

컬리 (비상장)

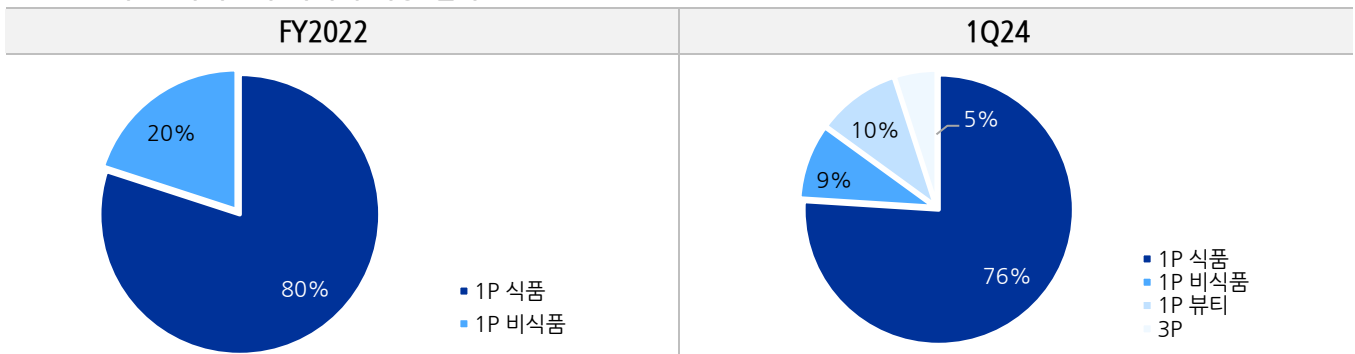
중국커머스 침범? 끄떡없지!

투자의견	BUY (신규)
목표주가	-
현재주가	-
시가총액	-

유통/패션 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 1Q24 별도 매출액 5,381억원(+5.8%, 이하 yoy), 영업이익 5억원(흑자전환, +314억원) 기록
- 1Q24 연결 매출액 5,392억원(+5.8%, 이하 yoy), 영업손실 2억원(적자지속, +304억원) 기록
- 판관비율 31.5%(-4.0%p) 기록하며 113억 감소. 포장/운반비 -88억원, 광고선전비 -44억원 절감 효과
- 조정 EBITDA(영업이익-주식보상비-감가상각비)는 66억원(+288억원) 기록하며 흑자 전환
- 카테고리별 매출 비중 1P 식품 76%, 1P 비식품 9%, 1P 뷰티 10%, 3P 5%기록
- 중국발 이커머스(알리, 테무) 침범에도 가장 자유로운 포지셔닝 보유. 1) 중국발 이커머스 침투가 어려운 식음료 카테고리 영위, 2) 최근 범람하는 저가 이커머스와는 대비적인 중고가 가격대 제품 큐레이션 중심 운영
- VVIP-VIP 정책 도입(구매 상위 고객 9,999명에 온오프라인 혜택 제공). 컬리의 부흥을 이끈 기존의 강력한 팬덤력을 추가적으로 강화할 만한 요인으로 작용할 것
- 판관비(포장/운반비/지급수수료) 연간 감소하며 별도 손익 흑자 기조 유지 예상, 광고선전비는 보수적으로 집행했던 전년보다는 유연하게 집행
- 2024년 GMV 전년대비 15~20% 성장 기대, 매출액은 GMV 가이드نس 대비 소폭 낮은 성장 예상
- 뷰티 비중 높아지는 것은 시너지 높은 카테고리를 통한 매출 다각화 및 ASP 상승에 기여
- 인프라 투자 안정화와 마케팅 비용 적절한 집행이 이루어진다면 연간 흑자 전환도 가능할 것

