2020. 8. 18

Global Equity Team

한주기
Analyst
jooki88.han@samsung.com
02 2020 7789

Etsy (ETSY US)

핸드메이드 시장의 아마존

- 핸드메이드 전문 마켓플레이스 엣시(Etsy)에 주목
- Off-site 광고서비스 및 검색 알고리즘 개선, 해외 확장 등이 주요 투자포인트
- 2020년 예상 매출성장률 83% 수준으로 동사의 높은 밸류에이션을 정당화

WHAT'S THE STORY

기업소개 - 아마존에 없는 것을 팝니다: 엣시(Etsy)는 세계 최대의 핸드메이드 전문 마켓플레이스. 아마존과 달리 개인 대 개인이 상거래를 주도하는 P2P(Peer-to-peer) 기반의 플랫폼이라는 차이가 있음. 아마존 시대에 'Amazonized'되지 않은 핸드메이드 제품 시장의 카테고리고리 킬러, 엣시에 주목.

산업분석 - 온라인 핸드메이드 시장은 아직 초반전: 핸드메이드 시장은 매우 파편화되어 있음. 반대로 해석하면 엣시에게는 기회가 열려 있다는 뜻. 사측에 따르면 엣시의 TAM(Total Addressable Market)은 약 1,000억달러 수준으로, 현재 시장점유율은 5% 내외로 추정됨. 이처럼 큰 시장이 열려 있는 상황에서, 팬데믹이 이커머스 성장을 가속화시키고 있어 엣시의 성장 속도도 가팔라질 전망.

투자포인트 - 나는 아마존과 다른 전장에서 싸운다: 엣시는 아마존이나 이베이 등의 종합 마켓플레이스와는 다른 독특한 포지셔닝을 확보. 핸드메이드 시장은 가격 경쟁이나 기존 물류 방식이 통하지 않기 때문. 이런 상황에서 Off-site 광고서비스, 검색 알고리즘 개선, 해외 확장 등을 추진하고 있어 추가적인 성장이 기대됨.

밸류에이션 및 투자전략: 2020E Forward P/S는 10.3배로 동종업계 대비 프리미엄에 거래. 그러나 2020년 예상 매출성장률은 83.3%에 달하며, 특히 글로벌 경기 둔화가 이미 예견된 상황에서 엣시의 압도적인 성장성은 시장의 주목을 받기에 충분. 또한 이커머스 모멘텀이 지속되며 하반기에도 시장의 관심이 이커머스로 쏠릴 가능성에 주목.

리스크요인: ①아마존 등 종합 마켓플레이스와의 경쟁 심화, ②마케팅 비용 증가 가능성, ③수수료 인상으로 인한 판매자 이탈 가능성, ④경기 둔화에 따른 자유소비재 소비·지출 둔화 가능성 등이 주요 리스크요인.

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

	2018	2019	2020E	2021E
매출액 (백만달러)	604	818	1,501	1,707
영업이익 (백만달러)	75	89	318	360
순이익 (백만달러)	77	96	270	292
EPS (GAAP, 달러)	0.6	0.8	2.2	2.3
EPS growth (%)	(10.3)	24.6	184.2	6.8
EBITDA margin (%)	16.8	17.4	29.3	27.9
ROE (%)	19.4	23.7	39.0	29.6
P/E (배)	78.1	65.7	59.8	56.1
EV/EBITDA (배)	52.8	37.3	34.7	32.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: FactSet, 삼성증권

▶ AT A GLANCE

현재주가	129.7 USD
블룸버그 평균목표주가	153.4 USD
시가총액 (달러)	15.5 십억 달러
시가총액 (원)	19.4 조원
Shares (float)	118.5 백만주 (99%)
52주 최저//최고	30.0 / 141.4 달러
90일-평균거래대금	0.4 십억 달러
국가	US
상장거래소	NASDAQ GS
산업	Internet
주요 주주	1. Vanguard (9.2%)
	2. BlackRock (8.4%)
	3. Wellington (4.6%)

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Etsy (%)	26.3	143.3	146.6
Nasdaq 대비 (%pts)	20.3	128.9	105.6

▶ 주가 vs EPS 추정치

자료: Bloomberg, 삼성증권

Part 1 - 기업개요

아마존에 없는 것을 팝니다

엣시(Etsy)는 세계 최대의 핸드메이드 전문 마켓플레이스다. 아마존과 달리 개인 대 개인이 상거래를 주도하는 P2P(Peer-to-peer) 기반의 플랫폼이라는 차이가 있다. 아마존 시대에 'Amazonized'되지 않은 핸드메이드 제품 시장의 카테고리고리 킬러, 엣시에 주목하자.

핸드메이드 시장 = 엣시

2005년 미국에서 설립된 엣시(Etsy)는 세계 최대의 핸드메이드 전문 이커머스 플랫폼이다. 주로 취급하는 제품은 수공예품, 직접 만든 예술작품, 보석, 장신구, 미술용품, 빈티지 상품 등으로, 지금까지 전 세계 200개 이상 국가에 진출해 있다. 2020년 2분기말 기준으로 6,030만명의 구매자(Active Buyer)와 310만명의 판매자(Active Seller)를 보유하고 있으며, 약 6,500만개의 상품이 엣시에 등록되어 있다.

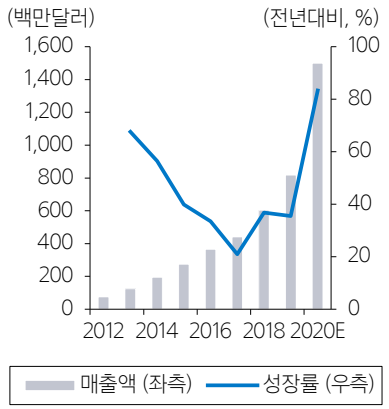
엣시가 탄생하기 이전에도 핸드메이드 제품을 온라인으로 거래하는 것이 가능했으나, 이를 전문으로 하는 플랫폼은 없었다. 즉, 공예품을 만드는 사람들(Seller)들이 구매자(Buyer)를 찾기가 어려운 환경이었다. 그러나 핸드메이드 상품을 전문으로 중개하는 엣시가 나타나면서 판매자들의 시장 진입 장벽이 낮아졌고, 따라서 엣시가 핸드메이드 시장 자체를 활성화시켰다고 해도 과언이 아니다.

핸드메이드라는 독특한 시장에서 포지셔닝에 성공한 엣시는 빠르게 성장하여 대표적인 글로벌 이커머스 플랫폼으로 자리잡았다. 매출액은 2012-2019년 연평균(CAGR) 41%의 빠른 속도로 증가했으며, 총거래대금(Gross Merchandise Sales) 역시 2012-2019년 연평균 28% 증가하며 외형 성장을 지속 중이다.

그림 1. 주가 추이

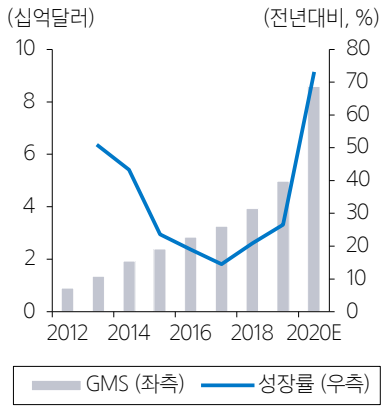
자료: FactSet, 삼성증권

그림 2. 매출액 및 성장률



자료: Etsy, FactSet, 삼성증권

그림 3. Gross Merchandise Sales*



참고: * 엣시 마켓플레이스를 통해 거래된 금액 (배송비, 환불 및 취소 금액 제외)
자료: Etsy, FactSet, 삼성증권

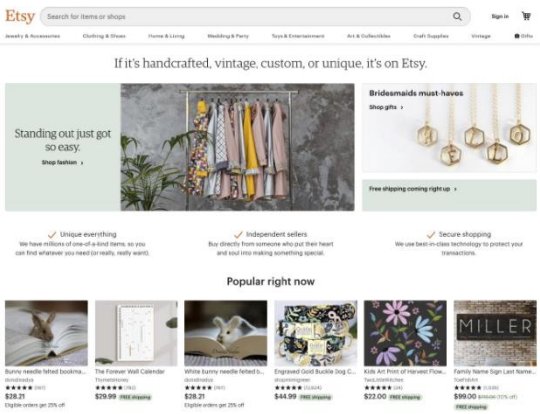
개인과 개인, 아티스트, 그리고 커뮤니티

엣시와 기존 마켓플레이스의 몇 가지 차이점이 존재한다. 우선 아마존과 이베이가 B2C 중심이라면, 엣시는 개인 대 개인이 상거래를 주도하는 P2P(Peer-to-peer) 기반의 플랫폼이다. 또한 주를 이루는 소비층이 다르다. 가성비 좋은 공산품을 원하는 소비자가 아마존과 이베이의 중심이라면, 엣시는 높은 비용을 지불하더라도 손으로 직접 만든 고급스런 제품을 사려는 소비자들이 주류를 형성한다.

한편, 판매자 관점에서 엣시를 바라보면 아티스트가 중심이 된다는 점이 특징이다. 중소기업이나 대기업과 같은 공급자가 생산한 공산품이 주로 거래되는 일반 마켓플레이스와는 달리, 엣시에서는 개인 아티스트를 중심으로 철학과 신념, 정성을 담은 제품들이 거래된다. 이는 엣시의 정체성이며 마니아 층을 형성하게 해주었다.

