

# Project Eleven

주식가치검토

Strictly Private and Confidential

Draft

2022.12



삼일회계법인

# Important message



본 보고서에 수신인으로 기재되어 있지 않거나 삼일회계법인이 제시한 Hold Harmless Letter에 서명하여 이를 제출하지 아니한 자는 본 보고서에 접근 권한이 없음을 알려드립니다.

계약 여부를 불문하고 삼일회계법인의 접근 권한 부여 등 어떠한 의사표시가 없었음에도 불구하고 본 보고서를 입수하여 그 내용을 열람·이용·전달하는 자는 다음 사항을 읽고 동의한 것으로 간주됨과 동시에 본 보고서에 대한 삼일회계법인의 저작권을 보호할 의무를 부담합니다.

1. 당 법인의 업무는 보고서 수신인의 이용 목적에 따라 보고서 수신인과 사전에 협의된 업무범위에 기초하여 수행되었으며 그 외 어떠한 다른 목적을 위해서도 수행되지 않았습니다. 따라서 보고서 수신인 외의 자가 수행하여야 할 독립적인 조사의 대체적인 방법으로 갈음될 수 없습니다.
2. 어떠한 경우에도 당 법인은 보고서 수신인 이외 제 3자에 대하여 어떠한 주의의무를 부담하거나 수락하지 않습니다. 또한 삼일회계법인은 보고서 수신인 이외 제 3자에 대하여 계약상 의무 또는 과실행위를 포함하는 불법행위 등으로 발생하는 의무를 부담하거나, 보고서 및 이와 관련하여 제공되는 정보로부터 발생하는 비용, 손실 및 피해에 대하여 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.
3. 보고서 수신인 이외의 제3자는 삼일회계법인의 사전 서면동의 없이 어떠한 목적으로도 관련 정보를 인용하거나 본 보고서의 일부분 또는 전부를 제공받을 수 없습니다.

## [Status of Draft]

현재 삼일회계법인의 업무는 종결되지 않았으며 본 보고서는 최종보고서 Draft입니다. 최종 보고서에 포함되는 발견사항과 결과물은 본 최종보고서 Draft 상의 내용과 상이할 수 있습니다.

따라서 본 최종보고서 Draft 상의 내용을 어떠한 용도로도 신뢰하는 경우 삼일회계법인은 어떠한 책임도 부담하지 않습니다.



수 신  
SK스퀘어 주식회사

제 목  
십일번가 주식회사에 대한 주식가치 검토

일 자  
2022년 12월

삼일회계법인(이하 "당 법인")은 SK스퀘어 주식회사(이하 "귀사")와 2022년 10월에 체결된 용역계약에 따라 2022년 09월30일(이하 "검토 기준일") 현재 십일번가주식회사(이하 "회사")에 대한 재무보고 목적 주식가치 검토 업무를 수행하고 그 결과를 보고합니다.

유 상 문  
Partner  
E: sang-moon.yoo@pwc.com  
T: + 82 2 3781 9102

박 진 호  
Director  
E: jin-ho\_1.park@pwc.com  
T: + 82 2 709 0612

당 법인의 업무는 귀사와 사전에 협의된 업무범위 및 절차에 따라 수행되었습니다. 따라서 수행 업무의 충분성 여부에 대한 책임은 귀사에게 있으며 당 법인은 본 보고서의 목적을 위하여 당 법인이 수행한 업무 범위가 충분한지 여부에 대해서는 어떠한 보증도 하지 않습니다. 만약 당 법인에게 추가적인 업무의 수행 요구가 있었다면 본 보고서에 언급되지 아니한 추가적인 발견사항 또는 변경사항이 있을 수도 있습니다. 따라서 본 보고서 이용 시에는 Our Scope and Process에 기술된 당 법인이 수행한 업무의 범위 및 한계점들을 충분하고 명확하게 고려하여야 합니다. 당 법인은 이 업무를 수행함에 있어서 한국공인회계사회가 제정한 가치평가서비스 수행기준과 공정가치를 평가할 때 관련 회계기준에서 요구하는 사항(한국채택 국제회계기준 기업회계기준서 제1113호(공정가치측정) 포함)을 준수하였습니다.

당 법인이 제공하는 본 건 가치검토 결과는 귀사 및 회사가 제공하는 산업정보, 경영정보 및 재무정보에 의존하여 하는 것이며, 당 법인은 추정재무정보 작성에 사용된 가정의 현실성 및 제시된 자료의 완전성에 대한 책임을 지지 아니합니다. 미래현금흐름 추정을 위한 영업, 재무예측 및 계획은 전적으로 귀사 및 회사의 책임하에 작성된 것이며, 당 법인은 귀사 및 회사가 작성한 사업계획에 기반하여 향후 현금흐름 추정을 포함한 가치평가업무를 수행한 것입니다. 따라서 귀사 및 회사가 제시한 자료에 변동사항이 발생하거나 대상 사업의 향후 추정 실적, 환율, 경제성장률, 물가상승률, 시장환경 및 기타 거시경제환경 등 제반 가정 또는 경제환경에 변경이 발생할 경우에는 그에 따라 본 평가(검토) 결과가 달라질 수 있고 그 차이가 중요할 수 있습니다.

