

Category Killer

카테고리 킬러는 성장한다

[유통/화장품] 정소연 선임연구원 02-3771-9082



CON- TENTS

3 Summary & Key Charts

6 1. 카테고리 킬러는 성장한다

- 1) 전문몰에서 쇼핑하는 MZ 세대
- 2) '플랫폼'에 집중하는 이유
- 3) 버티컬 커머스 플랫폼 훑아보기

16 2. 탐나는 killing 카테고리

- 1) 중고차: 온라인 저침투 + MZ 세대 = 성장 공식
- 2) 식품: 경쟁심화? 오히려 좋아!
- 3) Cosmetic killer: 올리브영

27 기업분석

케이카 381970 / Not Rated



Summary

카테고리킬러는 성장한다

오늘날 MZ세대는 ‘지그재그’에서 옷을 사고 ‘올리브영’에서 화장품과 생활용품을 산다. 침대에 누워 ‘마켓컬리’에서 장을 보면 다음날 새벽 집앞에 장바구니가 배송 오는 것도 일상이 되었다. 가구나 인테리어 소품을 구매할 땐 ‘오늘의집’을 켜고, 중고차를 고민할 땐 ‘케이카’를 둘러본다. 심지어는 중고차를 한번도 보지 않고 다음날 집 앞으로 탁송받는다. 버티컬 커머스 플랫폼(특정한 관심사를 가진 고객층을 공략하는 서비스 플랫폼)은 MZ세대의 소비트렌드이자, 성장하고 있는 유통채널이다. 금번 자료를 통해 각 카테고리 내에서 트랙픽을 흡수하고 M/S를 확대해나가는 ‘카테고리 킬러’들을 훑아보고자 한다.

최근 국내 버티컬 커머스 업체들이 IPO에 나서고 있다. 지난 10월 중고차 유통업체 케이카가 국내 중고차 유통 플랫폼 최초로 상장했으며, 올해는 새벽배송 업체인 마켓컬리, 오아시스 등이 상장을 앞두고 있다. 또한 코스메틱 강자인 CJ올리브영도 지난 11월 상장 주관사 선정을 완료하면서 상장을 준비하고 있다. 이에 현시점, 각 카테고리 킬러의 경쟁우위를 점검하고 성장성과 확장가능성을 전망하고자 한다.

올해 주목해야 할 카테고리 킬러들은 **케이카, 오아시스, 올리브영**이다. 1) 버티컬 커머스 업체로서 2) 상장 또는 상장예정이며 3) 성장잠재력이 크고 4) 이익을 창출하는 업체를 선별했다.

올리브영, 케이카, 오아시스 요약

구분	 올리브영	 케이카	 오아시스
1. 2020 년 및 3Q21 실적			
매출액	20년 1조 8,603억원 3Q21 1조 5,177억원	20년 1조 3,231억원 3Q21 1조 4,006억원	20년 2,386억원 3Q21 2,601억원
영업이익	20년 1,018억원	20년 377억원 3Q21 569억원	20년 100억원 3Q21 43억원
OPM	20년 5.5%	20년 2.8% 3Q21 4.1%	20년 3.9% 3Q21 1.6%
2. 매출비중(매장수)			
온라인	20년 18% 3Q21 24%	20년 18% 3Q21 24%	20년 51% 3Q21 61%
오프라인 매장 수	3Q21 1,260개	3Q21 44개	2021.11 49개
3. 기업가치			
상장	-	1조 4,907억원(21.01.13)	-
비상장	1조 8,360억원(2021.03)	-	1조 100억원(2021.10)
4. 추정 투자지표(2021년 예상 실적 기준)			
PSR	약 0.9배	약 0.8배	약 2.7배
PER	약 20배	약 21배	-

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터

Key Charts

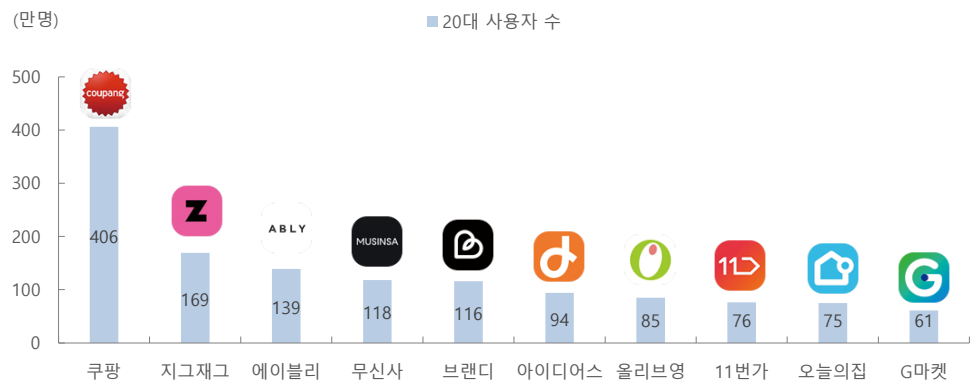
버티컬 커머스 플랫폼은 MZ세대의 소비트렌드이자, 성장하고 있는 유통채널

[도표 1] 주요 버티컬 커머스 Players

카테고리	플랫폼	상품군	거래액(추정)	2020년 실적	비고
가구/인테리어	오늘의집 	가구/인테리어 가전/가구 중심	월 거래액 1,500억원	Sales 759억원 OP -101억원	버킷플레이스 실적
식품	쓱닷컴 	식품 약 45%	20년 4.7조원 21년E 5.7조원	Sales 1조 2,941억원 OP -469억원	
	마켓컬리 	대부분 식품	20년 약 1조원 21년 약 2조원	Sales 9,508억원 OP -1,134억원	
	오아시스 	대부분 식품	20년 약 2,500억원 21년E 약 4,000억원	Sales 2,386억원 OP 97억원	온오프라인 합산
핸드메이드	아이디어스 	대부분 핸드메이드	월 거래액 약 200억원	Sales 416억원 OP -58억원	백패커 실적
화장품	올리브영 	코스메틱 55~60%	21년 약 2.4조원	Sales 1조 8,603억원 OP 1,018억원	온오프라인 합산
패션	무신사 	대부분 패션/의류	20년 약 1.2조원 21년 약 2.3조원	Sales 3,009억원 OP 332억원	21년 거래액 29CM, 스타일웨어 등 포함
	지그재그 	대부분 패션/의류	20년 약 7,500억원 21년 약 1조원	Sales 400억원 OP -256억원	크로키닷컴 실적

자료: 각 사, Dart, 언론취합, 교보증권 리서치센터 주: 쓱닷컴, 오아시스는 당사 추정치. 이 외 회사발표 및 언론보도에 다른 추정

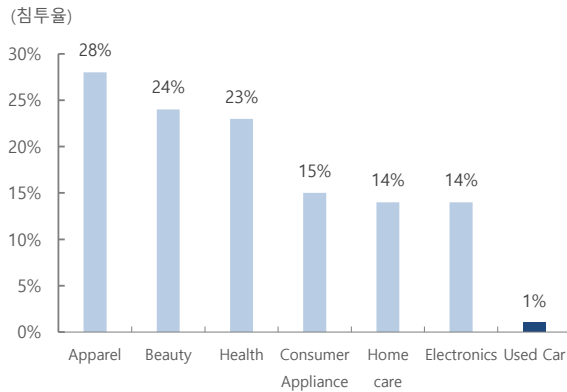
[도표 2] 20대가 사용하는 쇼핑 앱: 전문몰을 많이 이용하는 20대



자료: WISEAPP, 언론취합 교보증권 리서치센터 주: 2021년 8월 기준

특히, 온라인 저침투 카테고리 내 버티컬 커머스 플랫폼의 성장잠재력은 매우 큼

[도표 3] 국내 중고차 온라인 침투율은 1%에 불과



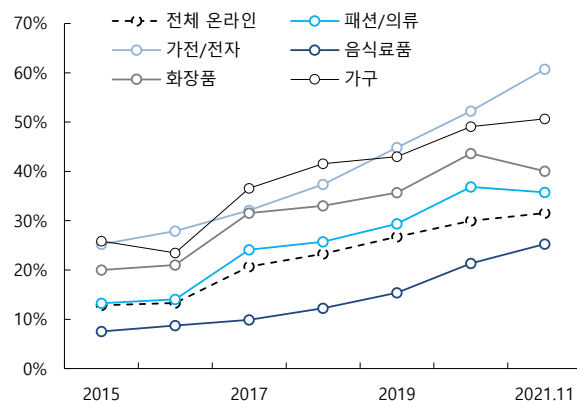
자료: 케이카, Euromonitor, Frost & Sullivan, 교보증권 리서치센터 주: 2019년 기준

[도표 4] 카바나 vs 케이카

구분	Carvana	케이카
1. 2020년 및 3Q21 실적		
매출액	20년 55.8억달러 3Q21 누적 90.6억달러	20년 1조 3,231억원 3Q21 누적 1조 4,006억원
영업이익	20년 -32.6억달러 3Q21 누적 10억달러	20년 377억원 3Q21 누적 569억원
OPM	적자지속 2Q21 분기 2.5%(흑전)	20년 2.8% 3Q21 4.1%
2. 기업가치		
시가총액	289.4억달러(34.3조원)	1조 4,907억원
PSR	21E 2.3배	21E 0.8배
PER	-	약 21배

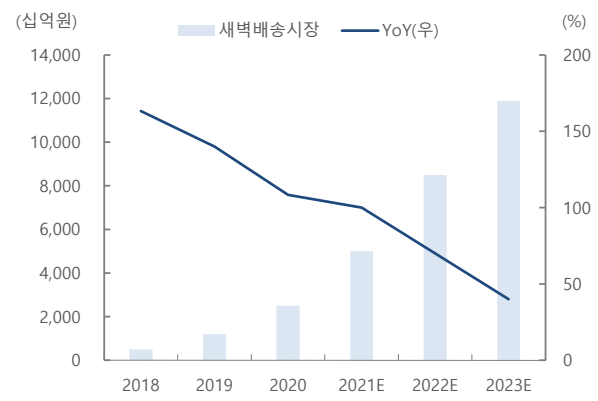
자료: 각 사, Bloomberg, 교보증권 리서치센터 주: 21.01.13 기준

[도표 5] 품목별 온라인 침투율: 식품 저침투



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

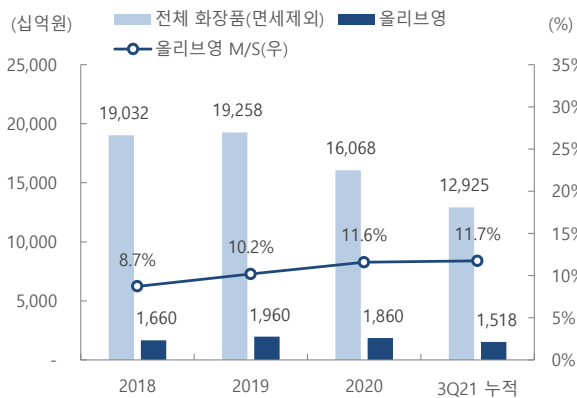
[도표 6] 새벽배송 시장이 온라인 식품 성장을 주도



자료: 교보증권 리서치센터

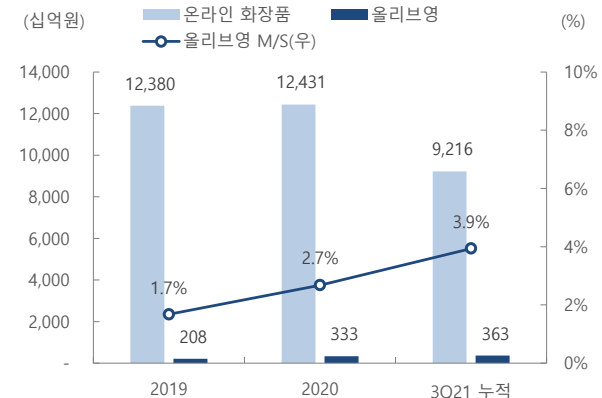
화장품 채널 오프라인 1위인 올리브영은 온라인 점유율 흡수해나갈 것

[도표 7] 화장품 시장 올리브영 점유율 12%



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 면세는 당사추정치, 올리브영 전체 매출 적용

[도표 8] 온라인 화장품 시장 올리브영 점유율 4%



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 면세는 당사추정치, 올리브영 전체 매출 적용

1. 카테고리 킬러는 성장한다

카테고리 킬러 = 전문몰 = 버티컬 커머스

와이즈앱에 따르면, 1020세대가 이용하는 쇼핑앱 상위 8개 중 전문몰은 각각 5개, 6개로 젊은 층의 전문몰을 선호하는 현상이 두드러진다. 버티컬 커머스 플랫폼(특정한 관심사를 가진 고객층을 공략하는 서비스 플랫폼)은 MZ세대의 소비트렌드이자, 성장하고 있는 유통채널이다.

[도표 9] 20대가 사용하는 쇼핑 앱 순위



자료: WISEAPP, 언론취합 교보증권 리서치센터 주: 2021년 8월 기준

‘카테고리 킬러’의 특징은 1) 카테고리 비중이 50% 이상으로, 2) 10~30대 소비자가 많고, 3) 온라인이 성장동력이며 4) 확장가능하다는 것이다. 카테고리 킬러는 각 분야에서 트래픽을 흡수하고 M/S를 확대해나간다. 이 과정에서 온라인 저침투 품목의 온라인 시장 자체를 활성화시키기도 한다. 이후 상품군을 확장하거나 신사업에 진출하는 등 영역을 넓혀 플랫폼을 성장시킨다.

[도표 10] 국내 버티컬 커머스 플랫폼 Positioning



자료: 교보증권 리서치센터

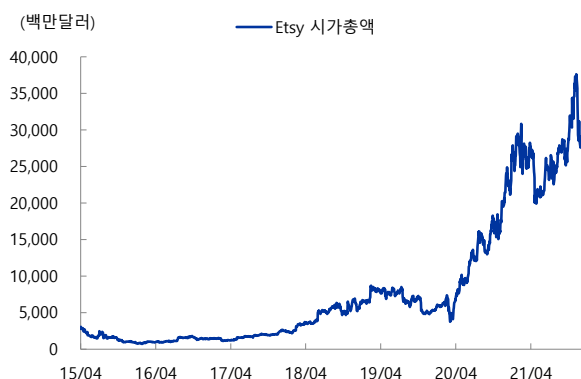
IPO에 나서는 버티컬 커머스 플랫폼

국내 버티컬 플랫폼들에 대한 투자가 활발하게 이뤄지고 있다. 패션 전문몰인 ‘무신사’, ‘지그재그’, 가구 전문몰 ‘오늘의집’, 식품 전문몰 ‘마켓컬리’, ‘오아시스’ 등의 비상장 플랫폼 업체들은 이미 1조원 이상의 가치를 평가받고 있다. 최근에는 종합 이커머스 업체들이 패션 플랫폼을 중심으로 전문몰에 투자하고 있다. 지난해 4월 카카오는 ‘지그재그’를 인수했으며(인수금액 1조원 추정), 이마트의 쓱닷컴은 W컨셉을 2,650억원에 인수했다.

해외에서는 다양한 분야의 전문몰들이 상장해있다. 대표적으로, 2005년 설립된 미국 핸드메이드 전문 플랫폼 업체 **Etsy**는 2015년 4월 나스닥 상장했다. 2020년 Etsy의 매출액 YoY 110.9% 성장한 17.3억달러, 영업이익은 YoY 359.5% 성장한 4.3억달러로 글로벌 핸드메이드 1위 플랫폼이다. 현재 시가총액 232.5억달러(한화 약 27.8조원)에 거래되며, 직전 12개월 기준 PSR 10.4배, PER 51.5배 수준이다. 2018년 9월 상장한 미국 명품 플랫폼 **Farfetch**은 시가총액 106.1억달러(한화 약 12.8조원)에 거래되고 있다(PSR 4.8배). Farfetch의 2020년 매출액은 16.7억달러로 YoY 63.9% 성장했으나, 영업적자 5.8억원을 기록하며 적자를 지속하고 있다.