또 다른 특징은 판매자들의 커뮤니티가 활성화되었고, 이러한 커뮤니티가 엣시 플랫폼의 탄탄한 기반이 된다는 점이다. 일례로 엣시는 초창기부터 셀러들의 유대관계, 정보 교류 등의 목적으로 팀(Etsy Teams), 포럼(Etsy Forums) 등 온·오프라인 커뮤니티 공간을 제공해왔다. 개인이 중심이 되는 엣시의 판매자들은 다양한 커뮤니티 활동을 통해 서로 정보를 공유하고 사회적 소속감을 느끼게 되는 것이다. 즉, 엣시는 기존 이커머스 플랫폼들과는 근본적인 차이가 있는 독특한 마켓플레이스다.

그림 4. Etsy: 핸드메이드 전문 마켓플레이스

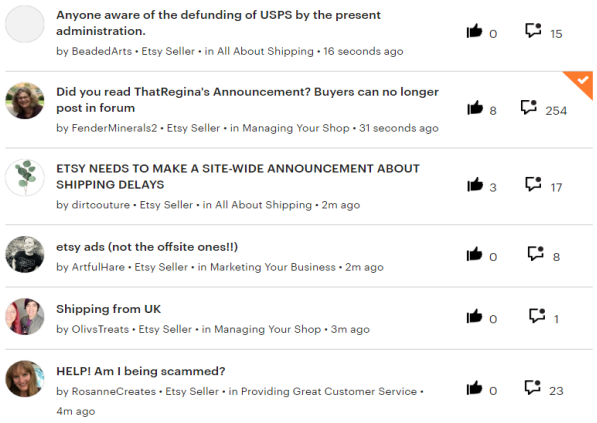


자료: Etsy, 삼성증권

그림 5. Etsy Up Conference: 셀러 커뮤니티 행사

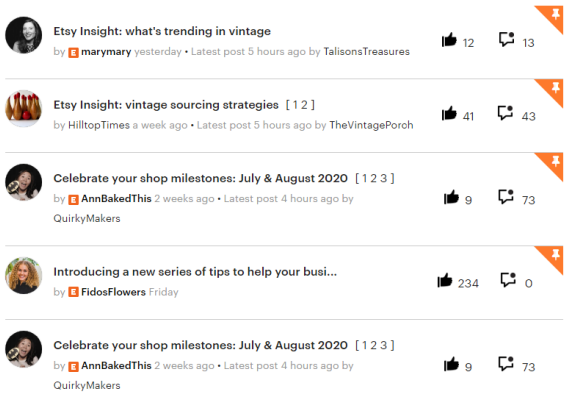
자료: Etsy, 삼성증권

그림 6. Etsy Discussions: 실시간으로 질의응답 가능



자료: Etsy, 삼성증권

그림 7. Etsy Forum: 최신 트렌드 및 아이디어 공유



자료: Etsy, 삼성증권

수익 모델

엣시 수익의 원천은 크게 1) 마켓플레이스 사용에 대한 수수료와 2) 기타 서비스 이용료로 구성된다. 우선 판매자가 마켓플레이스 사용에 대해 지불하는 비용에는 상품 리스팅 수수료, 구매자와 판매자 간의 거래 수수료, 페이먼트 플랫폼 이용료 등이 포함된다. 한편 엣시는 판매자가 옵션으로 선택할 수 있는 서비스들을 제공하는데, 대표적으로 광고, 배송 라벨 구매 등이 있다.

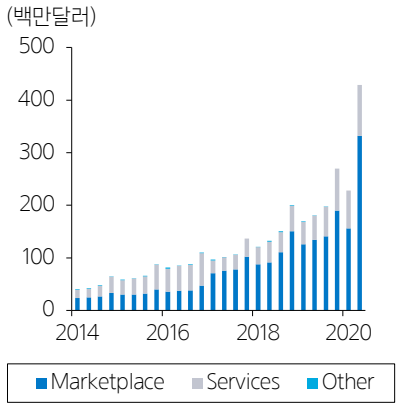
마켓플레이스 수수료

- **Listing Fee:** 판매자가 상품을 엣시 마켓플레이스에 리스팅할 때 지불하는 수수료. 각 품목에 대해 0.2달러의 수수료를 지불하며 최대 4개월까지 상품 리스팅이 지속됨. 참고로 엣시가 인수한 Reverb(악기 거래 플랫폼)에는 Listing fee가 없음.
- **Transaction Fee:** 판매자가 완료된 거래에 대해 지불하는 수수료. 총 거래 금액의 5%(2018년 7월 3.5%에서 인상)를 지불해야 하며, 배송비가 포함됨. Reverb의 경우 거래 금액의 3.5%를 지불.
- **Payment Processing Fee:** 결제 시스템 이용료. 판매자의 계좌가 위치한 국가에 따라 결제 금액의 3.0-4.5%와 Flat fee(고정 수수료)를 지불. Etsy Payments는 현재 36개국에서 12개 통화로 결제 가능하며 2019년 GMS의 89%(vs 2018년 86%)가 Etsy Payments를 통해 결제됨.

서비스 매출

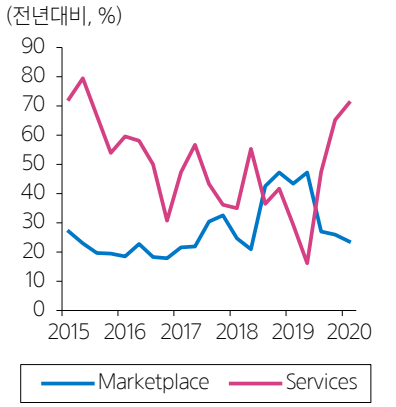
- **Advertising:** 판매자가 엣시 사이트 내에서 광고서비스를 이용하는 데 지불하는 비용. 대표적으로 Promoted Listings(2011년 출시) 서비스가 있으며 검색 결과 상단에 노출되는 효과(Cost-per-click). 2019년 3분기부터는 Promoted Listings와 Google Shopping을 통합한 Etsy Ads 서비스를 출시.
- **Shipping Label:** 2013년 출시한 서비스로, 판매자는 배송 라벨을 할인된 가격에 구매 가능. 현재 미국, 캐나다, 영국, 호주에서 서비스가 제공되며, 가능 업체는 USPS, FedEx, Canada Post, Royal Mail, DAI Post 등이 포함. 판매자가 지불한 가격에서 엣시의 배송 라벨 구매비용이 차감된 금액을 매출로 인식.

그림 8. 부문별 매출액



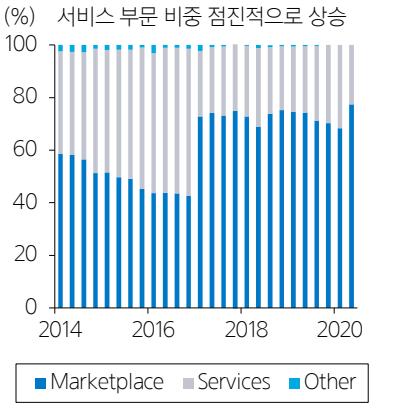
참고: 2017년부터 매출 카테고리 변경
자료: Etsy, 삼성증권

그림 9. 부문별 매출성장률



참고: 2017년은 매출 카테고리 변경으로 2016, 2018년 매출성장률의 평균값을 사용
자료: Etsy, 삼성증권

그림 10.부문별 매출액 비중



참고: 2017년부터 매출 카테고리 변경
자료: Etsy, 삼성증권

Part 2 - 산업분석

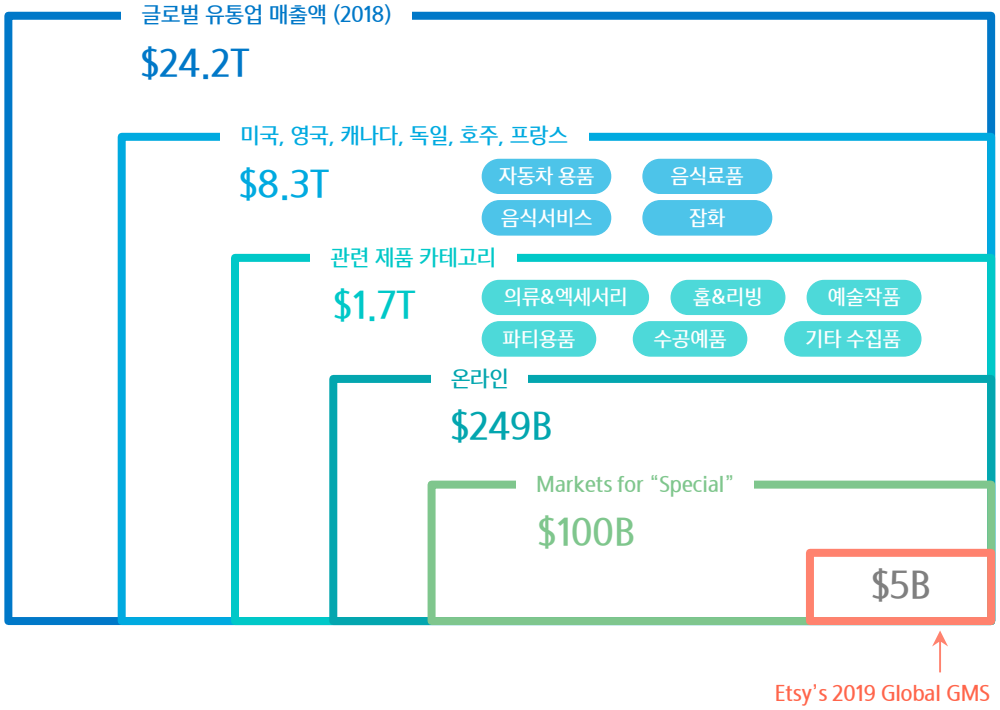
온라인 핸드메이드 시장은 아직 초반전

핸드메이드 시장은 매우 파편화(Fragmented)되어 있다. 반대로 해석하면 엣시에게는 기회가 열려 있다는 뜻이다. 사측에 따르면 엣시의 TAM(Total Addressable Market)은 약 1,000억달러 수준으로, 현재 시장점유율은 5% 내외로 추정된다. 이처럼 큰 시장이 열려 있는 상황에서, 팬데믹이 이커머스 성장을 가속화시키고 있어 엣시의 성장 속도도 가팔라질 전망이다.

