포괄이익	-8	-34	2	15	26
지배지분포괄이익	16,233	-681	46	308	520

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	1,380	1,453	2,085	2,264	2,412
당기순이익	16,478	673	951	1,227	1,449
비현금항목의 가감	-14,398	1,318	1,413	1,461	1,504
감가상각비	412	519	395	300	229
외환손익	30	80	-63	-63	-63
지분법평가손익	-545	-97	-64	-64	-64
기타	-14,295	816	1,145	1,287	1,402
자산부채의 증감	-10	307	230	229	229
기타현금흐름	-690	-845	-509	-654	-771
투자활동 현금흐름	-13,999	-1,216	-335	-707	-1,281
투자자산	-789	101	445	445	445
유형자산	-754	-701	0	0	0
기타	-12,456	-616	-780	-1,152	-1,726
재무활동 현금흐름	11,642	-339	-25	-126	-126
단기차입금	-269	-219	-219	-219	-219
사채	9,404	0	0	0	0
장기차입금	1,598	6	6	6	6
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-60	-213	0	0	0
기타	969	87	188	87	87
현금의 증감	-1,064	-57	1,007	916	705
기초 현금	1,600	2,781	2,724	3,732	4,648
기말 현금	536	2,724	3,732	4,648	5,353
NOPLAT	921	810	876	1,152	1,374
FCF	591	978	1,538	1,717	1,865

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,528	6,440	8,346	10,564	13,181
현금및현금성자산	2,781	2,724	3,732	4,648	5,353
매출채권 및 기타채권	1,325	1,515	1,734	1,983	2,268
재고자산	6	9	10	12	14
기타유동자산	1,416	2,191	2,871	3,921	5,546
비유동자산	28,163	27,459	26,720	26,101	25,594
유형자산	2,111	2,458	2,063	1,763	1,534
관계기업투자금	20,090	18,541	18,193	17,845	17,496
기타금융자산	4,522	3,801	3,801	3,801	3,801
기타비유동자산	1,440	2,660	2,663	2,693	2,763
자산총계	33,691	33,899	35,066	36,665	38,775
유동부채	3,923	5,481	5,451	5,526	5,846
매입채무 및 기타채무	2,383	2,935	2,935	2,935	2,935
차입금	461	1,381	1,162	944	725
유동상채무	0	0	101	101	101
기타유동부채	1,079	1,164	1,253	1,547	2,086
비유동부채	5,740	4,968	5,057	5,153	5,256
차입금	1,552	328	334	340	345
사채	1,637	1,705	1,705	1,705	1,705
기타비유동부채	2,551	2,936	3,019	3,108	3,206
부채총계	9,664	10,449	10,508	10,679	11,102
지배지분	23,536	22,744	23,818	25,203	26,840
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,556	1,556	1,556	1,556
이익잉여금	23,080	23,646	24,720	26,105	27,742
기타자본변동	-880	-840	-840	-840	-840
비지배지분	492	706	740	783	833
자본총계	24,027	23,450	24,558	25,986	27,673
총차입금	4,365	4,760	4,706	4,558	4,416

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	100,400	4,634	6,547	8,444	9,977
PER	3.8	38.3	30.5	23.6	20.0
BPS	143,467	138,642	145,189	153,633	163,610
PBR	2.6	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	10,709	11,372	11,128	13,207	14,913
EV/EBITDA	35.7	16.0	17.4	13.7	11.2
SPS	41,510	50,107	59,204	68,876	79,004
PSR	9.1	3.5	3.4	2.9	2.5
CFPS	3,596	5,962	9,378	10,465	11,370
DPS	511	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	28.5	20.6	18.2	16.3	14.7
영업이익 증가율	9.1	-1.6	6.7	31.5	19.3
순이익 증가율	1,850.0	-95.9	41.3	29.0	18.2
수익성					
ROIC	54.2	54.4	50.7	73.0	88.7
ROA	65.0	2.2	3.1	3.9	4.3
ROE	106.7	3.3	4.6	5.7	6.3
안정성					
부채비율	40.2	44.6	42.8	41.1	40.1
순차입금비율	13.0	14.0	13.4	12.4	11.4
이자보상배율	29.3	18.2	20.0	27.8	35.2

Company Analysis

이마트 139480

Mar 29, 2023

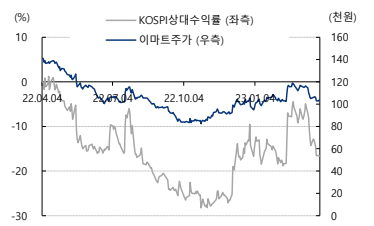
길게는 리레이팅, 짧게는 손익 개선

Buy 유지
TP 140,000 원 유지

Company Data

현재가(03/28)	103,800 원
액면가(원)	5,000 원
52 주 최고가(보통주)	141,500 원
52 주 최저가(보통주)	82,500 원
KOSPI (03/28)	2,434.94p
KOSDAQ (03/28)	833.51p
자본금	1,394 억원
시가총액	28,935 억원
발행주식수(보통주)	2,788 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	11.7 만주
평균거래대금(60 일)	130 억원
외국인지분(보통주)	31.31%
주요주주	
정용진 외 1 인	28.56%
국민연금공단	8.92%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	20.4	-25.3
상대주가	-8.2	7.3	-16.3