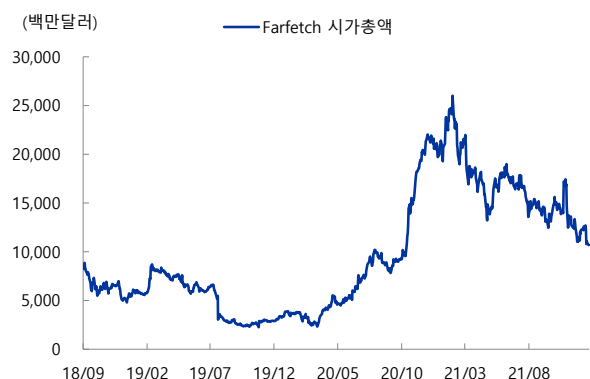
최근 국내에서도 버티컬 커머스 업체들이 IPO에 나서고 있다. 지난 10월 중고차 유통업체 케이카가 국내 중고차 유통 플랫폼 최초로 상장했으며, 올해는 새벽배송 업체인 마켓컬리, 오아시스 등이 상장을 앞두고 있다. 또한 코스메틱 강자인 CJ올리브영도 지난 11월 상장 주관사 선정을 완료하면서 상장을 준비하고 있다. 이에 현시점, 각 카테고리 킬러의 경쟁우위를 점검하고 성장성과 확장가능성을 전망하고자 한다.

[도표 11] Etsy 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 12] Farfetch 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

1) 전문몰에서 쇼핑하는 MZ세대

전문몰을 많이 사용하는 10~20대

와이즈앱의 한국인이 가장 많이 사용하는 쇼핑앱 조사에 따르면, 전 연령이 가장 많이 사용하는 쇼핑앱은 단연 쿠팡이다. 2021년 11월 기준 쿠팡 MAU는 2,420만명으로 압도적으로 많고, 11번가(860만명), G마켓(668만명)이 뒤따랐다. 4위는 패션 전문몰인 에이블리(528만명), 5위 가구 전문몰 오늘의집(474만명)이며, 티몬, 위메프, 옥션이 각각 6~8위를 차지했다.

[도표 13] 연령별 사용하는 쇼핑앱 순위: 전문몰을 많이 사용하는 10~20대

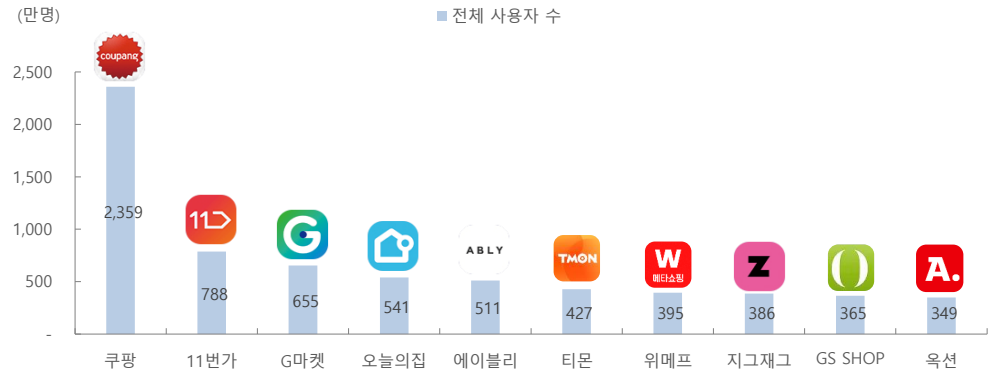
순위	전연령	10대	20대	30대	40대	50대이상
1위	쿠팡	쿠팡	쿠팡	쿠팡	쿠팡	쿠팡
2위	11번가	에이블리	지그재그	11번가	11번가	11번가
3위	G마켓	무신사	에이블리	G마켓	G마켓	G마켓
4위	에이블리	브랜드	무신사	티몬	오늘의집	오늘의집
5위	오늘의집	지그재그	브랜드	위메프	티몬	옥션
6위	티몬	11번가	올리브영	에이블리	GS SHOP	CJ 온스타일
7위	위메프	스타일쉐어	11번가	오늘의집	위메프	GS SHOP
8위	옥션	G마켓	아이디어스	옥션	옥션	롯데홈쇼핑

자료: WISEAPP, 언론취합 교보증권 리서치센터 주: 2021년 11월 기준

연령별로는 10대, 20대가 전문몰을 선호하는 현상이 두드러졌다. 10대와 20대가 이용하는 쇼핑앱 Top 8개 중 전문몰은 각각 5개, 6개로 종합몰을 압도한다. 10대는 쿠팡(1위), 11번가(6위), G마켓(8위) 외에 패션 전문몰인 에이블리, 무신사, 브랜드, 지그재그, 스타일쉐어를 자주 이용하는 것으로 나타났다. 20대는 패션 전문몰 뿐만 아니라 화장품 전문몰 올리브영, 핸드메이드 전문몰 아이디어스까지 다양한 버티컬 플랫폼을 이용한다.

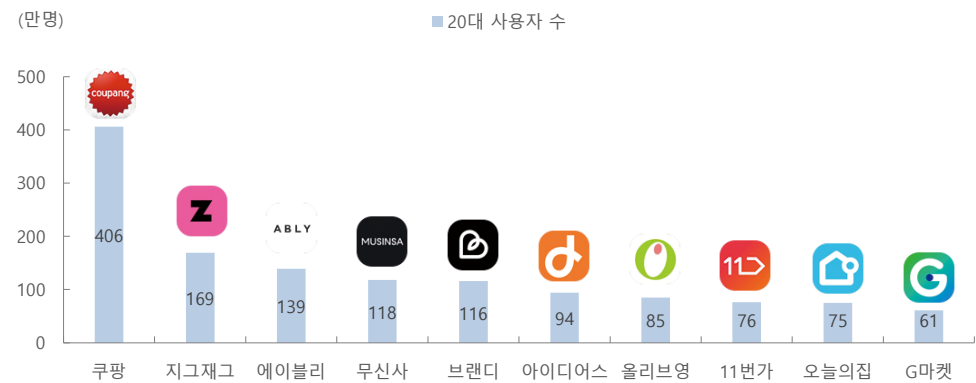
실제로 무신사는 10대~30대 고객 비중이 전체의 약 90%를 차지하며, 올리브영 또한 10대 후반~30대 초반 고객 비중이 90%에 달하는 것으로 파악된다. 중고차 플랫폼인 케이카에 따르면, 2030세대가 전체 중고차 구매 고객의 56%를 차지하고 있다.

[도표 14] 전체 쇼핑 앱 순위



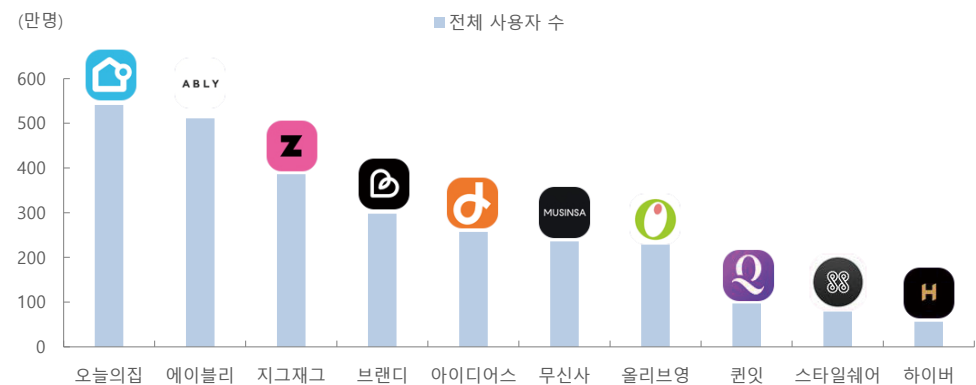
자료: WISEAPP, 언론취합 교보증권 리서치센터 주: 2021년 8월 기준

[도표 15] 20대가 사용하는 쇼핑 앱 순위



자료: WISEAPP, 언론취합 교보증권 리서치센터 주: 2021년 8월 기준

[도표 16] 한국인이 사용하는 전문몰 순위



자료: WISEAPP, 언론취합 교보증권 리서치센터 주: 2021년 8월 기준

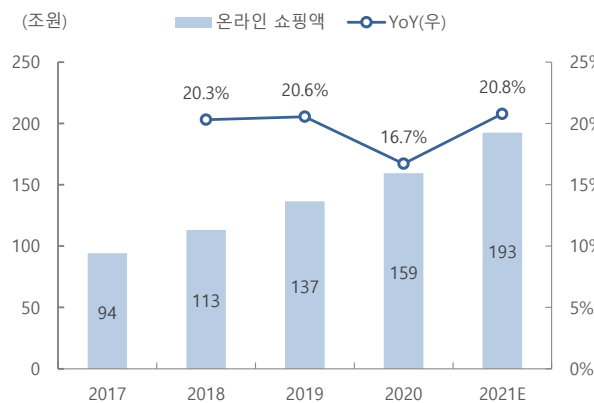
2) ‘플랫폼’에 집중하는 이유

2021년 온라인 쇼핑액 193조원 추정

2021년 11월 누적 온라인 쇼핑액은 174조 5,542억원으로, 2020년 연간 규모인 159조원을 이미 뛰어넘었으며, 연간 온라인 쇼핑액은 YoY 20.8% 성장한 192조원 5,872억원 수준으로 추정한다. 동시에 소매판매 내 온라인 침투율은 2019년 26.8% → 2020년 30.0% → 2021년 E 31.5%로 상승했다.

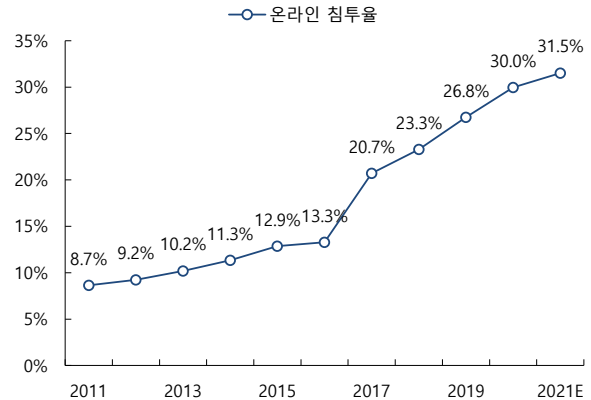
장기적으로 소비의 절반이 온라인으로 전환될 것이라고 전망하는 가운데, 코로나19 발생 및 확산은 기존에도 우상향하던 온라인 쇼핑의 성장을 가속화하는 계기가 되었다. 소비패턴이 코로나19에 무더진 지금도 온라인 쇼핑의 성장은 지속되고 있다는 것에 주목해야한다. 실제로, 지난해 상반기 오프라인 유통업체가 YoY 8.6% 성장(전년동기 -5.6%)하는 동안 온라인 유통은 YoY 16.1% 성장(전년동기 +17.5%)했다.

[도표 17] 국내 연간 온라인 쇼핑액 추이



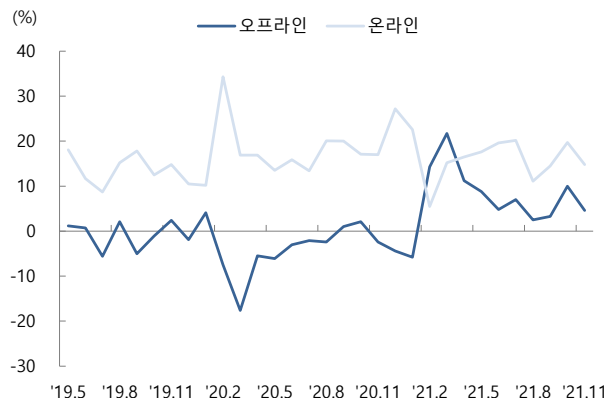
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 국내 온라인 쇼핑 침투율: 31.5%



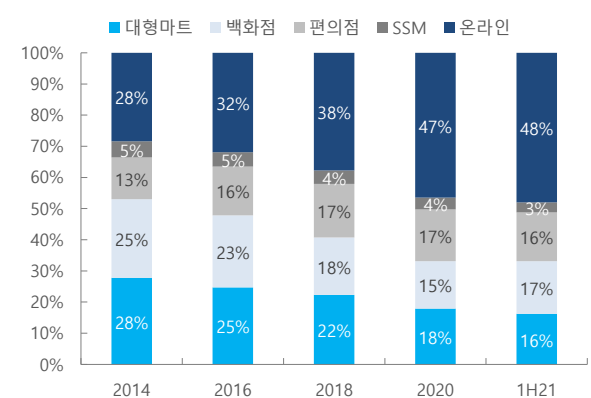
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 2017년 표본 개정

[도표 19] 업태별 성장률



자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

[도표 20] 업태별 구성비



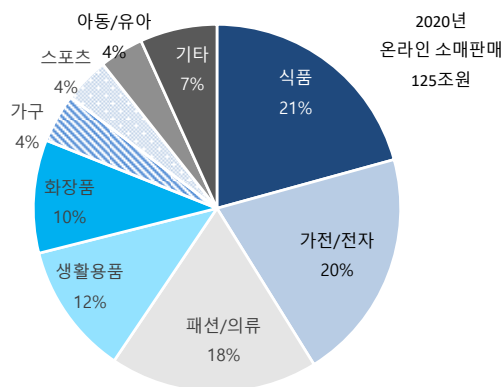
자료: 산업통상자원부, 교보증권 리서치센터

카테고리별 온라인 쇼핑 규모

2020년 기준 온라인 소매판매액(자동차 및 서비스 제외) 125조원 내 93%를 차지하는 주요 8개 소비재는, 식품 25.9조원, 가전/전자제품 25.5조원, 패션/의류 22.9조원, 생활용품 14.5조원, 화장품 12.4조원, 스포츠/레저용품 5.4조원, 가구 5.0조원, 아동/유아용품 4.9조원이다.

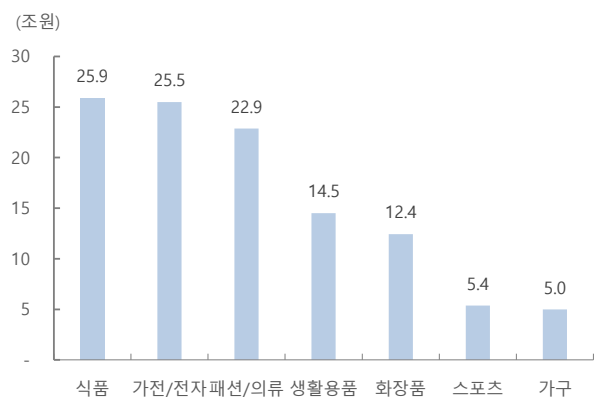
식품을 제외한 주요 소비재들은 높은 온라인 침투율을 가진다. 2021년 11월 품목별 온라인 비중은 기준 가전/전자 60.7%, 가구 50.7%, 화장품 40.0%, 패션/의류 35.7%이다. 반면, 식품은 전체 온라인 침투율인 31.5%를 하회하는 25.3%로 대표적인 고성장·저침투 품목이다.

