

# 커넥트웨이브 (119860)

The change has begun!

## 전방산업 성장

커넥트웨이브는 이커머스 밸류체인 전 영역에 걸친 서비스를 제공하고 있다. 사업부는 데이터 커머스(다나와, 에누리), 이커머스 솔루션(메이크샵, 플레이오토), 크로스보더 커머스(몰테일)으로 구분된다. 데이터커머스와 이커머스 솔루션 사업부는 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이, 크로스보더 커머스는 국가별 해외 직접 구매액이 Indicator이다. 온라인 쇼핑 거래액은 22.1분기 이후에도 꾸준한 성장세가 이어지고 있으며, 해외 직구 총액 추이 역시 전년 대비 성장세가 이어지고 있다.

## Private LLM – PLAi

B2B 생성형 AI 시장은 LLM은 퍼블릭(Public) LLM과 프라이빗(Private) LLM으로 구분된다. 퍼블릭 LLM은 생성형 AI 대중화를 견인하며 초기 시장을 선점하고 있지만, 외부 클라우드 사용으로 1)정보 유출 리스크, 2)잘못된 정보를 생성하는 환각현상, 3)최신 정보 부재 등의 문제점들이 제기되고 있다. 반면, 프라이빗 LLM은 기업의 내부 데이터를 활용하여 보안 측면에서 안정적이며, 비용 측면에서 비교우위가 있다. 당사는 23.9월 AI 스타트업 기업인 업스테이지와 프라이빗 LLM 개발 구축 계약을 체결, 프라이빗 LLM 내재화를 추진 중이며 11월 8일 플레이(PLAi)를 공개했다.

## 플랫폼별 PLAi도입 기대효과

플랫폼별 새로운 시도들이 진행되고 있으며 24년 프라이빗 LLM 도입이 예정되어 있다는 점에서 주목해야 된다. 프라이빗 LLM 도입 시 가격비교 플랫폼인 다나와와 에누리는 비교검색의 고도화, 고객의 소비패턴 분석 등의 개인화 서비스가 고도화될 것으로 예상된다. 메이크샵에서는 고객 리뷰에 자동 답글 작성이 가능하며, 쇼핑만족도 개선 및 기업들의 소비자패턴 분석 개선이 기여할 수 있다. 몰테일에서는 풀필먼트 효율성 개선이 기대된다.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	1,713	2,320	3,395	4,526
영업이익	284	378	174	324
지배순이익	236	309	90	74
PER	12.6	11.8	44.8	42.5
PBR	2.7	2.6	1.3	1.3
EV/EBITDA	6.4	6.3	14.8	6.1
ROE	23.6	25.1	4.1	1.6

자료: 유안타증권



권명준 스몰캡  
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

NOT RATED (I)

목표주가 0원 (I)

현재주가 (12/13) 12,650원

상승여력 -

시가총액	5,914억원
총발행주식수	46,747,183주
60일 평균 거래대금	7억원
60일 평균 거래량	60,797주
52주 고/저	18,200원 / 9,810원
외인지분율	3.15%
배당수익률	0.00%
주요주주	한국이커머스홀딩스 주식회사 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.2	10.2	(30.3)
상대	8.5	17.3	(39.9)
절대 (달러환산)	16.6	11.0	(31.0)