어느새 이커머스 3인자, 식품 2인자

국내 이커머스는 성장둔화 및 과점화 구간에 진입. 2022년 기준 M/S 쿠팡 24.5%, 네이버 23.3%, 쓱닷컴+지마켓 11.5%이며, 향후 3강체제는 더욱 강화될 전망. 쓱닷컴은 유일한 식품 중심(매출비중 45%) 종합몰로, 전체 식품 이커머스의 16%를 점유하고 있음. 올해 상반기 스마일클럽의 재편(신세계그룹 6개사 연계)을 통해 소비자를 Lock-in 하며 지속가능성을 확보할 전망. 식품은 저침투 품목으로 고성장을 지속할 전망이기에, 쓱닷컴이 식품 이커머스 내 경쟁우위를 점하는 것은 리레이팅 요인으로 작용

2023년은 손익 개선의 해

동사 2023년 연결기준 매출액 YoY 2.2% 성장한 30조 7,186억원, 영업이익 YoY 173.8% 성장한 3,973억원을 전망. 영업이익 YoY +2,522억원 증익은 1)이커머스 적자 축소(+527억원), 2)스타벅스 이익 정상화(+979억원), 3)별도(할인점) 손익 개선(+357억원)에 기인. 이커머스 적자 개선 요인은 단순한 거래액 확장보다는 각 플랫폼 경쟁력을 효율적으로 강화하는 것. 실제로 지난해 하반기부터 수익성 중심 경영하며 이커머스 영업적자 1H22 1,038억원에서 2H22 729억원으로 축소. 또한, 스타벅스 지난해 리콜 관련 일회성 비용(약 454억원) 제거되며 이익 개선될 전망이며, 할인점 영업시간 조정 및 의무휴업일 조정에 따라 점포 생산성 강화될 것

투자의견 Buy 및 목표주가 140,000원 유지

이마트에 대해 투자의견 Buy 유지하며, 목표주가 140,000원 유지(Target P/E 11.0x). 단기적으로 올해 기저효과에 따른 손익개선 전망되며, 의무휴업 규제 완화는 긍정적 모멘텀으로 작용할 것. 장기적으로는 이커머스 내 식품 차별화를 통해 입지 확대할 전망. 이는 Valuation 상방이 제한적인 오프라인 유통업체에 프리미엄 요인으로 작용할 것. 현주가는 2023년 추정 순이익 기준 P/E 8.3x, P/B 0.24x에 불과

Forecast earnings & Valuation

	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
12 결사(십억원)					
매출액(십억원)	24,933	29,332	30,717	32,769	35,554
YoY(%)	13.2	17.6	4.7	6.7	8.5
영업이익(십억원)	317	136	397	606	899
OP 마진(%)	1.3	0.5	1.3	1.8	2.5
순이익(십억원)	1,589	1,008	341	469	728
EPS(원)	56,348	36,924	12,487	17,174	26,660
YoY(%)	334.2	-34.5	-66.2	37.5	55.2
PER(배)	2.7	2.7	8.3	6.0	3.9
PCR(배)	3.9	1.5	1.5	1.6	1.5
PBR(배)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	10.1	8.4	8.1	7.8	6.8
ROE(%)	16.2	9.6	3.1	4.1	6.1



유통/화장품 정소연

3771-9082, 20200054@iprovest.com

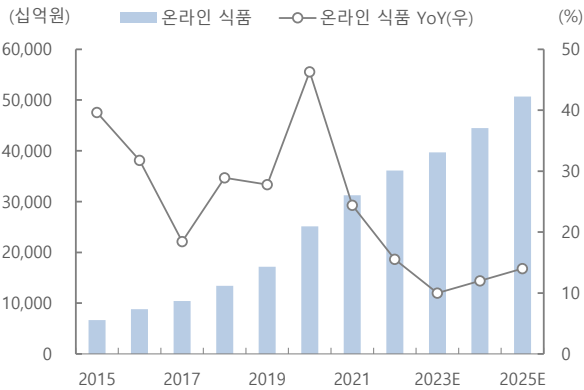
48 Research Center

1. 식품 이커머스 내 경쟁우위

2022년 쓱닷컴 거래액은 YoY 4.2% 성장한 5조 9,555억원을 기록했다. 쓱닷컴의 식품 거래액은 2조 6,859억원(45.1% 비중) 수준으로 추정하는데, 이는 전체 식품 이커머스의 16%를 점유하는 것이다. 향후 쓱닷컴은 식품 이커머스 내 차별화된 플랫폼으로 소비자를 Lock-in하며 지속가능성을 확보할 전망이다.

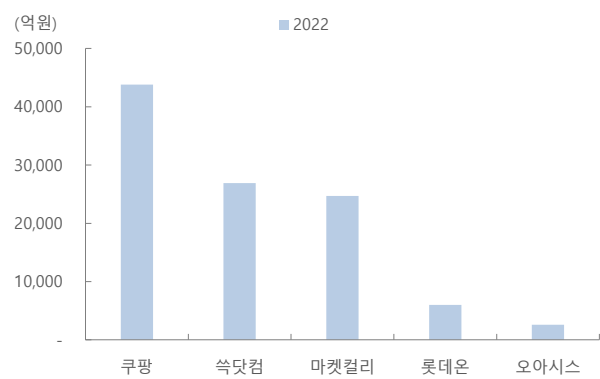
이커머스 내 식품은 가장 고성장하는 상품군인 동시에, 여전히 가장 침투율이 낮은 상품군이다. 지난해 전체 온라인 소매판매 침투율 26.7%로 전년대비 0.1%p 상승에 그치는 동안 식품의 온라인 침투율은 21.4%로 전년대비 2.6%p 확대됐다. 향후 장보기의 온라인 전환은 지속될 것이며, 전체 식품 내 온라인 침투율은 2025년까지 26.7%에 달할 것으로 추정한다.