[도표 21] 온라인 쇼핑 내 주요품목별 비중



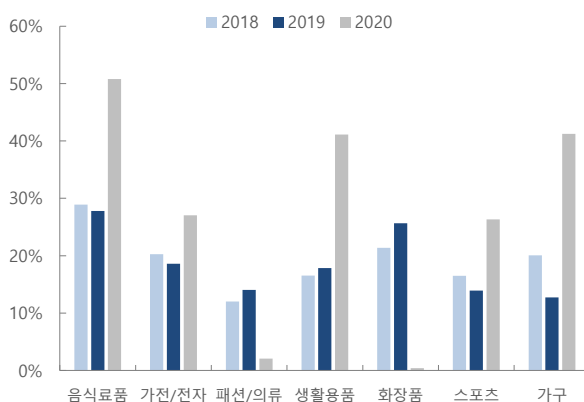
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 서비스 및 자동차 제외

[도표 22] 주요 소비재 온라인 쇼핑액 규모



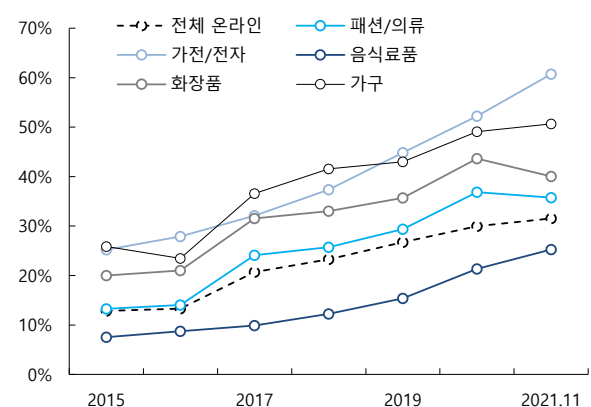
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 서비스 및 자동차 제외

[도표 23] 온라인 쇼핑 품목별 성장률



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 24] 품목별 온라인 침투율



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 서비스 및 자동차 제외

3) 버티컬 커머스 플랫폼 톺아보기

주요 버티컬 커머스 플랫폼

[도표 25] 주요 버티컬 커머스 Players

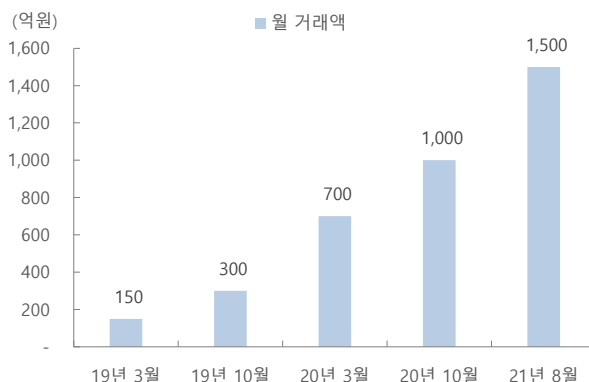
카테고리	플랫폼	상품군	거래액(추정)	2020년 실적	비고
가구/인테리어	오늘의집 	가구/인테리어 가전/가구 중심	월 거래액 1,500억원	Sales 759억원 OP -101억원	버킷플레이스 실적
식품	쓱닷컴 	식품 약 45%	20년 4.7조원 21년E 5.7조원	Sales 1조 2,941억원 OP -469억원	
	마켓컬리 	대부분 식품	20년 약 1조원 21년 약 2조원	Sales 9,508억원 OP -1,134억원	
	오아시스 	대부분 식품	20년 약 2,500억원 21년E 약 4,000억원	Sales 2,386억원 OP 97억원	온오프라인 합산
핸드메이드	아이디어스 	대부분 핸드메이드	월 거래액 약 200억원	Sales 416억원 OP -58억원	백패커 실적
화장품	올리브영 	코스메틱 55~60%	21년 약 2.4조원	Sales 1조 8,603억원 OP 1,018억원	온오프라인 합산
패션	무신사 	대부분 패션/의류	20년 약 1.2조원 21년 약 2.3조원	Sales 3,009억원 OP 332억원	21년 거래액 29CM, 스타일쉐어 등 포함
	지그재그 	대부분 패션/의류	20년 약 7,500억원 21년 약 1조원	Sales 400억원 OP -256억원	크로키닷컴 실적

자료: 각 사, Dart, 언론취합, 교보증권 리서치센터 주: 쓱닷컴, 오아시스는 당사 추정치. 이 외 회사발표 및 언론보도에 다른 추정

①혼수도 온라인으로: 오늘의집

‘오늘의집’은 2016년 버킷플레이스가 런칭한 가구 및 인테리어 커머스 플랫폼이다. 오늘의집은 가구 카테고리 킬러로서, 가구의 온라인 전환을 주도하고 홈인테리어 시장을 활성화시키고 있다. 올해 7월 누적 다운로드 수 2,000만을 달성했고 8월 월 거래액 1,500억원을 돌파하면서 트래픽을 흡수하고 있으며, 누적 투자유치금은 880억원에 달한다.

[도표 26] 오늘의집 월 거래액 1,500억원 달성



자료: 오늘의집, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 오늘의집 베스트셀러

(억원)	2018	2019	2020
매출액	72.1	242.7	759.2
매출원가	-	-	-
매출총이익	72.1	242.7	759.2
판관비	88.6	292.6	860.6
영업이익	- 16.5	- 49.9	- 101.3
당기순이익	- 14.4	- 45.4	- 98.0
성장성(YoY%)			
매출액		236.5	212.8
영업이익		적지	적지
당기순이익		적지	적지

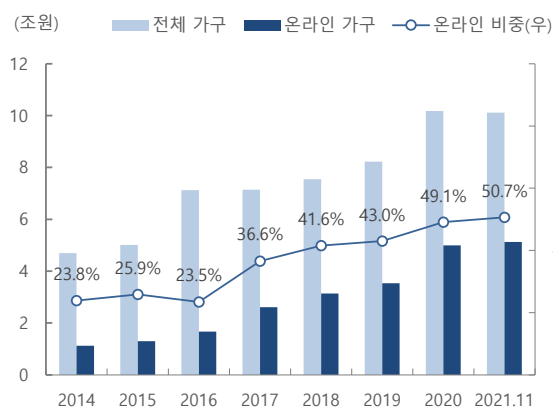
자료: 버킷플레이스, Dart, 교보증권 리서치센터

가구의 온라인 소비는 코로나19로 인한 온라인 쇼핑 선호현상, 재택근무 활성화 등에 따른 홈 퍼니싱(home furnishing) 관심 증대 등으로 가파르게 성장하고 있다. 2020년 가구 소매판매액 규모는 10조 1,766억원으로 YoY 23.7% 성장하는 동안 온라인 가구 쇼핑액은 41.3% 성장해 4조 9,944억원을 기록했다. 2021년 11월 누적 가구 온라인 쇼핑액은 YoY 13.9% 성장하면서 침투율은 2019년 43.0% → 2020년 49.1% → 2021년 11월 50.7%로 상승했다.

또한 가전/전자제품 판매 비중도 높을 것으로 추정된다. 오늘의집의 베스트셀러 중 대부분이 가구 또는 가전제품으로, 세탁기/건조기, 냉장고, 에어컨/에어프라이어 등과 같은 가전제품을 포함하기 때문이다. 가전/전자 부문은 대표적인 온라인 고침투 품목으로, 침투율이 2019년 44.8% → 2020년 52.3% → 2021.11 60.2%에 달하며, 2020년 기준 전체 소매판매 48.8조원, 온라인 25.5조원으로 규모가 크기 때문에, 향후 성장잠재력 및 매출기여도가 높을 것이라고 판단한다.

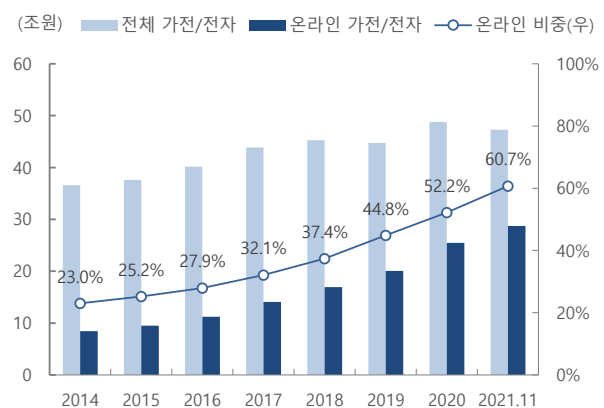
이처럼 오늘의집은 가구, 인테리어 소품뿐만 아니라 생활용품, 주방용품, 가전제품까지 다양한 카테고리를 커버해나가고 있다. 커머스 외 다른 영역으로 확장가능한 것도 매력적이다. 실제로, 2019년 4월 인테리어 시공서비스를 오픈했으며, 지난 12월에는 이사 서비스를 런칭했다. 인테리어 시공서비스는 2021년 8월 기준 월 거래액 200억원을 달성하기도 했다.

[도표 28] 가구 온라인 쇼핑액



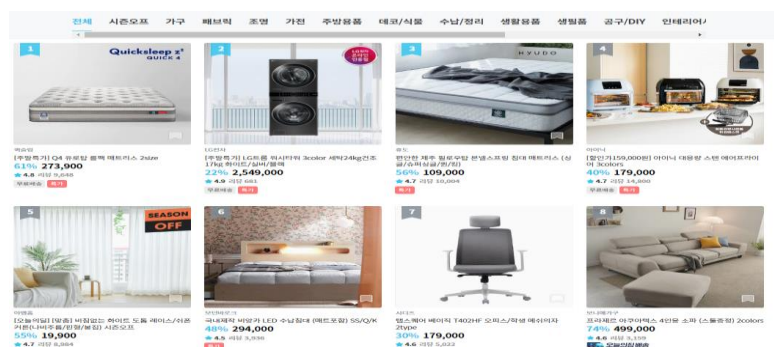
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 29] 가전/전자 온라인 쇼핑액



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 30] 오늘의집 베스트셀러

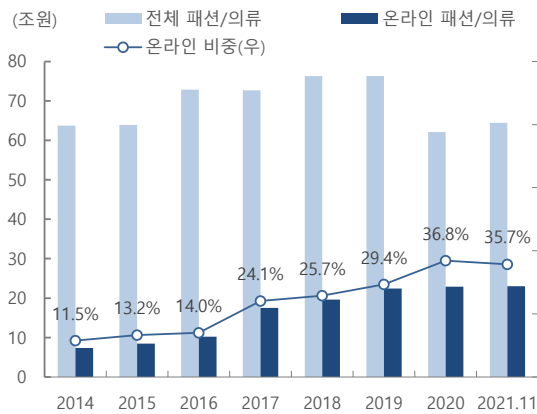


자료: 오늘의집, 교보증권 리서치센터

②의류/화장품: 단골 투자처 패션플랫폼

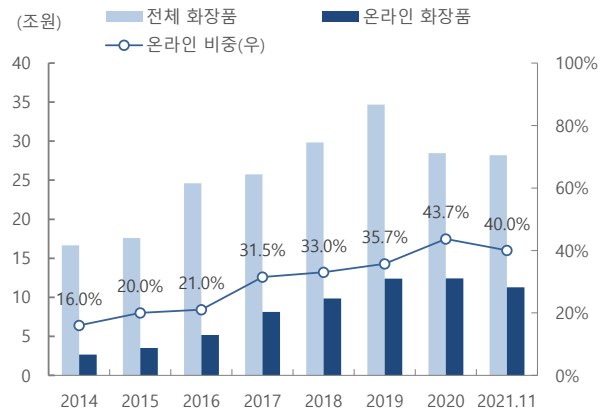
2020년 기준 패션/의류 소매판매 62.1조원 내 온라인 쇼핑액은 22.9조원(침투율 23.8%)이며, 화장품 소매판매 28.5조원 내 온라인은 12.4조원(침투율 43.7%)을 차지한다. 2021년 11월 누적 의류 소비의 온라인 침투율은 35.7%, 화장품의 온라인 침투율은 40.0%를 기록했다.

[도표 31] 패션/의류 온라인 쇼핑액



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 32] 화장품 온라인 쇼핑액



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

패션 이커머스는 1세대부터 4세대까지 진화했다. 과거 1세대 쇼핑물은 쿠팡, 11번가와 같은 종합몰 형태로, 오프라인 대비 저렴한 가격이 고객을 유인하는 경쟁력으로 작용했다. 이후 소비자들의 패션 관심도가 높아지고 온라인 쇼핑이 성장하면서 2세대 독립쇼핑몰이 자리잡았다. 독립 쇼핑몰은 전문화되고 조직화된 것이 특징이며, 지금은 하나의 브랜드로 인식되고 있다. 가장 최근 등장한 쇼핑몰은 세포마켓으로, 주로 인플루언서 또는 개인이 인스타그램, 스마트스토어 등을 통해 운영한다. 3세대 세포마켓은 가장 개인화·파편화되어있는 것이 특징이다.

현시점 온라인 의류 소비를 주도하는 카테고리 킬러는 4세대 쇼핑몰·마켓 편집숍이다. 2세대 독립 쇼핑몰과 3세대 세포마켓을 한데 모아놓은 형태로, 흔히 말하는 ‘패션플랫폼’에 해당한다. 패션플랫폼은 모바일 앱의 형태로 자리잡았으며, 간편결제, 빠른배송 등의 서비스를 내세워 MZ세대 여성을 중심으로 성장하고 있다.

[도표 33] 패션 커머스 변천사

	1 세대	2 세대	3 세대	4 세대
형태	오픈마켓, 소셜커머스	독립 쇼핑몰	세포마켓	쇼핑몰·마켓 편집숍
플랫폼	G마켓, 11번가, 쿠팡, 티몬 등	난닝구, 스타일난다, 바가지머리 등	인스타그램, 블로그, 스마트스토어 등	지그재그, 에이블리, 브랜드 등
주요 수단	인터넷	인터넷&모바일	인터넷&모바일	모바일
특징	저렴한 가격, 보편화	전문화, 브랜드화, 조직화	개인화, 파편화	맞춤 추천, 통합결제, 물류

자료: 교보증권 리서치센터

패션플랫폼은 최근 몇년간 가장 활발하게 투자가 이루어진 영역이기도 하다. 지난해 4월 카카오는 ‘지그재그’를 인수했으며(인수금액 1조원 추정), 이마트의 측닷컴은 W컨셉을 2,650억원에 인수했다. 또한, 1위 패션플랫폼인 무신사의 기업가치는 3.5조원에 달하는 것으로 추정된다.

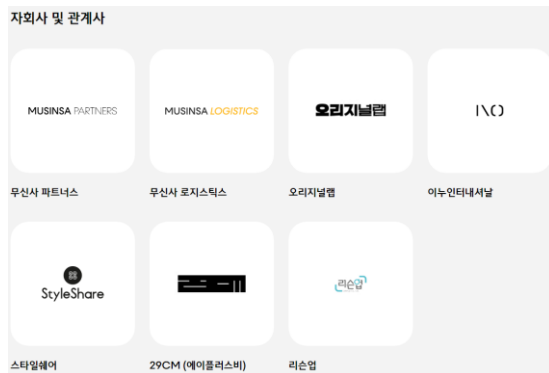
[도표 34] 무신사 실적 추이

(단위: 억원)

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	329	472	677	1,081.1	2,103.1	3,009.2
매출원가	69	109	216	357.6	866.9	1,246.5
매출총이익	261	363	461	723.5	1,236.2	1,762.7
영업이익	96	217	234	269.2	439.8	332.0
당기순이익	75.3	167.3	186.7	224.5	380.5	264.0
성장성(VoY%)						
매출액		43.4	43.4	59.6	94.5	43.1
영업이익		125.8	7.7	15.1	63.4	-24.5
당기순이익		122.1	11.6	20.2	69.5	-30.6
수익성(%)						
GPM	79.2%	76.9%	68.1%	66.9%	58.8%	58.6%
OPM	29.2%	46.0%	34.5%	4.9%	20.9%	11.0%
NPM	22.9%	35.4%	27.6%	20.8%	18.1%	8.8%

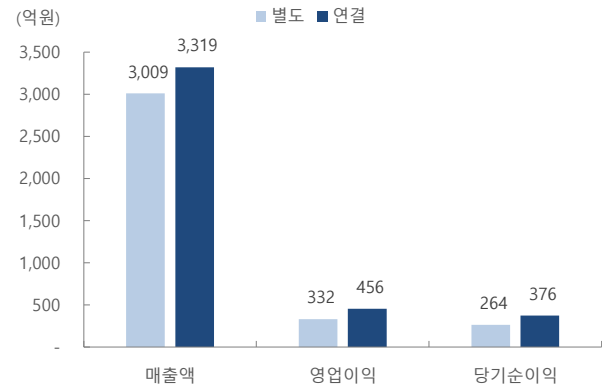
자료: 무신사, Dart, 교보증권 리서치센터 주: 별도기준

[도표 35] 무신사 자회사 및 관계사



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 36] 무신사 연결/별도 실적(2020년)



자료: 무신사, Dart, 교보증권 리서치센터

2. 탐나는 Killing 카테고리

올해 주목해야 할 카테고리 킬러들은 케이카, 오아시스, 올리브영이다. 공통적으로 1) 상장 또는 상장예정이며, 2) 이익을 창출하고 있고, 3) 성장잠재력이 큰 업체를 선별했다.