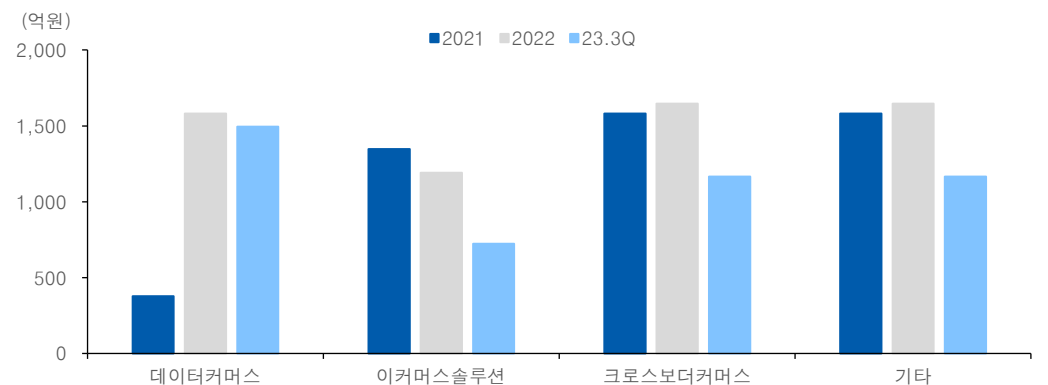
## Private LLM의 적용

### 기업개요

커넥트웨이브는 인수/합병을 통해서 사업을 확장하고 있다. 2018년 에누리, 2019년 플레이오토, 2020년 링크프라이스, 2022년 다나와를 인수했다. 이커머스 밸류체인 전 영역에 걸친 서비스를 제공하고 있다. 사업부는 크게 3개로 구분된다. 첫째, 데이터커머스 사업이다. 「다나와」와 「에누리」 플랫폼을 통해 누적된 정보를 기반으로 가격비교 서비스를 제공하고 있다. 구축된 DB를 제공하기도 한다. 둘째, 이커머스 솔루션 사업이다. 「메이크샵」과 「플레이오토」 플랫폼 기반으로 개인과 기업의 요구 사항에 맞는 이커머스 쇼핑몰 구축 및 운영 등 쇼핑몰 통합 관리 솔루션을 제공한다. 셋째, 크로스보더 커머스이다. 「몰테일」 플랫폼을 통해 전세계 미국, 중국 등 8개국, 12개의 거점 물류센터와 현지 유통 네트워크를 기반으로 국내외 상품소싱 및 공급서비스를 제공하고 있다.

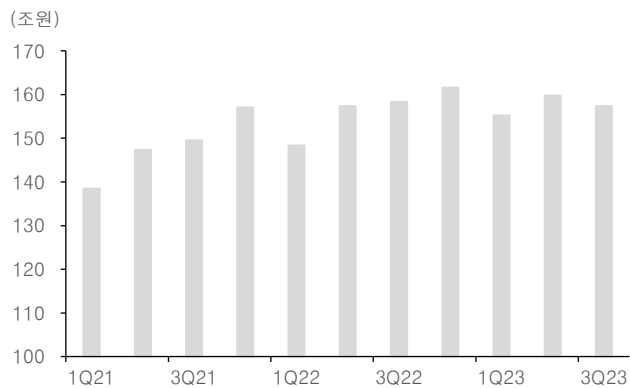
데이터커머스와 이커머스 솔루션 사업부는 국내 온라인 쇼핑 거래액 추이, 크로스보더 커머스는 국가별 해외 직접 구매액이 전망산업이라고 할 수 있다. 국내 소매판매액은 22년 1분기를 기점으로 회복하고 있는 반면, 온라인 쇼핑 거래액은 22년 1분기 이후에도 꾸준한 성장세가 이어지고 있다. 다나와 플랫폼은 가전에 강점이 있다. 가전 온라인 쇼핑 거래액은 회복하는 모습을 보이고 있지만, 4분기 계절적 성수기의 흐름을 보이고 있다. 에누리 플랫폼은 생활용품에 강점이 있다. 생활용품은 성장세가 이어지고 있다. 해외 직구 총액 추이는 2019년에 24.5%로 가장 높은 성장을 했지만, 리오프닝 시기인 2022년에도 전년대비 성장했으며, 2023년도 성장이 이어지고 있다.

[그림 1] 커넥트웨이브 사업부별 매출 추이



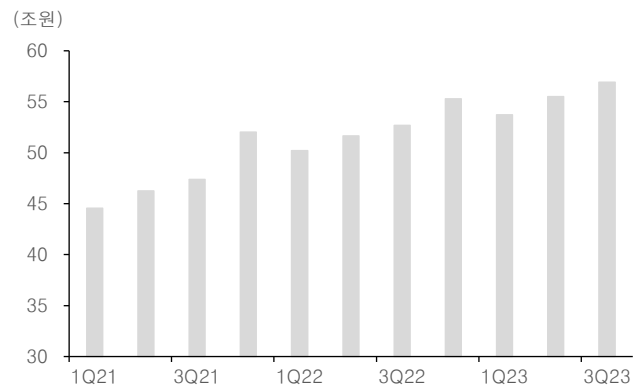
자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 분기별 소매판매액