방대한 시장 규모, 성장 가능성은 충분하다!

엣시의 성장 가능성을 가늠하기 위해 시장 규모(Total Addressable Market)를 파악할 필요가 있다. 2018년 기준으로 글로벌 유통업 시장 규모는 24.2조달러에 달하며, 이 중 엣시가 사업을 영위 중인 핵심 6개 지역의 시장 규모는 8.3조달러다. 그 중 자동차용품, 음식료품 등 엣시와 관련 없는 카테고리를 제외하면 1.7조달러이며, 온라인 시장 규모만 구분하면 2,490억달러가 남게 된다. 여기서 Special item, 즉 핸드메이드 제품만 떼어낸 1,000억달러가 현재 엣시가 도달 가능한 시장 규모라고 볼 수 있다. 2019년 기준으로 엣시의 GMS가 50억달러 수준임을 감안하면, 아직 성장의 기회는 무궁무진하다.

그림 11. 엣시의 Total Addressable Market (TAM)



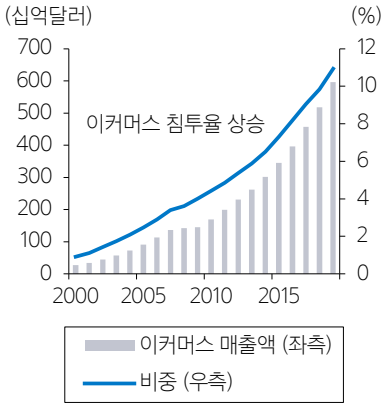
자료: Etsy, 삼성증권

팬데믹이 촉발한 이커머스 성장 가속화

전자상거래의 보편화는 엣시의 성장과 직결된다. 즉, 엣시의 경쟁력과 펀더멘털도 중요하지만 시장의 성장성 자체도 매우 중요하다. 우선 리테일 시장이 이커머스로 전환되는 트렌드에는 의심의 여지가 없다. 미국을 기준으로 이커머스 매출액은 2000년 270억달러에서 2019년 5960억달러로 연평균 +17.6% 속도로 성장했다. 오프라인 리테일 시장이 연평균 +2.7% 속도로 성장한 점을 감안하면 놀라운 성장세다. 이커머스 침투율 역시 2000년 0.9%에서 2019년 10.9%로 빠르게 상승했다. 이처럼 이커머스로의 전환이 지속되는 상황에서, 코로나19라는 외부 요인으로 인해 속도는 더욱 가팔라질 전망이다.

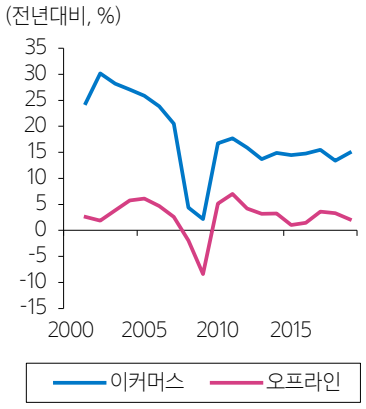
실제로 올해 상반기 다양한 지표를 통해 이커머스의 가파른 성장세를 확인했다. Adobe Analytics에 따르면 3-7월까지 미국에서의 온라인 지출은 당초 예상 대비 939억달러가 초과됐으며, 4-6월 온라인 지출은 무려 연말 쇼핑시즌의 지출을 넘어서는 수준이다. 5월을 정점으로 성장률은 소폭 둔화되고 있으나, 7월에도 온라인 쇼핑 지출은 전년 대비 +55% 증가하여 절대적인 수준은 여전히 매우 높다. 특히 중요한 점은 단기적인 이커머스 매출 증가보다는 코로나19로 인해 소비자들의 소비 패턴이 영구적으로 변화할 가능성이 높다는 것이다. 한 번 이커머스의 편리함을 경험한 이상, 과거로 돌아가기 쉽지 않다.

그림 12. 미국 이커머스 매출액 및 침투율



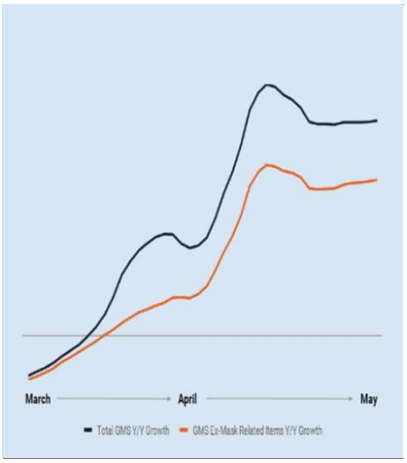
자료: Datastream, U.S. Census Bureau, 삼성증권

그림 13. 미국 리테일 성장률: 이커머스 vs 오프라인



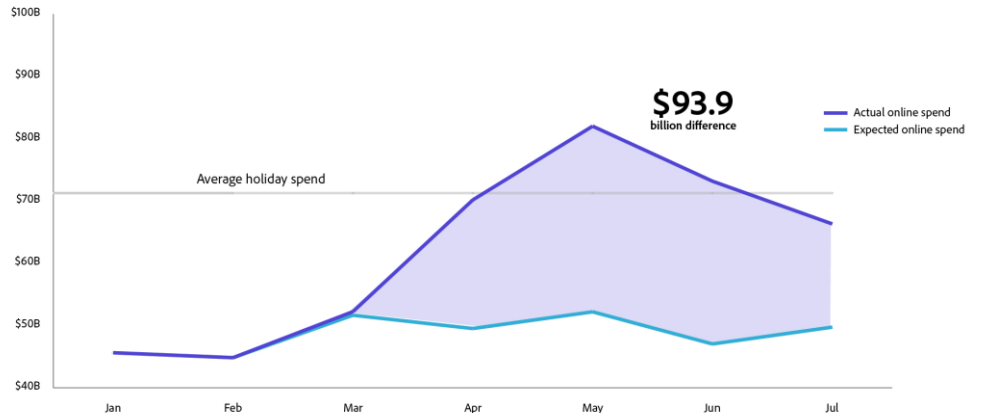
참고: 미국 기준
자료: Datastream, U.S. Census Bureau, 삼성증권

그림 14. Etsy: 코로나19 이후 GMS 성장률 가속화



자료: Etsy, 삼성증권

그림 15. 미국 온라인 리테일 지출: 실제 vs 예상



자료: Adobe Systems, 삼성증권

Part 3 - 투자포인트

나는 아마존과 다른 전장에서 싸운다

엣시는 아마존이나 이베이 등의 종합 마켓플레이스와는 다른 독특한 포지셔닝을 확보했다. 핸드메이드 시장은 가격 경쟁이나 기존 물류 방식이 통하지 않기 때문이다. 이런 상황에서 Off-site 광고서비스, 검색 알고리즘 개선, 해외 확장 등을 추진하고 있어 추가적인 성장이 기대된다.

① 독특한 포지셔닝 - 나는 아마존과 다른 전장에서 싸운다

엣시의 경쟁자는 아마존이나 이베이 등의 종합 전자상거래 플랫폼이다. 그러나 결과적으로 혹독한 이커머스 경쟁 환경 속에서도 엣시의 존재감은 확실하다. 엣시는 핸드메이드 마켓플레이스라는 시장에서 포지셔닝에 성공했고, 이제는 아마존도 쉽게 넘볼 수 없는 플랫폼으로 진화했다. 우리는 다음과 같은 이유로 엣시의 플랫폼이 향후에도 견고하게 지속될 것이라고 판단한다.

플랫폼의 성격이 다르다, 비가격 경쟁

핸드메이드 제품의 특성 상, 가격 비교라는 기능이 이 시장에서는 큰 의미가 없다. 대규모 생산되는 공산품이 아니며 각각의 제품이 모두 다르기 때문이다. 즉, 이미 거대해진 이커머스 플랫폼이라고 하더라도 기존의 이점(=가격 비교 및 최저가 검색)을 활용하기 어렵다. 예를 들어 아마존의 기본적인 전략은 제품을 대량으로 구매하여 소비자에게 저렴한 가격으로 제공하는 것인데, 개성과 다양성이 중시되는 핸드메이드 시장에서는 이러한 점이 경쟁력으로 작용하지 않는다.