[도표 37] 올리브영, 케이카, 오아시스 요약

구분	 올리브영	 케이카	 오아시스
1. 2020 년 및 3Q21 실적			
매출액	20년 1조 8,603억원 3Q21 1조 5,177억원	20년 1조 3,231억원 3Q21 1조 4,006억원	20년 2,386억원 3Q21 2,601억원
영업이익	20년 1,018억원	20년 377억원 3Q21 569억원	20년 100억원 3Q21 43억원
OPM	20년 5.5%	20년 2.8% 3Q21 4.1%	20년 3.9% 3Q21 1.6%
2. 매출비중(매장수)			
온라인	20년 18% 3Q21 24%	20년 18% 3Q21 24%	20년 51% 3Q21 61%
오프라인 매장 수	3Q21 1,260개	3Q21 44개	2021.11 49개
3. 기업가치			
상장	-	1조 4,907억원(21.01.13)	-
비상장	1조 8,360억원(2021.03)	-	1조 100억원(2021.10)
4. 추정 투자지표(2021년 예상 실적 기준)			
PSR	약 0.9배	약 0.8배	약 2.7배
PER	약 20배	약 21배	-

자료: 각 사, 교보증권 리서치센터 주: 비상장 밸류는 언론보도 참고

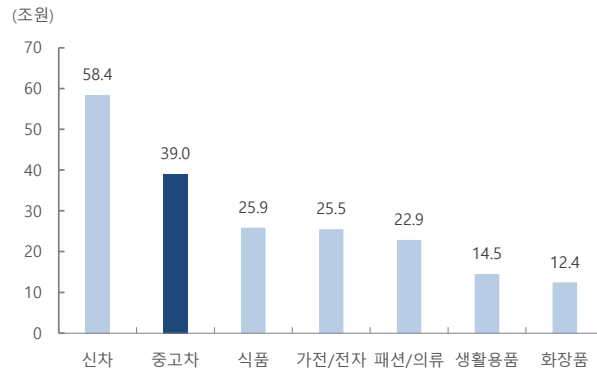
1) 중고차: 온라인 저침투 + MZ세대 = 성장 공식

중고차 산업: 극저침투 카테고리

미국 컨설팅사 Frost & Sullivan에 따르면, 2020년 기준 *국내 중고차 시장은 39조원 수준으로, 신차 58.4조원 다음으로 가장 큰 규모의 소비 품목이다. 다만 온라인으로 소비되는 중고차 비중은 1~2%에 불과한데, 이는 대표적인 저침투 품목인 식품(21%) 대비해서도 극도의 저침투 품목이다. 온라인 중고차 시장은 가파르게 성장할 것으로 전망한다. 1) 중고차는 온라인 저침투 품목으로서 소비의 온라인 전환과 궤를 같이하며, 2) 온라인 채널이 중고차 시장의 성숙화를 주도할 것이기 때문이다.

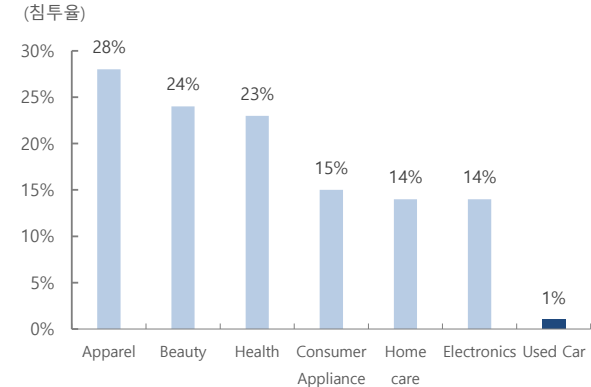
*중고차 시장 규모 39조원 ≙ 당사 추정치 37조원(2020년 케이카 중고차 판매단가 1,350만원 * 국내 중고차 판매대수 274.2만대)

[도표 38] 국내 중고차 시장 규모는 연간 39 조원



자료: 케이카, KOSIS, Frost & Sullivan, 교보증권 리서치센터 주: 2020년 기준

[도표 39] 국내 중고차 온라인 침투율은 1%에 불과

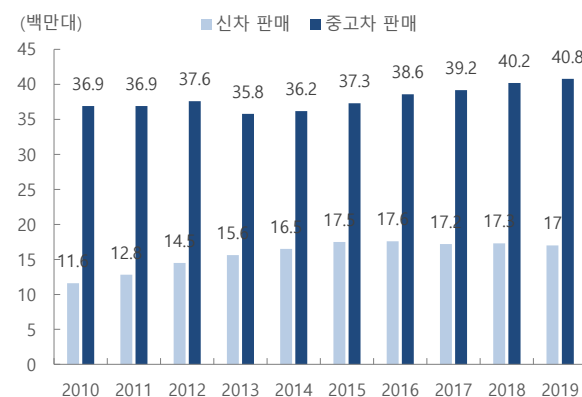


자료: 케이카, Euromonitor, Frost & Sullivan, 교보증권 리서치센터 주: 2019년 기준

미국 교통부에 따르면, 2019년 기준 미국의 중고차 판매량은 4,081만대로 신차 판매량 1,706만대의 2.4배에 달한다. 시장규모 또한 중고차 시장이 8,406억달러로 신차 6,365억달러 대비 1.3배 크다. 독일의 경우에도 2019년 중고차 판매량 719만대로, 신차 360만대 대비 2배 많다. 반면, 한국은 중고차 판매량이 신차 판매량 대비 1.4배에 불과하고, 중고차 시장규모가 신차 시장보다 44% 작다(중고차 39조원, 신차 58조원, 2020년).

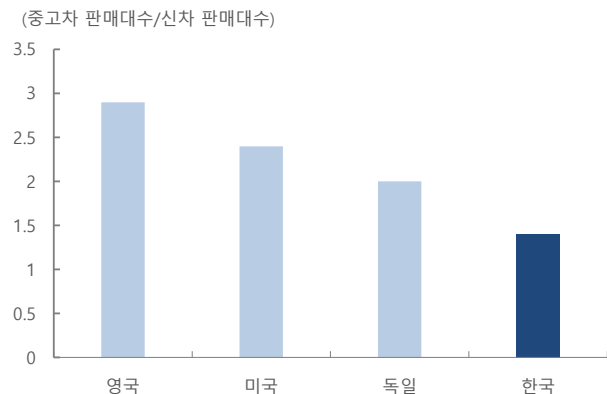
국내 중고차 시장이 상대적으로 위축된 이유는 중고차 시장에 대한 소비자의 신뢰도가 낮고, 시장이 미성숙하기 때문이다. 국내 중고차 시장은 중고차의 비 표준화, 상품의 복잡성, 높은 가격 등의 특성에 기인해, 파편화되어 있고 불투명한 업계 관습이 존재한다. 실제로, 전국경제인연합회 설문조사에 의하면 국내 소비자의 80%가 중고차 시장이 불투명하다고 인식하며, 이유는 가격산정 불산(31%), 허위/미끼 매물(31%), 주행거리 및 사고이력 조작(25%) 등이다.

[도표 40] 미국의 신차 및 중고차 판매량



자료: KOTRA, 미국 교통부, Statista, 교보증권 리서치센터

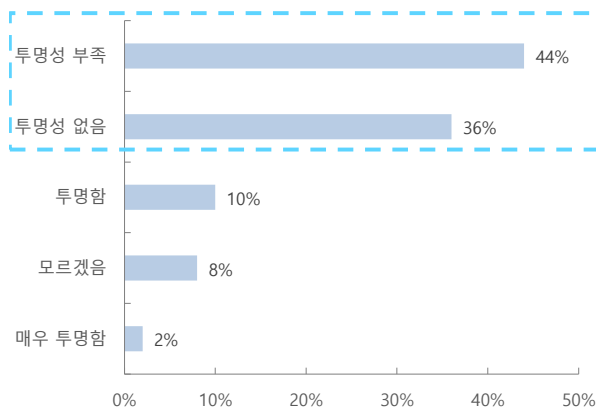
[도표 41] 선진국 및 한국 자동차 소비구조: 한국 성장여력 높음



자료: 케이카, 미국 교통부, 통계청, 미국 교보증권 리서치센터 주: 2019년 기준

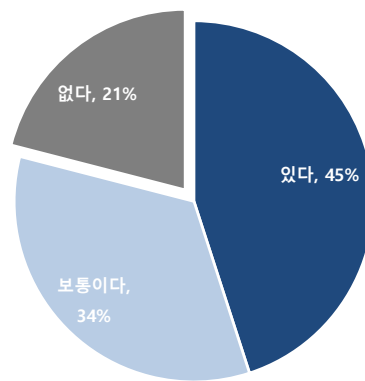
케이카가 주도하고 있는 중고차 판매의 온라인화는, 소비자 만족도 및 신뢰도를 확보함으로써 현존하는 국내 중고차 시장의 구조적인 불균형을 해소해나갈 것이라 전망된다. 케이카는 100% 직영 인증중고차 기반 중고차 품질관리, 자체 시세 솔루션 기반 가격 정책 등 차별화된 서비스로 중고차 이커머스 시장을 선도하고 있다. 이러한 높은 투명성과 신뢰성이라는 경쟁우위를 통해 소비자의 중고차 온라인 수요를 충족시키며 중고차 시장 내 M/S를 확대해나갈 것이다.

[도표 42] 국내 중고차 시장의 투명성에 대한 인식



자료: 케이카, 전국경제인연합회, 교보증권 리서치센터 주: 2020년 11월

[도표 43] 온라인 채널을 통한 중고차 구매의향 조사

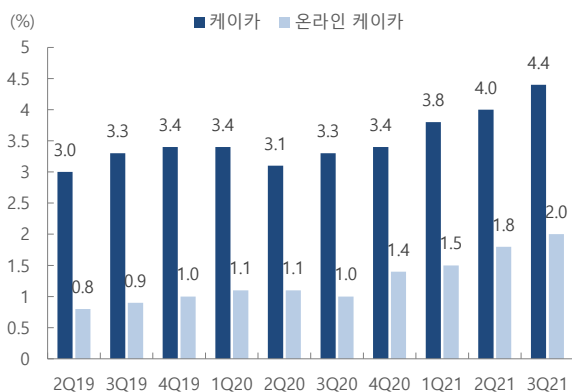


자료: 케이카, 마크로밀엠브레인, 교보증권 리서치센터 주: 2020년 7월

PSR 1배 미만 카테고리 킬러

저침투 품목의 온라인 전환이 이뤄지는 시점, 카테고리 킬러 플랫폼의 성장잠재력은 매우 크다. 이에, 지난해 10월 상장한 중고차 카테고리 킬러인 케이카에 주목할 필요가 있다. 케이카는 전체 중고차 시장 내 점유율이 4.1%에 불과하지만, 온라인 중고차 시장에서 81%를 차지한다. 동사는 온라인에서의 경쟁우위를 통해 중고차 시장 성장을 상회하면서 M/S를 흡수하고 있다.

[도표 44] 케이카 M/S: 전체 4.4%, 온라인 2.0%



자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 카바나 vs 케이카

구분	Carvana	케이카
1. 2020년 및 3Q21 실적		
매출액	20년 55.8억달러 3Q21 누적 90.6억달러	20년 1조 3,231억원 3Q21 누적 1조 4,006억원
영업이익	20년 -32.6억달러 3Q21 누적 10억달러	20년 377억원 3Q21 누적 569억원
OPM	적자지속 2Q21 분기 2.5%(흑전)	20년 2.8% 3Q21 4.1%
2. 기업가치		
시가총액	289.4억달러(34.3조원)	1조 4,907억원
PSR	21E 2.3배	21E 0.8배
PER	-	약 21배

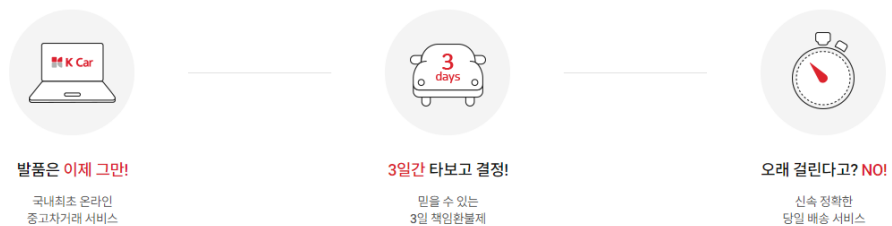
자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

이렇듯 케이카는 온라인 고성장을 지속하면서 1)중고차 시장의 계절성에서 비교적 자유로울 뿐만 아니라, 2)코로나19로 인한 소비둔화, 반도체 Shortage와 같은 부정적인 시장환경 내에서도 아웃퍼폼하고 있다. 실제로 3Q21 중고차 시장이 YoY -8.3%, QoQ -9.3%로 감소했으나, 동사의 온라인 매출이 YoY 97.1%, 판매대수가 YoY 77.3% 증가하면서 전체 매출액은 46.3% 성장했다.

MZ세대가 폭 빠진 케이카 홈서비스

케이카에 따르면, 지난해 상반기 홈서비스로 중고차를 구매한 고객 중 52.6%가 MZ세대다. 케이카의 ‘내차사기 홈서비스’는 온라인으로 차량을 주문·결제하고 집에서 받아볼 수 있는 비대면 중고차 구매 서비스로, 누적 약 38만 5,000명의 고객이 홈서비스를 통해 차량을 구매했다.

[도표 46] 케이카 내차사기 홈서비스



자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

케이카의 3Q21 매출액은 YoY 42% 성장한 1조 4,006억원을 기록했는데, 동기간 온라인 매출이 YoY 75.8% 성장하며 매출 성장을 견인했다. 케이카의 온라인 매출 비중은 2018년 20% → 2019년 25% → 2020년 32% → 3Q21 38%로 가파르게 상승하고 있다. 동시에, 온라인 채널 비중 확대에 따른 비용절감 효과로 영업이익률은 2019년 2.5% → 2020년 2.8% → 3Q21 4.1%로 개선되고 있다.

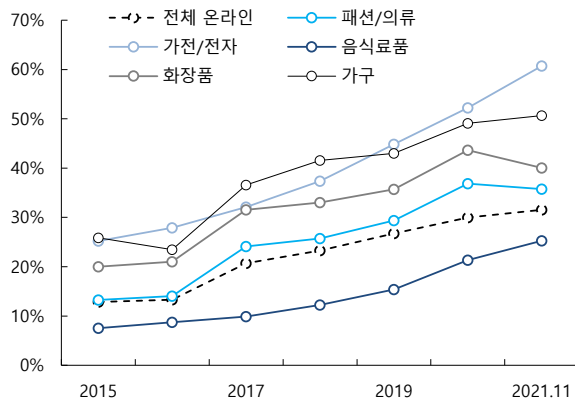
2) 식품: 경쟁심화? 오히려 좋아!

온라인 식품: 커지는 파이

식품은 대표적인 온라인 저침투 품목으로, 중고차, 의약품, 명품 정도를 제외하고 가장 낮은 온라인 비중을 가진다. 온라인 식품이 고성장한 배경은, 2015년 마켓컬리가 새벽배송(‘새벽배송’) 서비스를 개시하면서 식품의 온라인 수요가 증가하면서부터다. 이후, 헬로네이처, 오아시스와 같은 식품 전문몰이 등장했고, 쿠팡(쿠팡프레시), 이마트몰(쓱닷컴) 등 종합몰까지 새벽배송에 뛰어들었다. 그 결과 2017년 9.9%였던 식품의 온라인 비중은 2021년E 25%까지 상승했다.

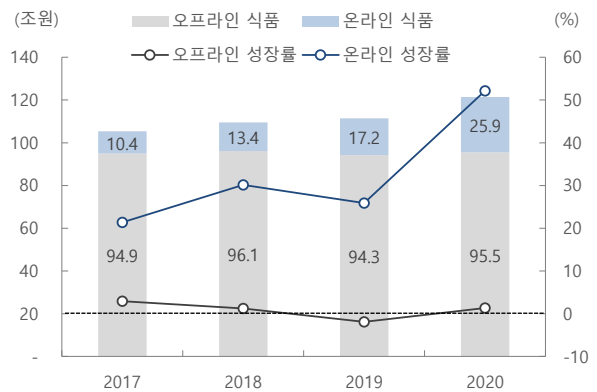
2021년 11월 누적 온라인 식품 거래액은 YoY 28.4% 증가한 29조 8,253억원으로, 이미 2020년 규모인 25.9조원을 넘어섰으며 2021년 연간 규모는 33조원에 달했을 것으로 추정한다. 이렇듯 새벽배송 활성화 및 온라인전환 가속화에 따라, 온라인 장보기 침투율은 2021년E 25% → 2023년 30% → 2025년 40%까지 확대될 것으로 전망한다.