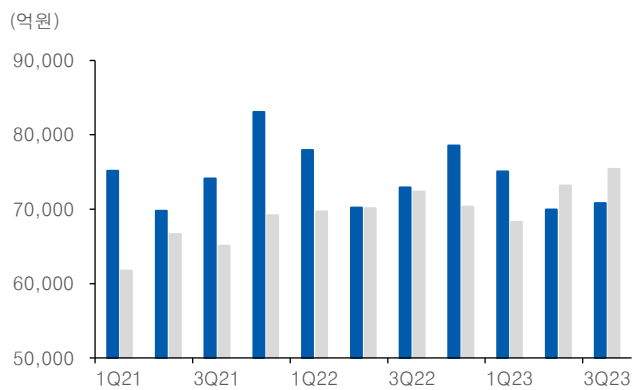
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 3] 분기별 온라인쇼핑 거래액



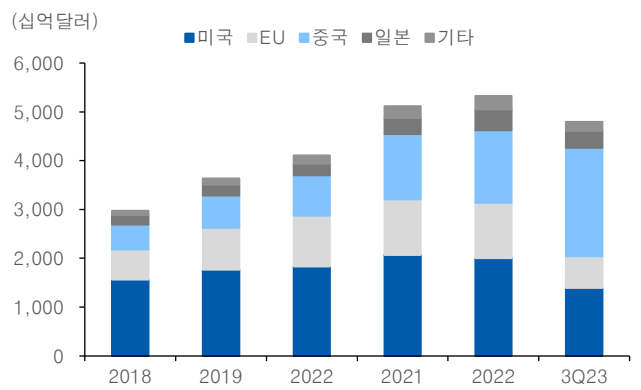
자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 4] 분기별 가전 온라인쇼핑 거래액: 가전, 생활



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

[그림 5] 국가별 해외 직접 구매액



자료: 통계청, 유안타증권 리서치센터

## 커넥트웨이브의 Private LLM – PLAi

LLM(Large Language Model, 거대언어모델)은 언어모델(LM)을 더욱 확장한 개념으로 인간의 언어를 이해하고 생성하도록 훈련된 인공지능을 통칭한다. 딥 러닝 알고리즘과 통계 모델링을 통해 자연어처리(NLP, Natural Language Processing) 작업을 수행하는데 사용된다.

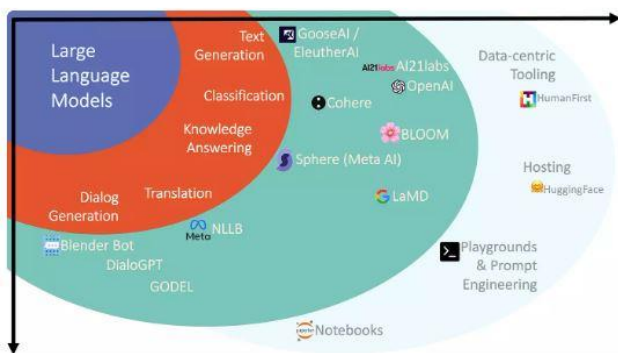
B2B 생성형 AI 시장은 LLM은 퍼블릭(Public) LLM과 프라이빗(Private) LLM으로 구분된다. 퍼블릭 LLM은 생성형 AI 대중화를 견인하며 초기 시장을 선점했지만, 외부 클라우드 사용으로 1) 정보 유출 리스크, 2)잘못된 정보를 생성하는 환각현상(할루시네이션), 3)최신 정보 부재 등의 문제점들이 제기되고 있다.

