유통

쿠팡 2019년 실적발표: 온라인 유통 시장 재편 가능성

2019년 영업손실 36% 감소

쿠팡의 2019년 연결 매출은 64% 증가한 7조 1,530억원, 영업손실은 36%(4,070억원) 감소한 7,205억원을 기록했다. 임대료 리스회계 효과로 약 230억원이 판관비에서 영업외 이자비용으로 계상됐는데, 이를 감안하더라도 영업손실 폭은 크게 줄어든 것이다. 거래액 규모는 약 12조원으로 추산되는데, 온라인 유통 시장점유율은 8.9%(YoY 1.9%p)까지 상승한 것으로 추정된다. 원가율이 83.2%(YoY -12%p) 크게 하락하면서 손실 축소의 주요인으로 작용했다. 원가율 하락은 배송 효율 상승/객단가 상승/바잉파워 확대에 따른 매입원가율 하락이 복합적으로 작용한 결과로 분석한다. 실제로 배송인당 매출은 2019년 2억 3,800만원(매출/3만명)으로 전년 대비 37%나 증가했다. 판관비는 YoY 44% 증가한 1조 9,240억원을 기록했다. 판관비율은 26.9%(YoY -3.9%p)까지 하락했는데, 2016년(43.1%) 이후 계속 떨어지고 있다. 당기순손실은 7,230억원(YoY +4,210억원)을 기록, 영업이익과 유사한 규모의 손실 축소를 보였다. 참고로, 쿠팡맨과 쿠팡플렉스를 포함한 쿠팡의 직간접 고용 인력은 2018년 2.5만명에서 2019년 3만명으로, 로켓배송센터는 2014년 27개에서 2019년 168개까지 6배 늘었다.

2023년 흑자전환 가능, 온라인 유통 사업화 가능성 제시

이번 실적은 세가지 의미가 있다. 첫째, 국내 온라인 유통 시장에서 '규모의 경제'를 통한 사업화 가능성을 제시했다는 측면에서 긍정적이다. 그동안 국내 온라인 유통 시장에서 시장점유율 상승은 곧 영업적자 확대와 같은 말로 간주되었다. 쿠팡의 경우 지속적인 물류시스템 효율화와 바잉파워 개선 등으로 5년 후 원가율이 75%까지 하락하고, 판관비율이 24%대까지 떨어질 경우, 2023년 흑자전환이 가능할 것으로 추정한다. 2023년 매출 규모는 2019년 이후 연평균 29% 성장한 약 20조원, 시장점유율은 14.4%에 도달한 시점이다. 물론, 이러한 추정은 원가율부터 인건비와 배송인당 매출, 물류비용과 광고선전비 등 많은 가정을 전제하지만, 무리한 수준은 아니다. 예를 들어 최근 주요 화장품/생활용품 업체들의 쿠팡 향 매출 비중은 전체 매출의 50%를 넘고 있다. 벤더들 입장에서는 재고 부담을 덜 수 있기 때문에 쿠팡의 직매입 구조를 선호한다. 추가적인 GPM 개선 여지가 크다는 말이다. 실제로 직매입 비중이 높은 이마트의 상품 원가율은 75% 수준이다. 아울러, 이마트의 판관비율이 26%인데, 오프라인 점포 고정비 부담을 감안하면 쿠팡의 중장기 판관비율 24% 역시 크게 부담스럽지 않다.

Update

Neutral

Top picks 및 관심종목			
종목명	투자의견	TP(12M)	CP(4월 14일)
이마트(139480)	BUY	135,000원	113,500원

Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 서현정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

하나금융투자

추가 투자 유치 가능성

MS상승/손실폭 축소는 투자자 입장에서 고무적인 현상

둘째, 소프트뱅크 등으로부터 추가 투자 가능성을 높였다. 유동자산(1조 8,690억원)보다 유동부채(2조 1,510억원)가 큰 만큼 2020년 역시 추가적인 재무적 투자 유치가 필요하다. 쿠팡의 시장점유율 상승과 손실 폭 축소는 이마트와 마켓컬리, 위메프 등 경쟁사들의 막대한 영업손실 증가 가운데서 이뤄낸 성과라는 점에서 더욱 의미가 있다. 소프트뱅크(비전펀드) 등 투자자 입장에서는 고무적인 현상이다. 물론, 투자자들이 기대하는 성공적인 투자란 쿠팡의 흑자전환이 아니다. 높은 밸류에이션으로 상장을 통해 기업가치를 높이는 것이다. 이러한 기업가치 제고는 흑자전환보다 시장 점유율 상승이 더 중요하다. 온라인 유통은 완전경쟁시장 성격을 갖고 있기 때문에 유통 수수료 수취를 통해 구조적인 이익 개선을 기대하기 어렵다. 절대적인 시장 점유율 확보와 막대한 고객 트래픽을 기반한 광고마케팅 수익 창출이 핵심 비즈니스 모델이다.