판매자 입장에서도 굳이 기존의 이커머스 플랫폼을 이용할 필요가 없다. 특히 개인이나 소규모 사업자의 경우 자신만의 차별화된 전략을 바탕으로 핸드메이드 전문 플랫폼을 판매채널로 활용하는 것이 낫다. 또한 이곳에 방문하는 소비자들은 방문 목적 자체가 차별화된 수공예품을 찾는 것이므로, 판매자 입장에서는 실질적인 잠재 소비자들에게 자신의 제품을 효율적으로 노출시킬 수 있다.

핸드메이드 시장에서 통하지 않는 기존 물류 방식

아마존과 이베이의 운명이 엇갈린 핵심 이유 중 하나로 '배송'을 꼽을 수 있다. 소비자가 이커머스 업체에게 요구하는 것은 '빠른 배송'이기 때문이다. 서로 다른 이커머스 플랫폼이지만 판매되는 제품이 동일할뿐더러 가격 차이도 크지 않다면, 소비자는 하루라도 더 빠르게 배송해주는 업체를 택하게 된다. 이를 위해 아마존은 주문이 들어오기도 전에 제품을 미리 창고에 채워 넣는다. 주문 즉시 배송을 시작해야 되기 때문이다. 이처럼 빠른 배송을 위해 아마존은 막대한 투자를 감행했다.

그러나 이러한 배송 경쟁력이 엣시에게는 잘 통하지 않는다. 엣시에서 판매되는 수많은 핸드메이드 제품들은 주문 시점에서 제작되는 경우도 많기 때문이다. 애초에 소비자들의 우선순위는 빠른 배송이 아니라 차별화된 제품이다. 따라서 빠른 배송을 위해 미리 제품을 창고에 채워 넣을 필요도 없고, 그럴 수도 없다. 즉, 핸드메이드 시장에서는 당일 배송, 익일 배송과 같은 아마존의 강점을 살리기 힘들다.

② Off-site 광고서비스 - 트래픽 증가와 수익성을 동시에

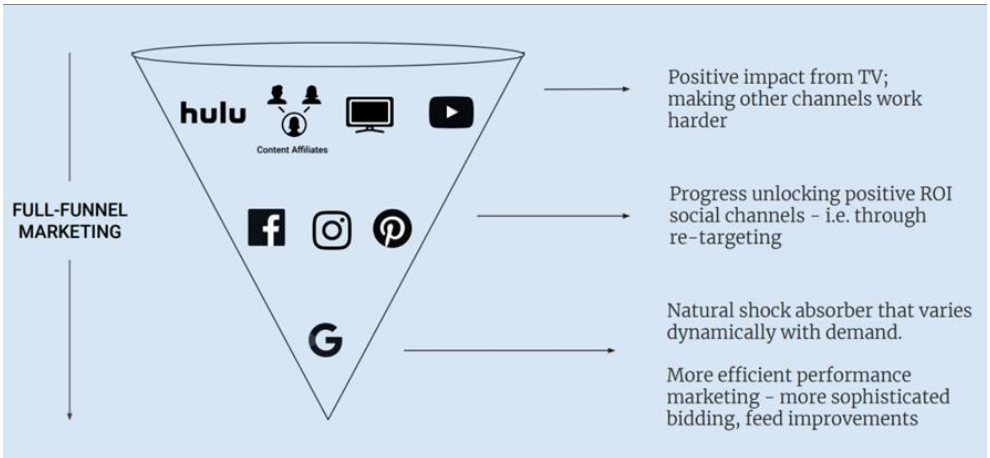
2005년 설립된 엣시는 초반에는 마케팅에 소극적이었으며 주로 유기적(Organic) 성장에 의존했다. 그러나 마켓플레이스의 절대적인 규모가 일정 수준에 도달한 이후, 추가적인 외형 확대와 브랜드 인지도 제고를 위해 Off-site 마케팅을 통한 비유기적(Non-organic) 성장 전략에 주목하기 시작했다. 즉, 마케팅 레버리지를 확대시켜 마켓플레이스의 성장(=트래픽 증가)을 꾀한 것이다.

대표적인 Off-site 마케팅 전략으로 구글 쇼핑 채널을 활용한 상품 리스팅 광고(Product Listing Ads)가 있다. 구글 PLA는 검색 결과 화면에 상품의 사진, 가격, 소매점 이름, 사이트 링크 등이 게재되는 전형적인 검색광고 서비스로, 많은 이커머스 업체들은 이 서비스를 필수적으로 활용하고 있다. 엣시 역시 자사 플랫폼의 셀러들이 구글 PLA를 손쉽게 활용할 수 있도록 2016부터 솔루션을 제공하기 시작했다.

판매자 입장에서 선지급비용(upfront cost)이 필요하지 않다는 점이 엣시 Off-site 광고서비스의 특징이다. 엣시가 광고에 필요한 비용을 선지불하고, 추후 Off-site 광고에 의해 상품이 판매될 경우(구매자가 광고를 클릭하고 30일 이내에 구매하는 경우)에만 판매자가 엣시에게 수수료를 지불하는 구조다. 광고 기반 매출액이 1만달러 이하인 경우에 판매자는 주문 금액의 15%, 1만달러 이상인 경우에는 할인이 적용된 12%의 수수료를 지불하게 되며, 주문 한 건당 광고수수료는 최대 100달러로 제한된다.

이러한 수수료 구조 하에서 판매자는 광고서비스를 이용하는 편이 훨씬 유리하다. 엣시가 광고비를 먼저 지불하고 판매자는 실제 판매가 이루어질 경우에만 수수료를 지불하게 되므로, 판매자 입장에서는 실질적으로 Risk-free 구조이기 때문이다. 반면 엣시 입장에서는 리스크를 지게 되므로, 효율적인 광고가 가능하도록 광고 플랫폼(구글 등)과 협력을 통해 알고리즘을 개선시키는 등의 노력이 필요하다.

그림 16. 엣시의 Full-Funnel 마케팅 전략



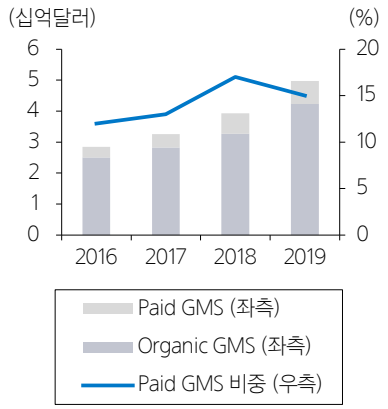
자료: Etsy, 삼성증권

엣시의 Off-site 광고는 마켓플레이스 외형성장을 견인해왔다. 실제로 퍼포먼스 마케팅에 기반한 거래대금인 Paid GMS의 비중이 점차 확대되며 최근에는 15-17% 수준까지 상승했다. 사이트 방문 트래픽 기여도 역시 2011년 2%에서 2018년 15%로 꾸준하게 상승하는 추세다. 즉, 마케팅 전략의 효과가 명백하게 나타나고 있다고 해석할 수 있다.

마켓플레이스 외형성장의 대표적인 지표인 구매자와 판매자 증가 추세로도 확인 가능하다. 특히 플랫폼의 절대적인 규모가 확대되며 성장률이 가파르게 둔화되던 상황에서, 구글 광고 솔루션 출시(2016년)를 통해 Active Buyer 증가율은 최근까지 20% 전후를 유지하고 있으며 Active Seller 증가율도 2016년 이후 10% 수준을 유지한 이후 오히려 가속화되는 추세다.

특히 최근에는 구글 뿐만 아니라 페이스북, 인스타그램, 핀터레스트, Bing으로 Off-site 광고서비스를 확대시켜 마케팅 레버리지 효과는 더욱 두드러질 것으로 기대된다. 이미 구글을 통해 효과를 확인한 상황에서 SNS으로의 마케팅 확장에 대한 기대감은 유효하다. 사측에 따르면 전체 판매자의 2% 정도가 서비스를 이용 중인 것으로 파악되어 성장 여력은 충분해 보인다. 특히 최근 확장된 SNS 마케팅 채널은 판매자들의 서비스 이용률 증가로 이어지며 엣시 마케플레이스의 외형성장을 견인할 것으로 판단된다.