[도표 106] 온라인 식품 거래액 추정



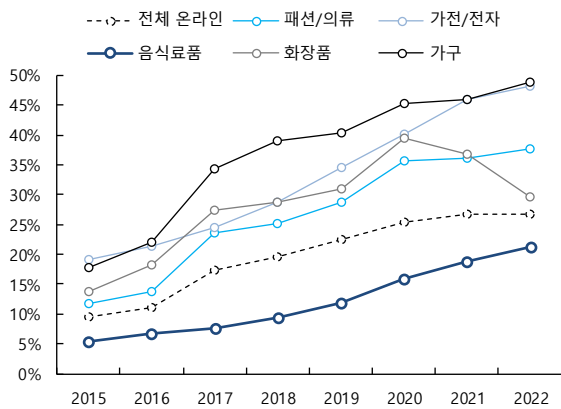
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 107] 주요 식품 이커머스 플랫폼 거래액 추정



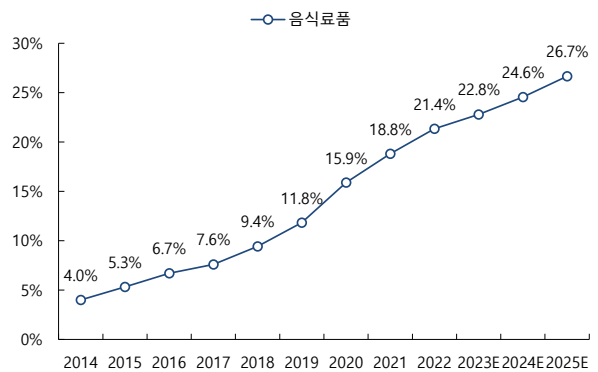
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 108] 주요 소비재별 온라인 침투율 추이



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 자동차, 서비스 제외

[도표 109] 온라인 장보기 침투율 전망



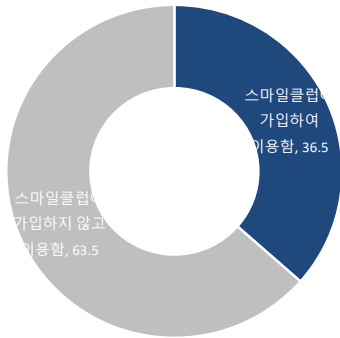
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

스마일클럽, Lock-in하기에 충분히 매력적

쓱닷컴은 온오프라인 통합 멤버십을 통해 소비자를 Lock-in 하고자 한다. 지난해 5월 출시한 ‘스마일클럽’은 쓱닷컴, 지마켓+옥션, 스타벅스 3개사를 연계하고 있는데, 올해 상반기 내 이마트, 백화점(신세계), 면세점(신세계)까지 총 6개사를 연계한 멤버십으로 재편할 예정이다.

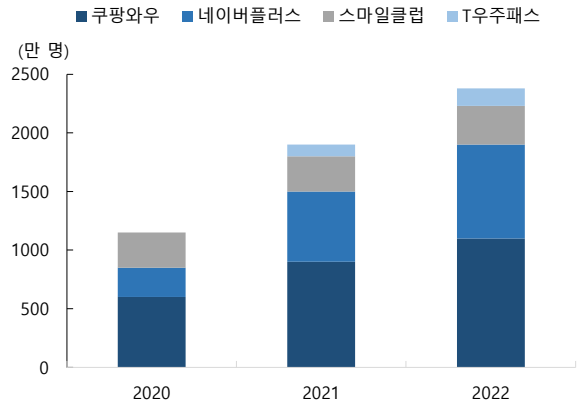
현재 스마일클럽은 330만여명의 회원을 보유하고 있어, 쿠팡의 로켓와우(약 1,100만명), 네이버의 네이버멤버십(약 800만명) 다음으로 많다. 다만 기존 이베이코리아 스마일클럽 회원 270만명에서 60만여명 확보에 그친 것인데, 그룹사 연계를 통해 가입자를 확보해나갈 전망이다. 실제로 오픈서베이의 조사에 따르면, 스마일클럽을 해지하는 가장 큰 이유는 ‘혜택을 잘 이용하지 않게 되어서’가 50% 비율로 가장 높은데, 멤버십 재편은 이러한 단점을 보완할 수 있을 것으로 예상된다.