특히, 보고서일 현재 COVID 19로 인한 국내외 경제 및 관련 산업의 불확실성이 지속적으로 증가하고 있고 이러한 불확실성은 가치를 산출하기 위하여 이용하는 다양한 가정과 변수에 중요한 영향을 미칠 수 있으며 이로 인하여 가치가 다르게 도출될 수 있습니다. 따라서, 본 보고서의 이용자는 현 경제상황의 불확실성으로 인한 변동 가능성에 대하여 이해하고 이러한 불확실성을 본 검토 결과와 별도로 판단해야 합니다.

본 용역에서는 귀사 및 회사에서 제시한 자료에 대한 어떠한 검증절차나 감사절차가 수행되지 아니하였습니다. 따라서 이러한 검증이나 감사절차를 수행하였다면 발견될 수도 있었던 사항에 의하여 본 보고서의 결과는 유의하게 달라질 수 있습니다. 또한 당 법인은 추정에 필요한 자료 및 제반 근거의 정확성이나 실현가능성 등에 대한 어떠한 의견이나 확신을 제공하지 아니합니다.

미래기간에 대한 추정은 다양한 제반 요소들의 변동에 따라 중대한 영향을 받을 수 있으므로 본 보고서상의 추정치가 장래의 실적치와 일치하거나 유사할 것이라는 것을 당 법인이 보증하거나 확인하는 것은 아니며, 본 보고서에서 사용된 것과 다른 평가방법이나 다른 제반 가정이 사용될 경우 검토 결과는 본 보고서의 결과와 중대한 차이가 발생할 수 있습니다.

본 보고서는 전술한 귀사의 재무보고목적으로 작성된 것이므로 기타의 다른 목적으로 사용될 수 없으며, 당 법인의 사전 서면 동의 없이 귀사 이외의 제3자에게 본 보고서의 일부 또는 전부의 열람, 대여, 복사 등 일체의 이용을 허용하여서는 안됩니다.

본 보고서일 이후 발생하거나 알게 된 사건, 거래, 경영환경의 변화로 인해 평가 결과의 중요한 차이가 발생할 수 있으며, 당 법인은 보고서를 수정할 권리가 있으며 갱신할 책임을 부담하지는 않습니다. 또한, 본 보고서에서 제시된 내용의 일부 또는 전부에 대하여 당 법인의 사전 동의 없이 타 용도에 임의로 열람 또는 인용할 수 없으며, 이를 위반하여 야기되거나 야기될 수도 있는 손해에 대해서는 당 법인은 어떠한 책임도 부담하지 아니함을 알려 드립니다. 또한 당 법인의 사전 동의 하에 귀사가 제3자에게 본 보고서를 열람하도록 하는 경우에도 제3자의 의사결정 등은 전적으로 본인의 독자적인 조사와 판단 아래 행하는 것으로 제3자는 당 법인이 어떠한 책임도 지지 않는다는 점에 동의할 것을 전제로 본 보고서를 열람할 수 있습니다.

본 보고서일 이후 발생하거나 알게 된 사건, 거래, 경영환경의 변화로 인해 산정 결과의 중요한 차이가 발생할 수 있으며, 당 법인은 보고서를 수정할 권리가 있으며 갱신할 책임을 부담하지는 않습니다.



본 보고서에 의문이 있으시면 언제든지 당 법인의 담당자에게 연락 주시면 성실하게 답변드릴 것을 약속 드립니다.

삼 일 회 계 법 인  
대 표 이 사 윤 훈 수

본 보고서는 보고서일 현재로 유효한 것입니다. 따라서 보고서일 이후 본 보고서를 열람하는 시점 사이에 검토대상과 관련한 회사의 사업에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사건이나 상황이 발생할 수도 있으며 이로 인하여 보고서가 수정될 수도 있습니다. 본 보고서 제출일 이후 6개월이 경과하여 본 보고서를 참고하시려는 경우에는 반드시 당 법인에 본 보고서의 유효성과 활용 가능성 여부를 확인하시기 바랍니다.

# Our Scope and Process

Scope	Process
Scope of work	당 법인은 검토기준일인 2022년 9월 30일(이하 “검토기준일”) 현재 K-IFRS 1113호, K-IFRS 1036호에 의거하여 십일번가주식회사(이하 “대상회사” 혹은 “회사”)에 대한 주식가치검토 업무를 수행하였습니다.
Sources of information	<p>가치 검토를 위해 사용된 주요 자료 및 서면 질의/응답은 다음과 같습니다.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>주요 검토 자료 : <ul style="list-style-type: none"> <li>FY21 감사 받은 재무제표, FY22.3Q 결산 재무제표</li> <li>자산표</li> <li>회사의 사업 계획</li> </ul> </li> <li>그 외 공시 자료 : CIQ, EIU, Dart, 통계청</li> </ul>
Other scope comments	<p>대상회사의 재무제표는 K-IFRS 기준에 따라 작성되었습니다. 대상회사가 E-mail과 인터뷰를 통해 제공한 자료에 한해 업무를 수행하였으며 제시된 자료 외 일부 자료 및 추정내역에 대한 상세근거자료를 제출 받지 못하였습니다. 제출 받지 못한 주요 자료는 다음과 같으며, 이에 대해서는 일부 가정 및 합리적 추정 간편법을 적용하여 업무를 수행하였으며 제출 받지 못한 주요 자료에 따라 검토 시 공정가치에 중대한 영향을 미칠 수 있습니다</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>신사업 연계 관련 사업계획(GMV 점유율 추정치, 관련 손익 등, Capex 투자) 에 대한 상세 근거 자료</li> <li>일부 사업계획(채널별 GMV 점유율 추정치, Conversion Rate, Confirm Rate 추정치, Take rate 추정치 등) 에 대한 상세 근거 자료</li> <li>일부 계정별 상세명세</li> <li>Capex 투자계획에 대한 상세 근거 자료</li> </ul>