그림 17. Organic GMS vs Paid GMS*

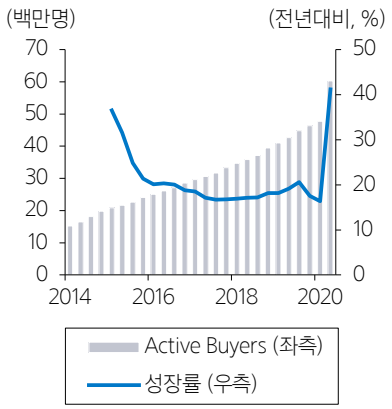


참고: * 퍼포먼스 마케팅에 기인한 GMS
자료: Etsy, 삼성증권

그림 18. 유형별 방문 트래픽 기여도

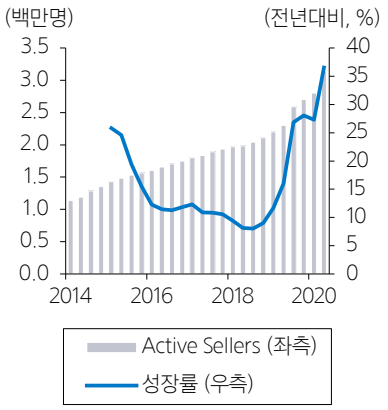
자료: Etsy, 삼성증권

그림 19. Active Buyers



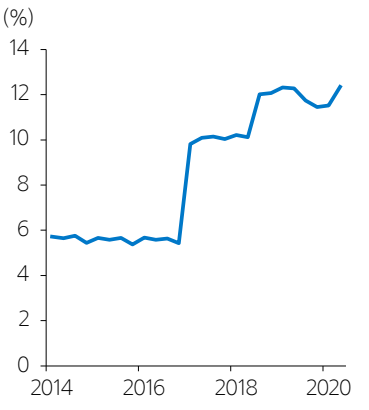
자료: Etsy, 삼성증권

그림 20. Active Sellers



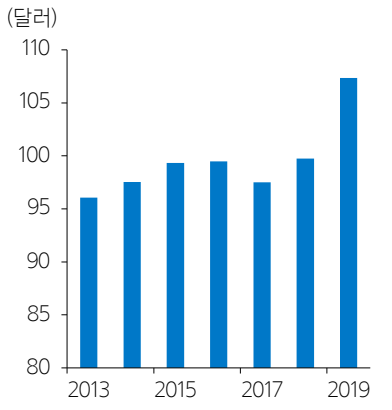
자료: Etsy, 삼성증권

그림 21. Take rate*



참고: * GMS 대비 Marketplace 매출액 비율
2017년 매출액 카테고리 변경
자료: Etsy, 삼성증권

그림 22. GMS per Active Buyer



자료: Etsy, 삼성증권

③ 검색 알고리즘 개선 - Unlocking hidden GMS

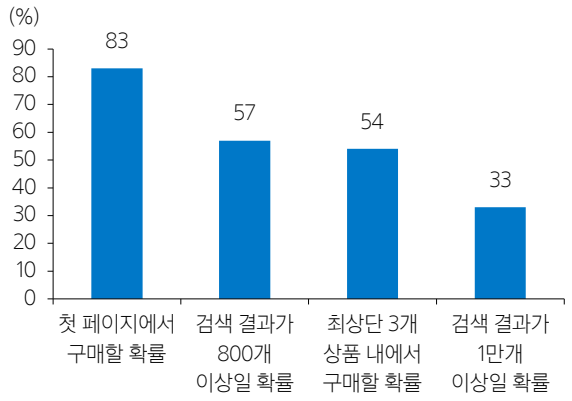
핸드메이드 제품이라는 특성으로 인해 엣시가 직면하는 독특한 어려움이 있다. SKU 6만개, 총 개수 6,500만개에 달하는 핸드메이드 제품들을 카테고리 별로 구분하고 표준화하기 어렵다는 점이다. 이는 소비자 입장에서 생각해보면 원하는 제품이 버젓이 판매되고 있어도 검색으로 찾아내기가 쉽지 않을 수 있다는 뜻이다. 따라서 '검색 관련성(Search Relevancy)'은 일반적인 이커머스 플랫폼들은 물론이고 특히 엣시에게는 더욱 중요한 요소인데, 이는 전반적인 고객 경험뿐만 아니라 구매자의 만족도, 구매 전환율, 재구매율 등으로 이어지기 때문이다.

엣시에 따르면 검색 결과의 첫 번째 페이지 내에서 구매가 이루어질 확률은 83%에 달한다. 또한 최 상단에 위치한 3개 제품 내에서 구매할 확률은 54%로 무려 절반이 넘는다. 반대로 해석하면, 원하는 제품이 검색 결과 첫 번째 페이지에 나타나지 않으면 구매로 전환되지 않을 가능성이 높다는 뜻이다. 특히 엣시에서 특정 단어를 검색할 경우 검색 결과가 800개가 넘을 확률이 57%, 1만개가 넘을 확률이 33%에 달하기 때문에, 일반적인 이커머스 플랫폼 대비 훨씬 정교한 검색 알고리즘이 필요하다.

이러한 특징을 배경으로, 경영진은 경쟁 우위를 위한 네 가지 요소 중 하나로 'Best-in-Class Search and Discovery'를 제시하고 있다. 중장기 성장 전략 관점에서 '검색과 발견'이 핵심이 되는 것이다. 엣시는 이를 위해 클라우드 전환을 추진했는데(2020년 1분기 마이그레이션 완료), 기존의 자체 데이터센터 모델에서는 빅데이터와 인공지능, 머신러닝 등을 활용하기 어렵기 때문이다.

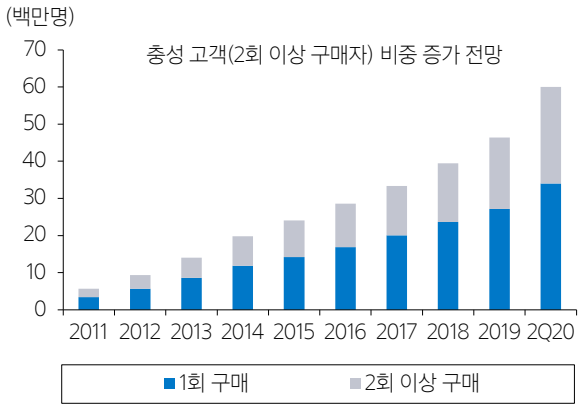
클라우드를 통한 디지털 전환, 그리고 이에 기반한 검색기능 강화는 정성적인 고객 만족도 향상과는 별개로 직접적인 매출 성장으로 이어진다. 실제로 사측은 검색기능 강화의 효과로 GMS가 2.6억달러 이상 증가했다고 언급한 바 있다. 즉, 엣시에게 머신러닝과 인공지능 활용은 막연한 기대감이 아닌 실질적인 성장 드라이버로 작용하고 있다. 결국 엣시 플랫폼에서 누적된 방대한 빅데이터를 기반으로 개발되는 더욱 정교한 검색 알고리즘은 향후 동사의 GMS 성장을 점진적으로 견인할 것으로 판단된다.

그림 23. 엣시 검색 관련 통계



자료: Etsy, 삼성증권

그림 24. 유형별 Active Buyers



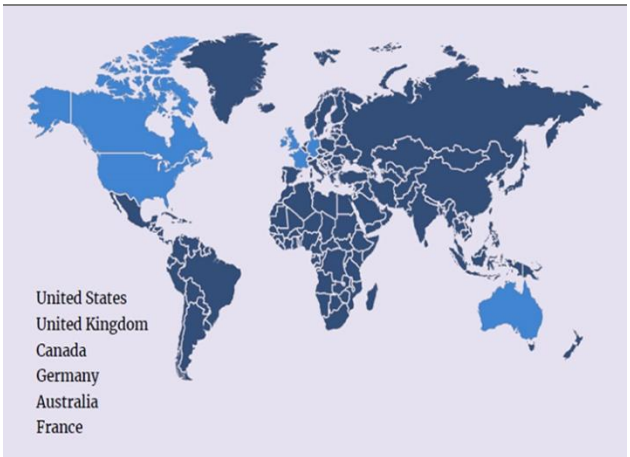
자료: Etsy, 삼성증권

④ 중장기 관점에서는 해외 시장이 Key driver

단기적인 관점에서 엣시는 미국을 비롯한 6개 국가(미국, 영국, 캐나다, 독일, 호주, 프랑스)에 집중하는 전략을 펼치고 있다. 그러나 중장기적으로는 해외 시장이 엣시의 성장을 책임질 Key driver가 될 가능성이 높다. 실제로 미국을 제외한 해외 부문의 사업 비중은 서서히 늘어나고 있는데, GMS의 해외 비중은 2012년 28.4%에서 2019년 35.9%로, 매출액의 해외 비중은 2014년 21.4%에서 2019년 32.8%로 상승했다.

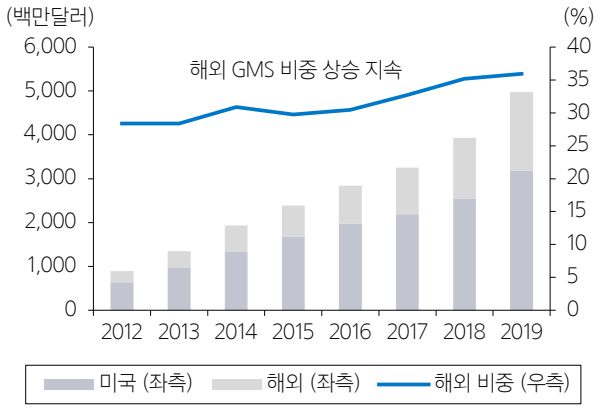
해외 사업은 매출 성장과 수익성 양측에서 엣시의 핵심 시장이 될 전망이다. 기본적으로 해외 GMS의 성장세가 미국 GMS보다 가파르고, 통상 해외 사업의 이익률이 낮기 때문에 어느 정도 성숙한 미국 시장 대비 수익성 개선의 여지가 더 크다. 또한 미국의 경우 모든 판매자들이 Etsy Payments를 이용하고 있지만, 해외에서는 이용하지 않는 경우도 있어 향후 추가적인 Upside가 기대된다. 서비스 매출에 포함되는 배송 라벨도 같은 맥락으로 해석할 수 있다. 결론적으로 현 시점에서는 미국을 중심으로 6개 지역에 집중하고 있으나, 점진적으로 해외 시장의 중요도는 커질 것으로 판단된다.