[도표 47] 대표적인 저침투 품목인 식품



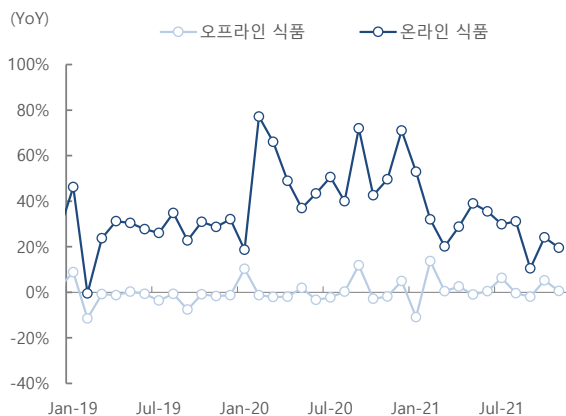
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 48] 식품 성장을 주도하는 온라인채널



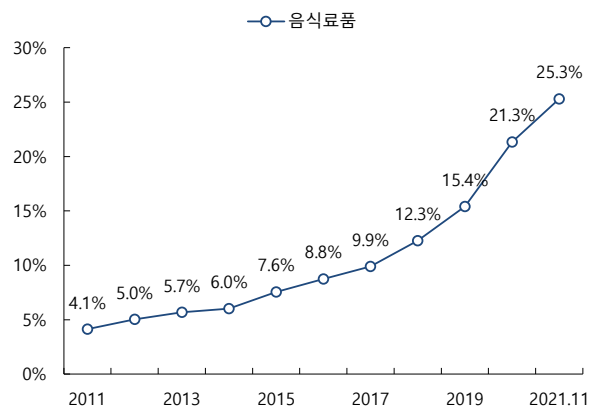
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 월별 온라인 식품 성장률



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 온라인 식품 침투율 25.3%



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

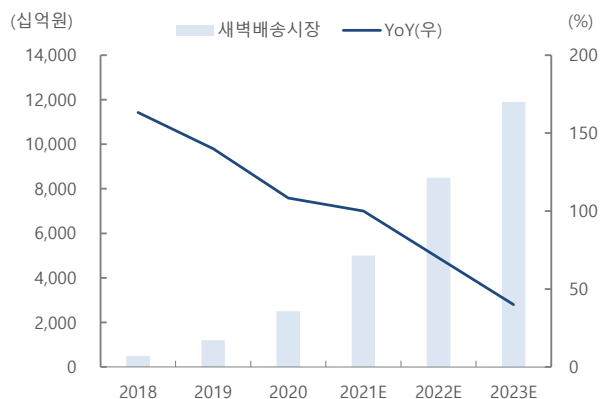
새벽배송 전문몰에 주목하자

이커머스 내에서도 유독 고성장하는 식품은 이커머스 업체들에게 점유율 확대의 기회이기에, 많은 기업들이 다양한 형태의 식품 플랫폼을 운영 중이다. 그 중에서도 “새벽배송” 버티컬 커머스에 주목해야 한다. 새벽배송은 식품의 메인 Last mile 방식으로서, 온라인 저침투 상품군인 식품 시장의 성장을 주도해나갈 전망이다. 새벽배송 시장 규모는 2021년 5조원 규모에서 2023년 11.9조원까지 성장할 것으로 추정하며, 이는 전체 식품 시장에서 8.7%, 온라인 식품 시장에서 29.3% 수준을 점유하는 것이다.

새벽배송의 지속가능한 성장을 전망하는 이유는, 1)장보기를 대체하기에 가장 적합하며 2)물류 효율성이 뛰어나기 때문이다. 새벽배송은 장보기를 대체할 수 있는 효율적인 수단이다. 지난해 한국의 여성 경제활동 참가율은 52.8%에 달하고, 1인가구비율이 31.7%로 상승했다. 이렇듯 바쁜 현대인에게 늦은 밤 온라인으로 주문하고, 다음날 아침 배송받는 것은 자연스러운 장보기 활동으로 자리잡고 있는 것이다. 실제로 한국식품커뮤니케이션포럼에 따르면, 20~50대 새벽배송 소비자 중 70%가 30~40대였으며, 학력은 대졸 이상이 86.8%, 직업은 사무직 및 공무원이 52%로 가장 많았다. 또한 고객의 월평균 가구소득은 200만~600만원대가 63.8%로 조사됐다.

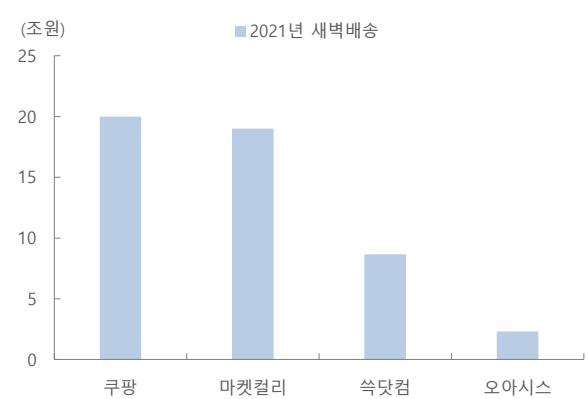
새벽배송은 정확하고 빠른 배송을 통해 신선한 식품을 배달할 수 있다. 출고부터 소비자에게 배송하기까지의 과정이 모두 자정을 넘긴 새벽시간에 이뤄지기 때문이다. 물류효율성을 높이는 요인은 고도화된 물류 시스템, 숙련된 인력 등 많겠지만, 무엇보다 교통체증이 없는 새벽 시간에 배달이 이뤄진다는 것이 새벽배송의 가장 주요한 경쟁력이다.

[도표 51] 새벽배송 시장 규모 추정



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 52] 업체별 새벽배송 거래액 추정



자료: 교보증권 리서치센터

새벽배송 경쟁심화? 오히려 좋아!

온라인 식품 시장이 2017년 10.4조원 → 2021년E 32.7조원으로 5년만에 3배 이상 성장하는 동안, 새벽배송 거래액(추정)은 2017년 1,900억원 → 2021년 5조원으로 전체 시장을 압도하는 성장세를 보였다. 이에 다양한 전문몰이 등장했었지만, 현재는마켓컬리, 오아시스 2개의 새벽배송 전문몰이 유의미하게 시장을 점유하고 있다. 마켓컬리와 오아시스는 지난해 상장주관사 선정을 마쳤으며, 올해 국내 증시에 상장할 것으로 예상된다.

새벽배송 내 경쟁심화에 따른 성장세 둔화, 이익훼손 등의 우려가 존재하나, 새벽배송 전문몰의 밸류는 지속 상승할 것이라고 판단한다. 새벽배송 산업은 파이가 커지고 있는 온라인 식품 내에서도 가장 고성장하고 있는 영역이기에 시장 선점효과가 매우 크기 때문이다.

실제로 두 업체가 앞두고 활발한 투자가 이어졌는데, 지난해 12월 마켓컬리가 2,500억원 규모의 투자를 유치하면서 4조원의 기업가치를 인정받으며 7월 2조 5,000억원 대비 1.6배 상승했다. 오아시스는 지난 한해 동안 3월 3,150억원 → 7월 7,500억원 → 10월 1조 100억원으로 기업가치가 상승했다.

특히, 오아시스는 성장 잠재력, 확장 가능성, 이익 창출력이 크기에 매력적이라고 판단한다. 오아시스는 여전히 평균 구매건수가 2만~2만 5천건 수준, 평균 구매단가도 3만원 수준에 불과하기 때문에 향후 고객 유입, SKU 확보 등에 따른 레버리지 효과가 클 것이다. 오아시스의 차별점은 오프라인 오아시스마켓이다. 오프라인 매장은 그 자체로도 수익을 창출하지만, 식품 전문몰에게 활용성이 크기 때문이다. 매장이 MFC(Micro Fulfillment Center)의 역할로서 다양한 배송서비스를 제공할 수 있으며, 쿠팡커머스 등 신사업에 진출하기 용이하다. 또한 오아시스는 식품 전문몰 중 유일하게 이익을 창출한다는 점에서 사업 효율성이 뛰어나다고 판단한다(3년 평균OPM 2.2%).

[도표 53] 새벽배송 플랫폼 Players

구분		
서비스 출시	2015년 5월	2018년 5월
새벽배송 서비스명	셋별배송	새벽배송
새벽배송 가능 지역	수도권, 충청권(21.05 진출), 대구(21.07) 부산&울산(21.12)	수도권, 충청권(21.07)
물류센터	김포, 송파물류센터(일 캐파 20만건 이상)	성남물류센터(일 캐파 6~7만건)
평균 구매건수 및 구매단가	10만건 초반/5만 6천원 이상	2만~2.5만건/약 3만원 추정
회원수	약 900만명	82만명(21.09 기준)
온라인 매출	2020년 9,531억원	2020년 1,227억원 2021.09 1,584억원
오프라인 매출	-	2020년 1,159억원 2021.09 1,017억원
매출액/영업이익	2020년 9,531억원/-1,134억원	2020년 2,386억원/100억원 2021.09 2,601억원/43억원

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 54] 지어소프트 연간 실적 추이

(단위: 억원)

(억원)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,005	1,316	1,596	2,589	3,924	6,491
오아시스	787	1,112	1,423	2,386	3,708	6,272
온라인	-	23	387	1,227	2,331	4,663
오프라인	787	1,088	1,037	1,159	1,376	1,609
별도 및 연결조정	217	204	172	203	217	219
매출총이익	177	290	392	684	1,027	1,716
영업이익	9	12	-1	100	75	118
오아시스	20	3	10	97	72	115
별도 및 연결조정	-11.3	8.9	-10.9	3.1	3.3	3.3
당기순이익	-14.0	9.7	-14.8	97.2	14.0	103.5
성장성(YoY%)						
매출액	56.6	30.9	21.3	62.2	51.6	65.4
오아시스	98.8	41.2	28.0	67.7	55.4	69.2
온라인	0.0	0.0	0.0	217.3	90.0	100.0
오프라인	98.8	38.2	-4.8	11.8	18.7	16.9
별도 및 연결조정	-11.4	-6.2	-15.4	17.5	7.0	1.0
영업이익	흑전	30.8	적전	흑전	-25.1	57.8
수익성(%)						
GPM	17.6%	22.0%	24.6%	26.4%	26.2%	26.4%
OPM	0.9%	0.9%	-0.1%	3.9%	1.9%	1.8%
오아시스	2.6%	0.3%	0.7%	4.1%	1.9%	1.8%
별도 및 연결조정	-5.2%	4.4%	-6.3%	1.5%	1.5%	1.5%
NPM	-1.4%	0.7%	-0.9%	3.8%	0.4%	1.6%

자료: 지어소프트, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 컬리 연간 실적 추이

(단위: 억원)

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	29.6	173.6	465.7	1,571.1	4,289.6	9,508.6
매출원가	23.8	133.6	339.5	1,143.7	3,236.6	7,054.1
매출총이익	5.8	40.1	126.3	427.4	1,053.0	2,454.5
영업이익	(53.7)	(88.3)	(124.0)	(336.8)	(986.3)	(1,134.1)
당기순이익	(60.5)	(140.9)	(126.0)	(349.5)	(976.0)	(2,130.1)
지배주주순이익	(60.5)	(140.9)	(126.0)	(349.5)	(976.0)	(2,130.1)
성장성(YoY%)						
매출액		487.1	168.3	237.3	173.0	121.7
영업이익		적지	적지	적지	적지	적지
당기순이익		적지	적지	적지	적지	적지
수익성(%)						
GPM	19.4%	23.1%	27.1%	27.2%	24.5%	25.8%
OPM	-181.7%	-50.9%	-26.6%	-21.4%	-23.0%	-11.9%
NPM	-204.7%	-81.1%	-27.1%	-22.2%	-22.8%	-22.4%

자료: 컬리, Dart, 교보증권 리서치센터

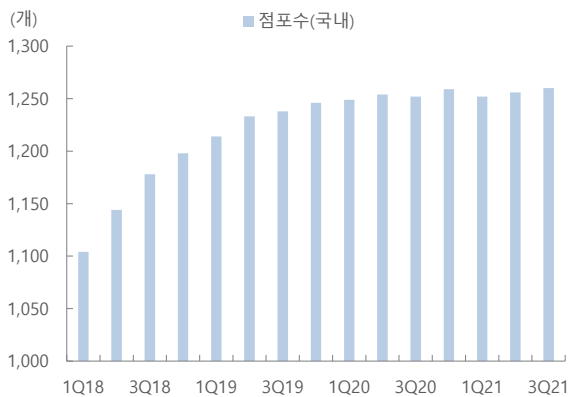
3) Cosmetic Killer: 올리브영

화장품 판매채널 1위

지난 12월 대표적인 로드숍 화장품 브랜드인 토니모리가 올리브영에 입점하면서, 대부분의 로드숍 브랜드가 H&B스토어 입점을 마쳤다. 올리브영은 오프라인 화장품 채널 1위를 차지하면서, 과거 주채널이었던 미샤, 이니스프리, 더페이스샵 등 로드숍을 대체하고 있다.

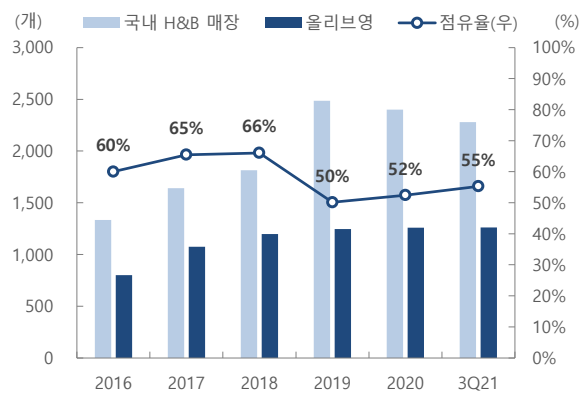
올리브영은 전국에 1,260개의 매장을 운영하고 있으며, 전체 H&B 스토어 2,279개 중 55%를 점유하고 있다(3Q21 기준). 올리브영은 국내 화장품 채널 1위 사업자로서, 전체 화장품 내 올리브영의 M/S은 2018년 8.7%에서 3Q21 11.7%로 상승했다(당사 추정치).

[도표 56] 올리브영 점포 수



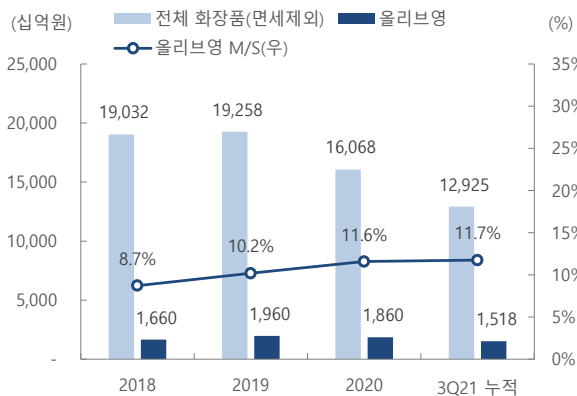
자료: 올리브영, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 올리브영 점유율 추이



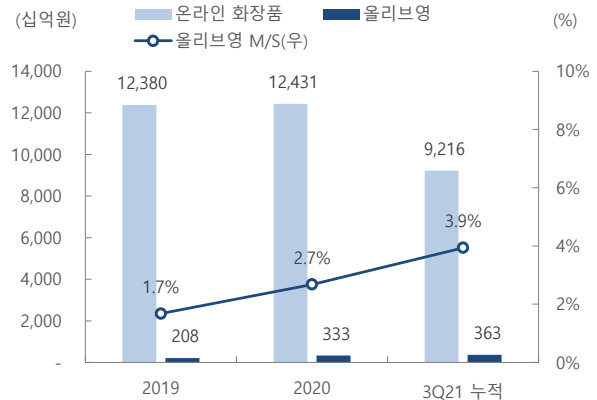
자료: 올리브영, Dart, 교보증권 리서치센터

[도표 58] 화장품 시장 올리브영 점유율 12%



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 면세는 당사추정치, 올리브영 전체 매출 적용

[도표 59] 온라인 화장품 시장 올리브영 점유율 4%



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 면세는 당사추정치, 올리브영 전체 매출 적용

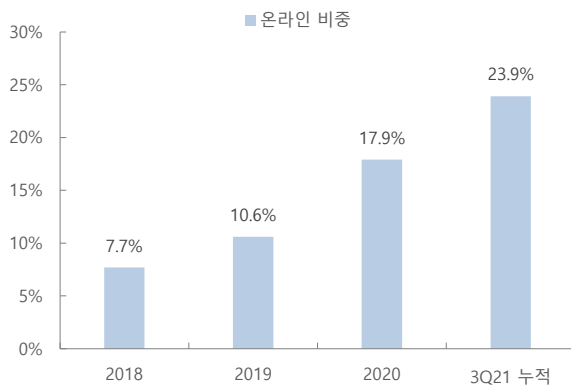
올리브영의 성장동력은 온라인 플랫폼

올리브영은 온라인 화장품 시장 내 점유율을 빠르게 흡수해나갈 것이라고 전망한다. 이는 올리브영이 1)오프라인 내 지배력 대비 온라인 점유율이 낮고, 2)오프라인 화장품 채널 1위의 경쟁우위 및 오프라인 매장을 활용한 배송서비스가 매력적이기 때문이다.