2020년 온라인 유통 시장 재편 가능성 상승

쿠팡 신규 투자유치+MS 상승+수익성 개선 지속시, 경쟁사 기업가치 희석

셋째, 국내 온라인 유통 시장 재편 가능성을 높였다. 둘째와 셋째는 상호 역학 관계를 갖고 있다. 구조적으로 이익 내기 힘든 온라인 유통 시장에서, 쿠팡이 수익성을 제고하면서 시장 점유율 확대를 지속할 경우, 11번가와 G마켓을 비롯한 주요 온라인 유통업체들, 엄격히 말하면 이들 회사의 대주주 선택은 두가지다. 쿠팡과 같이 투자를 이어가면서 경쟁을 하던지, 아니면, M&A다. 전자의 경우는 밑빠진 독에 물붓기라는 것을 안다. 그래서, 후자 가능성이 높다. 쿠팡이 영업손실을 확대할 때는 신규 투자 유치가 어려워질 수 있고, 쿠팡이 도태되면서 경쟁이 완화되는 시장 구도를 기대를 할 수 있었는데, 이제 그것도 어려워진 것이다.

M&A로 선회 가능성, 11번가/이베이코리아 매물, 인수보다 합병

반면, 소프트뱅크가 1조원 내외 추가 투자를 집행한다면, 향후 지속 투자에 대한 강한 시그널로 시장은 인식할 것이다. 경쟁의 의미는 무색해지고, 시간이 지날 수록 11번가와 G마켓 등 경쟁사들은 시장점유율이 하락하면서 기업가치는 희석될 가능성이 크다. 온라인 유통 시장 재편이 빨라질 수 있는 이유다. 이미 지난 해 11번가, 올해 이베이코리아가 매물로 나왔다. 가격에 부담이 큰 만큼, 인수보다는 합병 가능성이 높다는 판단이다.

쿠팡의 2020년 매출은 전년대비 45% 성장한 10조 3,700억원, 영업손실은 6,370억원 규모로 줄어들 전망이다. 참고로 2월 쿠팡의 월 결제 금액은 1조 6,300억원으로 전년 동기대비 70% 가까이 성장했다. 1) 2020년 쿠팡의 지속적인 고신장과 수익성 개선, 2) 신규 투자 유치 및 온라인 시장 재편을 주목할 필요가 있다. 3) 시장 재편이 가시화될 경우, 경쟁이 완화되면서 **이마트(BUY, TP 13.5만원)**의 실적 턴어라운드 가능성은 높아진다. 쿠팡과 이마트의 비즈니스 모델은 다르다. 쿠팡은 공산품 위주 알리바바/아마존 비즈니스 모델을 따라가는 반면, 이마트는 식품 위주 오카도/월마트 비즈니스 모델과 유사하다.

Analyst 이름 02-3771-0000

표 1. 쿠팡 거래액/매출/매출원가/판관비/영업이익 추이와 전망(2016~2023년)

(단위: 십억원)