도표 1. 주요 카테고리 거래액 비중 변화



자료: 회사 자료, 유진투자증권
주: 2022년 11월 뷰티컬리 런칭

도표 2. 연결 실적 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2020	2021	2022	2023
매출액	509.6	507.9	528.8	531.1	539.2	953.1	1,561.4	2,037.2	2,077.4
매출총이익	150.9	149.0	155.3	162.3	170.9	169.3	293.6	561.6	617.5
판관비	181.4	196.3	196.0	187.4	171.1	285.6	511.3	795.1	761.1
영업이익	(30.5)	(47.2)	(40.7)	(25.1)	(0.2)	(116.3)	(217.7)	(233.5)	(143.6)
세전이익	(33.1)	(52.4)	(63.7)	(47.8)	(6.3)	(222.4)	(1,285.3)	(223.2)	(197.0)
순이익	(33.1)	(52.4)	(63.7)	(47.8)	(6.3)	(220.2)	(1,283.0)	(222.1)	(197.0)
<yoy %>									
매출액	-	-	-	-	5.8	-	63.8	30.5	2.0
매출총이익	-	-	-	-	13.3	-	73.4	91.3	9.9
판관비	-	-	-	-	(5.7)	-	79.0	55.5	(4.3)
영업이익	-	-	-	-	적지	-	적지	적지	적지
세전이익	-	-	-	-	적지	-	적지	적지	적지
순이익	-	-	-	-	적지	-	적지	적지	적지
<Margin %>									
GPM	29.6	29.3	29.4	30.6	31.7	17.8	18.8	27.6	29.7
SG&AM	35.6	38.6	37.1	35.3	31.7	30.0	32.7	39.0	36.6
OPM	(6.0)	(9.3)	(7.7)	(4.7)	(0.0)	(12.2)	(13.9)	(11.5)	(6.9)
EBITM	(6.5)	(10.3)	(12.0)	(9.0)	(1.2)	(23.3)	(82.3)	(11.0)	(9.5)

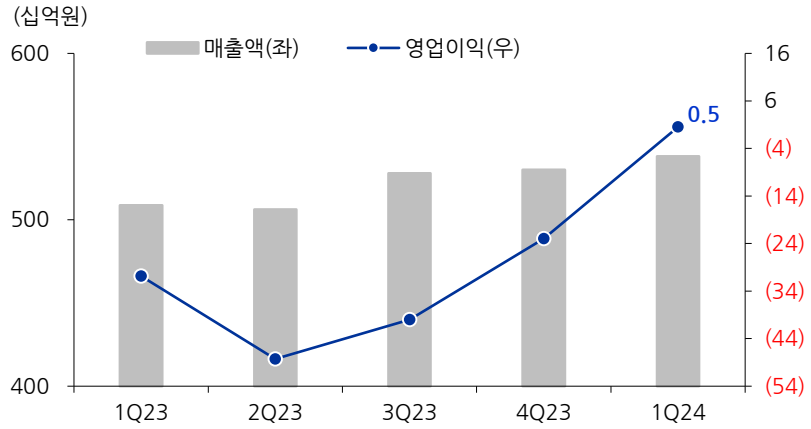
자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 3. 별도 실적 추이

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2020	2021	2022	2023
매출액	508.7	506.2	527.9	529.9	538.1	950.9	1,558.0	2,033.6	2,072.7
매출총이익	149.8	147.5	154.4	161.1	169.9	245.4	400.3	557.6	612.9
판관비	180.7	195.8	194.4	184.1	169.4	358.9	614.1	786.5	754.9
영업이익	(30.8)	(48.3)	(40.0)	(22.9)	0.5	(113.4)	(213.9)	(228.9)	(142.1)
세전이익	(32.4)	(51.7)	(60.4)	(39.3)	(4.4)	(213.0)	(1,276.6)	(240.9)	(183.9)
순이익	(32.4)	(51.7)	(60.4)	(39.3)	(4.4)	(213.0)	(1,276.6)	(240.9)	(183.9)
<yoy %>									
매출액	-	-	-	-	5.8	-	63.8	30.5	1.9
매출총이익	-	-	-	-	13.4	-	63.1	39.3	9.9
판관비	-	-	-	-	(6.2)	-	71.1	28.1	(4.0)
영업이익	-	-	-	-	흑전	-	적지	적지	적지
세전이익	-	-	-	-	적지	-	적지	적지	적지
순이익	-	-	-	-	적지	-	적지	적지	적지
<Margin %>									
GPM	29.5	29.1	29.2	30.4	31.6	25.8	25.7	27.4	29.6
SG&AM	35.5	38.7	36.8	34.7	31.5	37.7	39.4	38.7	36.4
OPM	(6.1)	(9.5)	(7.6)	(4.3)	0.1	(11.9)	(13.7)	(11.3)	(6.9)
EBITM	(6.4)	(10.2)	(11.4)	(7.4)	(0.8)	(22.4)	(81.9)	(11.8)	(8.9)