[도표 110] 쓱닷컴 사용자 중 스마일클럽 이용률



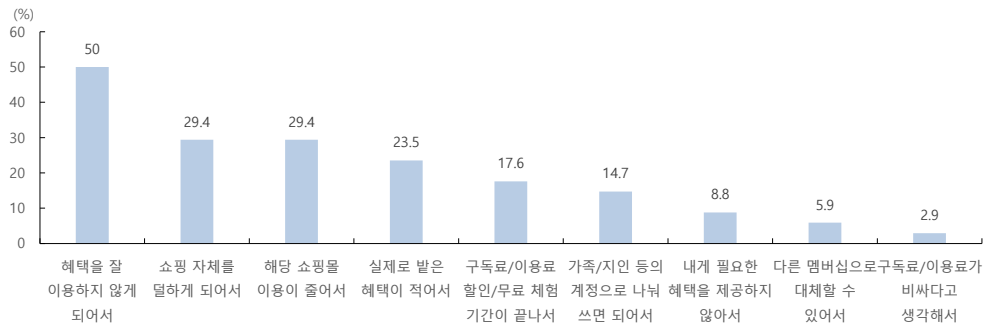
자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터. 주: 온라인 쇼핑 이용자 1,800명 대상

[도표 111] 2020~2022년 주요 멤버십 가입자 합계 추이



자료: 교보증권 리서치센터. 주: 쿠팡 와우 + 네이버플러스 + 스마일클럽 + 우주패스

[도표 112] 스마일클럽 해지 결심 이유 조사



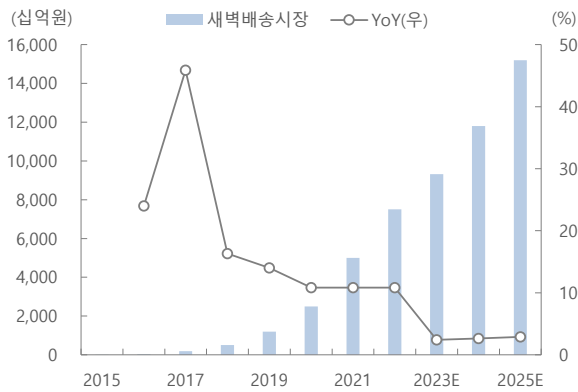
자료: 오픈서베이, 교보증권 리서치센터. 주: 온라인 쇼핑 이용자 1,800명 대상

오프라인 마트 사업자의 숨겨진 힘

또한, 대형마트 의무휴업 규제 완화 가능성에 주목할 필요가 있다. 현재 대형마트 의무휴업 규제에 따라 영업제한시간(0시~10시) 및 의무휴업일에는 온라인 배송이 제한된다. 동사는 대형마트 의무휴업 규제 완화시 PP센터의 활용도가 높아질 것으로 전망하는데, 특히 새벽배송이 가능해질 수 있다는 것에 주목해야 한다.

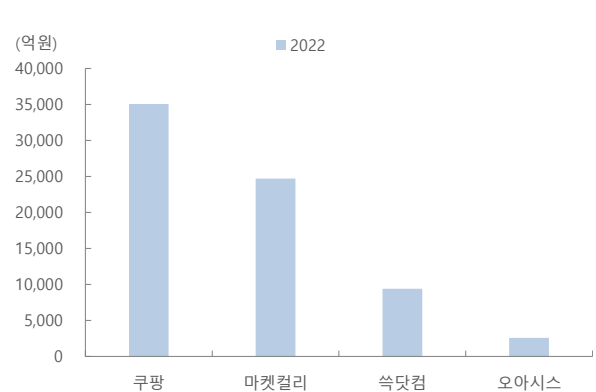
현재 쓱닷컴은 온라인전용 물류센터인 NEO센터 3개와 오프라인 마트 내 거점물류센터인 PP센터 110여개를 통해 배송이 이뤄지고 있다. 쓱닷컴의 일 캐파는 총 14.6만건으로, NEO센터 7만건, PP센터 7.5만건 수준이다. 이 중 새벽배송 가능 캐파는 NEO센터 내 약 2만건에 불과하다. 이에 쓱닷컴의 새벽배송 거래액은 전체 식품 거래액 약 2조 7,000억원 내 30~40%에 불과한 것으로 추정한다.

[도표 113] 식품 새벽배송 거래액 추정



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 114] 주요 식품 이커머스 새벽배송 거래액 추정



자료: 교보증권 리서치센터

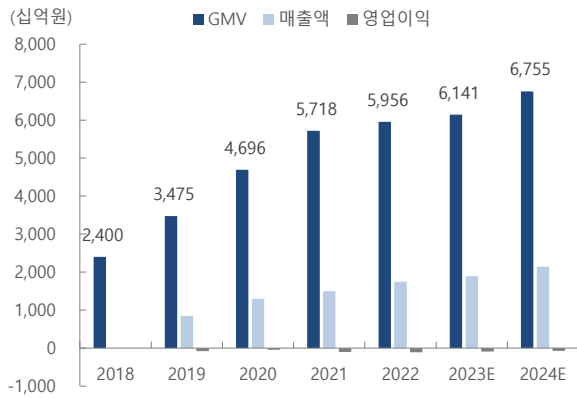
2. 2023년 손익개선 삼박자

이마트의 2023년 연결기준 매출액은 전년대비 2.2% 성장한 30조 7,186억원, 영업이익은 전년대비 173.8% 성장한 3,973억원을 전망한다. 영업이익 YoY +2,522억원 증익은 1)이커머스 적자 축소(+527억원), 2)스타벅스 이익 정상화(+979억원), 3)별도(할인점) 손익 개선(+357억원)에 기인한다.