프라이빗 LLM은 다음과 같은 장점을 보유하고 있다. 첫째, 기업의 내부 데이터(구축형 On-Premises 방식 or 전용 프라이빗 클라우드)를 활용하여 기업의 민감 데이터가 유출될 가능성을 전면 차단하여 보안성을 강화시킨다. 둘째, 범용 모델과 달리 기업 내부 데이터를 학습 대상으로 제한함에 따라 거짓정보(환각현상)를 생성할 가능성이 낮아진다. 셋째, 상대적으로 작은 모델 사이즈로 비용 측면에서 퍼블릭 LLM 대비 비교우위에 있다. 넷째, 짧은 주기의 최신정보 학습이 가능하여 최신 정보 반영 문제의 해결이 가능하다.

세일즈포스는 대화형 AI 어시스턴트 아인슈타인 코파일럿을 공개했다. 기업들이 보유한 정확한 고객 데이터를 기반해 환각현상은 줄이고, 고객 CRM(관계관리) 데이터 클라우드에 보관함으로써 데이터 안전성은 개선시켰다.

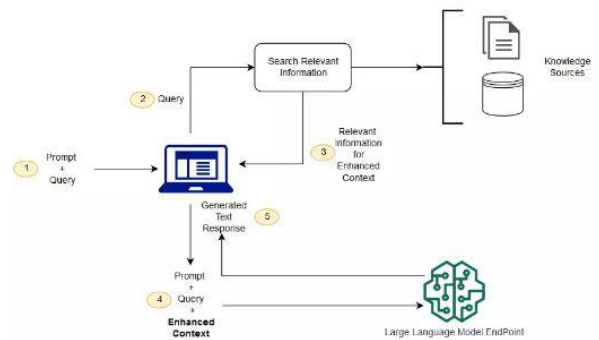
동사는 23.9월 AI스타트업 업스테이지와 프라이빗 LLM 개발 구축 계약을 체결, 프라이빗 LLM 내재화를 추진하고 있으며, 지난 11월 8일 플레이(PLAi)를 공개했다. 다나와, 에누리 등을 통해서 약 14억개 규모의 쇼핑 상품 데이터, 상품 카달로그 2천만건, 셀러 4.5만명, 연간 1억개 내외의 주문건수 데이터를 보유하고 있다. 검증된 내부 데이터 활용을 통해 보안 이슈, 거짓 정보 생성 우려감에서 벗어날 수 있으며, 적은 비용으로 기술 개발이 가능하다는 점에서 프라이빗 LLM 도입에 유리한 포지셔닝에 있다고 판단된다.

[그림 6] LLM 역할



자료: Datahunt, 유안타증권 리서치센터

[그림 7] LLM 작동 방식 및 원리



자료: Datahunt, 유안타증권 리서치센터

## 플랫폼별 최근 변화 및 PLAi 도입 기대효과

합병 이후 플랫폼별 변화가 시작되고 있으며, 2024년에는 프라이빗 LLM인 PLAi를 통해 더욱 고도화될 예정이다. 고도화된 플랫폼을 통해 경쟁 플랫폼 대비 비교우위 가능 여부를 주목해야 한다.

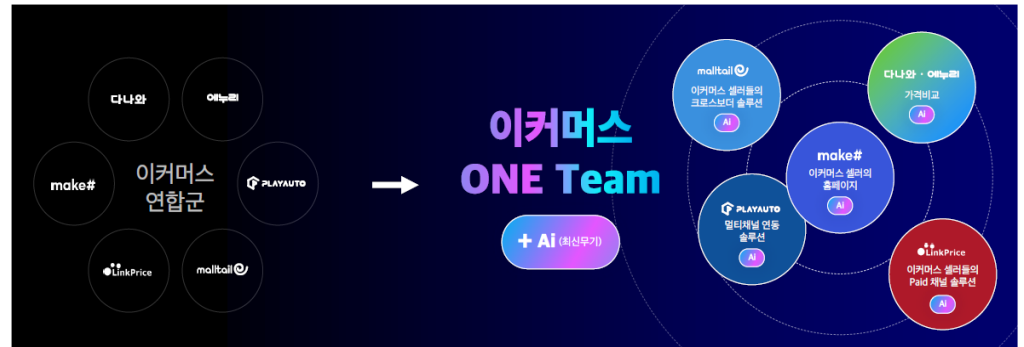
**다나와.** 가격비교 플랫폼이며, 컴퓨터/가전 등에 특화되어 있다. 게임, 자동차, 캠핑/아웃도어 등으로 사업영역을 확대하고 있다. 새로운 비교검색 서비스 VS검색을 오픈했다. VS 검색은 여러 제품의 사양, 가격, 후기를 한 페이지에서 손쉽게 비교할 수 있는 서비스이다. 향후 동사의 프라이빗 LLM인 PLAi와 결합하여 고도화될 예정이다.