# Our Scope and Process

Scope	Process
Management representations	당 법인은 동 보고서 초안을 회사담당자에게 송부하였으며, 담당자로부터 동 보고서 초안 검토 결과 중대한 영향을 줄 수 있는 사실이 잘못 기재되었거나, 오류 또는 누락 된 사항을 발견하지 못하였음을 확인 받았습니다.
Limitation	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 상세 사업계획을 제공받지 못하였으며, 제공받지 못한 사업계획 상세자료에 대해서는 E-mail과 인터뷰를 통한 파악한 대상회사의 주요 사업계획 및 가정 등에 근거하여 추정하였습니다.</li> <li>• 대상회사로부터 제공받은 재무제표나 기타의 재무정보 중 일부는 외부감사인의 감사를 받지 않은 것으로, 이러한 정보들이 재무상태와 경영성과를 모두 그리고 정확하게 반영하고 있는지 여부를 별도로 검토함이 없이 제공받은 그대로 수용하였습니다.</li> <li>• 공공정보와 산업 및 통계자료는 당 법인이 신뢰할 수 있다고 판단한 원천에서 입수하였습니다. 그러나 당 법인은 이들 정보의 정확성이나 완전성에 대하여 어떠한 기술도 제공하지 아니하며 이를 입증하기 위한 어떠한 절차도 수행하지 않았습니다.</li> <li>• 당 법인은 대상회사의 과거와 현재 및 미래의 영업 전망에 대하여 질문 등의 분석적 검토만을 수행하였습니다. 따라서 당 법인은 추정 재무정보를 조사하거나 작성하는데 관여하지 않았습니다. 즉, 추정 재무정보나 이와 관련된 가정에 대하여 감사의견 등 어떠한 형태의 인증도 표명하지 아니합니다.</li> <li>• 보고서에 기술되어 있는 전제 및 가정과 다른 전제 및 가정이 사용될 경우 그 결과는 본 보고서의 결과와 중대한 차이가 발생할 수 있습니다.</li> </ul>
Other	본 보고서상 일부 수치와 Percentage는 반올림된 것으로 합계 등에 중요하지 않은 차이가 있거나, 동일 항목에 대한 다른 수치와 중요하지 않은 차이가 있을 수 있습니다.

# Agenda

1. Executive Summary
2. Overview
- 3 Valuation: Details of Projection
4. Appendices



# 1

## Executive Summary

# Value Results

대상회사의 사업계획을 반영하여 Equity Value 추정결과 약 2조3,525억원에서 2조9,448억원으로 예상됩니다.

## Valuation Summary

(단위: 억원)

<b>A. Operating Value (a + b)</b>	<b>24,277</b>
a. Sum of PV of FCFF	287
b. Terminal Value	23,990
<b>B. Non Operating Value</b>	<b>1,381</b>
<b>C. Enterprise Value (A + B)</b>	<b>25,659</b>
D. Net Debt	(530)
<b>Equity Value (C - D)</b>	<b>26,189</b>

## Sensitivity Analysis

(단위: 억원, %)		WACC		
		10.5%	11.0%	11.5%
P. Growth Rate	1.5%	29,448	27,408	<b>25,582</b>
	<b>1.0%</b>	28,061	<b>26,189</b>	24,504
	0.5%	<b>26,812</b>	25,086	23,525

## Terminal Value

- Normalized FCF - 최종 연도 세후영업이익을 Normalized FCF로 가정, 영구성장율을 고려한 순운전자본 증감 가정, 회사제시 사업계획 수준의 Capex를 가정
- 영구성장모형 사용 - 추정기간 이후 Normalized FCF가 일정한 성장률로 영구 성장 가정

## Non Operating Value

- 금융상품 (1,346억원), 회원권 (35억원)

## Net Debt

- 평가기준일 현재 11번가의 현금성자산 (530억원) 반영

## WACC

- Peer - 아마존 닷컴, 이베이, 라쿠텐, 모모닷컴
- Ke - 12.4%, Kd - 6.15%
- 목표자본구조 - Peer의 자본구조 (부채비율 22.7%) 적용

# FCF Projection Results

추정기간 FCF Projection Results은 다음과 같습니다.