2023년 연간 이커머스(쓱닷컴+지마켓) 적자 YoY 527억원 개선한 1,240억원을 전망한다. 이커머스 적자 개선 요인은 단순한 거래액 확장보다는 각 플랫폼 경쟁력을 효율적으로 강화하는 것에 있다. 실제로 지난해 하반기부터 수익성 중심 경영하며 이커머스 영업적자를 1H22 1,038억원에서 2H22 729억원으로 축소했다. 스타벅스 연간 영업이익 YoY 979억원 증가한

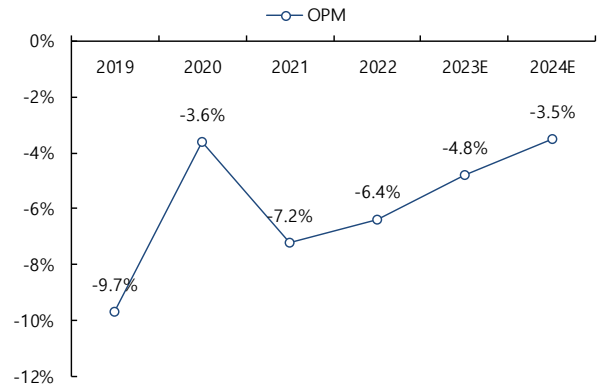
2,203억원(OPM 7.7%)을 추정한다. 지난해 스타벅스 부문 영업이익률은 4.7%로 YoY 5.3%p 하락했는데, 씬머캐리백 리콜 관련 일회성 비용(약 454억원) 등에 따라 마진훼손된 결과다. 일회성 요인 제거되며 하반기로 갈수록 뚜렷하게 이익 개선될 전망이다. 별도 영업이익 YoY 391억원 증가한 2,980억원을 추정한다. 영업시간 조정 및 의무휴업일 조정에 따라 점포 생산성이 강화될 것이다.

[도표 115] 쓱닷컴 연간 실적 추이



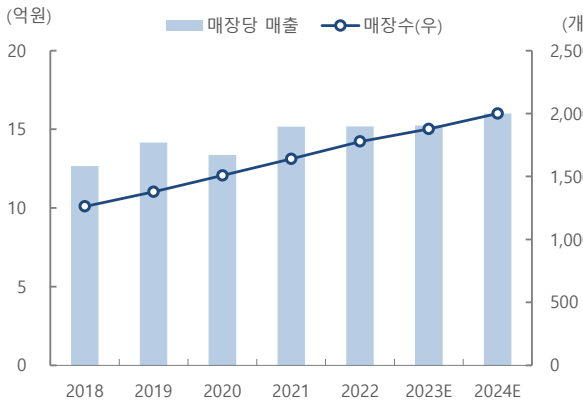
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 116] 쓱닷컴 영업손실률



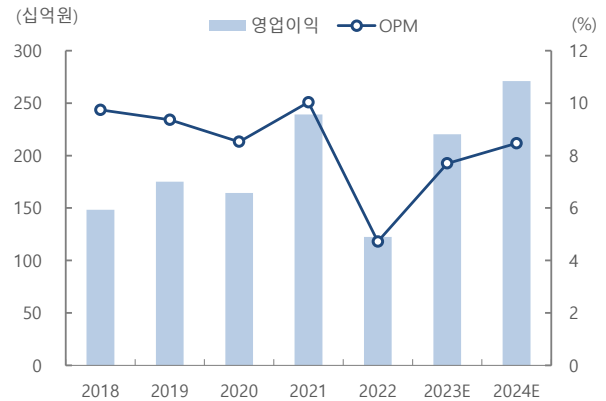
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 117] 스타벅스 연간 매장수 및 점당매출