3Q21 누적 기준 전체 화장품 소매판매 내 온라인 비중은 40.6%, 오프라인 16.3% 수준이다. 2018년을 기점으로, 화장품은 이미 온라인 소비가 오프라인을 뛰어넘었으며, 2019년 기준 화장품 소매판매액 34조 6,704억원 내 채널별 비중은 면세점 44.5%, 온라인 35.7%, 오프라인(면세 제외) 19.8%로 추정한다.

올리브영의 온라인 매출액은 2019년 2,078억원 → 2020년 3,330억원 → 3Q21 누적 3,629억원으로 가파르게 성장하고 있다. 그럼에도 올리브영의 온라인 M/S는 2019년 1.7% → 3Q21 3.9%에 불과하다. 올리브영 온라인몰의 차별점이자 성장동력은 오프라인 매장을 활용한 다양한 배송서비스다. 특히, ‘오늘드림’ 서비스는 고객이 온라인몰에서 상품을 주문하면 2~3시간만에 이륜차를 통해 바로 배송해주는 방식이다. 3Q21 기준 서울 및 인천지역 온라인 주문 내 오늘드림 비중은 39%에 달하며, 이 비중을 지속 확대해나갈 계획이다.

[도표 60] 올리브영 온라인 매출 비중



자료: 올리브영, 교보증권 리서치센터

[도표 61] 올리브영 오늘드림



자료: 올리브영, 교보증권 리서치센터

Company Analysis



종목명	투자의견	목표주가	비고
케이카(381970)	NR	NR	NR

Company Analysis

케이카 381970

Jan 17, 2022

중고차 카테고리 킬러 등장

Not Rated

Company Data

현재가(01/13)	31,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	41,700 원
52 주 최저가(보통주)	22,400 원
KOSPI (01/13)	2,962.09p
KOSDAQ (01/13)	983.25p
자본금	67 억원
시가총액	14,907 억원
발행주식수(보통주)	4,809 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	39.8 만주
평균거래대금(60 일)	131 억원
외국인지분(보통주)	18.15%
주요주주	
한앤코오토서비스홀딩스유한회사	72.00%
UBSAG 외 9 인	7.78%

Price & Relative Performance



투자포인트 1. PSR 1배 미만 카테고리 킬러 플랫폼

케이카는 중고차 버티컬 커머스 업체로, 온라인 매출비중은 42%이며 올해를 기점으로 50% 넘어설 것으로 추정. 동사는 전체 중고차 M/S 5% 수준에 불과하지만, 온라인 중고차 M/S 81%에 달함. 중고차 온라인화의 선도업체로서, 점유율을 흡수하고 있음.

온라인 중고차 시장은 가파르게 성장할 것으로 전망함. 중고차의 온라인 침투율은 1~2%에 불과한데, 이는 대표적인 저침투 품목 식품(21%)대비해서도 극도로 저침투 품목임. 저침투 품목의 온라인 전환이 이뤄지는 시점, 카테고리 킬러 플랫폼의 성장잠재력은 매우 크다는 것에 주목해야 함.

투자포인트 2. 중고차 가격 상승 수혜주

글로벌 반도체 Shortage와 그에 따른 신차 출고 지연 현상은 중고차 가격 상승을 야기함. 지난해 하반기 내내 미국 중고차 CPI는 YoY 30~45% 수준 성장을 지속함. 한국의 경우에도 중고차 가격상승이 이어지고 있음. 케이카의 중고차 판매단가는 2020년 1,350만원에서 3Q21(누적) 1,530만원으로 상승함. 동시에 3Q21 전체 판매대수 YoY 23% 증가, 온라인 62% 증가함. 동사에게 중고차 P의 상승은 단기적으로 매출 확대에 직결되며, 장기적으로는 P의 상승추세에 따라 마진이 향상될 수 있기에 긍정적. 다만 분명한 것은, 동사는 시장을 아웃퍼폼하면서 Q의 고성장을 동반하며, 동사의 점유율은 여전히 전체 중고차 시장 내 5%, 이커머스 매출로는 2%에 불과하기에 높은 성장여력을 가짐.

완성차업체 진입? 오히려 좋아!

지난 12월, 완성차 업체들이 중고차 시장 진출을 공식화하면서, 논의가 진행되고 있음. 예정대로라면 연내 현대기아차가 중고차 시장 진입할 것으로 예상. 표면적으로 동사에 큰 위협으로 보이나 단기 영향을 끼칠 수 있는 매입대상의 비중은 5.6%에 불과하며, 중고차 시장의 성장 및 성숙화 측면에서 완성차 업체들의 시장 진입은 당연한 수순임

Forecast earnings & Valuation

12월산 (십억원)	2016.12	2017.12	2018.12	2019.12	2020.12
매출액 (십억원)	-	-	743	1,185	1,323
YoY(%)	-	-	-	59.6	11.6
영업이익 (십억원)	-	-	-1	29	38
OP 마진(%)	-	-	-0.1	2.4	2.9
순이익 (십억원)	-	-	-6	15	24
EPS(원)	-	-	-537	1,107	1,807
YoY(%)	-	-	-	흑전	63.3
PER(배)	-	-	-	-	-
PCR(배)	-	-	-	-	-
PBR(배)	-	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)	-	-	8.0	2.9	1.9
ROE(%)	-	-	-7.6	10.7	15.1



유통/화장품 정소은

3771-9082, 20200054@ipovest.com

1. 기업개요

PSR 1배 미만 카테고리 킬러 플랫폼

케이카는 온오프라인 직영중고차 유통사로, 100% CPO(Certified Pre-Owned, 직영중고차) 사업모델을 영위한다. 동사는 2016년 CPO 사업자 최초로 비대면 중고차 구매 서비스, 즉 중고차 이커머스를 개척했다. 2020년 기준 동사의 매출액은 1조 3,231억원으로, 오프라인 중고차 판매 8,000억원(60.5%), 온라인 중고차 판매 4,210억원(31.8%)로 중고차 소매판매가 대부분이며, 그 외 기타(경매, 렌터카 등) 1,021억원(7.7%)로 구성된다. 2020년 영업이익 및 순이익은 377억원/241억원으로 OPM 2.8%, NPM 1.8%를 기록했다. 2021년 동사의 매출액은 YoY 42% 성장한 1조 8,790억원, 영업이익은 YoY 99% 성장한 750억원(OPM 4%) 수준으로 추정된다(블룸버그 추정치).

동사의 전신은 2000년 설립된 엔카네트워크다. 엔카네트워크는 SK의 계열사로 시작해, 2013년 SK C&C의 중고차 사업부인 엔카사업부로 흡수합병되었다. 2014년 4월, 엔카사업부의 온라인 부문이 물적분할되어 SK엔카닷컴(현 엔카닷컴) 설립되면서 호주의 Carsales Holdings에 매각했다. 이후 2018년 4월, SK엔카직영(오프라인) 부문을 한앤코오토서비스홀딩스가 인수하면서, 에이치씨에이에스(현 케이카)를 설립했다. 2021년 3월 케이카로 사명을 변경 후, 2021년 10월 13일 코스피 상장했다.

[도표 62] 케이카 연간 및 3분기 실적

(단위: 십억원)

(십억원)	2018	2019	2020	3Q20(누적)	3Q21(누적)
매출액	990.0	1,185.4	1,323.1	986.0	1,400.6
오프라인	721.0	808.0	800.0	614.8	728.6
온라인	200.0	293.0	421.0	299.8	527.0
기타	69.0	84.4	102.1	71.4	145.0
매출원가	901.0	1,062.4	1,179.1	879.6	1,245.3
매출총이익	89.0	123.0	144.0	106.4	155.3
영업이익	- 1.3	29.2	37.7	30.1	56.9
당기순이익	- 5.7	14.8	24.1	19.5	38.8
성장성(YoY%)					
매출액		19.7	11.6	11.9	42.0
오프라인		12.1	-1.0		18.5
온라인		46.5	43.7		75.8
기타		22.3	21.1		103.2
영업이익		흑전	29.1	63.6	88.8
당기순이익		흑전	63.3		99.0
수익성(%)					
GPM	9.0%	10.4%	10.9%	10.8%	11.1%
OPM	-0.1%	2.5%	2.8%	3.1%	4.1%
NPM	-0.6%	1.2%	1.8%	2.0%	2.8%
매출 비중(%)					
오프라인	72.8%	68.2%	60.5%	62.4%	52.0%
온라인	20.2%	24.7%	31.8%	30.4%	37.6%
기타	7.0%	7.1%	7.7%	7.2%	10.4%

자료: 케이카, Dart, 교보증권 리서치센터

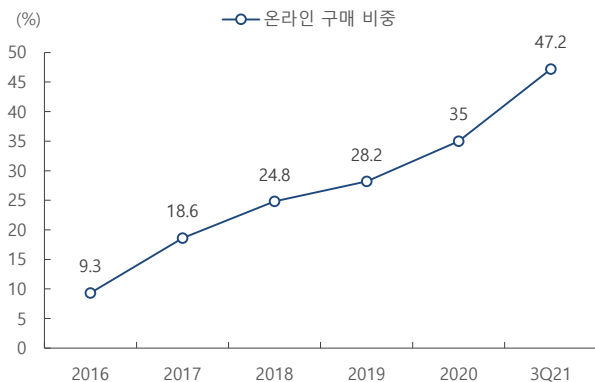
2. 온라인 중고차 카테고리 킬러

전체 중고차 내 5%, 온라인 중고차 내 81% 점유

케이카는 온라인 중고차 버티컬 커머스 플랫폼이다. 판매량 기준 온라인 채널(내차사기 홈서비스) 비중은 2016년 9.3% → 2020년 35.0% → 3Q21 47%로 가파르게 상승하고 있다. 매출 기준으로는, 중고차 판매 내 온라인 매출 2020년 35%, 3Q21 누적 42%이다. 이커머스는 동사의 성장동력으로, 올해를 기점으로 온라인 판매 비중은 50%를 넘어설 것으로 추정한다.

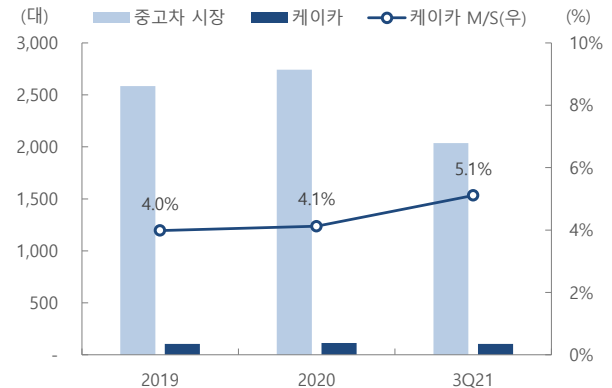
케이카는 전체 중고차 시장 내 점유율이 5% 수준에 불과하지만, 온라인 중고차 시장에서 81%를 차지한다. 동사는 중고차 온라인 시장을 선도하면서 중고차 시장 성장을 상회하면서 M/S를 흡수하고 있다. 주목할 점은, 저침투 품목의 온라인 전환이 이뤄지는 시점, 카테고리 킬러 플랫폼의 성장잠재력은 매우 크다는 것이다.

[도표 63] 케이카 중고차 온라인 판매 비중



자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 케이카의 중고차 시장 점유율은 5%



자료: 케이카, 교보증권 리서치센터 주: 경매 포함

‘내차사기 홈서비스’는 온라인으로 차량을 주문·결제하고 집에서 받아볼 수 있는 비대면 중고차 구매 서비스로, 누적 약 38만 5,000명의 고객이 홈서비스를 통해 차량을 구매했다. 내차사기 홈서비스 이용채널은 모바일 55%, PC 26%, 기타(전화 등) 19%로 구성된다.

[도표 65] 케이카 내차사기 홈서비스



발품은 이제 그만!

국내최초 온라인
중고차거래 서비스



3일간 타보고 결정!

믿을 수 있는
3일 책임환불제



오래 걸린다고? NO!

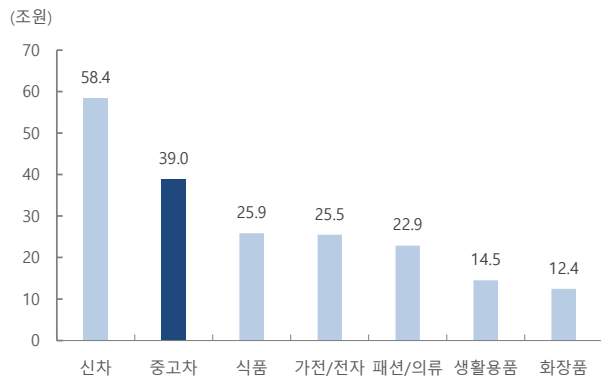
신속 정확한
당일 배송 서비스

자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

중고차 산업: 극저침투 카테고리

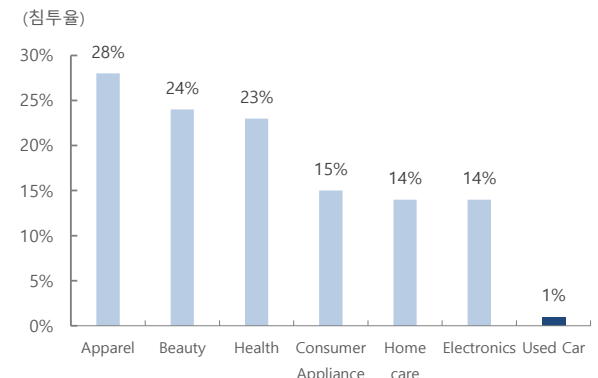
미국 컨설팅사 Frost & Sullivan에 따르면, 2020년 기준 *국내 중고차 시장은 39조원 수준으로, 신차 58.4조원 다음으로 가장 큰 규모의 소비 품목이다. 다만 온라인으로 소비되는 중고차 비중은 1~2%에 불과한데, 이는 대표적인 저침투 품목 식품(21%) 대비해서도 극도로 저침투 품목이다. *중고차 시장 39조원 ≙ 당사 추정치 37조원(2020년 케이카 중고차 판매단가 1,350만원 * 국내 중고차 판매대수 274.2만대)

[도표 66] 국내 중고차 시장 규모는 연간 39 조원



자료: 케이카, KOSIS, Frost & Sullivan, 교보증권 리서치센터 주: 2020년 기준

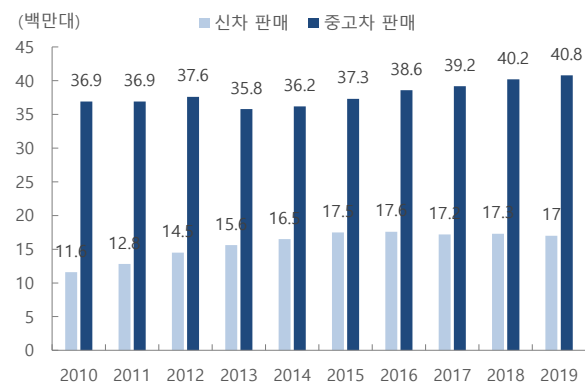
[도표 67] 국내 중고차 온라인 침투율은 1%에 불과



자료: 케이카, Euromonitor, Frost & Sullivan, 교보증권 리서치센터 주: 2019년 기준

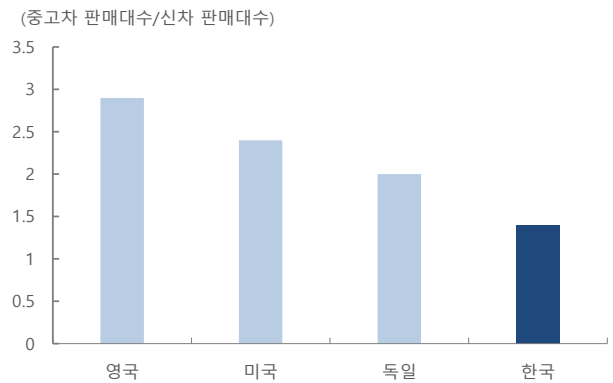
온라인 중고차 시장은 가파르게 성장할 것으로 전망한다. 1) 중고차는 온라인 저침투 품목으로서 소비의 온라인 전환과 궤를 같이하며, 2) 온라인 채널이 중고차 시장의 성숙화를 주도할 것이기 때문이다. 미국 교통부에 따르면, 2019년 기준 미국의 중고차 판매량은 4,081만대로 신차 판매량 1,706만대의 2.4배에 달한다. 시장규모 또한 중고차 시장이 8,406억달러로 신차 6,365억달러 대비 1.3배 크다. 독일의 경우에도 2019년 중고차 판매량 719만대로, 신차 360만대 대비 2배 많다. 반면, 한국은 중고차 판매량이 신차 판매량 대비 1.4배에 불과하고, 중고차 시장규모가 신차 시장보다 44% 작다(중고차 39조원, 신차 58조원, 2020년).