**에누리.** 다나와와 마찬가지로 가격비교 플랫폼으로 소프트 굿즈(화장품, 의류 등)에 강점이 있다. 국내 플랫폼 기업으로 제품 상세 데이터 판매도 하고 있다. 자주 구매하는 상품을 구독 시 실시간으로 최저가와 최고가 가격정보를 알 수 있는 가격구독 서비스를 지난 11월에 출시했다. PLAi와 결합 시 고객의 소비패턴, 상품리뷰, 검색 기록들을 기반한 개인화 서비스가 가능할 것으로 예상된다.

**메이크샵.** 자사몰을 구축하고자 하는 수요가 있는 판매자를 대상으로 하며, 국내 유료결제 1위 전자상거래 통합솔루션이다. 11월 20일 가상 피팅 솔루션 전문기업 딥픽셀과 가상 피팅 업무협약을 체결했다. 메이크샵은 가상 피팅 기술을 메이크샵 전 상점으로 확대해 쇼핑물 경쟁력 강화에 나설 계획이다. PLAi 기술을 도입하면 고객 리뷰에 자동 답글 작성이 가능하며, 리뷰 요약 및 긍정/부정 키워드 추출 및 분석을 지원할 예정이다. 쇼핑만족도 개선 및 기업들의 소비자패턴 분석 개선이 기여할 것으로 예상된다.

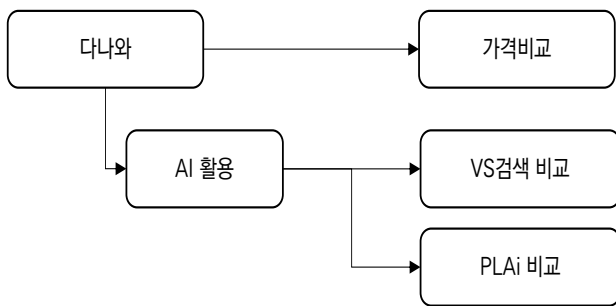
**몰테일.** 해외 8개국 12개 풀필먼트 센터를 중심으로 하는 글로벌 크로스보더 커머스 플랫폼이다. 아마존 등 해외 주요 쇼핑몰의 상품구입부터 배송까지 One Stop으로 진행이 가능하다. 11월 2일 G마켓이 ShipG 서비스 중국 물류수행사로 선정되었다. 중국 내 제품보관-배송-재고관리 등을 지원한다. 11월 16일에는 무신사 솔드아웃과 B2B 크로스보더 풀필먼트 사업을 시작했다. 몰테일은 미국에 있는 자체 물류센터를 활용해 솔드아웃 셀러 대상으로 조기 판매가 가능하도록 물류 전 과정에 맞춤형 크로스보더 풀필먼트 서비스를 제공할 예정이다. PLAi가 결합된다면 풀필먼트 효율성이 개선될 것으로 기대된다.

[그림 8] AI 도입을 통한 상호작용 기대



자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 9] 다나와: 가격비교에서 VS 검색 비교 및 PLAi 비교로 확대



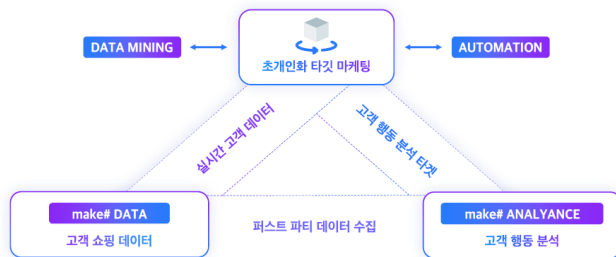
자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 10] 에누리: 가격구독 AI 서비스 구현 예시