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 118] 스타벅스 영업이익률



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 119] 이마트 분기 및 연간 실적 추정(연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
추정 실적											
연결 순매출액	7,004	7,147	7,707	7,475	7,133	7,513	8,138	7,935	29,334	30,719	32,770
(별도)이마트 순매출액	3,876	3,618	4,161	3,832	3,811	3,755	4,330	3,939	15,487	15,835	16,489
연결 자회사	3,128	3,529	3,546	3,644	3,322	3,758	3,808	3,996	13,847	14,883	16,282
스타벅스	602	666	658	668	656	720	725	760	2,594	2,860	3,200
SSG.COM	425	423	441	456	434	449	478	528	1,745	1,889	2,140
G마켓글로벌	316	337	331	334	315	340	337	343	1,318	1,335	1,402
이마트 24	484	536	564	534	525	601	637	598	2,118	2,362	2,615
에브리데이	332	339	352	336	346	353	367	348	1,358	1,414	1,482
신세계 푸드	324	354	373	360	334	365	386	376	1,411	1,461	1,500
프라퍼티	60	76	72	81	72	81	80	65	289	297	312
조선호텔	91	117	133	140	109	134	146	187	480	576	645
연결 영업이익	34	-12	101	22	82	15	163	138	145	397	606
(별도)이마트	92	-19	105	81	85	5	119	89	259	298	361
연결 자회사	-57	7	-4	-59	-3	10	44	48	-114	99	246
스타벅스	29	48	27	19	38	52	64	66	122	220	271
SSG.COM	-26	-41	-23	-22	-24	-21	-20	-26	-111	-91	-75
G마켓글로벌	-19	-18	-15	-13	-10	-8	-7	-7	-66	-33	-14
이마트 24	0	4	6	-3	5	7	10	7	7	28	52
에브리데이	6	6	8	4	7	6	9	5	23	27	33
신세계 푸드	4	9	4	4	4	9	5	4	21	23	33
프라퍼티	-9	9	2	2	6	-11	3	14	4	12	14
조선호텔	-7	1	13	15	3	3	12	11	22	29	45
성장성(YoY %)											
연결 순매출액	18.8	21.9	22.1	9.0	1.8	5.1	5.6	6.2	17.7	4.7	6.7
(별도)이마트	1.0	1.6	4.6	4.2	-1.7	3.8	4.1	2.8	2.9	2.2	4.1
주요 연결 자회사	52.0	53.2	51.9	14.5	6.2	6.5	7.4	9.7	40.2	7.5	9.4
스타벅스	-	-	-	1.4	8.9	8.1	10.1	13.9	-	10.3	11.9
SSG.COM	26.1	21.1	14.0	8.3	2.1	6.0	8.5	15.9	16.8	8.3	13.3
이마트 24	14.5	11.8	8.8	7.4	8.5	12.1	13.1	11.9	10.4	11.5	10.7
연결 영업이익	-72.1	적전	-7.3	-71.2	137.8	흑전	61.9	517.7	-54.2	173.8	52.6
(별도)이마트	-18.9	적전	0.1	92.8	-7.4	흑전	13.0	9.9	-2.6	15.1	21.1
주요 연결 자회사	적전	-24.4	적전	적전	적지	40.8	흑전	흑전	적전	흑전	147.3
스타벅스	-	-	-	-66.3	30.7	10.2	142.1	238.2	-	79.9	23.1
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
이마트 24	적지	437.5	흑전	적지	흑전	57.0	80.9	흑전	흑전	316.8	84.6
OPM(%)											
연결 순매출액/영업이익	0.5%	-0.2%	1.3%	0.3%	1.1%	0.2%	2.0%	1.7%	0.5%	1.3%	1.9%
(별도)이마트 (총매출 기준)	2.2%	-0.5%	2.3%	1.9%	2.0%	0.1%	2.5%	2.1%	1.5%	1.7%	2.0%
주요 연결 자회사 (순매출 기준)	-1.8%	0.2%	-0.1%	-1.6%	-0.1%	0.3%	1.2%	1.2%	-0.8%	0.7%	1.5%
스타벅스	4.8%	7.1%	4.0%	2.9%	5.8%	7.3%	8.9%	8.6%	4.7%	7.7%	8.5%
SSG.COM	-6.0%	-9.6%	-5.2%	-4.8%	-5.4%	-4.8%	-4.2%	-4.8%	-6.4%	-4.8%	-3.5%
이마트 24	-0.1%	0.8%	1.0%	-0.5%	0.9%	1.1%	1.6%	1.1%	0.3%	1.2%	2.0%
에브리데이	1.7%	1.6%	2.3%	1.2%	2.0%	1.7%	2.4%	1.4%	1.7%	1.9%	2.2%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 120] 이마트 분기 및 연간 실적 추정(별도 기준)

(단위: 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
추정 실적											
(별도)이마트 총매출액	4,219	3,961	4,537	4,186	4,148	4,110	4,721	4,303	16,902	17,282	17,995
할인점	3,091	2,900	3,311	3,112	3,048	2,988	3,417	3,211	12,415	12,664	13,069
트레이더스	841	797	952	796	824	841	1,010	840	3,387	3,516	3,790
전문점	281	262	272	277	274	278	291	249	1,091	1,092	1,127
(별도)이마트 순매출액	3,876	3,618	4,161	3,832	3,811	3,755	4,330	3,939	15,487	15,835	16,489
(별도)이마트 영업이익	92	-19	105	81	85	5	119	89	259	298	361
할인점	76	-36	76	62	67	-12	85	63	175	203	240
트레이더스	15	14	24	13	15	13	28	19	67	75	97
전문점	0	3	5	7	3	4	6	7	17	20	23
성장성(YoY %)											
(별도)이마트 총매출액	0.5	1.7	4.6	4.0	-1.7	3.8	4.1	2.8	2.7	2.2	4.1
할인점	3.0	4.1	6.4	5.8	-1.4	3.0	3.2	3.2	4.9	2.0	3.2
트레이더스	0.3	-0.4	5.2	3.3	-2.0	5.5	6.1	5.5	2.2	3.8	7.8
전문점	-12.6	-12.7	-13.0	-9.9	-2.5	6.3	7.0	-9.8	-12.0	0.1	3.2
(별도)이마트 순매출액	1.0	1.6	4.6	4.2	(1.7)	3.8	4.1	2.8	2.9	2.2	4.1
(별도)이마트 영업이익	-18.9	적전	0.1	92.8	-7.4	흑전	13.0	9.9	(2.6)	15.1	21.1
할인점	-16.8	적지	-6.0	96.5	-11.8	적지	12.2	1.6	(5.9)	16.0	18.7
트레이더스	-36.7	-43.0	-9.0	-27.4	-2.4	-2.5	14.3	50.8	(26.7)	12.1	29.3
전문점	흑전	흑전	흑전	흑전	2,900.0	2.9	17.6	0.8	흑전	18.4	14.7
OPM(%)											
(별도)이마트 (총매출 기준)	2.2%	-0.5%	2.3%	1.9%	2.0%	0.1%	2.5%	2.1%	1.5%	1.7%	2.0%
할인점	2.5%	-1.3%	2.3%	2.0%	2.2%	-0.4%	2.5%	2.0%	1.4%	1.6%	1.8%
트레이더스	1.8%	1.7%	2.6%	1.6%	1.8%	1.6%	2.8%	2.3%	2.0%	2.1%	2.6%
전문점	0.0%	1.3%	1.9%	2.6%	1.1%	1.3%	2.1%	2.9%	1.5%	1.8%	2.0%