[도표 68] 미국의 신차 및 중고차 판매량



자료: KOTRA, 미국 교통부, Statista, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 선진국 및 한국 자동차 소비구조: 한국 성장여력 높음

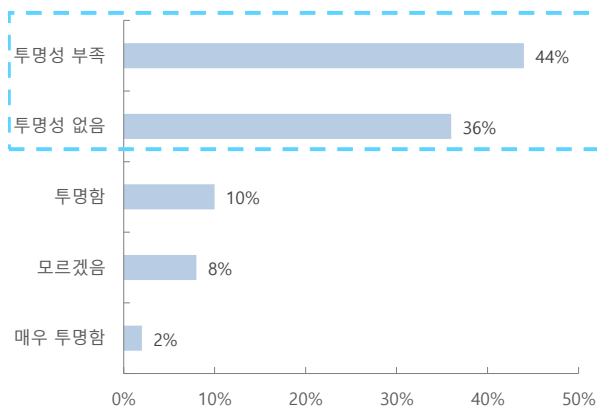


자료: 케이카, 미국 교통부, 통계청, 미국 교보증권 리서치센터 주: 2019년 기준

국내 중고차 시장이 상대적으로 위축된 이유는 중고차 시장에 대한 소비자의 신뢰도가 낮고, 시장이 미성숙하기 때문이다. 국내 중고차 시장은 중고차의 비 표준화, 상품의 복잡성, 높은 가격 등의 특성에 기인해, 파편화되어 있고 불투명한 업계 관습이 존재한다. 실제로, 전국경제인연합회 설문조사에 의하면 국내 소비자의 80%가 중고차 시장이 불투명하다고 인식하며, 이유는 가격산정 불산(31%), 허위/미끼 매물(31%), 주행거리 및 사고이력 조작(25%) 등이다.

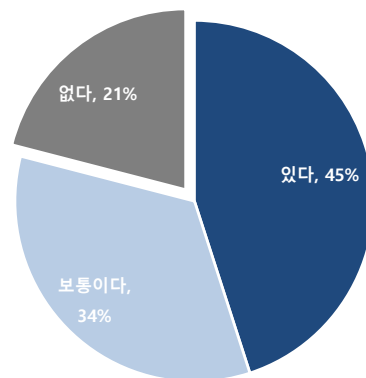
케이카가 주도하고 있는 중고차 판매의 온라인화는, 소비자 만족도 및 신뢰도를 확보함으로써 현존하는 국내 중고차 시장의 구조적인 불균형을 해소해나갈 것이라 전망된다. 케이카는 100% 직영 인증중고차 기반 중고차 품질관리, 자체 시세 솔루션 기반 가격 정책 등 차별화된 서비스로 중고차 이커머스 시장을 선도하고 있다. 이러한 높은 투명성과 신뢰성이라는 경쟁우위를 통해 소비자의 중고차 온라인 수요를 충족시키며 중고차 시장 내 M/S를 확대해나갈 것이다.

[도표 70] 국내 중고차 시장의 투명성에 대한 인식



자료: 케이카, 전국경제인연합회, 교보증권 리서치센터 주: 2020년 11월

[도표 71] 온라인 채널을 통한 중고차 구매의향 조사



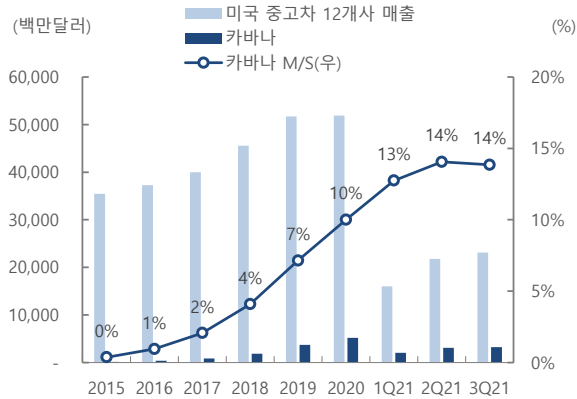
자료: 케이카, 마크로밀엠브레인, 교보증권 리서치센터 주: 2020년 7월

미국 중고차 온라인 시장 1위: 카바나

2013년 1월 설립한 미국의 중고차 업체 카바나(Carvana)는 100% 온라인 커머스 사업을 영위한다. 카바나는 2020년 기준 미국 중고차 시장 내 0.7% 수준을 점유하는 것으로 추정된다 (2020년 카바나 판매대수 30만대/미국의 연간 중고차 판매대수 4,000만대). 미국의 중고차 시장은 매우 파편화되어 있어, 상위 100개 업체가 전체 시장의 9.3%에 불과하다. 블룸버그에 따르면, 미국 내 주요 12개 중고차 판매업체(전체 시장의 6% 규모) 내 케이카의 비중은 2017년 4%에서 2020년 10%로 가파르게 상승했으며 3Q21 14%로 확대됐다.

카바나의 현 시가총액은 289.4억달러(한화 약 34.3조원)로, 상장(2017.04) 이후 16.4배 상승한 수준이다. 이는, 북미 최대 오프라인 중고차 사업자인 카맥스(CarMax) 시가총액 189.9억달러(약 22.6조원)를 상회하는 것으로, 카바나는 중고차 시가총액 1등 기업이다.

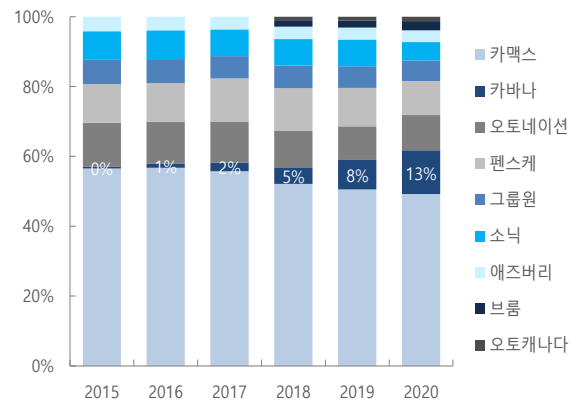
[도표 72] 미국 주요 중고차 업체 내 카바나 M/S(매출 기준)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

주: 중고차 시장 모집단은 상장된 12개 업체(CarMax, Carvana, Penske, AutoNation 등 포함). 북미 전체 중고차 시장의 6% 수준으로 추정됨

[도표 73] 미국 주요 중고차 업체 내 카바나 M/S(판매량 기준)



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

카바나 vs. 케이카

블룸버그 추정치에 따르면, 카바나의 2021년 예상 매출액은 전년대비 124% 성장한 125.2억 달러로, 2017~2021E 5년 CAGR 95%에 달한다. 2021년 예상 실적 기준 PSR 2.3배에 거래되고 있다. 2021년 카바나의 영업손실 989억달러, 순손실 1,028억원으로 적자지속을 예상한다. 반면, 케이카는 2021년 영업이익 750억, 순이익 510억원을 기록할 전망이다. 2021년 예상 실적 기준 케이카의 현 시가총액 1.5조원은 PSR 0.8배, PER은 21배에 불과하다. 케이카는 국내 중고차 온라인화를 주도하고 있으며, 그 매출 성장세 및 이익창출능력이 뛰어나기에 밸류에이션 상승여력은 충분하다고 판단한다.

[도표 74] 카바나 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 75] 카바나 vs 케이카

구분	Carvana	케이카
1. 2020년 및 3Q21 실적		
매출액	20년 55.8억달러 3Q21 누적 90.6억달러	20년 1조 3,231억원 3Q21 누적 1조 4,006억원
영업이익	20년 -32.6억달러 3Q21 누적 10억달러	20년 377억원 3Q21 누적 569억원
OPM	적자지속 2Q21 분기 2.5%(흑전)	20년 2.8% 3Q21 4.1%
2. 기업가치		
시가총액	289.4억달러(34.3조원)	1조 4,907억원
PSR	21E 2.3배	21E 0.8배
PER	-	약 21배

자료: 각 사, Bloomberg, 교보증권 리서치센터 주: 21.01.13 기준

[도표 76] 중고차 유통 Peers table

기업	연도	실적(백만달러)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x)			
		매출액	영업이익	순이익	매출액	영업이익	순이익	OPM	NPM	P/S	P/E	P/B	ROE
케이카(십억원)	2020	1,323	38	0	11.6	29.1	59.5	2.8	1.8	-	-	-	15.2
	2021E	1,879	75	51	42.0	97.7	248350.2	4.0	2.7	0.8	29.4	6.3	26.0
	2022E	2,288	100	70	21.8	34.5	38.0	4.4	3.1	0.7	21.2	5.8	31.0
Carvana	2021	5,587	-326	-171	41.8	-17.1	-23.3	-5.8	-2.5	2.8	-	106.4	-57.5
	2022E	12,511	-98	-103	123.9	-70.1	-39.9	-0.8	-1.7	2.3	-	101.9	-47.1
	2023E	16,374	73	-71	30.9	-174.8	-31.4	0.4	-0.8	1.8	-	-	-3.1
CarMax	2020	18,950	1,043	747	-6.7	-15.8	-15.9	5.5	3.9	1.0	26.4	4.5	18.4
	2021E	31,666	1,640	1,219	67.1	57.2	63.2	5.2	3.8	0.6	16.4	5.2	25.7
	2022E	32,419	1,662	1,217	2.4	1.3	-0.2	5.1	3.7	0.6	16.3	4.5	21.5
Penske Automotive	2020	20,444	700	544	-11.8	10.0	26.5	3.4	2.6	0.2	8.9	1.4	17.5
	2021E	25,557	1,329	1,189	25.0	89.8	118.8	5.2	4.6	0.3	7.1	2.1	31.7
	2022E	27,147	1,234	1,079	6.2	-7.2	-9.3	4.5	4.0	0.3	7.7	1.8	23.3
AutoNation	2020	20,390	1,332	382	-4.4	62.6	130.9	6.5	4.8	0.3	6.3	1.8	30.9
	2021E	25,727	1,837	1,317	26.2	37.9	245.2	7.1	5.1	0.3	6.5	3.2	44.2
	2022E	27,246	1,728	1,188	5.9	-5.9	-9.9	6.3	4.4	0.3	6.4	2.4	38.2
Vroom	2020	1,358	-175	-203	13.9	-32.4	-30.0	-12.9	-13.5	2.2	-	4.5	-
	2021E	3,145	-335	-347	131.7	90.9	71.0	-10.6	-11.0	0.4	-	-	-31.8
	2022E	4,660	-348	-361	48.1	4.2	4.0	-7.5	-7.8	0.3	-	-	-48.4

자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터 주: 카맥스는 2월 결산. FY2021은 2020.03~2021.02

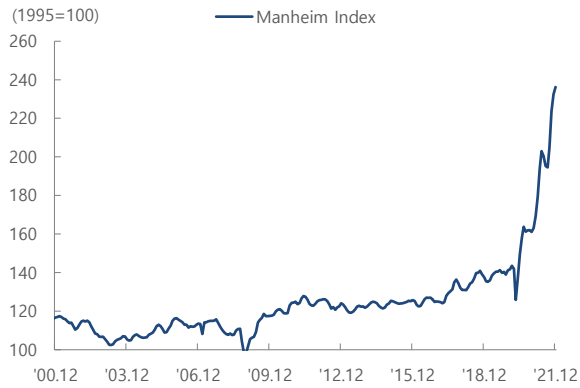
3. Q와 P 동반상승하는 중

글로벌 중고차 가격 상승

지난해 하반기부터 이어진 글로벌 반도체 Shortage와 그에 따른 신차 출고 지연 현상은 중고차 가격 상승을 야기하고 있다. 미국 중고차 소비자물가지수(CPI)는 지난해 4월부터 YoY 두 자릿수 성장하며 최고점을 갱신하고 있다. 2021년 12월 중고차 CPI는 207.16으로 2020년 12월 대비 37.3%, 2019년 12월 대비 51.1% 상승했다. 마찬가지로, 맨하임 중고차 가격 지수도 12월 236.2 기록하면서 신고점을 돌파했다.

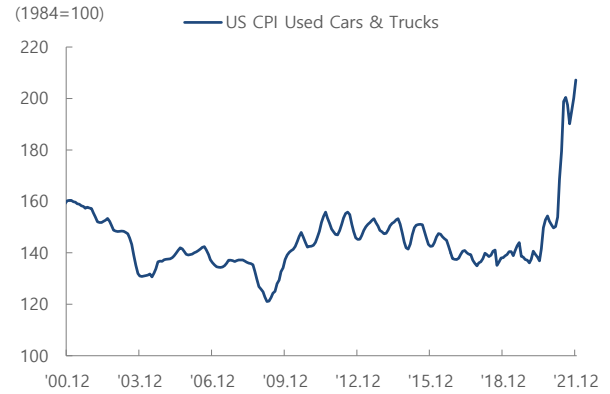
한국의 경우에도 중고차 가격상승이 이어지고 있다. 케이카의 중고차 판매단가는 2019년 1,310만원 → 2020년 1,350만원에서 3Q21(누적) 1,530만원으로 상승했다. 동시에 판매대수(Q)도 증가했다. 3Q21 전체 판매대수는 YoY 22.5% 증가한 8만 2,294대, 온라인 판매대수는 61.8% 증가한 3만 5,713대를 기록했다. 1월 현재까지도 중고차 가격상승 추세는 이어지고 있다. 케이카에 따르면, 2022년 1월 기준 테슬라 모델3 MoM 11.9%, 현대 아이오닉5 MoM 11.7% 등을 중심으로 중고차 시세가 상승했다.