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 4. 별도 매출액, 영업이익 추이








자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 5. 로열 고객 제도 변화 '컬리 러버스' → '컬리 VIP'

	컬리 러버스 제도	컬리 VIP 제도
등급제 시행기간	~ 2024 / 06 / 30	2024 / 07 / 01 ~
등급	더퍼플/퍼플/라벤더/화이트/프렌즈	VVIP / VIP
등급 산정 방식	전월 실적 금액에 따른 절대 등급	반기 누적 구매 실적에 따른 상대 등급
기준 금액(만원)	150 / 100 / 50 / 30 / 15	상위 999 명 / VVIP 제외 상위 9,000 명
혜택	적립금 지급 (등급에 따라 적립률 상이)	컬리멤버스 6개월 무료 이용권 / 무료배송 쿠폰 제공
	매월 할인 쿠폰 지급	전용 상담 라인 개설
	매월 더퍼플 선물 지급	MD 상품 추천 서비스 '리미티드 큐레이션' 제공
		오프라인 제휴 (블루보틀, 면세점 할인)

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 6. 이커머스 기업 요약 Table

플랫폼					
기업명	쿠팡	네이버	이마트, 신세계	컬리	오아시스
매출액(십억원)	31,829.8	2,546.6	2,874.3	2,077.4	457.4
영업이익(십억원)	617.4	1,488.8	(135.1)	(143.6)	133
식품 비중(%)	49	33	쓱닷컴 83, 지마켓 37	76	90
멤버십	쿠팡	네이버	신세계계열사	컬리	오아시스
멤버십	와우 멤버십	네이버플러스	신세계유니버스클럽	컬리멤버스	케이뱅크멤버스
가입자수(만명)	1,400	1,000	기존 지마켓 회원 300 만명	회원수 1,200 가입자수 25 만명	회원수 170 만명
가입비(월/원)	7,890	4,900	연 3 만원 (5월 한달 간 4,990)	1,900	케이뱅크 앱 통해 로그인
혜택	금액 상관 없이 로켓배송 상품 무 료배송, 30 일 내 무료 반 품	네이버페이 최대 5% 적립	쓱머니 3 만원 제공 (연회비 offset)	적립금 2 천원, 할인 쿠폰 최대 2.4 만원	9,900 원 이상 구매 시 새벽배송 무료
	로켓프레시, 새벽 배송 이용	디지털 콘텐츠(OTT, 스트리밍, 웹툰 등) 이용권 택 1 지급	매월 최대 10% 할 인 쿠폰 총 8 장 지 급	적립율 최대 7%, 컬리멤버스 특가	결제금액의 최대 3% 포인트 적 립
	자사 OTT '쿠팡플 레이'서비스 제공	최대 3 명까지 멤버십 초대 가능	신세계 그룹사 6 곳 멤버십 추가 혜택	타사 제휴 혜택	-
물류센터	쿠팡	네이버	에스에스지닷컴	컬리	오아시스
물류센터	100 여개(30 개 지역)	3 개(곤지암, 군포, 용인) CJ대한통운 협력	3 개(용인 1 개, 김포 2 개)	3 개(김포, 평택, 동남권)	2 개(의왕, 성남)
물류주문처리	실제 처리 350 만 건	-	네오 1 호 1.3 만건, 네오 2 호 3.1 만건, 네오 3 호 3.5 만건	김포 9 만건, 평택 22 만건, 동남권 비 공개	3 만건
SKU	6,000,000	오픈마켓	9,650,000	40,000	13,000
비고	직매입 90%	광고 매출 60%, 수 수료 33%, 멤버십 7%	W 컨셉 미포함		