단위: 억원	Historical				Forecast					
	2019	2020	2021	2022 3Q	2022 4Q	2023	2024	2025	2026	2027
<b>GMV</b>	<b>73,383</b>	<b>81,949</b>	<b>86,322</b>	<b>56,891</b>	<b>20,808</b>	<b>94,883</b>	<b>111,330</b>	<b>129,272</b>	<b>148,074</b>	<b>167,322</b>
<i>gr %</i>	-3.2%	11.7%	5.3%			22.1%	17.3%	16.1%	14.5%	13.0%
Revenue	5,305	5,456	5,614	4,716	2,803	13,804	19,894	26,709	33,647	40,215
<i>gr %</i>	-21.3%	2.8%	2.9%			83.6%	44.1%	34.3%	26.0%	19.5%
Opex	5,291	5,553	6,308	5,778	3,322	14,728	19,799	25,234	30,500	35,000
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>(98)</b>	<b>(694)</b>	<b>(1,061)</b>	<b>(519)</b>	<b>(923)</b>	<b>95</b>	<b>1,475</b>	<b>3,148</b>	<b>5,215</b>
<i>% of GMV</i>	0.0%	-0.1%	-0.8%	-1.9%	-2.5%	-1.0%	0.1%	1.1%	2.1%	3.1%
<i>% of Revenue</i>	0.3%	-1.8%	-12.4%	-22.5%	-18.5%	-6.7%	0.5%	5.5%	9.4%	13.0%
Tax on EBIT					-	-	4	64	141	1,091
<b>NOPLAT</b>					<b>(519)</b>	<b>(923)</b>	<b>91</b>	<b>1,411</b>	<b>3,006</b>	<b>4,124</b>
D&A					50	195	183	203	234	257
CAPEX					(163)	(175)	(235)	(274)	(274)	(260)
△NWC					(366)	(920)	(690)	(1,099)	(1,026)	(828)
<b>Free Cash Flow</b>					<b>(999)</b>	<b>(1,824)</b>	<b>(651)</b>	<b>241</b>	<b>1,940</b>	<b>3,293</b>
PVIF					0.99	0.92	0.83	0.75	0.68	0.61
<b>PV of FCF</b>					<b>(986)</b>	<b>(1,687)</b>	<b>(543)</b>	<b>181</b>	<b>1,313</b>	<b>2,008</b>

# WACC Calculation

회사와 유사한 사업을 영위하는 동종기업을 대용치로 하여 가중평균자본비용을 산출하였으며, 적용한 WACC은 11.0% 입니다.

WACC	$\text{자기자본비용 (K}_e\text{)} \times \frac{\text{자기자본(S)}}{\text{총 자본(S+B)}} + \text{타인자본비용(K}_d\text{)} \times (1 - \text{법인세율(t)}) \times \frac{\text{타인자본(B)}}{\text{총 자본(S+B)}}$	
Component	Apply	Notes
Risk-free rate (Rf)	4.1%	평가기준일 현재 한국 10년 만기 국공채이자율 (Bloomberg)
Market Risk Premium (MRP)	8.0%	한국공인회계사회 가치평가위원회 (2022년 기준)
Levered Beta	1.04	Equity Beta = Unlevered Beta x [1+(1-Tax rate) x (D/E)]
Unlevered Beta	0.89	Peer 평균값 (CIQ)
Debt to Equity Ratio (D/E)	22.7%	Peer 중위값 (CIQ, 검토기준일 현재 Market Cap, Total Debt)
Debt to Capital Ratio (D/(D+E))	18.5%	Peer 중위값 (CIQ)
Tax rate	26.5%	검토기간의 최대 한계세율
Cost of Equity	12.4%	Cost of Equity = Rf + MRP x Levered Beta
Cost of Debt	6.1%	회사제시 신용등급(A0) 적용 5년 무보증 공모사채 이자율
Post-Tax Cost of Debt	4.5%	Post-tax Cost of Debt = Cost of Debt x (1 - Tax rate)
WACC	11.0%	WACC formula = Post-tax Cost of Debt x [D/(D+E)] + Cost of Equity x [E/(D+E)]

# [Reference] Peer Information

Company	Country	Tax Rate	단위	Total Debt <sup>*1</sup>	Market Cap	우선주 및 비지배지분	D/E	Levered Beta ( $\beta_L$ )	Unlevered Beta ( $\beta_U$ )
라쿠텐	Japan	23.2%	JPY m	1,762,578	986,450	27,562	173.8%	1.18	0.51
모모닷컴	Taiwan	20.0%	TWD m	-	116,674	89	-	1.16	1.16
이베이	USA	27.0%	USD m	7,729	20,222	-	38.2%	1.07	0.84
아마존닷컴	USA	27.0%	USD m	82,920	1,151,194	-	7.2%	1.13	1.08

\*1 리스부채 제외

(Source: CIQ, Bloomberg, Dart)

## Peer 선정

- 업종 고려 - 표준산업분류 상 전자상거래 소매 중개업 및 CIQ 상 Internet and Direct Marketing Retail을 영위하는 Peer 중 상장사 list-up
- 사업의 유사성 - 대상회사와 유사한 사업(채널)을 영위, Bloomberg 상 E-Commerce Discretionary or Retail- Discretionary
- 규모 고려 - 시가총액 USD 1,000 million 이상

# 2

Overview

# Company Overview

11번가 주식회사는 2018년 SK플래닛으로부터 인적분할하여 분할신설법인으로 설립되었으며 전자상거래업을 주된 영업으로 하고 있습니다.