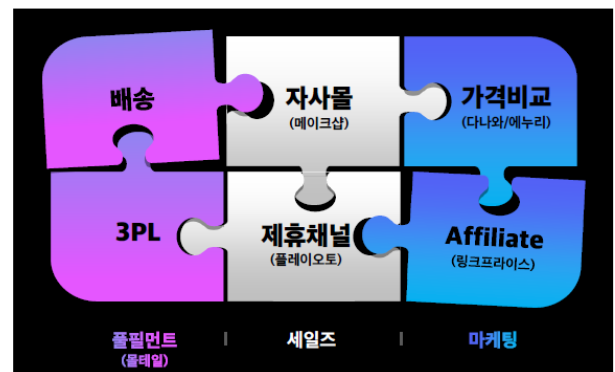
자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 11] 메이크샷: AI를 통한 고객 행동 분석



자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

[그림 12] 몰테일: 풀필먼트에서 세일즈 및 마케팅 영역으로 확대



자료: 커넥트웨이브, 유안타증권 리서치센터

## 커넥트웨이브 (119860) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액	1,214	1,713	2,320	3,395	4,526
매출원가	0	972	1,463	0	0
매출총이익	1,214	741	857	3,395	4,526
판매비	1,012	457	479	3,220	4,202
영업이익	202	284	378	174	324
EBITDA	214	315	407	312	527
영업외손익	7	10	17	-56	-91
외환관련손익	0	0	0	10	1
이자손익	8	12	14	-14	-88
관계기업관련손익	0	0	0	-7	16
기타	0	-2	3	-45	-21
법인세비용차감전순이익	209	293	395	118	233
법인세비용	45	58	77	6	20
계속사업순이익	164	236	318	112	212
중단사업순이익	0	0	-9	0	0
당기순이익	164	236	309	112	212
지배지분순이익	164	236	309	90	74
포괄순이익	160	234	310	144	237
지배지분포괄이익	160	234	310	121	90

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
영업활동 현금흐름	166	488	207	308	522
당기순이익	164	236	309	112	212
감가상각비	11	30	28	78	111
외환손익	0	1	0	-4	-1
중속, 관계기업관련손익	2	0	-1	7	-16
자산부채의 증감	-51	179	-159	-18	97
기타현금흐름	40	43	29	134	119
투자활동 현금흐름	-152	-145	-280	-807	-3,903
투자자산	2	25	-138	-322	-77
유형자산 증가 (CAPEX)	-20	-9	-12	-33	-60
유형자산 감소	5	1	4	1	18
기타현금흐름	-139	-162	-134	-453	-3,784
재무활동 현금흐름	-20	-72	-69	538	3,482
단기차입금	8	7	-13	851	-88
사채 및 장기차입금	-1	15	-4	304	1,726
자본	0	-2	0	1,969	2,381
현금배당	-30	-41	-52	-1	-3
기타현금흐름	2	-51	0	-2,584	-534
연결범위변동 등 기타	0	-1	0	9	-16
현금의 증감	-6	270	-143	48	85
기초 현금	174	168	437	365	412
기말 현금	168	437	295	412	497
NOPLAT	202	284	378	174	324
FCF	146	479	194	274	462