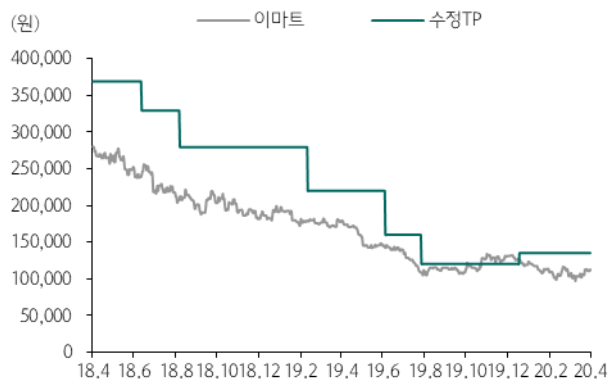
소매시장규모 (십억원)	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
온라인 유통 시장 규모	77,752	91,300	111,951	134,601	159,170	182,296	206,421	232,373	260,127
시장점유율	4.4%	4.5%	7.0%	8.9%	10.9%	12.1%	13.3%	14.4%	15.4%
거래액(추정)	3,450	4,140	7,800	12,000	17,400	22,098	27,468	33,475	40,064
매출	**1,916**	**2,685**	**4,355**	**7,153**	**10,372**	**13,172**	**16,373**	**19,954**	**23,882**
매출원가	1,526	2,167	4,143	5,950	8,369	10,416	12,688	15,153	17,955
매출총이익	**390**	**518**	**212**	**1,203**	**2,003**	**2,757**	**3,686**	**4,801**	**5,927**
판관비	955	1,157	1,340	1,924	2,641	3,220	3,904	4,716	5,625
인건비	566	655	1,012	1,425	1,972	2,435	2,998	3,688	4,500
서비스 이용수수료	108	165	270	406	584	734	903	1,089	1,291
운반 및 임차료	129	147	226	261	363	442	528	617	709
광고선전비	32	54	151	293	408	498	594	695	799
세금공과	23	17	35	41	56	64	72	79	85
소모품 등 매입	28	35	54	95	130	157	186	215	244
감가상각비	41	52	57	181	221	251	282	312	343
배송 인원(천명)	3	17	25	30	40	47	55	64	74
인당 매출(백만원)	766	158	174	238	262	283	300	312	322
평균 임금(백만원)	227	39	40	47	50	52	55	58	61
로켓배송센터수	50	68	85	168					
영업이익	**(565)**	**(639)**	**(1,128)**	**(721)**	**(637)**	**(463)**	**(218)**	**84**	**302**
세전이익	(562)	(674)	(1,142)	(724)					
당기순이익	(562)	(674)	(1,145)	(723)					
유동자산	638	681	1,355	1,869					
현금성자산	363	176	642	816					
매출채권	20	46	29	74					
재고자산	148	288	423	712					
비유동자산	382	392	449	1,192					
유동부채	619	986	1,476	2,151					
매입채무	248	489	644	924					
미지급금	312	434	679	914					
비유동부채	84	347	365	861					
자본총계	318	(261)	(38)	49					
영업활동현금흐름	(486)	(445)	(761)	(209)					
투자활동현금흐름	(253)	(117)	(111)	(323)					
재무활동현금흐름	444	376	1,342	707					
증가율(YoY)									
온라인 유통시장		17%	23%	20.2%	18.3%	14.5%	13.2%	12.6%	11.9%
매출		**40.1%**	**62.2%**	**64.3%**	**45.0%**	**27.0%**	**24.3%**	**21.9%**	**19.7%**
판관비		21.2%	15.8%	43.6%	37.3%	21.9%	21.2%	20.8%	19.3%
인건비		15.7%	54.4%	40.8%	28.6%	17.1%	15.4%	13.9%	12.5%
서비스 이용수수료		53.5%	63.5%	50.5%	43.6%	25.7%	23.1%	20.7%	18.5%
운반 및 임차료		13.4%	54.1%	15.2%	39.2%	21.9%	19.3%	17.0%	14.9%
광고선전비(판촉비 포함)		66.3%	181.2%	93.9%	39.2%	21.9%	19.3%	17.0%	14.9%
세금공과		-23.5%	101.5%	16.0%	37.8%	14.3%	11.9%	9.7%	7.7%
소모품 등 매입		25.7%	55.5%	74.4%	37.8%	20.7%	18.1%	15.8%	13.7%
감가상각비(무형 등)		27.4%	9.1%	215.5%	22.5%	13.5%	12.2%	10.9%	9.8%

매출 대비(%)									
매출총이익률	**20.3%**	**19.3%**	**4.9%**	**16.8%**	**19%**	**21%**	**23%**	**24%**	**25%**
영업이익률	**-29.5%**	**-23.8%**	**-25.9%**	**-10.1%**	**-6.1%**	**-3.5%**	**-1.3%**	**0.4%**	**1.3%**
판관비율	49.8%	43.1%	30.8%	26.9%	25.5%	24.4%	23.8%	23.6%	23.6%
인건비	29.6%	24.4%	23.2%	19.9%	19.0%	18.5%	18.3%	18.5%	18.8%
서비스 이용수수료	5.6%	6.2%	6.2%	5.7%	5.6%	5.6%	5.5%	5.5%	5.4%
운반 및 임차료	6.8%	5.5%	5.2%	3.6%	3.5%	3.4%	3.2%	3.1%	3.0%
광고선전비(판촉비 포함)	1.7%	2.0%	3.5%	4.1%	3.9%	3.8%	3.6%	3.5%	3.3%
세금공과	1.2%	0.6%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
소모품 등 매입	1.4%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%
감가상각비(무형 등)	2.1%	2.0%	1.3%	2.5%	2.1%	1.9%	1.7%	1.6%	1.4%

자료: 쿠팡, 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이마트



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.27	BUY	135,000		
20.1.2	Neutral	135,000	-15.13%	-7.04%
19.8.11	Neutral	120,000	-0.04%	12.08%
19.6.19	BUY	160,000	-17.45%	-8.44%
19.2.25	BUY	220,000	-24.59%	-17.05%
18.8.21	BUY	280,000	-30.06%	-20.89%
18.6.26	BUY	330,000	-30.58%	-22.42%
18.5.14	BUY	370,000	-31.45%	-25.14%
18.1.29	BUY	320,000	-11.67%	-0.78%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	88.9%	10.5%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2020년 4월 14일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2020년 4월 16일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2020년 4월 16일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.