## 회사의 개요

구분	내용
회사명	11번가 주식회사
설립연도	2018년 9월 1일
사업장주소	서울 중구 한강대로 416
주요사업	전자상거래 소매 중개업
주요주주	SK텔레콤 (80.26%)
임직원 수	1,470명 (22년 9월말 기준)

## 주요 연혁

구분	내용
2007.11	SK텔레콤, 11번가 운영자회사 '커머스플래닛'법인 설립
2008.02	오픈마켓 '11번가' 론칭
2016.02	SK플래닛-커머스플래닛 합병
2018.09	11번가 주식회사 설립
2019.12	소비자 중심 경영(CCM) 인증 획득
2021.08	아마존 글로벌 스토어 오픈
2021.11	11월 11일 2년 연속 일 거래액 2천억 원 이상 달성

## 재무 현황

(단위: 억원)	2019	2020	2021	2022.3Q*1
유동자산	7,796	8,981	8,152	7,046
비유동자산	1,439	1,011	1,289	1,713
<b>자산총계</b>	<b>9,234</b>	<b>9,992</b>	<b>9,441</b>	<b>8,759</b>
유동부채	4,200	5,084	5,547	5,565
비유동부채	264	341	246	317
<b>부채총계</b>	<b>4,464</b>	<b>5,425</b>	<b>5,792</b>	<b>5,882</b>
<b>자본총계</b>	<b>4,770</b>	<b>4,567</b>	<b>3,648</b>	<b>2,877</b>

(단위: 억원)	2019	2020	2021	2022.3Q*1
Net GMV	73,383	81,949	86,322	56,891
gr %	-3.2%	11.7%	5.3%	-
<b>Revenue</b>	<b>5,305</b>	<b>5,456</b>	<b>5,614</b>	<b>4,716</b>
% of Net GMV	7.2%	6.7%	6.5%	8.3%
Opex	5,291	5,553	6,308	5,778
% of Revenue	99.7%	101.8%	112.4%	122.5%
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>(98)</b>	<b>(694)</b>	<b>(1,061)</b>
% of Net GMV	0.0%	-0.1%	-0.8%	-1.9%
% of Revenue	0.3%	-1.8%	-12.4%	-22.5%

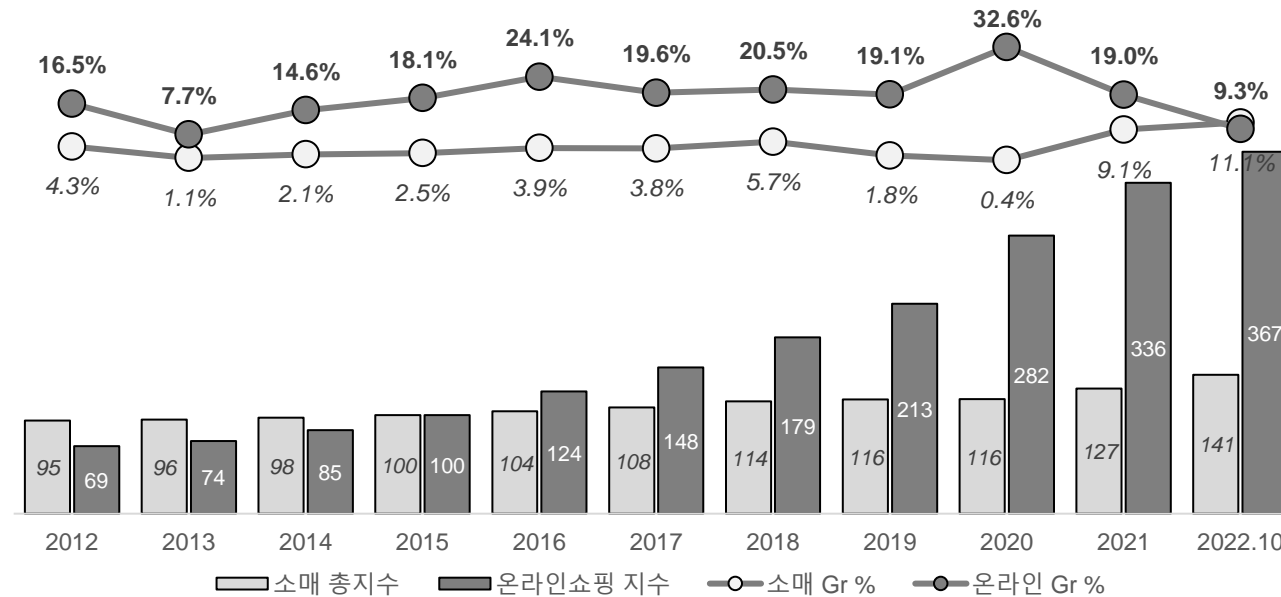
\*1. 외부감사인으로부터 검토 받지 않은 재무제표

(Source: Dart, 11번가 홈페이지)

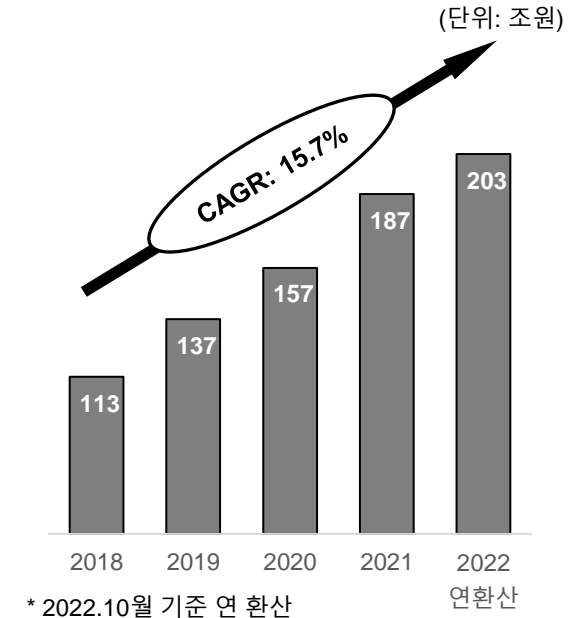
# Market Overview

국내 E-Commerce 거래액은 과거 10년간 연평균 약 18.3%로 성장하고 있으며, 최근 4년간 연평균 약 15.7% 증가 추세입니다.