[도표 77] 맨하임 중고차 가격 지수



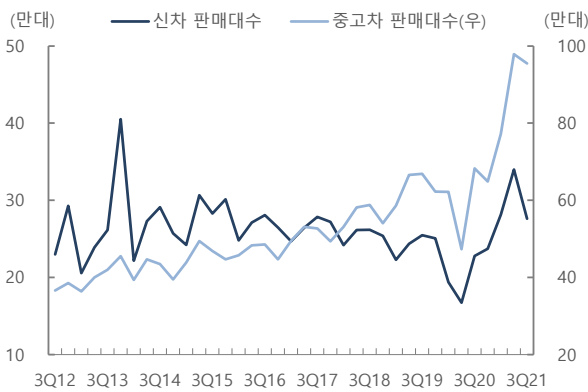
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 78] 미국 중고차 소비자 물가지수



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

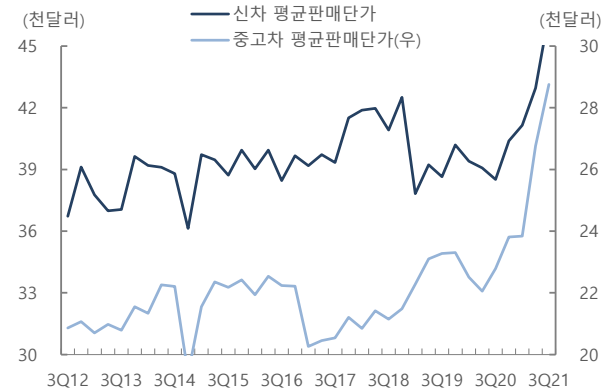
[도표 79] 미국의 신차/중고차 판매량 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

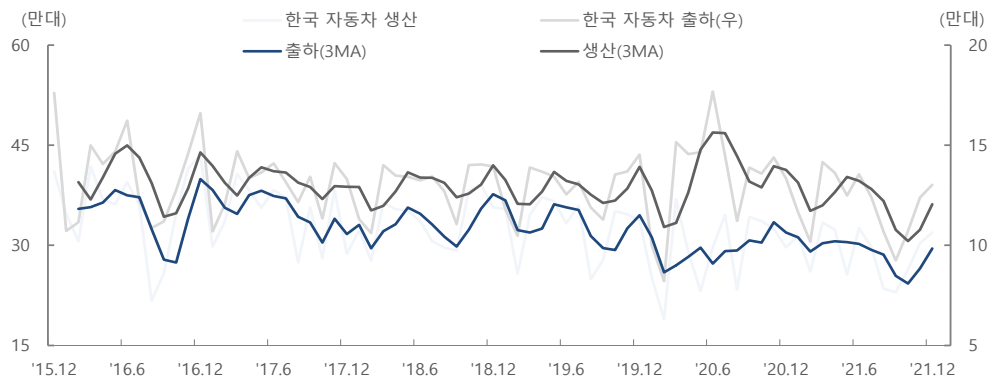
주: 중고차 시장 모집단은 상장된 12개 업체(CarMax, Carvana, Penske, AutoNation 등 포함).

[도표 80] 미국의 신차/중고차 판매단가 추이



자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 81] 국내 자동차 제조업체 생산 및 출하 추이



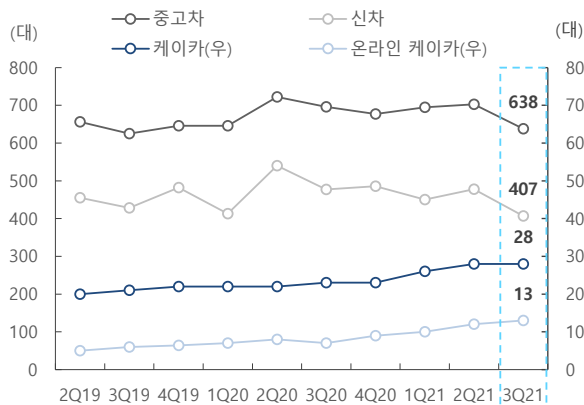
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

중고차 시장 아웃퍼폼: Q와 P 동반상승

케이카는 온라인 고성장하면서 1)중고차 시장의 계절성에서 비교적 자유로울 뿐만 아니라, 2) 코로나19 확산, 반도체 Shortage와 같은 부정적인 시장환경 내에서도 아웃퍼폼하고 있다. 실제로 3Q21 중고차 시장이 YoY -8.3%, QoQ -9.3%로 감소했으나, 동사의 온라인 매출이 YoY 97.1%, 판매대수가 YoY 77.3% 증가하면서 전체 매출액은 46.3% 성장했다. 동시에 대당 판매단가는 2020년 1,350만원 → 3Q21(누적) 1,530만원으로 상승했다.

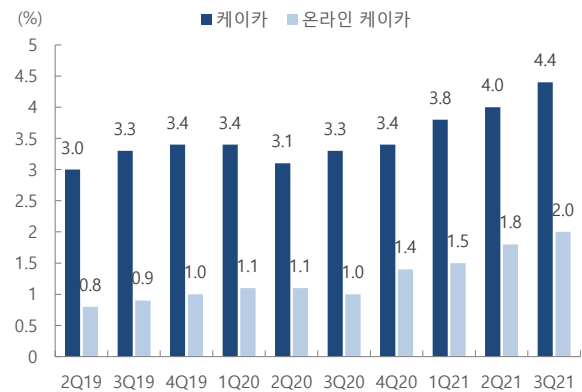
케이카의 입장에서, 중고차 P의 상승은 단기적으로 매출 확대로 직결된다. 다만, 판매대수에 따른 수익액을 인식하는 구조기 때문에, 단기적으로 공헌이익에 기여하는 부분은 미미하다. 장기적으로는, P의 상승추세에 따라 마진이 향상될 수 있다. 분명한 건, 케이카는 시장을 아웃퍼폼하면서 Q(판매량)의 고성장을 시험하고 있으며, 여전히 전체 중고차 시장 내 5%, 이커머스 매출로는 2%에 불과하기 때문에 성장여력은 충분하다.

[도표 82] 중고차 시장 vs 케이카 판매대수 추이



자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

[도표 83] 케이카 M/S: 전체 4.4%, 온라인 2.0%



자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

[도표 84] 케이카 연간 및 3 분기 중고차 판매실적

(천대)	2018	2019	2020	3Q20	3Q21
판매대수	69	84	90	67	82
오프라인	53	59	62	45	47
온라인	16	23	31	22	36
성장성(YoY%)					
판매대수		22.2	6.9		22.5
오프라인		11.1	4.9		3.2
온라인		41.0	38.7		61.8
대당 판매단가(백만원)					
전체	13.3	13.1	13.5	13.6	15.3
오프라인	13.6	13.7	13.0	13.6	15.6
온라인	12.5	13.0	13.5	13.6	14.8

자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

4. 완성차 진입? 오히려 좋아!

완성차 업체의 중고차 시장 진출 공식화

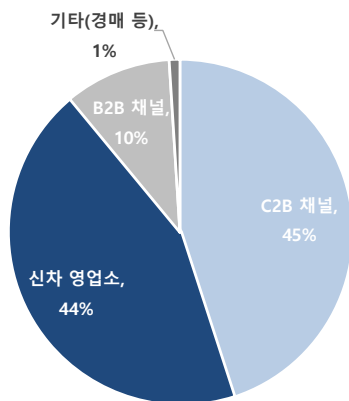
중고차 매매사업은 중고차를 매입 후 되파는 비교적 단순한 구조로, 인프라가 갖춰진 대기업이 진입하기 쉬운 시장이었다. 이에 2000년부터 대기업이 진출하기도 했으나, 2013년 3월 동반성장위원회가 중고차판매업을 ‘중소기업적합업종’으로 지정하면서 대기업의 진입이 금지되었으며, 이미 진출한 대기업은 점포확대를 할 수 없게 되었다. 중고차 중소기업적합업종 지정은 2016년 3월 3년 연장후 2019년 2월 만료됐다. 이후 현재까지 대기업의 중고차 진출을 금지하는 제도는 사실상 부재한 상황이다.

지난해 12월, 완성차 업체들이 중고차 시장 진출을 공식화하면서, 논의가 진행되고 있다. 예정대로라면 연내 현대기아차가 중고차 시장에 진출것으로 예상된다. 완성차업체의 중고차 시장 진입은 표면적으로 동사에 큰 위협으로 보이나, 그렇지 않다. 1)케이카의 완성차대리점 의존도가 낮아지는 추세이고 2)중고차 시장의 성장 및 성숙화 측면에서 완성차 업체들의 시장 진입은 당연한 수순이기 때문이다. 실제로, 미국, 독일 등 국가에서는 이미 완성차 업체들이 중고차도 판매하고 있으며, 독일은 전체 중고차 시장 내 완성차 업체 CPO 점유율이 20%에 달한다.

내차팔기 홈서비스 비중↑, 완성차대리점 비중↓

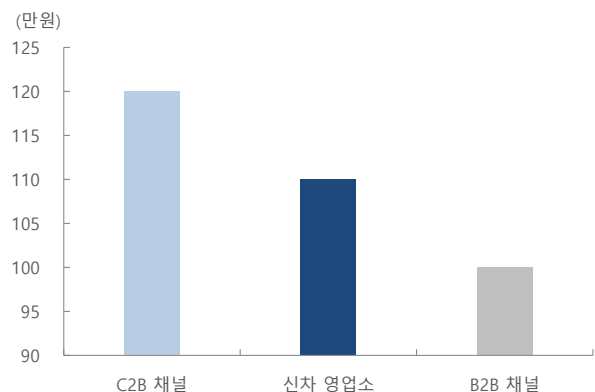
1H21 기준, 케이카의 중고차 매입 채널별 비중은 C2B 채널 45%, 신차 영업소 44%, B2B 채널 10%로 구성된다. 신차 영업소(완성차 대리점) 중에서도 현대기아차 매입 비중은 22% 수준인데, 향후 인증판매 기준으로 예상되는 매입대상(5년, 10만km 이내 매물)은 5.6% 수준이다. 즉, 단기적으로 동사에 영향을 끼칠 수 있는 매입대상 비중은 5.6%에 불과하다. 이마저도 큰 타격은 없을 것으로 전망하는데, 그간 내차팔기 홈서비스(C2B)의 비중이 상승하는 동안 완성차 대리점의 매입비중을 하락해왔기 때문이다.

[도표 85] 케이카 중고차 매입 비중



자료: 케이카, 교보증권 리서치센터 주: 1H21 기준

[도표 86] 케이카 매입 방식별 마진 추정



자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

[케이카 381970]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	-	-	743	1,185	1,323
매출원가	-	-	670	1,062	1,179
매출총이익	-	-	73	123	144
매출총이익률 (%)	-	-	9.8	10.4	10.9
판매비	-	-	74	94	106
영업이익	-	-	-1	29	38
영업이익률 (%)	-	-	-0.2	2.5	2.8
EBITDA	-	-	12	43	54
EBITDA Margin (%)	-	-	1.6	3.6	4.0
영업외손익	-	-	-6	-10	-7
관계기업손익	-	-	0	0	0
금융수익	-	-	0	0	0
금융비용	-	-	-4	-10	-7
기타	-	-	-2	-1	0
법인세비용차감전순이익	-	-	-7	19	31
법인세비용	-	-	-1	4	7
계속사업순이익	-	-	-6	15	24
중단사업순이익	-	-	0	0	0
당기순이익	-	-	-6	15	24
당기순이익률 (%)	-	-	-0.8	1.2	1.8
비배지분순이익	-	-	0	0	0
지배지분순이익	-	-	-6	15	24
지배순이익률 (%)	-	-	-0.8	1.2	1.8
매도가능금융자산평가	-	-	0	0	0
기타포괄이익	-	-	0	-2	-2
포괄순이익	-	-	0	13	23
비배지분포괄이익	-	-	0	0	0
지배지분포괄이익	-	-	0	13	23

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	-	-	-10	6	33
당기순이익	-	-	-6	15	24
비현금항목의 가감	-	-	16	31	33
감가상각비	-	-	1	12	14
외환손익	-	-	0	0	0
지분법평가손익	-	-	0	0	0
기타	-	-	14	19	19
자산부채의 증감	-	-	-20	-32	-16
기타현금흐름	-	-	0	-7	-7
투자활동 현금흐름	-	-	-197	-1	-1
투자자산	-	-	0	0	0
유형자산	-	-	4	4	1
기타	-	-	-202	-4	-2
재무활동 현금흐름	-	-	209	0	-24
단기차입금	-	-	0	0	0
사채	-	-	0	0	0
장기차입금	-	-	97	11	-13
자본의 증가(감소)	-	-	0	0	0
현금배당	-	-	0	0	0
기타	-	-	111	-11	-11
현금의 증감	-	-	1	6	9
기초 현금	-	-	0	1	7
기말 현금	-	-	1	7	16
NOPLAT	-	-	-1	22	29
FCF	-	-	-4	7	30

자료: 케이카, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산 (십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	-	-	141	169	189
현금및현금성자산	-	-	1	7	16
매출채권 및 기타채권	-	-	7	4	5
재고자산	-	-	125	150	161
기타유동자산	-	-	7	7	7
비유동자산	-	-	105	151	153
유형자산	-	-	27	28	26
관계기업투자금	-	-	0	0	0
기타금융자산	-	-	11	12	14
기타비유동자산	-	-	67	111	114
자산총계	-	-	247	320	342
유동부채	-	-	19	29	37
매입채무 및 기타채무	-	-	14	14	16
차입금	-	-	0	0	0
유동상채무	-	-	0	0	0
기타유동부채	-	-	4	15	21
비유동부채	-	-	100	143	135
차입금	-	-	97	112	99
사채	-	-	0	0	0
기타비유동부채	-	-	2	31	35
부채총계	-	-	119	172	171
지배지분	-	-	128	148	171
자본금	-	-	7	7	7
자본잉여금	-	-	127	127	27
이익잉여금	-	-	-6	15	138
기타자본변동	-	-	0	0	0
비배지분	-	-	0	0	0
자본총계	-	-	128	148	171
총차입금	-	-	97	136	125

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

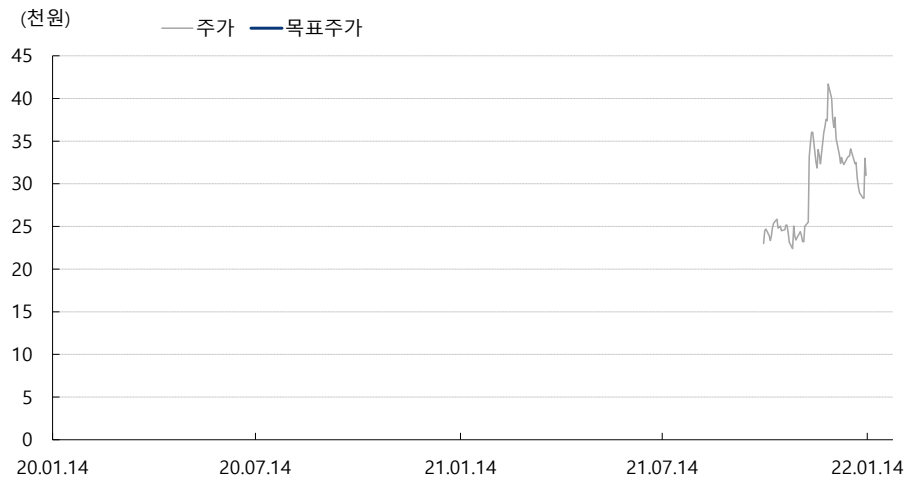
12 결산 (십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	-	-	-537	1,107	1,807
PER	-	-	0.0	0.0	0.0
BPS	-	-	9,567	11,113	12,805
PBR	-	-	0.0	0.0	0.0
EBITDAPS	-	-	-119	2,187	2,824
EV/EBITDA	-	-	8.0	2.9	1.9
SPS	-	-	23,412	29,595	33,034
PSR	-	-	0.0	0.0	0.0
CFPS	-	-	-392	549	2,241
DPS	-	-	0	0	2,600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산 (십억원)	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
성장성	-	-	-	-	-
매출액 증가율	-	-	-	59.6	11.6
영업이익 증가율	-	-	-	흑전	29.1
순이익 증가율	-	-	-	흑전	63.3
수익성	-	-	-	-	-
ROIC	-	-	-0.9	9.7	11.4
ROA	-	-	-4.2	5.2	7.3
ROE	-	-	-7.6	10.7	15.1
안정성	-	-	-	-	-
부채비율	-	-	93.0	115.7	100.2
순차입금비율	-	-	39.5	42.6	36.4
이자보상배율	-	-	-0.3	3.0	5.4

케이카 최근 2년간 목표주가 변동추이



지어소프트 최근 2년간 목표주가 변동추이



유통

카테고리 킬러는 성장한다

케이카 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.01.17	Not Rated								

자료: 교보증권 리서치센터

지어소프트 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2021.05.04	담당자 변경 매수	30,000 원							

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 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치부 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 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_2021.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	97.0%	0.0%	3.0%	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