자료: 유안타증권

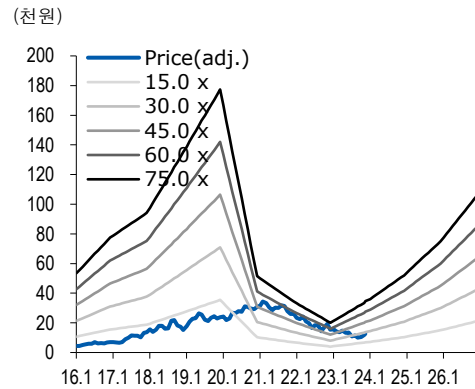
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
유동자산	726	1,188	1,307	1,834	3,339
현금및현금성자산	168	437	295	412	497
매출채권 및 기타채권	143	105	108	370	424
재고자산	45	96	104	291	300
비유동자산	358	353	324	3,049	6,442
유형자산	96	90	69	600	555
관계기업 등 지분관련자산	1	1	1	365	267
기타투자자산	164	126	60	225	115
자산총계	1,084	1,542	1,631	4,883	9,780
유동부채	168	409	248	1,436	1,413
매입채무 및 기타채무	117	319	161	381	412
단기차입금	9	3	3	820	705
유동성장기부채	1	1	13	56	9
비유동부채	17	36	15	354	2,264
장기차입금	9	8	0	29	30
사채	0	0	0	0	1,605
부채총계	185	445	263	1,790	3,678
지배지분	899	1,097	1,368	2,973	5,962
자본금	65	65	65	129	241
자본잉여금	162	161	161	2,065	4,335
이익잉여금	693	885	1,155	778	861
비지배지분	0	0	0	120	141
자본총계	900	1,097	1,368	3,093	6,102
순차입금	-516	-942	-1,067	474	267
총차입금	19	40	23	1,178	2,816

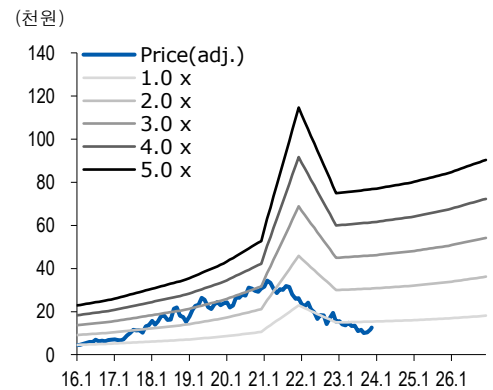
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
EPS	1,255	1,804	2,366	686	459
BPS	6,972	8,461	10,554	22,937	14,989
EBITDAPS	1,638	2,408	3,115	2,383	3,281
SPS	9,282	13,102	17,741	25,962	28,187
DPS	320	400	600	0	0
PER	13.5	12.6	11.8	44.8	42.5
PBR	2.4	2.7	2.6	1.3	1.3
EV/EBITDA	7.9	6.4	6.3	14.8	6.1
PSR	1.8	1.7	1.6	1.2	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A
매출액 증가율 (%)	12.8	41.2	35.4	46.3	33.3
영업이익 증가율 (%)	32.3	40.6	33.2	-53.9	86.1
지배순이익 증가율 (%)	21.4	43.7	31.2	-71.0	-17.9
매출총이익률 (%)	100.0	43.2	36.9	100.0	100.0
영업이익률 (%)	16.6	16.6	16.3	5.1	7.2
지배순이익률 (%)	13.5	13.8	13.3	2.6	1.6
EBITDA 마진 (%)	17.6	18.4	17.6	9.2	11.6
ROIC	116.0	387.1	1,453.0	11.9	7.3
ROA	16.3	18.0	19.5	2.8	1.0
ROE	19.7	23.6	25.1	4.1	1.6
부채비율 (%)	20.5	40.6	19.3	57.9	60.3
순차입금/자기자본 (%)	-57.4	-85.9	-78.0	16.0	4.5
영업이익/금융비용 (배)	279.2	203.6	390.6	7.5	2.5

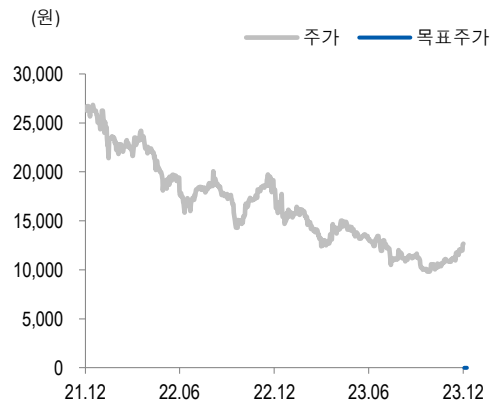
P/E band chart



P/B band chart



커넥트웨이브 (119860) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비 최고(최저) 주가 대비	
2023-12-14	NOT RATED	-	1년		
2021-05-17	NOT RATED	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- \* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.6
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-12-13

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외



- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.