최근 10년 소매 업태별 판매지수 (2015=100)



국내 E-Commerce 거래액



## 국내 E-Commerce

- 최근 10년 국내 소매 총지수 연평균 증가율(CAGR 4.1%) 대비 온라인쇼핑 지수 연평균 증가율(CAGR 18.3%)은 4배 가량 높은 성장률을 유지하고 있음
- '22년 10월 기준 국내 E-Commerce 거래액은 169조원으로 단순 연 환산 시 203조원이 될 것으로 전망되나, 거래액이 연말에 증가하는 과거 추세를 고려하였을 때 '22년 실제 거래액은 203조원(CAGR 15.7% 보다 상회)을 상회할 수 있음

(Source: 통계청)



# 3

Valuation :  
Details of Projection

# General Assumption

대상회사의 평가를 위하여 사용한 기본 가정은 다음과 같습니다.

항목	Assumption						
평가방법	• DCF Method(현금흐름할인모형)를 활용한 수익가치 평가방법						
평가기준일	• 2022년 09월 30일						
추정기간	•추정: 2022년 10월 01일 ~ 2027년 12월 31일 • 현금흐름 분석기간은 합리적으로 예측 가능한 미래를 고려 • 매기의 현금흐름은 연중 균등하게 발생한다고 가정						
법인세율	과세표준                      2억원 이하              200억원 이하              3,000억원 이하              3,000억원 초과						
	법인세율(지방세율 고려)                      10.0%                      21.0%                      23.2%                      26.5%						
주요거시지표	구분                      2022                      2023                      2024                      2025                      2026                      2027						
	소비자물가상승률                      5.2%                      2.4%                      0.6%                      1.1%                      1.2%                      1.3%						
	명목임금상승률                      6.6%                      4.0%                      1.9%                      2.3%                      3.2%                      3.4%						
	명목GDP증가율                      4.1%                      2.9%                      2.7%                      3.2%                      3.5%                      3.5%						

(Source: EIU, '22년 11월)

# Key Value Driver (1/3)

추정에 반영된 가정사항은 아래와 같습니다.

구분		Detail
GMV	Open Market (기존)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Purchasing MAU (=MAU × Frequency)               <ul style="list-style-type: none"> <li>- MAU : 회사사업계획 준용('27년까지 '18년 실적을 회복함을 가정)</li> <li>- Frequency : '27년까지 2.8회로 개선됨을 가정</li> </ul> </li> <li>• Conversion Rate – 회사사업계획 준용(연간 0.1%p씩 개선됨을 가정)</li> <li>• Basket Size - 소비자 물가상승률 연동 가정(Source: EIU)</li> <li>• Confirm Rate – 최근 실적 유지 가정(78.3%)</li> </ul>
	Open Market (Global)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Global store               <ul style="list-style-type: none"> <li>- Gross GMV : 실적치 반영 및 회사사업계획 상 성장률 적용('22년 2,361억 → '27년 8,154억)</li> <li>- Net GMV : Gross GMV의 81% 수준으로 회사사업계획 준용</li> </ul> </li> </ul>
	Others	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Retail : 회사사업계획의 성장률 적용</li> <li>• Apple: 회사사업계획 준용</li> <li>• 기프트콘               <ul style="list-style-type: none"> <li>- B2B : 과거 B2B 성장률 가정 ('18년~'21년 CAGR 13.1%)</li> <li>- B2C : 과거 B2C 성장률 가정 ('20년~'21년 CAGR 21.3%)</li> </ul> </li> <li>• 싸이닉 - 회사 사업계획 준용</li> <li>• D-MNO – 회사 사업계획 준용</li> </ul>

# Key Value Driver (2/3)

추정에 반영된 가정사항은 아래와 같습니다.