자료: 회사 자료, 언론 자료, 유진투자증권

주: 매출액, 영업이익, 거래액 시장점유율은 2023년 기준/MAU는 2024년 6월 기준

도표 7. 이커머스 물류센터 현황

플랫폼명	구분	물류센터 현황	물류주문 처리	물류센터 구분	위치	서비스 권역	일일 주문건 (건)	규모 (평수)
쿠팡	쿠팡	100 여개 (30 개 지역)	실제 처리 350 만건	-	전국	전국, 쿠세권(16 곳)	-	75.0
네이버 쇼핑	네이버	3 개(곤지암, 군포, 용인)	-	곤지암 군포 용인	경기 광주 경기 군포 경기 용인	-	-	3.2 1.2 0.6
쓱닷컴 (+지마켓)	이마트, 신세계	3 개(용인 1 개, 김포 2 개)	3 개의 네오 총 3 만건, PP 센터 포함 시 13 만건	네오001	용인	수도권 서부, 경기 일부	1.3	0.4
				네오002	김포	수도권 서부, 경기 일부	3.1	1.3
				네오003	김포	수도권 서부, 경기 일부	3.5	1.6
				네오004(예정)	경기 광주	수도권 서부, 경기 일부	7.0	2.7
컬리	컬리	3 개(김포, 평택, 동남권)	김포 9 만, 평택 22 만건, 동남권 -	김포	경기 김포	서울 서북부	9.0	2.5
				동남권	경상남도 창원	부산 및 경상권	-	1.4
				평택	경기 평택	수도권 남부 및 충청권	22.0	6.0
오아시스	오아시스	2 개(의왕, 성남)	3 만건	성남 1, 2	경기 성남	서울/경기권	7.0	0.4
				의왕	경기 의왕	경기/충청권	15.0	3.0
				언양(예정)	부지 확보	경상/충청권	미정	
				익산 (예정)	부지 확보	전라권	미정	

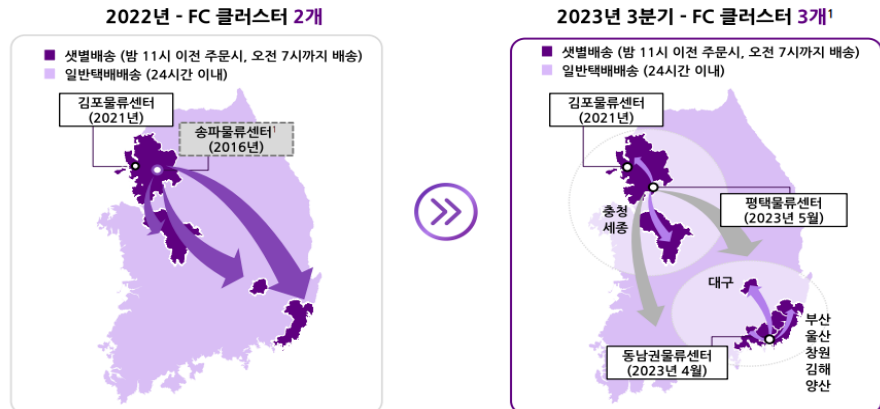
자료: 회사 자료, 언론 자료, 유진투자증권

도표 8. 컬리의 물류센터 위치 및 규모

물류센터	위치	서비스 권역	규모 (평수)	투자규모 (억원)	일일 처리 가능(건)
김포	경기 김포	서울 서북부	25,000	300	90,000
동남권	경상남도 창원	부산 및 경상권	14,000	630	-
평택	경기 평택	수도권 남부 및 충청권	60,000	400 억원 추정	220,000

자료: 회사 자료, 언론 자료, 유진투자증권

도표 9. 컬리의 물류센터



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 10. 컬리 연혁

시기	연혁
2014.12	더파머스 설립
2015.05	업계 최초 새벽배송(새벽배송 서비스) 시작
2016.07	송파 물류센터 오픈(2023.06 운영 종료)
2018.03	사명 컬리 변경
2019.02	콜드체인 자회사 컬리넥스트마일(구 프레쉬솔루션) 설립
2021.02	김포 물류센터 오픈
2021.09	PG 사 지분 100% 인수하여 컬리페이로 자회사 사명 변경
2022.11	뷰티컬리(뷰티 전문 서비스) 오픈
2023.04	동남권 물류센터 오픈
2023.05	평택 물류센터 오픈