자료: 교보증권 리서치센터

[이마트 139480]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	24,933	29,332	30,717	32,769	35,554
매출원가	18,184	21,010	21,913	23,283	25,066
매출총이익	6,749	8,323	8,804	9,486	10,488
매출총이익률 (%)	27.1	28.4	28.7	28.9	29.5
판매비와관리비	6,432	8,187	8,407	8,880	9,590
영업이익	317	136	397	606	899
영업이익률 (%)	1.3	0.5	1.3	1.9	2.5
EBITDA	1,454	1,696	1,643	1,604	1,658
EBITDA Margin (%)	5.8	5.8	5.3	4.9	4.7
영업외손익	1,797	1,117	59	22	76
관계기업손익	84	11	11	11	11
금융수익	373	362	330	365	407
금융비용	-319	-530	-482	-455	-442
기타	1,659	1,273	200	100	100
법인세비용차감전순손익	2,114	1,252	457	628	975
법인세비용	525	245	116	159	247
계속사업순손익	1,589	1,008	341	469	728
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,589	1,008	341	469	728
당기순이익률 (%)	6.4	3.4	1.1	1.4	2.0
비지배지분순이익	18	-22	-7	-10	-16
지배지분순이익	1,571	1,029	348	479	743
지배순이익률 (%)	6.3	3.5	1.1	1.5	2.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-50	253	232	232	232
포괄순이익	1,540	1,261	572	700	959
비지배지분포괄이익	26	-1	0	0	0
지배지분포괄이익	1,513	1,262	573	701	960

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	987	746	1,416	1,264	1,250
당기순이익	0	0	341	469	728
비현금항목의 가감	-488	749	1,604	1,337	1,132
감가상각비	1,063	1,341	1,055	820	595
외환손익	52	80	61	61	61
지분법평가손익	-84	-11	-11	-11	-11
기타	-1,520	-660	499	466	487
자산부채의 증감	-256	-582	-199	-231	-266
기타현금흐름	1,731	579	-329	-311	-344
투자활동 현금흐름	-3,901	-714	-28	172	628
투자자산	-165	-82	0	0	0
유형자산	-969	-1,154	-550	-350	0
기타	-2,768	522	522	522	628
재무활동 현금흐름	2,790	222	-1,574	-148	-549
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	3,302	570	-200	-400	-400
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-102	-128	-54	-62	-63
기타	-410	-221	-1,320	314	-86
현금의 증감	-103	259	-324	881	1,043
기초 현금	1,113	1,010	1,269	945	1,825
기말 현금	1,010	1,269	945	1,825	2,868
NOPLAT	238	109	296	452	671
FCF	150	-66	793	869	1,164

자료: 이마트, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	5,188	5,849	5,669	6,764	8,098
현금및현금성자산	1,010	1,269	945	1,825	2,868
매출채권 및 기타채권	1,646	1,691	1,740	1,812	1,910
재고자산	1,559	2,032	2,128	2,270	2,463
기타유동자산	974	857	857	857	857
비유동자산	26,054	27,353	26,669	26,033	25,178
유형자산	10,007	10,345	9,840	9,370	8,668
관계기업투자금	564	649	660	671	682
기타금융투자자산	2,771	3,085	3,085	3,085	3,085
기타비유동자산	12,712	13,275	13,085	12,908	12,743
자산총계	31,242	33,202	32,338	32,797	33,276
유동부채	9,817	9,942	8,567	8,953	9,033
매입채무 및 기타채무	4,192	4,379	4,458	4,576	4,735
차입금	1,360	1,429	1,429	1,429	1,429
유동상채무	1,206	1,234	0	400	400
기타유동부채	3,059	2,900	2,680	2,548	2,469
비유동부채	9,025	9,777	9,534	9,106	8,687
차입금	1,434	1,275	1,075	675	275
사채	2,684	3,409	3,409	3,409	3,409
기타비유동부채	4,908	5,092	5,050	5,021	5,003
부채총계	18,842	19,718	18,101	18,059	17,720
지배지분	10,260	11,208	11,502	11,919	12,599
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,277	4,277	4,277	4,277	4,277
이익잉여금	4,578	5,691	5,986	6,403	7,083
기타자본변동	279	36	36	36	36
비지배지분	2,141	2,276	2,336	2,420	2,558
자본총계	12,400	13,483	14,236	14,738	15,557
총차입금	10,080	11,117	9,683	9,683	9,283