그림 25. 엣시는 핵심 6개 시장에 집중



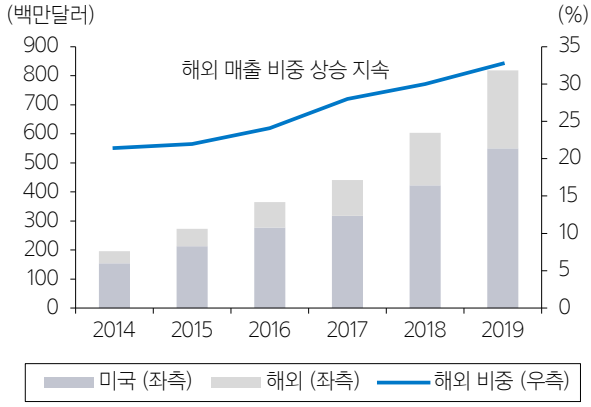
자료: Etsy, 삼성증권

그림 26. 지역별 GMS



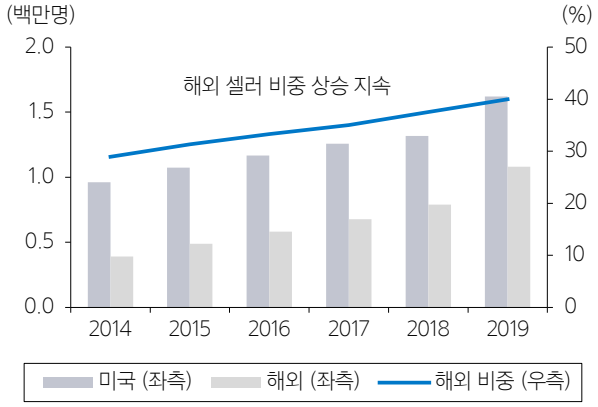
자료: Etsy, 삼성증권

그림 27. 지역별 매출액



자료: Etsy, 삼성증권

그림 28. 판매자 지역별 분포



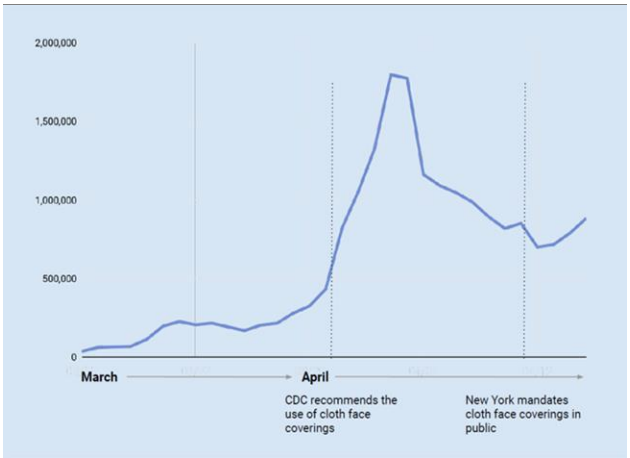
자료: Etsy, 삼성증권

⑤ 코로나19 반사이익 - 마스크 수혜주

마스크 수요 급증에 따른 단기 주가 모멘텀은 당분간 이어질 것으로 판단된다. 사측이 공개한 자료에 따르면, 3월 이후 마스크 관련 검색 빈도가 급격하게 증가했으며 판매량 역시 급증했다. 그 결과 2분기(4-6월) 전체 GMS 26.9억달러 중 무려 12.9%에 해당하는 3.5억달러가 마스크 판매에서 비롯됐다. 또한 Active Sellers 314만명 중 3.6%인 11만명이 엣시를 통해 마스크를 판매했다. 2분기말 기준 Active Buyer 6,027만명 중 6.6%에 해당하는 400만명은 오직 '마스크 구매'를 위해 엣시를 이용했다.

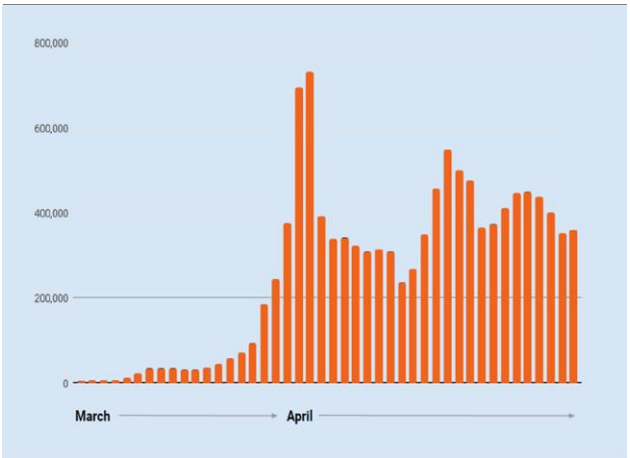
중요한 점은 이들이 처음에는 마스크 구매를 목적으로 엣시 플랫폼에 유입되지만 상당수가 마스크 구매에 그치지 않는다는 것이다. 실제로 사측에 따르면 마스크 구매를 위해 엣시를 이용한 신규 구매자 중 32%가 14일 이내에 다른 제품을 추가로 구매하는 것으로 분석됐다. 즉, 단기적으로는 마스크 판매에 따른 GMS 및 매출 급증이 부각되고 있으나, 이는 일회성 요인으로 그치지 않을 가능성이 높으며 결국 엣시의 생태계 및 고객 저변 확대로 이어질 것으로 판단된다.

그림 29. 코로나19 이후 마스크 관련 검색량 급증



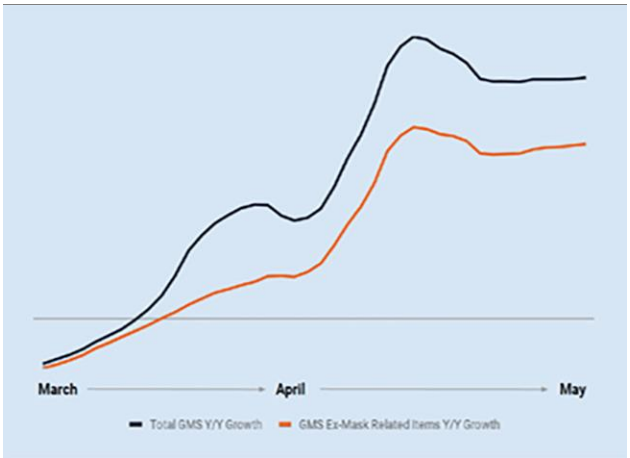
자료: Etsy, 삼성증권

그림 30. 코로나19 이후 마스크 판매량 급증



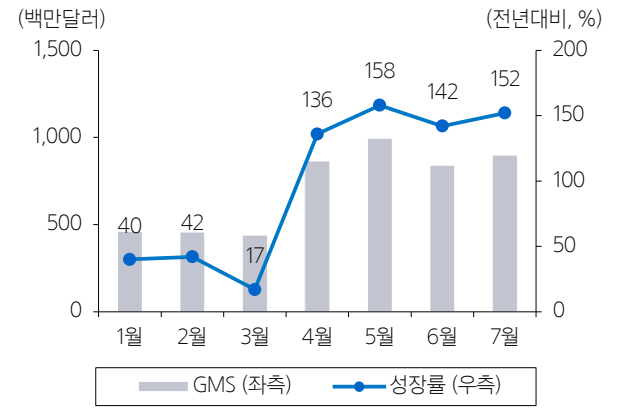
자료: Etsy, 삼성증권

그림 31. 마스크 관련 제품 수요로 신규 구매자 대거 유입



자료: Etsy, 삼성증권

그림 32. 코로나19 이후 GMS 고성장 지속 중



자료: Etsy, 삼성증권

표 1. 분기 및 연간 실적 요약

(백만달러)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**169**	**181**	**198**	**270**	**228**	**429**	**408**	**436**	**604**	**818**	**1,500**	**1,707**
가이던스 - Low	-	-	-	-	-	310	366	-	596	809	-	-
가이던스 - High	-	-	-	-	-	340	426	-	600	815	-	-
Marketplace	126	134	141	190	156	332	298	309	441	591	1,096	1,267
Services	42	46	56	80	72	97	108	120	159	225	392	469
Other	1	1	1	0	0	0	0	0	4	2	1	1
성장률 (% YoY)												
매출액	40.1	36.8	31.6	35.0	34.7	136.7	106.0	61.6	36.8	35.6	83.3	13.8
Marketplace	43.4	47.2	27.1	26.0	23.6	147.0	111.6	63.1	35.2	34.1	85.3	15.6
Services	29.3	16.2	47.5	65.2	71.1	110.7	92.0	49.6	42.1	41.4	74.6	19.5
Other	194.1	(49.2)	(44.3)	n/a	n/a	n/a	(58.8)	n/a	22.8	(38.5)	(68.3)	7.0
비중 (%)												
Marketplace	74.5	74.2	71.2	70.2	68.4	77.4	73.1	70.9	73.0	72.2	73.0	74.2
Services	24.9	25.3	28.5	29.8	31.6	22.6	26.5	27.5	26.3	27.5	26.1	27.4
Other	0.6	0.4	0.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.7	0.3	0.1	0.0
매출원가	53	59	69	91	82	111	117	125	191	271	435	505
매출총이익	**117**	**122**	**129**	**179**	**146**	**317**	**290**	**304**	**413**	**547**	**1,058**	**1,217**
매출총이익률 (%)	68.9	67.6	65.2	66.4	63.9	74.0	71.1	69.6	68.4	66.9	70.5	71.3
영업비용	**85**	**105**	**115**	**154**	**120**	**198**	**195**	**219**	**338**	**458**	**724**	**832**
판매비/마케팅비	35	46	50	84	49	115	106	125	158	215	393	432
일반관리비	25	30	32	34	34	38	41	44	83	121	154	181
연구개발비	25	29	32	36	38	45	48	50	97	122	177	219
영업이익	**32**	**18**	**14**	**25**	**25**	**119**	**92**	**81**	**75**	**89**	**313**	**357**
영업이익률 (%)	18.8	9.9	7.2	9.3	11.1	27.8	22.4	18.6	12.4	10.9	20.9	20.9
이자비용	1	1	2	6	6	7	7	7	13	11	30	27
세전이익	**31**	**16**	**10**	**23**	**10**	**112**	**87**	**76**	**55**	**81**	**291**	**334**
법인세	(0)	(2)	(5)	(9)	(3)	16	9	9	(22)	(15)	31	45
당기순이익	**32**	**18**	**15**	**31**	**13**	**96.4**	**73**	**67**	**77**	**96**	**260**	**284**
순이익률 (%)	18.6	10.1	7.5	11.6	5.5	22.5	18.0	15.3	12.8	11.7	17.3	16.6
EPS (GAAP)	**0.24**	**0.14**	**0.12**	**0.25**	**0.10**	**0.75**	**0.55**	**0.49**	**0.60**	**0.75**	**1.93**	**2.18**
성장률 (% YoY)	140.0	366.7	(20.0)	(21.9)	(58.3)	435.7	357.1	97.4	(10.4)	25.0	157.7	12.6