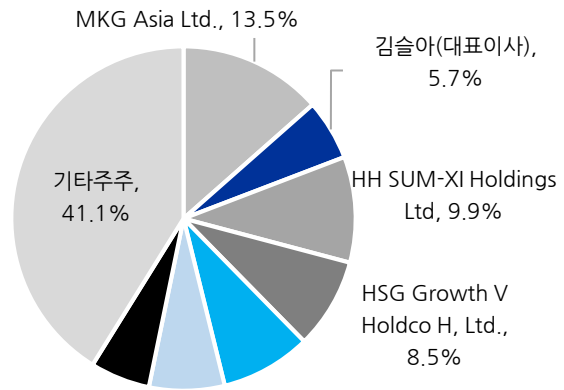
자료: 회사 자료, 언론 자료, 유진투자증권

도표 11. 지분구조

구분	상세	지분율	주식 수
주요주주	MKG Asia Ltd.	13.5%	5,695,915
	김슬아(대표이사)	5.7%	2,402,153
벤처 및 전문 투자자	HH SUM-XI Holdings Ltd	9.9%	4,194,020
	HSG Growth V Holdco H, Ltd.	8.5%	3,595,831
	DST Global VII, L.P.	8.5%	3,588,678
	Aspex Master Fund	7.1%	2,991,800
	Euler Fund	5.6%	2,373,600
기타주주	기타주주	41.1%	17,364,504
총계			42,206,501

자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 12. 지분 정리



자료: 회사 자료, 유진투자증권

도표 13. 투자 유치 이력

시기	투자금액 (십억원)	기업가치 (십억원)	투자자	비고	주식수 (주)	주당 발행가액(원)
Mar-15	5	-	디에스씨인베스트먼트			
Apr-16	1	-	중소기업은행			
Dec-16	17	40	엘비인베스트먼트, 디에스자산운용			
Jun-17	-	-	알펜루트	비공개		
Mar-18	65	140	에스케이네트웍스, 캡스톤 파트너스, 세쿼이아캐피탈차이나			
Apr-19	135	540	캡스톤 파트너스, 힐하우스캐피탈그룹			
May-20	200	800	트랜스링크인베스트먼트, 힐하우스캐피탈그룹			28,450
Jul-21	225	2,500	에스펙스매니지먼트 DST 글로벌			
Dec-21	250	4,000	앵커에쿼티파트너스	프리 IPO		99,996
May-23	100	2,800	앵커에쿼티파트너스	흑전 실패시 기업 가치 평가 1.6 조원	1,814,113	66,148
May-23	20	2,800	아스펙스캐피탈	흑전 실패시 기업 가치 평가 1.6 조원	1,814,113	66,148
합계	1,018	2,800				

자료: 회사 자료, 언론 자료, 유진투자증권

도표 14. 재무상태표

(천원)	2021A	2022A	2023A
자산총계	694,421,808	770,297,435	819,900,354
[유동자산]	277,282,142	293,929,418	265,178,392
현금및현금성자산	148,305,382	195,613,311	138,680,821
매출채권	675,738	1,339,406	2,462,668
기타수취채권	23,617,703	27,245,783	33,199,630
기타금융자산	40,000,000	500,000	25,700,000
재고자산	59,146,245	61,153,375	59,867,396
기타유동자산	5,353,705	7,031,483	4,011,224
당기법인세자산	183,368	1,046,059	1,256,652
[비유동자산]	417,139,667	476,368,017	554,721,962
기타장기수취채권	17,431,892	29,488,486	20,157,820
기타장기금융자산	-	2,000,000	2,000,000
당기손익-공정가치측정금융자산	-	3,899,998	4,547,949
관계기업투자주식	-	29,516,191	24,495,548
유형자산	92,670,112	91,143,240	149,584,280
사용권자산	300,296,933	307,436,112	339,777,863
무형자산	6,740,730	12,586,504	13,043,961
기타비유동자산	-	297,486	1,114,540
부채총계	589,952,005	579,925,421	812,072,419
[유동부채]	276,809,471	261,243,317	442,149,738
[비유동부채]	313,142,534	318,682,103	149,504,440
자본총계	104,469,804	190,372,014	7,827,935
자본금	3,527,574	3,844,391	3,882,836
자본잉여금	1,925,671,510	2,218,306,028	2,230,308,018
기타자본조정	17,322,129	32,739,819	35,116,457
기타포괄손익누계액	-	73,439	76,843
결손금	(1,842,454,314)	(2,064,591,662)	(2,261,556,219)
비지배지분	402,906	-	-
부채와자본총계	694,421,808	770,297,435	819,900,354
관계기업 투자주식의 평가방법	지분법	지분법	지분법

자료: 회사 자료, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)