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

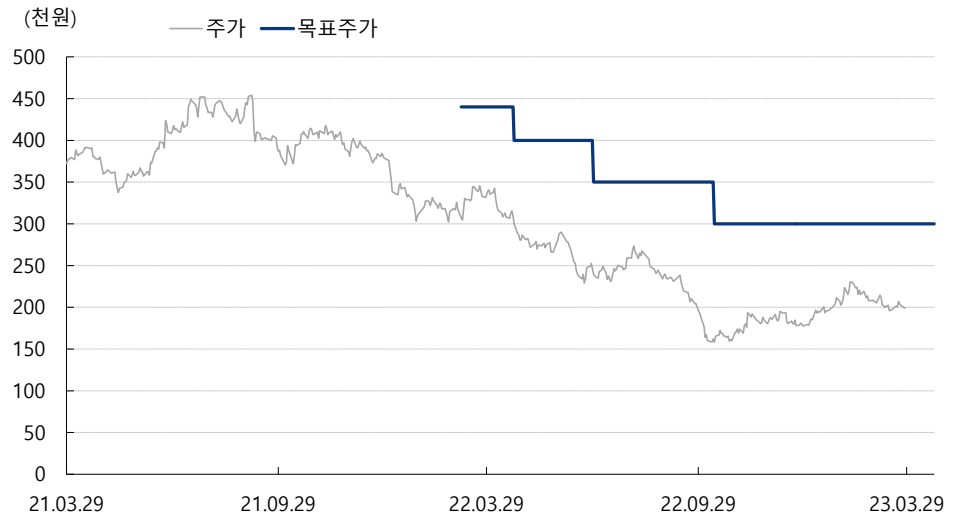
12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	56,348	36,924	12,487	17,174	26,660
PER	2.7	2.7	8.3	6.0	3.9
BPS	368,044	402,052	426,921	441,885	466,286
PBR	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
EBITDAPS	52,159	60,856	58,934	57,525	59,477
EV/EBITDA	10.1	8.4	8.1	7.8	6.8
SPS	894,420	1,052,253	1,101,926	1,175,526	1,275,446
PSR	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
CFPS	5,397	-2,370	28,436	31,167	41,770
DPS	2,000	2,000	2,300	2,350	2,350

재무비율

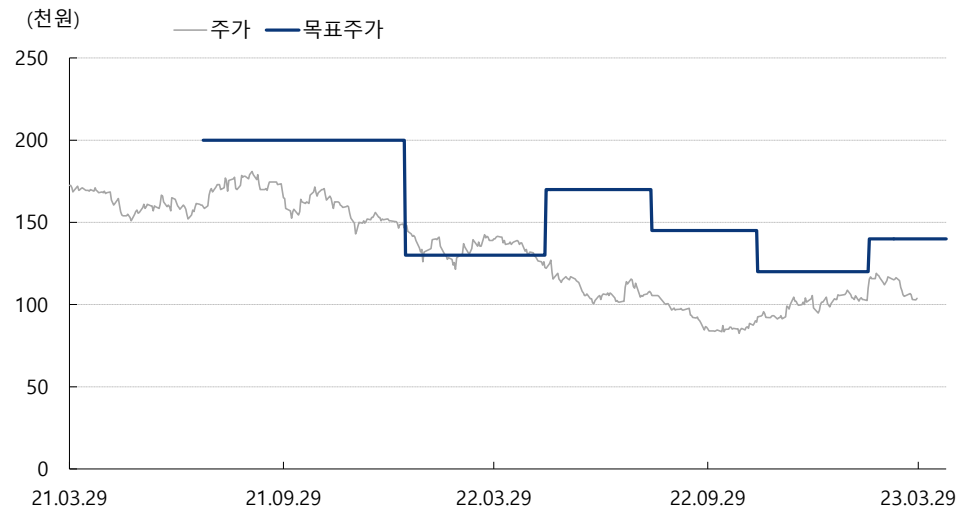
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	13.2	17.6	4.7	6.7	8.5
영업이익 증가율	33.6	-57.2	192.9	52.6	48.2
순이익 증가율	338.3	-36.6	-66.2	37.5	55.2
수익성					
ROIC	2.0	0.7	2.0	3.1	4.9
ROA	5.9	3.2	1.1	1.5	2.2
ROE	16.2	9.6	3.1	4.1	6.1
안정성					
부채비율	151.9	146.2	127.1	122.5	113.9
순차입금비율	32.3	33.5	29.9	29.5	27.9
이자보상배율	1.5	0.4	1.3	2.1	3.3

NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이



이마트 최근 2년간 목표주가 변동추이



NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.10.30	매수	400,000	(26.44)	(23.75)	2021.07.23	매수 담당자 변경	550,000		
2020.11.09	매수	400,000	(27.63)	(22.00)					
2021.01.13	매수	400,000	(26.36)	(11.25)	2022.03.07	매수	440,000	(32.9)	(25.0)
2021.01.29	매수	440,000	(15.36)	(9.55)	2022.04.22	매수	400,000	(41.5)	(28.0)
2021.02.22	매수	480,000	(20.93)	(16.77)	2022.06.30	매수	350,000	(57.5)	(30.8)
2021.03.17	매수	480,000	(20.17)	(15.94)	2022.08.08	매수	350,000	(79.9)	(72.4)
2021.04.19	매수	480,000	(20.31)	(15.94)	2022.10.13	매수	300,000	(62.4)	(52.7)
2021.04.30	매수	480,000	(21.94)	(15.94)	2022.11.08	매수	300,000	(48.9)	(34.2)
2021.06.23	매수	480,000	(21.71)	(11.77)	2023.01.10	매수	300,000	(48.9)	(34.2)
2021.06.25	매수	480,000	(20.60)	(8.13)	2023.02.06	매수	300,000	(43.0)	(30.2)
2021.07.14	매수	480,000	(19.76)	(6.46)	2023.03.29	매수	300,000		

자료: 교보증권 리서치센터

이마트 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
담당자 변경									
2021.02.02	매수	220,000	(24.30)	(14.09)					
2021.07.22	매수	200,000	(24.18)	(9.50)					
2022.05.13	매수	170,000	(35.69)	(25.29)					
2022.08.12	매수	145,000	(37.26)	(27.24)					
2022.11.11	매수	120,000	(4.96)	23.33					
2022.01.12	매수	130,000	(14.86)	13.85					
2023.02.15	매수	140,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2022.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	100.0	0.0	0.0	0.0

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하