참고: 추정치는 컨센서스 기준
자료: Etsy, FactSet, 삼성증권

표 2. Key Metrics

(백만달러)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
Gross Merchandise Sales	1,024	1,095	1,200	1,656	1,353	2,689	2,245	2,494	3,932	4,975	8,588	9,684
가이던스 - Low	-	-	-	-	-	2,000	2,000	-	3,870	4,900	-	-
가이던스 - High	-	-	-	-	-	2,200	2,500	-	3,900	5,000	-	-
성장률 (% YoY)	18.9	21.4	30.1	32.8	32.2	145.6	87.1	50.6	20.9	26.5	72.6	12.8
지역별												
Domestic	635	679	782	1,091	866	1,828	1,487	1,448	2,548	3,187	5,630	6,070
International	389	416	418	565	487	860	889	865	1,384	1,788	3,101	3,694
비중 (%)												
Domestic	62.0	62.0	65.2	65.9	64.0	68.0	66.2	58.1	64.8	64.1	65.6	62.7
International	38.0	38.0	34.8	34.1	36.0	32.0	39.6	34.7	35.2	35.9	36.1	38.1
Active Buyers (백만명)	41.0	42.7	44.8	46.4	47.7	60.3	61.2	61.7	39.4	46.4	61.7	69.6
증가율 (% YoY)	18.2	19.2	20.6	17.6	16.4	41.2	36.5	33.2	18.2	17.6	33.2	12.8
Net Adds (QoQ)	1.6	1.7	2.1	1.6	1.4	12.6	0.9	0.6	-	-	-	-
Net Adds (YoY)	6.3	6.9	7.7	6.9	6.7	17.6	16.4	15.4	6.1	6.9	15.4	7.9
Active Sellers (백만명)	2.2	2.3	2.6	2.7	2.8	3.1	3.5	3.5	2.1	2.7	3.5	3.9
증가율 (% YoY)	11.7	16.0	26.9	28.1	27.3	36.5	33.9	31.3	9.0	28.1	31.3	10.3
Net Adds (QoQ)	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.3	0.3	0.1	-	-	-	-
Net Adds (YoY)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8	0.2	0.6	0.8	0.4
Take rate (%)	12.3	12.3	11.7	11.5	11.5	12.3	13.3	12.4	11.2	11.9	12.8	13.1
GMS per Active Buyer (달러)	99.9	100.4	101.9	107.3	111.1	114.4	129.9	142.3	99.7	107.3	139.1	139.1

자료: Etsy, FactSet, 삼성증권

Part 4

밸류에이션 및 투자전략

시장은 성장에 목마르다

2020년 예상 매출액 기준 엣시의 Forward P/S는 10.3배로 동종업계 대비 상당한 프리미엄에 거래되고 있다. 그러나 그만큼 매출성장에 대한 기대감도 남다르다. 컨센서스 기준 2020년 매출성장률은 무려 83.3%에 달한다. 특히 코로나19로 인한 글로벌 경기 둔화가 이미 예견된 상황에서 엣시의 압도적인 성장성은 시장의 주목을 받기에 충분하다. 즉, 현재와 같은 상황에서 시장은 성장에 대한 프리미엄을 부여할 가능성이 높고, 따라서 엣시가 받는 프리미엄은 정당하다는 판단이다.

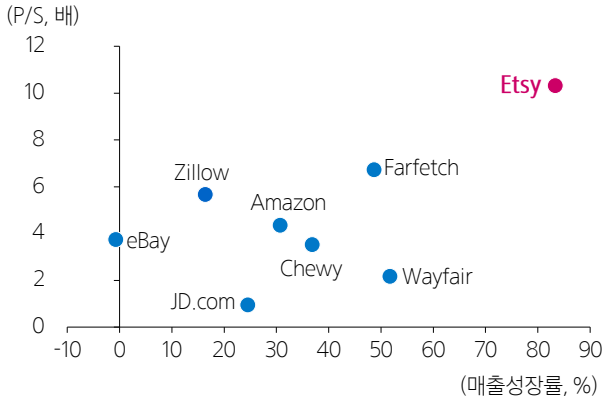
또한 이커머스 모멘텀이 지속될 가능성이 높다는 점에도 주목해야 한다. 팬데믹으로 인해 유통업계는 온라인으로의 전환이 가속화되고 있으며, 이러한 트렌드는 당초 예상보다 더 오래 지속되고 있는 상황이다. 하반기에도 시장의 관심이 이커머스로 쏠릴 가능성이 높다는 점을 감안하면 엣시에게 주목할 필요가 있다. 더욱 중요한 점은 단기적인 변화가 아니라는 것이다. 즉, 이커머스로의 구조적 변화이며, 이는 곧 엣시의 구조적 성장으로 이어질 전망이다.

표 3. 주요 피어그룹 Valuation 비교

기업명	종목코드	시가총액 (백만달러)	2020E 매출액 (백만달러)	PSR (배)	매출성장률 (% YoY)
Amazon	AMZN	1,594,036	366,681	4.3	30.7
eBay	EBAY	40,138	10,725	3.7	(0.7)
JD.com	JD	97,695	103,261	0.9	24.5
Wayfair	W	29,962	13,847	2.2	51.7
Chewy	CHWY	23,317	6,638	3.5	36.9
Zillow	Z	18,113	3,192	5.7	16.4
Farfetch	FTCH	10,210	1,519	6.7	48.7
평균				3.9	29.8
중위값				3.7	30.7
Etsy	**ETSY**	**15,479**	**1,500**	**10.3**	**83.3**

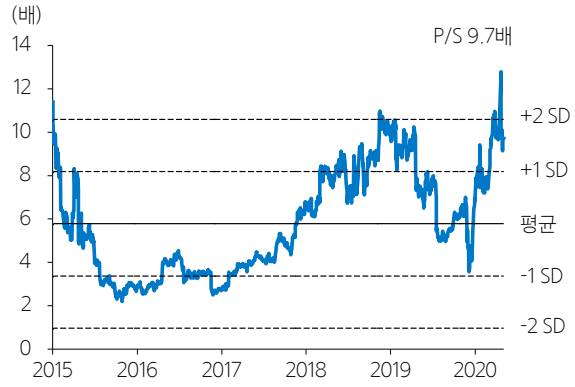
참고: 2020년 8월 17일 종가 기준
자료: FactSet, 삼성증권