구분		Detail																																								
Revenue	Open Market	<div><div>• 판매용역수익 – 채널(직방, PCS, Others)별 GMV에 Net Take Rate 적용하여 추정</div><div>- 채널별 GMV 비중 : 회사 사업계획 준용</div><table><tr><th>구분</th><th>2019</th><th>2020</th><th>2021</th><th>2022</th><th>2023</th><th>2024</th><th>2025</th><th>2026</th><th>2027</th></tr><tr><td>직방(*)</td><td>60.0%</td><td>61.4%</td><td>62.7%</td><td>61.2%</td><td>63.3%</td><td>65.4%</td><td>67.4%</td><td>69.3%</td><td>71.3%</td></tr><tr><td>PCS(**)</td><td>31.8%</td><td>30.1%</td><td>27.7%</td><td>29.2%</td><td>27.0%</td><td>24.8%</td><td>22.8%</td><td>20.8%</td><td>18.8%</td></tr><tr><td>Others</td><td>8.2%</td><td>8.5%</td><td>9.6%</td><td>9.6%</td><td>9.7%</td><td>9.8%</td><td>9.9%</td><td>9.9%</td><td>10.0%</td></tr></table><div>(*) 직방 : 11번가 사이트 직접방문 구매</div><div>(**) PCS : Price Comparing system, 가격비교사이트를 통해서 11번가 사이트로 간접방문 구매</div><div>- Net Take Rate : 회사 사업계획 준용. 직방(2.7%→5%), PCS(1.7%→3.0%), 기타(3.3%→5%)</div></div>	구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	직방(*)	60.0%	61.4%	62.7%	61.2%	63.3%	65.4%	67.4%	69.3%	71.3%	PCS(**)	31.8%	30.1%	27.7%	29.2%	27.0%	24.8%	22.8%	20.8%	18.8%	Others	8.2%	8.5%	9.6%	9.6%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%	10.0%
	구분	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027																																
직방(*)	60.0%	61.4%	62.7%	61.2%	63.3%	65.4%	67.4%	69.3%	71.3%																																	
PCS(**)	31.8%	30.1%	27.7%	29.2%	27.0%	24.8%	22.8%	20.8%	18.8%																																	
Others	8.2%	8.5%	9.6%	9.6%	9.7%	9.8%	9.9%	9.9%	10.0%																																	
	Others	<div><div>• Global Store – 회사 사업계획 준용('25년까지 6.9%수준 도달 가정)</div><div>• 광고수익 – 회사 사업계획 준용('22년 5.4% → '27년 6.7%)</div><div>• 기타수익 – 회사 사업계획 준용</div></div> <div><div>• Retail</div><div>- 직매입: Net GMV 대비 비율 최근 실적 유지 가정(62.1%)</div><div>- 광고수익: Net GMV 대비 비율 회사사업계획 준용(7.4%)</div><div>• Apple: Net GMV 대비 비율 회사 사업계획 준용('22년 81.9% → '27년 82.8%)</div><div>• 기프트콘: Net GMV 대비 비율 최근 실적 유지 가정(B2B 7%, B2C 5.1%)</div><div>• 싸이닉: Net GMV를 매출로 인식</div><div>• D-MNO: Net GMV 대비 비율 회사 사업계획 준용(단말기: 42.8%, 요금제: 6.6%)</div></div>																																								

# Key Value Driver (3/3)

추정에 반영된 가정사항은 아래와 같습니다.

구분		Detail
Opex	Variable Cost	<ul style="list-style-type: none"><li>계정: 매출원가, MKT비용, 금융수수료, 물류비, 콜센터비용</li><li>- 관련 GMV의 일정 비율로 가정(일부 부문에 대해서는 매출원가, 물류비, MKT 비용등의 비율 개선을 가정함)</li></ul>
	Fixed Cost	<ul style="list-style-type: none"><li>계정: 제휴수수료(PCS, Apple 제외), 관리비용, 외주용역비, 지급임차료, 기타사업비 등</li><li>- 소비자 물가상승률 및 생산자 물가상승률 연동 가정(Source: EIU)</li></ul>
	Payroll	<ul style="list-style-type: none"><li>인건비 – 전체 GMV의 일정 비율로 가정(회사사업계획 준용)</li></ul>

# GMV Projection Result

대상회사의 GMV 추정 결과는 아래와 같습니다.

단위: 억원	Historical				Forecast					
	2019	2020	2021	2022 3Q	2022 4Q	2023	2024	2025	2026	2027
GMV	73,383	81,949	86,322	56,891	20,808	94,883	111,330	129,272	148,074	167,322
gr %		11.7%	5.3%			22.1%	17.3%	16.1%	14.5%	13.0%
Open Market	68,844	75,544	78,169	49,662	16,690	75,818	84,318	93,160	102,574	112,720
기존	68,844	75,544	77,519	48,449	16,150	72,853	80,268	88,383	96,961	106,125
Global Store	-	-	650	1,213	540	2,965	4,050	4,777	5,613	6,596
Retail	202	193	390	1,097	655	4,136	7,445	11,911	16,676	21,679
Apple	-	-	-	507	1,419	6,093	9,139	11,881	14,257	15,683
기프티콘	4,029	5,283	6,642	4,884	1,727	7,814	9,245	10,952	12,988	15,419
싸이닉	166	142	124	95	32	146	175	209	246	288
기타	142	274	415	168	-	-	-	-	-	-
D-MNO	-	512	583	477	285	876	1,008	1,159	1,333	1,533

# Revenue Projection Results

대상회사의 Revenue 추정 결과는 아래와 같습니다.

단위: 억원	Historical				Forecast					
	2019	2020	2021	2022 3Q	2022 4Q	2023	2024	2025	2026	2027
GMV	73,383	81,949	86,322	56,891	20,808	94,883	111,330	129,272	148,074	167,322
Revenue	5,305	5,456	5,614	4,717	2,803	13,804	19,894	26,709	33,647	40,215
gr %		2.8%	2.9%			83.6%	44.1%	34.3%	26.0%	19.5%
Open Market	4,660	4,732	4,677	3,009	961	5,079	6,204	7,465	8,904	10,550
기존	4,660	4,732	4,660	2,968	939	4,889	5,927	7,137	8,518	10,098
Global store	-	-	17	41	22	189	277	328	385	453
Retail	134	85	186	744	462	2,874	5,174	8,278	11,589	15,066
Apple	-	-	-	413	1,164	4,997	7,514	9,792	11,779	12,989
기프티콘	271	357	425	284	103	454	534	629	743	877
싸이닉	166	142	124	95	32	146	175	209	246	288
기타	53	15	26	26	5	-	-	-	-	-
D-MNO	21	124	177	145	76	254	293	336	387	445

# Opex Projection Results

GMV 및 Revenue 발생에 따른 매출원가, MKT비용 등을 원가동인에 따라 추정한 결과 Opex는 '27년 87%수준으로 추정됩니다.

단위: 억원	Historical				Forecast					
	2019	2020	2021	2022 3Q	2022 4Q	2023	2024	2025	2026	2027
Revenue	5,305	5,456	5,614	4,717	2,803	13,804	19,894	26,709	33,647	40,215
Opex	5,291	5,553	6,308	5,778	3,322	14,728	19,799	25,234	30,500	35,000
% of Revenue	99.7%	101.8%	112.4%			106.7%	99.5%	94.5%	90.6%	87.0%
매출원가	168	126	179	1,071	1,549	7,235	11,299	15,587	19,590	22,851
MKT비용	1,602	1,687	2,267	1,682	685	2,569	2,760	2,927	3,171	3,432
변동비	1,470	1,504	1,519	1,118	449	2,195	2,876	3,676	4,463	5,213
고정비	877	835	842	684	238	1,014	1,069	1,148	1,260	1,372
인건비	930	1,173	1,302	1,087	351	1,520	1,612	1,694	1,782	1,875
감가상각비	244	228	198	136	50	195	183	203	234	257



# NWC Projection Results

운전자산 및 운전부채 항목별로 최근 회전율을 적용하여 순운전자본 변동을 추정하였습니다.

단위: 억원	Historical				Forecast					
	2019	2020	2021	2022 3Q	2022 4Q	2023	2024	2025	2026	2027
Net Working Capital	(70)	(366)	179	358	724	1,644	2,335	3,434	4,460	5,288
운전자산	3,700	4,223	5,223	5,388	5,876	7,936	9,717	12,006	14,279	16,383
매출채권	155	220	270	215	258	473	682	915	1,153	1,378
미수금	3,488	3,960	4,871	4,286	4,390	5,361	6,290	7,304	8,366	9,454
선급금	18	15	13	446	421	1,163	1,816	2,506	3,149	3,673
재고자산	39	28	70	440	807	939	929	1,281	1,610	1,878
운전부채	3,771	4,589	5,043	5,030	5,152	6,292	7,382	8,572	9,819	11,095
미지급금	698	1,016	1,050	1,010	1,034	1,263	1,482	1,721	1,971	2,227
예수금	3,072	3,572	3,994	4,020	4,118	5,029	5,900	6,851	7,848	8,868
Change of Net WC	n/a	295	(545)	(178)	(366)	(920)	(690)	(1,099)	(1,026)	(828)

# CapEx Projection Results

유·무형자산 모두 사업계획상 CapEx를 반영하여 추정하였습니다.

단위: 억원	Historical				Forecast					
	2019	2020	2021	2022 3Q	2022 4Q	2023	2024	2025	2026	2027
CapEx					163	175	235	274	274	260
유형자산					28	20	80	119	118	105
무형자산					136	155	155	155	155	155
D&A	244	227	198	136	50	195	183	203	234	257
유형자산	136	120	106	77	28	93	71	81	88	91
무형자산	108	107	93	59	23	101	112	122	146	166

## CapEx

- 유형자산
  - 토지, 건물, 기계장치 등으로 구성
  - 사업계획상 Capex 투자계획 반영
- 무형자산
  - 소프트웨어, 산업재산권 등으로 구성
  - 사업계획상 Capex 투자계획 반영

## D&A

- 유형자산
  - 기존자산: 상각스케줄에 따라 상각
  - 신규자산: 기중 취득 가정, 상각내용연수에 따라 정액법 상각
- 무형자산
  - 기존자산: 상각스케줄에 따라 상각
  - 신규자산: 기중 취득 가정, 상각내용연수에 따라 정액법 상각

# 4

Appendices

# Glossary

Term	Definition/Meaning
• CAGR	Compound annual growth rate
• EIU	Economist Intelligence Unit
• BV	Book Value
• CapEx	Capital Expenditure
• OPEX	Operating Expenses
• DCF	Discounted Cash Flow
• D&A	Depreciation & Amortization
• EBIT	Earnings before Interest and Taxes
• FCF	Free Cash Flow
• FY	Fiscal Year
• Kd	Cost of Debt
• Ke	Cost of Equity
• Rf	Risk-Free Rate of Return
• WACC	Weighted Average Cost of Capital
• NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Tax
• NWC	Net Working Capital
• P. Growth	Permanent Growth
• PCS	Price Comparing system
• NOA	Non Operating Assets
• GMV	Gross Merchandise Volume
• MAU	Monthly Active User
• MNO	Mobile Network Operator
• OM	Open Market

# Thank you

[www.samil.com](http://www.samil.com)

© 2022 Samil PwC. All rights reserved.