그림 33. PSR vs Sales growth 피어그룹 비교



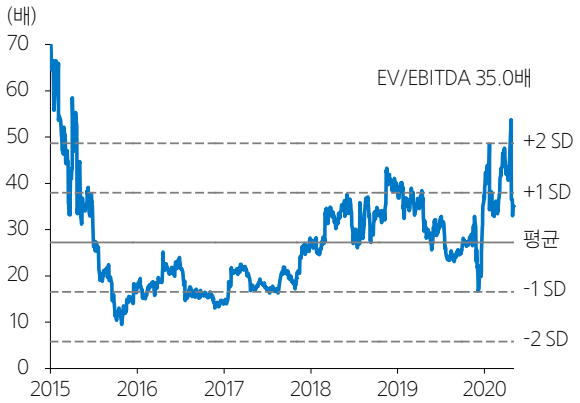
참고: 2020년 매출액 컨센서스 기준
자료: FactSet, 삼성증권

그림 34. Etsy: 12개월 Forward P/S 표준편차 밴드



자료: FactSet, 삼성증권

그림 35. Etsy: 12개월 Forward EV/EBITDA 표준편차 밴드



자료: FactSet, 삼성증권

표 4. Valuation comparison

기업명		Etsy	Amazon	eBay	JD.com	Wayfair	Chewy
종목코드		ETSY US	AMZN US	EBAY US	JD US	W US	CHWY US
시가총액 (백만달러)		15,479	1,594,036	40,138	104,163	29,962	22,339
매출액 (백만달러)	2019	818	280,522	10,800	83,527	9,127	3,533
	2020E	1,501	366,824	10,712	103,626	13,869	4,837
	2021E	1,707	433,603	11,398	124,634	15,768	6,637
매출성장률 (% YoY)	2019	35.6	20.5	0.5	19.5	34.6	67.9
	2020E	83.4	30.8	(0.8)	24.1	52.0	36.9
	2021E	13.8	18.2	6.4	20.3	13.7	37.2
매출총이익률 (%)	2019	66.9	41.0	76.8	14.6	23.5	20.2
	2020E	70.8	40.2	78.2	14.9	30.3	23.4
	2021E	70.5	41.1	77.5	15.3	26.2	24.2
영업이익 (백만달러)	2019	89	14,541	2,321	1,302	(930)	(268)
	2020E	318	19,625	3,316	1,700	298	(262)
	2021E	360	31,665	3,594	2,907	130	(194)
영업이익률 (%)	2019	10.8	5.2	21.5	1.6	(10.2)	(7.6)
	2020E	21.2	5.3	31.0	1.6	2.1	(5.4)
	2021E	21.1	7.3	31.5	2.3	0.8	(2.9)
EPS (달러)	2019	0.80	23.46	2.10	1.21	(10.68)	n/a
	2020E	2.16	46.29	3.57	1.38	2.02	(0.43)
	2021E	2.31	59.36	3.94	2.08	0.68	(0.31)
EV/Sales (배)	2019	6.5	3.4	3.2	0.6	1.1	n/a
	2020E	10.2	4.4	4.1	0.9	2.2	4.6
	2021E	9.0	3.7	3.8	0.8	1.9	3.4
EV/EBITDA (배)	2019	37.3	23.6	10.7	18.2	n/a	n/a
	2020E	34.8	29.7	10.9	30.2	50.4	n/a
	2021E	32.1	23.8	10.2	20.6	63.6	8,347.7
EV/FCF (배)	2019	27.6	43.5	13.4	20.8	(16.5)	-
	2020E	36.7	55.4	17.1	199.7	48.7	(624.8)
	2021E	37.9	38.1	14.7	155.9	94.0	567.0
FCF margin (%)	2019	23.4	7.7	23.7	2.7	(6.5)	(1.6)
	2020E	27.8	7.9	23.7	3.2	4.5	(0.7)
	2021E	23.7	9.8	26.0	3.4	2.1	0.6

참고: 2020년 8월 17일 종가 기준 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

Part 5

리스크요인

1. 경쟁 심화

엣시는 다양한 이커머스 플랫폼과 경쟁한다. 1) 핸드메이드 제품 마켓플레이스를 제공하는 종합 이커머스 플랫폼(아마존, 이베이 등), 2) 핸드메이드 제품 전문 플랫폼(Zibbet, ArtFire, Minted 등), 3) 카테고리 킬러(Wayfair 등) 등이 주요 경쟁자다. 다만 핸드메이드 시장이 매우 파편화되어 있고, 엣시는 이미 상당한 수준의 경쟁력을 확보했다는 점을 감안하면 시장지배력은 지속적으로 확대될 전망이다.

2. 마케팅 비용 증가

엣시 마켓플레이스 외형성장의 배경에는 마케팅 비용이 존재한다. 실제로 퍼포먼스 마케팅에 기반한 거래대금인 Paid GMS 비중은 점차 확대되는 추세다. 즉, GMS의 성장이 공격적인 마케팅 전략에 의해 이루어지고 있다는 뜻이다. 따라서 비용 증가는 피할 수 없는 숙명이다. 향후 투입되는 비용 대비 효과(ROI 하락)가 감소할 리스크가 존재하나, 현재까지 마케팅 레버리지 효과는 확연히 나타나는 모습이다.

3. 수수료 인상은 양날의 검

엣시는 2018년 7월 Transaction Fee를 기존 3.5%에서 5%로 인상했다. 그럼에도 불구하고 판매자의 이탈은 거의 없었다. 핸드메이드 시장의 셀러들이 엣시에 대한 의존도와 충성도가 높다는 점을 방증한다. 게다가 5% 거래수수료를 인상했음에도 엣시의 수수료 체계는 아마존이나 이베이 대비 저렴하다. 그러나 추후 엣시가 수수료를 추가적으로 인상할 경우 판매자들의 Churn rate(이탈률)이 상승할 가능성과 충성도가 하락할 가능성을 배제할 수 없다.

4. 경기 둔화

엣시는 자유소비재 소비지출의 변동과 매우 밀접하게 연관되어 있다. 즉, 경기 하강 사이클에서의 자유소비재 지출 감소는 곧 엣시의 매출 성장 둔화로 직결될 가능성이 있다. 따라서 코로나19라는 특수한 상황에서 글로벌 경기 둔화에 대한 우려가 주가에 반영될 리스크가 존재한다. 그러나 전체 소비가 감소하더라도 이커머스로의 쏠림 현상이 나타나고 있어 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

포괄손익계산서

1월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**273**	**365**	**441**	**604**	**818**
매출원가	97	123	151	191	271
매출총이익	**177**	**242**	**290**	**413**	**547**
판매관리비	136	168	191	241	337
기타영업비용	0	1	3	0	0
EBITDA	**17**	**40**	**39**	**102**	**142**
유무형자산상각비	19	23	27	27	48
영업이익	**(2)**	**18**	**12**	**75**	**89**
영업외손실	26	20	(20)	20	8
세전이익 (조정)	**(25)**	**(2)**	**50**	**55**	**86**
비경상손실	3	1	18	(0)	6
세전이익 (GAAP)	**(28)**	**(3)**	**32**	**55**	**81**
법인세비용	26	27	(50)	(22)	(15)
비지배지분귀속 순익	0	0	0	0	0
당기순이익 (GAAP)	**(54)**	**(30)**	**82**	**77**	**96**
EPS (GAAP, 달러)	**(0.59)**	**(0.26)**	**0.69**	**0.64**	**0.80**
희석 EPS (달러)	**(0.59)**	**(0.26)**	**0.68**	**0.61**	**0.76**

재무상태표

1월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산 총계	**359**	**371**	**439**	**680**	**921**
현금 및 현금성자산	293	282	341	624	817
매출채권	20	26	34	12	15
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산 총계	**194**	**210**	**166**	**222**	**621**
순 유형자산	105	126	118	120	169
기타 비유동자산	89	84	49	101	363
자산 총계	**553**	**581**	**606**	**902**	**1,542**
유동부채 총계	**80**	**84**	**102**	**112**	**189**
매입채권	46	35	42	76	115
단기차입금	6	7	6	4	12
기타 유동부채	29	42	54	32	61
비유동부채 총계	**142**	**152**	**106**	**389**	**947**
장기차입금	8	5	4	279	861
기타 비유동부채	135	147	102	110	86
부채 총계	**223**	**236**	**209**	**501**	**1,136**
보통주자본금/주식발행초과금	406	443	500	562	643
이익잉여금	11	(116)	(96)	(153)	(227)
자본 총계	**330**	**345**	**397**	**401**	**407**
부채 및 자본 총계	**553**	**581**	**606**	**902**	**1,542**

현금흐름표

1월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동에서의 현금흐름	**29**	**48**	**69**	**199**	**207**
당기순이익	(54)	(30)	82	77	96
감가상각비 & 무형자산상각비	19	23	27	27	48
비현금항목	51	67	(35)	44	53
비현금 운전자본 변동	13	(11)	(5)	50	10
투자활동에서의 현금흐름	**(23)**	**(135)**	**62**	**(285)**	**(488)**
고정&무형자산 변동	(21)	(48)	(13)	(56)	(15)
인수&사업매각	0	(8)	0	0	(270)
기타	(2)	(80)	75	(229)	(203)
재무활동에서의 현금흐름	**200**	**(1)**	**7**	**144**	**360**
배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	(3)	(6)	(8)	339	639
자본금의 증가(감소)	203	9	11	(151)	(200)
기타	0	(4)	3	(44)	(80)
현금증감	202	(90)	134	52	76
기초현금	70	277	187	321	372
기말현금	271	182	315	367	443
Free cash flow	**8**	**0**	**56**	**178**	**192**

참고: * 지배주주기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

재무비율 및 주당지표

1월 31일 기준	2015	2016	2017	2018	2019
증감률 (%)					
매출액	39.8	33.4	20.9	36.8	35.6
영업이익	(69.9)	(1,033.0)	(32.3)	528.7	18.7
순이익	254.7	(44.7)	(373.6)	(5.3)	23.7
희석 EPS	55.3	(55.9)	(361.5)	(10.3)	24.6
주당지표					
희석 EPS	(0.6)	(0.3)	0.7	0.6	0.8
BPS	2.9	3.0	3.3	3.3	3.4
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E*	n/a	n/a	26.4	78.1	65.7
P/B*	2.8	4.0	6.3	14.2	12.9
EV/EBITDA	39.0	27.3	55.2	52.8	37.3
비율					
ROE (%)	(27.2)	(8.9)	22.1	19.4	23.7
ROA (%)	(13.5)	(5.3)	13.8	10.3	7.8
ROIC (%)	(14.5)	(4.5)	16.7	16.5	10.1
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 8월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 8월 14일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Interbrand Best Korea Brands 2019

MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM