



2020년 9월 9일 | Equity Research

유통 Neutral



한국 온라인 유통 '삼국시대' - 세가지 뉴스로 본 한국 온라인 유통의 미래

Industry In-depth

Top pick

이마트(139480) | BUY | TP 160,000원(상향) | CP(9월8일) 133,000원

| 네이버(온라인 플랫폼)/쿠팡(순수 온라인)/이마트(식품 온라인)

각각 영역에서 1위 사업자

| 이마트, 네이버와 공생, 쿠팡과는 차별화

| 이마트, 하반기 실적 턴어라운드 시작 주목 필요



Analyst 박종대

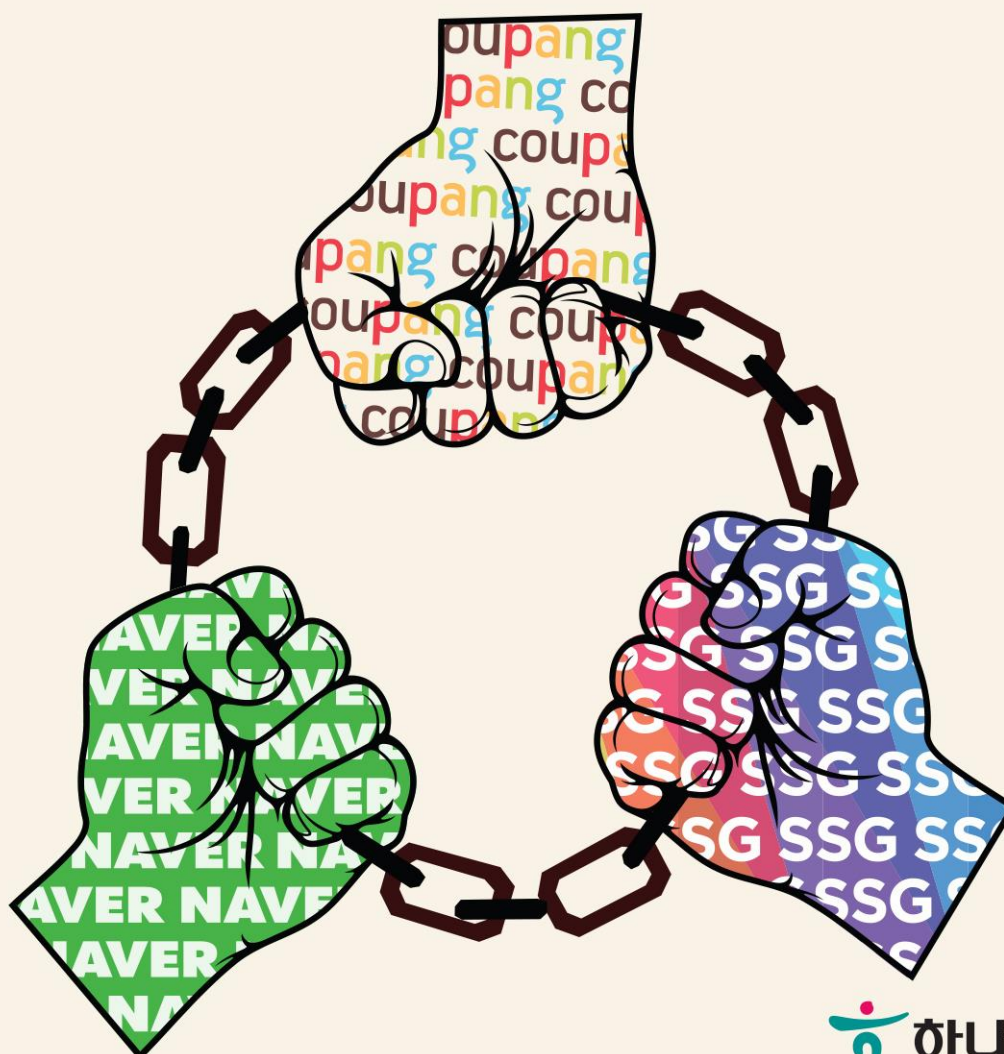
02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com



CONTENTS

1. "네이버, 장보고 쇼핑하고 멤버십, 통장, 페이 적립까지"	3
1) 한국 온라인 쇼핑과 네이버 가격비교	3
2) 네이버의 유통 사업에 대한 강한 의지: 소비자 Lock in 전략 네이버 페이	5
3) 네이버의 판매자 Lock in 전략: 라이브커머스와 풀필먼트	7
2. "롯데마트, 홈플러스 문 닫는데 이마트는 신규오픈, 왜?"	8
1) 이마트: 옴니채널 전략 안착	8
2) 월마트: 이마트의 롤 모델, 다르지만 같은 방향	9
3) 신선식품 가격 상승 영향, 2016년의 기억	11
4) 이마트 2020년 실적 턴어라운드 원년 될까?	12
3. "쿠팡, 뉴욕 투자자 로드쇼서 130억불 기업가치 제시"	14
1) 12MF PSR 1.5배, 시장점유율이 과제	14
2) 쿠팡의 경쟁력: 바잉파워/배송/UI	15
3) 쿠팡의 2019년 실적 발표 의미: 온라인 유통시장 재편 가속화 가능성	16
4. 삼국시대를 의심하게 하는 것들	19
1) 네이버 장보기: 혹시 이마트가 무너지지 않을까?	19
2) 롯데온: 롯데가 4강이 되는 건 아닐까?- 공성(空城)이라기 보다 수성(守城) 전략	21
5. 결론: 온라인 유통 '삼국시대'	22
1) 세 업체 사이 역학 관계	22
2) 이마트: 식품온라인 주도권 확대 중	24
Top Pick	25
이마트(139480)	26

2020년 9월 9일 | Equity Research

유통

한국 온라인 유통 '삼국시대'

네이버/쿠팡/이마트 각각의 영역에서 1위 사업자

최근 세가지 뉴스는 한국 온라인 유통시장의 삼국시대를 예고 한다는 점에서 상징적이다. 네이버 쇼핑은 막강한 집객력을 기반으로 네이버페이로 통해 소비자를, 라이브커머스와 풀필먼트 서비스를 통해 판매자를 각각 Lock-in하면서 한국 최대 유통 플랫폼 사업자로 도약하고 있다. 이마트 국내 최대 식품 온라인 사업자로써 입지를 확고히 하고 있다. 이마트의 신선식품 소싱/저장/배송 인프라가 압도적인 우위에 있음이 일련의 사건들로 증명되고 있다. 쿠팡은 막강한 바잉파워와 물류/배송 인프라, IT 기술 역량을 기반으로 국내 최대 온라인 유통 회사로 자리매김하고 있다. 나스닥 상장을 엿보고 있는데 시가총액 130억 달러는 글로벌 Peer 그룹 대비 낮은 시장점유율에 따른 밸류에이션 할인이다.

이마트, 네이버와는 공생, 쿠팡과는 차별화

쿠팡과 이마트는 각각 공산품과 식품을 핵심으로 유통하기 때문에 중장기적으로 분리된 시장 사업자다. 이마트와 네이버는 공생 관계다. 다양한 카테고리 확장 측면에서 쓱닷컴의 다양한 식품군이 네이버 쇼핑에게 큰 의미가 있고, 점점 확대 측면에서 네이버 쇼핑의 집객력은 쓱닷컴에 큰 도움이 될 수 있다. 최근 네이버의 장보기 쇼핑이 이마트에 위협이 아니라 기회가 될 수도 있다는 말이다. 네이버와 쿠팡은 협력 및 경쟁관계다. 쿠팡은 고객 점점 확대 측면에서, 네이버는 소비자의 선택권 확대 측면에서 협력 유인이 된다. 반면, 두 회사 모두 플랫폼 사업자로 겹치는 벤더가 많을 수밖에 없다.

이마트, 하반기 실적 턴어라운드 시작 주목 필요

이마트는 지난 2월 김포 네오 3호 센터를 본격 가동하고, PP 센터를 확충하면서 국내 식품 온라인 시장 주도권을 확대하고 있다. 월마트의 실적 및 주가 턴어라운드는 식품 온라인 시장에서 오프라인 대형마트가 비용부담이 아닌 중요한 사업 기반이 될 수 있음을 증명했다. 추세적인 주가 회복을 위해 남은 한가지는 증익 전환이다. 1) 3분기 이후 전년대 낮은 베이스와 2) 쓱닷컴/전문점/트레이더스 등 핵심 신규 사업의 고신장 및 수익성 개선, 3) PP센터 및 리뉴얼 매장 매출 확대/경쟁사 폐점 반사이익 등을 감안하면 충분히 기대할 만 하다. 3분기 증익 전환이 가시화될 경우, 한국의 월마트로 재평가되며 높은 주가 모멘텀이 기대된다. 비중확대가 유효하다.

Industry In-depth

Neutral

Top Pick

종목명	투자 의견	TP(12M)	CP(9월8일)
이마트(139480)	BUY	160,000원(상향)	133,000원



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

hjs02014@hanafn.com

1. "네이버, 장보고 쇼핑하고 멤버십, 통장, 페이 적립까지"

1) 한국 온라인 쇼핑과 네이버 가격비교

2013년 이후 11번가/G마켓/쿠팡 등
온라인 유통업체들 등장

2013년 이후 스마트폰 보급률이 급상승하면서, 온라인 유통시장이 크게 확대되었다. 11번가/G마켓/쿠팡 등 온라인 유통업체들이 두각을 나타냈는데, 이들은 i) 과거와 달리 건물을 지을(Capex) 필요가 없었기 때문에 진입장벽이 낮아졌고, ii) 인건비/임대료 등 고정비 부담이 적었기 때문에 가격 경쟁력을 확보할 수 있었다. iii) 더 나아가 이종산업에서 1등하는 업체들이 유통시장에 진출했는데, 이들은 아예 유통마진을 0%로 끌고 갔다. 네이버(네이버 쇼핑)과 SKT(11번가) 등 대기업들은 유통마진보다 막대한 트래픽에 따른 광고마케팅 수익이나 빅데이터에 더 관심이 많았다.

네이버/SKT: '집객' 효과 이용,
유통시장 진입

네이버와 SKT 모두 유통사업에서 가장 어려운 전제 조건이라고 할 수 있는 '집객'이 끝난 상태였기 때문에 시장 진입이 수월했다. 오프라인 백화점이나 대형마트를 지을 때, 유동인구가 많은 입지 조건을 찾는 게 핵심이라는 점을 감안하면, 이들 업체들에게 이미 절반 이상 성공을 담보하고 들어간 시장이다.

11번가는 G마켓, 옥션 등과 같이 오픈마켓 모델로 시작했다. 벤더들과 소비자를 연결시켜주는 플랫폼 역할만 담당하는 것이다. 어떠한 재고부담이나 판매책임(이를 테면 콜센터 운영)을 지지 않는다. 벤더들의 자발적인 경쟁에 의해 가격을 낮추면서 거래금액을 늘렸다.

한국 온라인 유통 시장 파편화→
업체별 가격 비교 수요→
네이버 쇼핑 탄생

네이버 쇼핑은 '가격비교'라는 한국만의 특이한 틈새시장을 치고 들어가면서 쇼핑 시장에 문을 두드렸다. 주요 선진국 온라인 유통시장을 보면 포탈 사이트에서 쇼핑까지 하는 경우는 없다. 한국에서는 소비자들이 네이버에서 쇼핑도 한다. 엄격히 말하면 온라인 유통업체들이 모두 네이버 쇼핑에 들어와서 판매를 하고 있다. 네이버는 2015년 전후 온라인 가격 비교 시장을 통일하면서 쇼핑 서비스까지 제공하게 되었다.

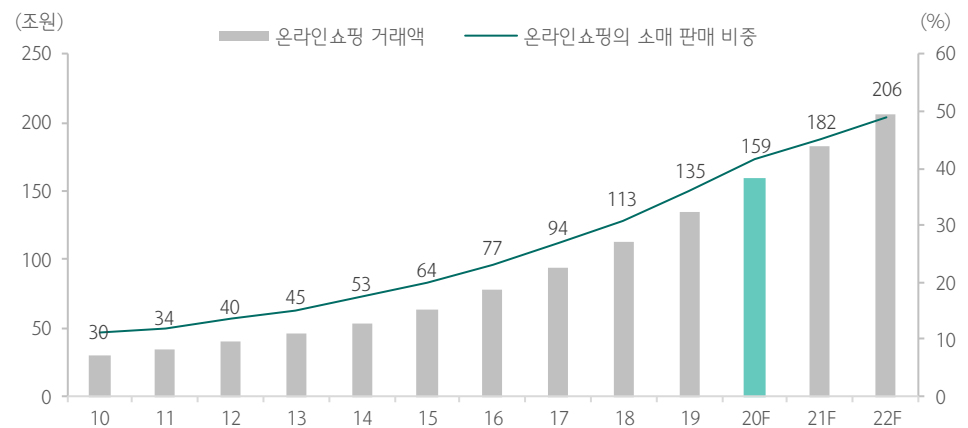
네이버 쇼핑이 이렇게 한국에서 특별하게 자리매김할 수 있었던 이유는 한국의 온라인 유통시장이 파편화 돼 있기 때문이다. 온라인 유통 업체가 여러 개이고 업체별 상품 가격이 다르다 보니 업체별 가격 비교 수요가 발생했고, 그래서 나온 것이 다나와, 그리고 네이버 쇼핑이다. 다나와는 PC 카테고리에 특화돼 있고, 일반적인 공산품이나 가전은 네이버에서 상품명만 입력하면 가장 싼 가격으로 살 수 있는 온라인 유통업체를 알 수 있다.

2019년 네이버 쇼핑 거래액
20.9조원, 영업이익의 50% 비중

네이버의 비즈니스 모델은 네이버 쇼핑으로 유입된 막대한 트래픽을 이용하여 광고마케팅 수익을 취하는 것이다. 2019년 기준 네이버 쇼핑 거래액은 20.9조원에 이른다. 여기서 발생하는 직간접적인 광고마케팅 수익은 네이버 전체 영업이익의 50%에 이르는 것으로 추정되고 있다.

2020년 온라인쇼핑 거래액 159조원,
소매 판매 비중 42% 추산

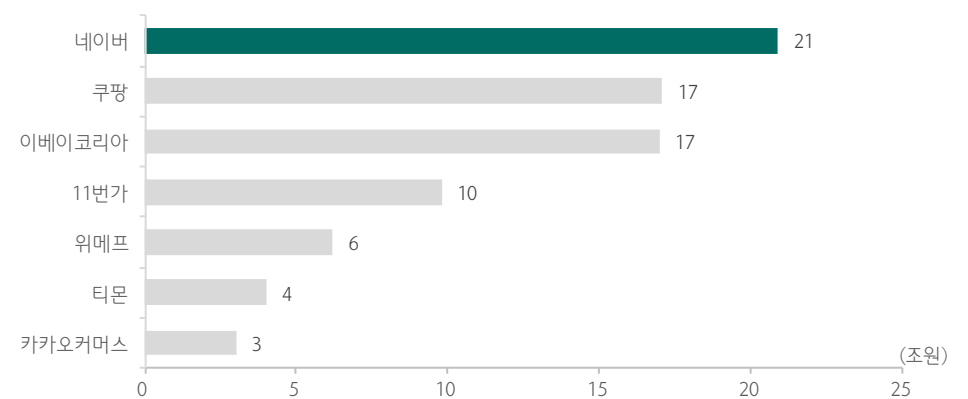
그림 1. 한국 온라인 유통시장 규모와 비중



자료: 통계청, 하나금융투자

거래액 기준으로는 네이버,
매출 기준으로는 쿠팡 1위

그림 2. 한국 주요 온라인 유통업체 매출 규모(2019년 거래액 기준)



자료: 각 사, 언론보도, 하나금융투자

2) 네이버의 유통 사업에 대한 강한 의지: 소비자 Lock in 전략 네이버페이

온라인 유통 시장 재편시
네이버 사업 가치 축소 위협

일반적으로 주요 국가에서는 검색과 쇼핑이 분리돼 있다. 미국은 구글과 아마존, 중국도 바이두와 알리바바다. 아마존이나 알리바바가 절대적인 시장점유율을 갖고 있기 때문에 특정 상품에 대한 모든 판매자(벤더)들은 각 국가별 1위 쇼핑 사이트에서 입점해서 장사하고 있다. 그래서, 소비자들은 1위 사이트 이외 굳이 다른 사이트까지 검색하거나 비교할 필요가 없다.

그렇다면, 한국도 온라인 유통 시장이 재편되어 절대적 사업자가 생기면 네이버 쇼핑의 역할과 지위가 크게 약화될 수 있다. 네이버쇼핑은 한국 온라인 유통 시장이 재편되는 과정에서 생겨난 '임시 시장' 성격이 짙기 때문이다.

네이버 입장에서는 고민이 많았을 것이다. 한국 온라인 유통시장도 시장 재편 움직임이 서서히 일고 있는데, 쿠팡 등 주요 유통업체들과 본격적인 경쟁을 하기에는 돈도 많이 들고, 물류/MD 인프라도 제한적이다. 그렇다고 가만히 있자니, 영업이익의 50%가 날아갈 판이다.

플랫폼 사업자로 Lock-In 장치 구축

2020년 들어 네이버는 방향을 명확히 찾은 듯 하다. 유통 플랫폼 업체로서 확고한 지위를 다지는 것이다. 쿠팡과 같은 온라인 쇼핑 1위 업체가 시장 재편을 해도 네이버 쇼핑이 의미 있으려면 고객을 Lock-in해야 한다. 쿠팡에서 사더라도 쿠팡 사이트에서 직접 사는 게 아니라 네이버를 통해 쿠팡 사이트에 접속하도록 유도해야 한다.

고객 Lock-in은 온라인 유통 모든 업체들의 가장 큰 숙제다. 오프라인 유통 시장에서는 점포의 지리적 근접성이 고객을 Lock-in 하는 핵심 장치다. 온라인 유통은 지리적 제약이 없기 때문에 Lock-in이 어렵다. 프로모션을 많이 해서 고객이 유입되더라도 다른 회사에서도 프로모션을 하면 곧 빠져나가는 게 온라인 유통 업체들의 딜레마였다.

고객들에게 100만원 예치시 3%
이자 지급

네이버쇼핑의 고객 Lock-in 장치는 네이버금융이 될 가능성이 크다. 100만원을 미리 예치하고 쇼핑하면 연간 3%가 적립된다. 은행 예금 이자율이 1%도 안되고, 카드사들도 적립 혜택을 크게 줄이고 있는 상황에서 3% 적립은 어마어마한 수치다. 이 3%는 벤더들로부터 수취하는 판매수수료가 재원이다.

다른 온라인 유통업체들은 구조적으로 이런페이백을 제공하기 어렵다. 일반적인 오픈마켓 업체들이 10~15% 판매수수료를 주 수익원으로 하고 있는데, 벤더들로부터 이 돈을 받아 인건비와 마케팅비 등 비용을 집행하고 남는 돈을 영업이익으로 취한다. 그런데, 온라인 유통 시장 경쟁심화로 대부분 영업적자를 기록하고 있는 상황이기 때문에 네이버쇼핑처럼 고객들에게 3%페이백을 해주기는 현실적으로 불가능하다.

사실, 네이버는 오래전부터 벤더들이나 샵인샵 업체들로부터 받은 판매수수료의 일부분을 집객을 위해 고객들에게페이백해 주고 있었고, 광고마케팅 수입으로 영업이익을 창출하고 있었다. 네이버쇼핑 규모가 증가하면서 좀더 확실하고 많은 혜택을 고객에게 줄 수 있게 되었고, 마케팅 포인트로 제시할 수 있게 된 것이다.

네이버 판매수수료를 평균 5%로 다른 오픈마켓(10%) 대비 현저히 낮은 수준

네이버의 주 수익원이 판매수수료가 아닌 광고마케팅 수익이기 때문에 가능한 전략

네이버쇼핑이 벤더들로부터 받는 판매수수료율은 평균 5% 수준으로 다른 오픈마켓 대비 상당히 낮은 것으로 알려져 있다. 일반적으로 오픈마켓이 10% 내외, 대형마트가 25%(직매입이지만, 유사한 개념으로 볼 때), 백화점과 홈쇼핑은 30%를 넘는다. 벤더들 입장에서는 네이버를 상당히 선호할 수밖에 없다. 이 낮은 판매수수료를 받아서 고스란히 소비자에게 페이백을 해주니, 판매자와 고객이 모두 만족스런 유통 플랫폼이다.

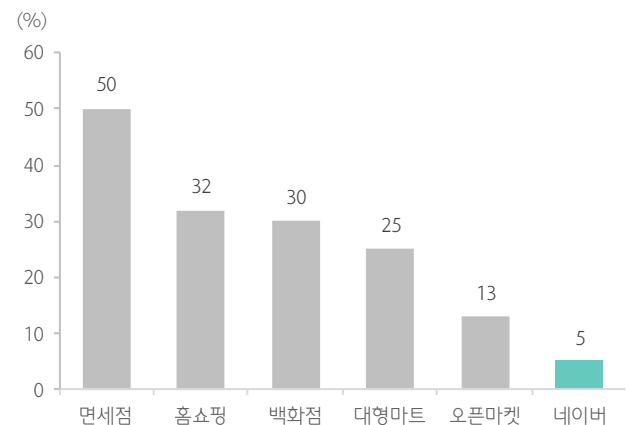
이러한 말도 안되는 사업구조가 성립하는 이유는 전술한 바와 같이, 네이버의 주 수익원이 유통 판매수수료가 아니라 광고마케팅 수익이기 때문이다. 유통 판매수수료를 마케팅 자원으로 사용할 수 있는 여유는 감히 다른 경쟁사들이 따라갈 수 없는 가장 큰 경쟁력이다. 이러한, 고객 Lock-in 정책을 통해 소비자들은 네이버쇼핑을 고집하게 되고, 막강한 집객력 때문에 어쩔 수 없이 11번가와 G마켓 같은 오픈마켓부터 쓱닷컴과 쿠팡과 같은 종합몰까지 모두 네이버쇼핑에 샅인샅에 입점하게 되는 것이다.

그림 3. 네이버 플러스 멤버십



자료: 네이버, 하나금융투자

그림 4. 유통 업체별 판매수수료 비교



자료: 하나금융투자

3) 네이버의 판매자 Lock in 전략: 라이브커머스와 풀필먼트

벤더들에겐 라이브커머스와 풀필먼트 서비스 제공

네이버쇼핑은 오픈마켓 형태로 플랫폼을 제공하고 있기도 하다. 즉, 중소 제조업체, 농장주, 딜러 등 각종 판매자(벤더)들을 어떻게 네이버쇼핑에 묶어둘 것인가도 관건이다. 샵인샵 쇼핑을 통한 판매수수료는 2~3%에 불과하기 때문에 고객들에게 충분한 페이백 자원을 확보하기 위해서라도 이들 벤더들을 되도록 많이 확보하는 것이 중요하다.

소비자 입장에서 100만원을 거리낌 없이 쇼핑을 위해 예치하는 행위는, 네이버에서 고객이 모든 필요한 제품을 언제든지 가장 i) 다양하게 살펴볼 수 있고, ii) 싸게 살 수 있고, iii) 빠르게 배송될 수 있다는 신뢰를 기반으로 가능한 것이다.

상품의 다양성을 추가적으로 확보하기 위한 Lock-in 장치로는 라이브커머스와 풀필먼트 서비스가 될 듯 하다. 네이버는 라이브커머스를 통해 벤더들이 자유롭게 동영상 광고 방송을 진행할 수 있도록 했는데, 코로나19 사태로 또 하나의 유통 트렌드로 자리매김했다. 소비자들은 직접 매장에 가보지 않고도 양방향 커뮤니케이션을 통해 (옷을) 입어보고, (화장품)을 발라볼 수 있게 되었다. 물론, 네이버는 동영상 광고에 일체 관여하지 않는다. 플랫폼 역할만 하는 것이다. 벤더들 입장에서 상당히 중요한 고객과 접점을 찾게 된 것이다.

풀필먼트 서비스 제공을 통해 플랫폼 사업자의 물류/배송 한계 극복

풀필먼트(fulfillment) 서비스는 오픈 마켓 상품의 고질적 문제인 배송의 불규칙성을 해결할 수 있는 정책이다. 네이버쇼핑의 가장 큰 한계는 플랫폼 사업자이기 때문에 물류/배송 인프라가 없다는 것이다. 11번가나 G마켓도 마찬가지지만, 네이버쇼핑에서 구매하면 상품이 어떤 때는 다음날 바로 배송되지만, 어떤 경우에는 일주일 이상 소요되기도 한다. 직매입을 통해 수도권 인근에 대규모 물류기지를 확보하고 있는 쿠팡이나 이마트에 비해 배송 경쟁력이 떨어질 수밖에 없다.

지난 2월 CJ대한통운과 업무 제휴

최근 두 가지 해법을 내놔다. 지난 2월 CJ대한통운과 업무를 제휴했다. CJ대한통운 물류센터에 대형 벤더 상품을 보관하고 있다가 24시간 이내로 보내주는 서비스다. 또 하나는 풀필먼트 사업이다. 중소 벤더 상품의 빠른 배송을 위해, 네이버가 채고관리와 출고를 원스톱으로 해주는 것이다. 홈쇼핑에서 중소 벤더들에게 제공하는 물류 서비스와 유사하다. 전문성을 위해 아웃소싱이나 JV 형태로 진행할 가능성이 크다.

이러한, 소비자/판매자에 대한 Lock-in 장치 구축으로 네이버는 플랫폼 사업자로서 한국 온라인 유통시장의 한 축으로 자리매김할 것으로 예상된다.

그림 5. 네이버 라이브 커머스

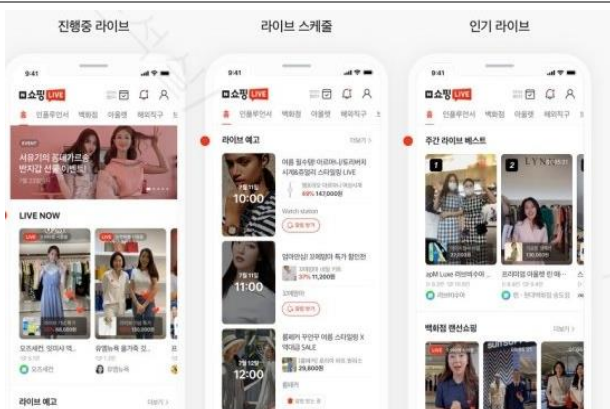


그림 6. 쿠팡의 가장 큰 경쟁력 배송



2. "롯데마트, 홈플러스 문 닫는데 이마트는 신규오픈, 왜?"

1) 이마트: 옴니채널 전략 안착

롯데마트 올해 총 16개 매장 스크랩,
but 이마트 신촌점 오픈, 월계점
대형 리뉴얼 오픈

이마트 첫 매장형 물류센터
'EOS(Emart Online Store)' 청계천
오픈

성공적인 옴니채널 전략으로 고정비
부담 없이 온/오프라인 고신장

기존점 성장을 회복 요인:
PP센터/경쟁사 점포 철수/
온오프라인 균형

이마트는 지난 7월 신촌점을 오픈했다. 2018년 의왕점 오픈 이후 19개월 만에 신규 출점이다. 5월에는 5,800평 대규모로 월계점을 리뉴얼 오픈했다. 이런 움직임은 경쟁사 홈플러스·롯데마트와 대조적이다. 롯데마트는 올해에만 총 16개의 매장을 스크랩할 예정이다. 이미 지난 5월 3개, 6월 1개, 7월에는 3개점을 종료한다. 홈플러스도 최근 안산점 매각을 결정했다. 안산점은 전국 홈플러스 매장 중 매출 상위 점포로 홈플러스는 이번 매각을 통해 현금을 확보할 계획이다. 대전 둔산점과 대구점 매각도 추진한다.

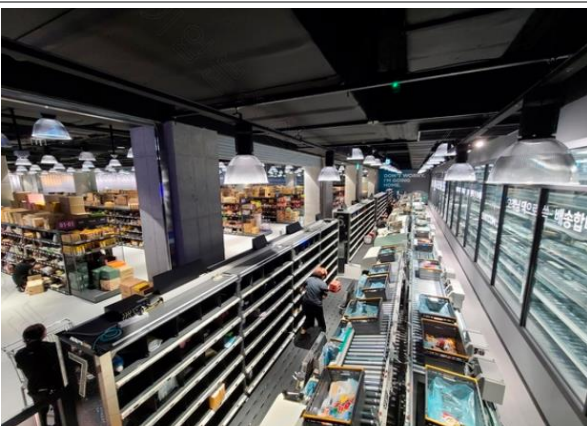
이와 함께 볼 수 있는 뉴스는 "쇼핑 공간이자 물류센터... 이마트의 점포 활용법"이다. 이마트 첫 매장형 물류센터 'EOS(Emart Online Store)' 청계천에 대한 기사다. 이 점포는 최대 20km 거리에 있는 소비자가 온라인으로 상품을 주문했을 때 2시간 내 배송하는 EOS로 지난 1월 전환했다. 이를 위해 자동화된 상품 분류, 배송 시스템을 구축했다. 물론 기존처럼 매장에서 상품 구매도 가능하다.

이마트가 140여개 오프라인 매장에 대해 최근 부담을 느끼지 않는 이유는 옴니채널 전략의 성공적인 안착 때문이다. 현재 쓱닷컴 매출의 절반이 이마트몰이고 이마트몰 매출의 50%가 PP(Picking-Packing)센터에서 발생하고 있다. PP센터는 기존 오프라인 매장 일부 공간을 온라인 배송기지로 리모델링 한 곳이다. 애초에는 온라인 전용물류센터 Capa 증설이 지연되면서 임시방편 대응 전략이었었는데, 지금은 온라인 핵심 전략으로 자리매김하고 있다.

월계점의 리뉴얼 상품 구성을 보면 이런 전략을 더 명확히 알 수 있다. 식품매장 규모를 100평 더 늘렸고, 축·수산 매장은 고객 취향에 맞게 제품을 손질해주는 등 신선식품 부문을 강화했다. 그러면서 비식품매장 규모를 대폭 축소했다. 이마트는 앞으로 전국 140개 점포 중 30% 이상을 월계점처럼 리뉴얼한다는 계획이다.

이마트가 최근 오프라인 기존점 성장률이 YoY 0% 수준으로 빠르게 회복되고 있는 이유도 i) PP센터 활성화 영향이 크다. PP센터 매출이 YoY 30% 이상 성장하면서 할인점 기존점 성장률을 2%p 내외 제고 시키고 있다. 아울러, ii) 롯데마트 등 경쟁사 점포 스크랩 영향도 있을 것이다. iii) 식품 카테고리에 대한 온라인 채널 침투가 정점을 지나면서, 온오프라인 새로운 균형점을 찾아가고 있을 수도 있다.

그림 7. 이마트 첫 매장형 물류센터 'EOS' 청계천점



자료: 이마트, 언론보도, 하나금융투자

그림 8. 새로 오픈한 이마트 신촌점



자료: 이마트, 언론보도, 하나금융투자

오프라인 점포 PP센터 활성화 통해
매장 효율화 및 온라인 Capa 부족
동시에 해결

아무튼, 이마트의 이러한 옴니채널 전략은 i) 기존 오프라인 매장 영업면적의 50%를 차지하고 있던 공산품 매출이 크게 위축되면서 불거진 오프라인 매장의 비효율화와 ii) 온라인 Capa 부족 해결이라는 두 마리 토끼를 다 잡고 있는 것이다. 롯데마트와 홈플러스는 이러한 작업을 진행하기 어렵다. 두 회사 모두 식품 온라인 시장에서 이렇다 할 성과를 내지 못하고 있기 때문에 이런 리모델링 니즈가 근본적으로 크지 않다. 롯데마트는 김포 물류센터도 여전히 여유가 있다.

2) 월마트: 이마트의 롤 모델, 다르지만 같은 방향

월마트, 기존 매장 인프라를
옴니채널 Capa로 활용,
수요 급증에 대응

월마트의 경우, 온라인 전용 물류센터 없이 옴니채널 전략으로만 가파르게 증가하는 식품 온라인 수요를 효율적으로 대응하고 있다. 기존 오프라인 매장에서 온라인 배송과 Pick-up 서비스가 이뤄지고 있기 때문에 온라인 매출 성장률이 바로 오프라인 기존점 성장률 제고로 이어지고 있다. 오프라인 물류 인프라가 부족한 아마존이 막대한 Capex 부담 하에 있는 것과 대조적이다. 2018년 미국 식품 온라인 시장점유율 11.1%로 2위에 그쳤던 월마트는 옴니채널 전략의 성공으로 2019년 1위를 탈환했으며, 2020년 입지를 더 확고히 하고 있는 것으로 분석되고 있다.

FY2Q21 월마트 기존점 성장률
YoY 9.3% 고신장

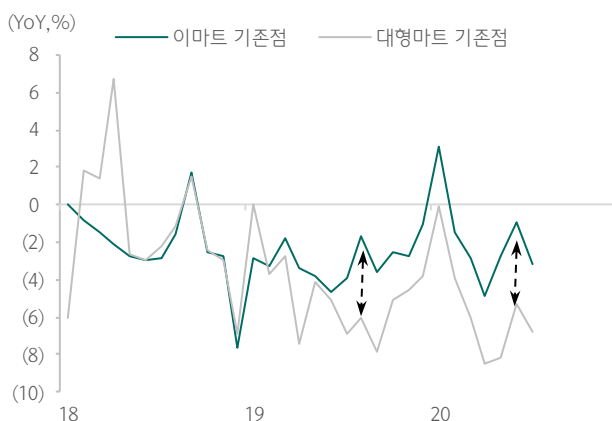
지난 2분기(5~7월) 실적을 보면, 월마트 미국법인의 기존점 성장률은 YoY 9.3%를 기록하며 시장예상치(5.4%)를 상회했다. 특히 이커머스 매출은 YoY 97% 증가하며 전분기(74%) 대비 성장폭이 확대되었고 기존점 성장률에 6%p 기여했다. 2분기 말 기준 월마트는 미국에 총 3,450여개 픽업 매장, 2,730여개 당일배송 매장을 운영하고 있다.

온라인 유통 사업에서 오프라인 점포
인프라 중요성 입증

월마트의 선전과 주가 상승은 시사하는 바가 크다. 2010년 이후 많은 오프라인 점포를 갖고 있는 기존 대형 유통업체들은 온라인으로 소비 채널이 이동하면서 급격한 실적 부진을 경험해야 했고, 이는 오프라인 점포의 비효율화/고정비 부담 때문이었다. 영업의 디레버리지 효과가 큰 것이다. 2010년 이전에는 높은 진입장벽으로 작용했던 오프라인 점포가 이제는 사업 성장과 전략 변화의 제약 요인과 비용 부담으로 작용하게 된 것이다. 그래서, 최근까지도 유통업체들의 높은 오프라인 점포 매출 비중은 밸류에이션 할인요인으로 작용했다.

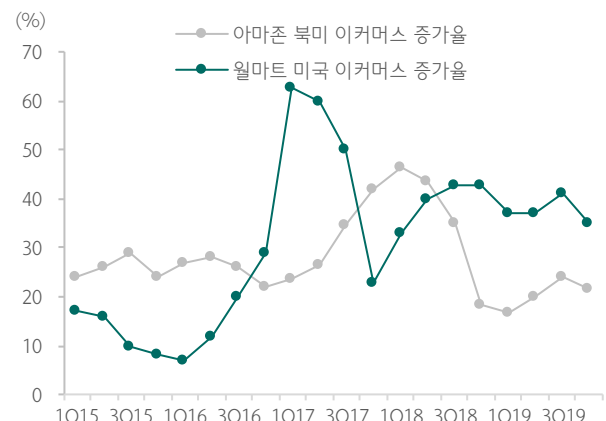
하지만, 월마트의 실적과 주가가 턴어라운드를 기록하면서 이런 접근법이 수정되고 있다. 최소한 식품 온라인 사업에 있어서는 오프라인 점포가 사업에 부담이 아닌 중요한 사업의 근간이 될 수 있다는 기대가 생기게 되었다.

그림 9. 이마트와 대형마트 기존점 성장을 비교



자료: 이마트, 산업통상자원부, 하나금융투자

그림 10. 아마존과 월마트 이커머스 증가율



주: Calendar Year 기준
자료: 아마존, 월마트, 하나금융투자

1) 온라인 유통의 허브 역할

식품온라인 시장에서 오프라인 매장의 가치는 다음과 같이 세가지로 정리할 수 있다.

첫째, 오프라인 매장이 온라인 유통의 '허브' 역할을 할 수 있다. 월마트의 경우 '클릭 앤 콜렉트(Click&Collect)' 서비스를 통해 온라인이나 모바일에서 상품을 주문하고 월마트 주차장에서 제품을 수령할 수 있다. 방대한 오프라인 점포를 통해 식품온라인 시장에서 짧은 기간에 아마존을 따라 잡았다. 한국도 마찬가지다. 쿠팡과 마켓컬리 등 식품온라인 주요 업체들이 신규 투자 유치와 물류센터 임차를 반복하고 있는 반면, 이마트는 기존 오프라인 점포 리뉴얼(PP센터) 만으로 차별화된 지역 거점을 확대하고 있다.

2) 재고 소진 창구: 카테고리 다양성, 매출 규모 확대 가능

둘째, 신선식품은 신선도가 중요하기 때문에 오프라인 점포가 없으면 재고 소진이 어렵다. 온라인에서는 신선도가 떨어지면 할인을 해도 판매 자체가 안되기 때문이다. 따라서, 오프라인 매장이 없으면 2~3일 내에 팔 수 있는 재고만 한정적으로 가져갈 수밖에 없으며, 이는 매출 측면에서 카테고리 다양성과 매출 규모를 제약하는 요인이 된다. 쿠팡과 마켓컬리 신선식품 매출 규모가 충분히 올라오기 힘든 이유다.

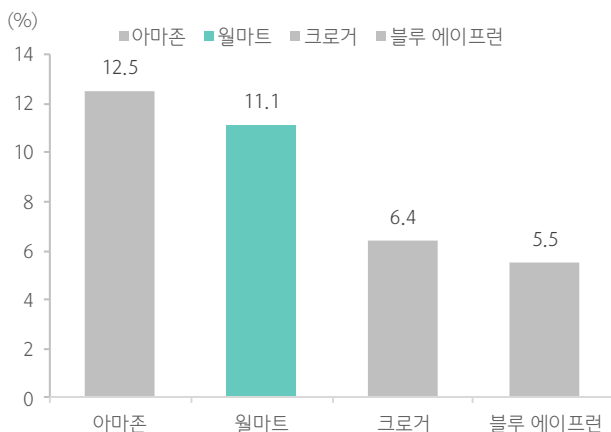
3) 대량 매입으로 원가율 하락

셋째, 구매 측면에서 CA저장고와 같은 특수한 물류 인프라가 없으면 산지 대량 매입이 불가능하기 때문에 원가 측면에서도 불리하다. 현재 쿠팡과 마켓컬리 모두 직매입 상품의 경우 가락동 농수산물시장 중간 도매인을 통해 신선식품을 매입하고 있다. 이마트는 90% 이상 산지에서 직매입하고 있다. 산지에서 300원하는 배추 한포기가 소비자가격 1,400원으로 올라갈 때 가장 유통 마진이 많이 붙는 곳이 농수산도매센터라는 점을 상기할 필요가 있다. 당연히, 이마트가 쿠팡이나 마켓컬리에 비해 원가 경쟁력이 훨씬 높다. 미국 역시 월마트가 타겟이나 홀푸드보다 제품 가격기 가장 저렴한 것으로 알려져 있다(뱅크오브아메리카(BoA) 2019년 조사 결과, 채소와 유제품 포함 54개 품목 동일 제품).

식품 온라인 유통에서 오프라인 점포의 가치 재부각

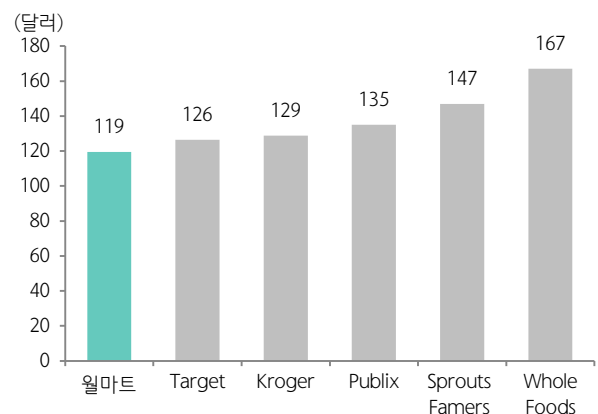
물론, 월마트의 옴니채널 전략이 이마트에 그대로 적용되기는 어렵다. 쇼핑 환경과 생활 문화가 상당히 다르기 때문이다. 예를 들어 '클릭 앤 콜렉트(Click&Collect)'를 한국에서 구현하기에는 주차 공간이 너무 비좁고, 불편하다. 그리고, 월마트는 미국 전역에 대형마트 시장 절대적인 시장점유율을 차지하고 있기 때문에, 웬만한 가정마다 집에 가는 길에 점포가 하나씩 있다. 하지만, 이마트의 시장점유율은 34%(트레이더스 제외)로 월마트에 비해 상대적으로 열위에 있고, 접근성이 떨어진다. 다만, 최근 PP센터의 역할 증대, 낮은 원가, 신선식품 가격 상승에 여유 있는 대응 등은 식품 온라인 시장에서 재고 확보와 소싱파워 측면에서 오프라인 점포와 물류 인프라가 얼마나 중요한 지를 단적으로 보여주는 사실이다.

그림 11. 미국 식품 온라인 시장점유율(2018년)



자료: 도이치뱅크, 하나금융투자

그림 12. 미국 식료품 업체 동일 제품 비교



자료: BOA, 하나금융투자

3) 신선식품 가격 상승 영향, 2016년의 기억

신선식품 가격 상승 영향은 유통력에 따라 다름

신선식품 온라인 시장에서 오프라인 점포와 물류 인프라의 역할을 잘 확인할 수 있을 때가 신선식품 가격 변동이 클 때다. 공산품과 달리 신선식품은 날씨에 따라 작황이 크게 달라지고 가격 변동성도 클 수밖에 없다. 올해 역대 최장 장마와 수해를 거치면서 500원짜리 애호박이 5,000원까지 올랐다고 야단이었다. 신선식품 가격 상승은 대형마트 업체들에게 긍정적일까 부정적일까? 결론부터 말하면, 유통력에 따라 다르다. 얼마큼 낮은 가격에 충분한 물량을 확보할 수 있느냐가 관건이라는 것이다.

2016년 유사한 상황, 이마트와 롯데마트 상이한 결과

2016년 여름에도 작황이 좋지 않았다. 하지만, 이마트와 롯데마트 두 회사의 사업에 미치는 영향은 반대였다. 이마트는 당시에도 국내 최대 신선식품 바이어였으며, 6개월 동안 신선도를 유지할 수 있는 CA저장고도 갖고 있었다. 따라서, i) 미리 많은 양의 상품을 싸게 매입해 놓을 수 있었고, ii) 이미 대부분 신선식품 상품을 생산지로부터 직매입하고 있었기 때문에 작황이 안 좋을 때도 농장주들과 높은 신뢰를 바탕으로 상품을 충분히 확보할 수 있었다.

반면, 롯데마트는 당시만해도 대부분의 신선식품 상품 재고를 가락동 농수산물시장 등에서 도매 거래를 통해 확보하고 있었다. 이마트의 CA저장고 같은 시설을 갖춘 것은 2018년 말부터다. 충분히 재고를 확보하지 못한 상태에서 작황 악화로 가격 상승을 맞이하자, i) 원가도 같이 상승하게 되었고, ii) 상대적으로 제한적인 공급자 네트워크로 무리하게 신규 매입을 확대하다가 퀄리티에 문제가 생겨 폐기처분까지 증가하게 되었다.

롯데마트 16년 3분기 어닝쇼크 vs. 이마트 16년 3분기 어닝 서프라이즈

이에 따라, 롯데마트 매출은 2016년 1분기 YoY 1.9% 증가하다가 2~3분기 -2.8%, -0.9%로 하락 전환했고, 3분기 영업이익은 70억원(YoY -400억원)에 그치는 부진을 겪었다. 롯데마트 실적부진에는 리뉴얼 영향도 있었지만, 식품 소싱 미스와 및 판매 부진이 주요인으로 작용했다. 반면, 이마트 할인점 부문은 2016년 3분기 전년도 높은 베이스에도 불구하고 매출 YoY 4.8% 신장했고, 판가-원가 스프레드 확대로 영업이익은 2,240억원(YoY 5.5%)로 시장 기대치를 크게 넘는 서프라이즈를 기록했다.

4) 이마트 2020년 실적 턴어라운드 원년 될까?

이마트, 국내 최대 식품 유통업체로,
식품온라인 시장 주도권 확보

이마트는 국내 대형 오프라인 유통업체 가운데 사업구조를 가장 선진적으로 탈바꿈시키고 있는 회사라고 평가할 수 있다. 글로벌 유통의 3대 흐름이라고 하는 PB(Private Brand, 노브랜드)/창고형 대형마트(트레이더스)/식품 온라인(이마트몰) 시장을 선도하고 있다.

PB 확대는 저성장 시대 필연적인 귀결이라고 볼 수 있는데, PB 중심 초저가수퍼마켓 노브랜드 전문점 점포수는 270개로 3월 이후 흑자전환, 2분기 영업이익 55억원을 기록했다. 이마트 전문점 사업 총점포수(320개)의 84%, 전문점 전체 매출의 65%를 차지하고 있으며, 전문점 사업 손실 폭 축소에 핵심 역할을 하고 있다.

트레이더스 점포수는 18개까지 증가, 어느덧 2020년 매출 규모는 2.7조원에 이를 전망이다. 여전히 기존점 성장률이 10% 내외에 이르고 있고, 이익 기여도도 높아지고 있다. 202년 영업이익은 660억원에 이를 전망이다. 저성장 시대, '전세계에서 싸고 질 좋은 상품을 다 갖다 놓는다'는 글로벌 MD 역량이 차별적인 경쟁력으로 작용하고 있다.

이마트는 2012년 CA저장고/후레쉬센터, 2017년 김포 네오 2호 센터, 2020년 네오 3호 센터를 초기 인프라 투자를 완료하면서 식품온라인 시장 주도권을 확보했다.

2018~19년 부진 이유:

지나친 식품 온라인 고신장

그럼, 그동안 실적과 주가가 크게 부진했던 이유는 뭘까? 두 가지로 요약된다.

첫째, 예상보다 가파른 식품 온라인 시장의 성장이다. 2018년 10월 이후 쿠팡을 비롯한 온라인 유통업체들의 역마진 MS 확대 전략으로 식품 온라인 시장은 2019년 YoY 26%나 성장했다. 김포 네오 3호 센터 완공을 1년이나 앞두고 이미 1~2호 센터는 풀 가동이었다. 2016년 이후 동대문/구리/미사리까지 부지 확보에도 인근 주민들 반대로 번번히 Capa 증설이 무산되면서 추가 물류센터 확보가 3년이나 지연되었다. 2018년 하반기부터 품질이 많아지고 시장 성장률도 따라가지 못하는 상황에 놓이게 되었다. 반면, 오프라인 할인점에서는 예상보다 객수가 빠르게 줄어들면서 효율성이 떨어지고 고정비 부담이 커졌다. 특히, 트래픽이 줄면서 영업 면적의 절반을 차지하는 의류/생활용품 카테고리 매출이 급감했다.

둘째, 신규사업 확장이다. 화장품 전문점 부츠를 비롯, 빼에로, PK마켓, 일렉트로마트 등 신규 전문점을 크게 늘렸고, 노브랜드와 일렉트로마트를 제외하고 다른 전문점 사업은 이렇다할 성과를 내지 못했고, 2019년 전문점 사업 영업손실을 800억원을 넘었다. 브티크 호텔 레스케이프는 2018년 이후 연간 200억원 가까이 영업손실을 기록하면서 조선포탈 실적 부진의 주 요인으로 작용했다.

2020년, 실적 턴어라운드 가능성
상승

2020년, 실적 턴어라운드 가능성이 높아지고 있다. 전문점 사업 구조조정은 마무리 단계에 있고, 썬닷컴은 손실폭을 크게 줄이고 있으며, 오프라인 할인점 기존점 성장률은 YoY 0%에 근접하고 있다. 신세계푸드와 조선포탈 불확실성도 점차 완화되고 있다.

이마트의 올해 2분기 연결 영업손실은 474억원으로 큰 규모였지만, 예상치(영업손실 670억원)에 비하면 오히려 약 200억원 예상보다 잘 나온 실적이다. 특히, 핵심 성장 동력이라고 할 수 있는 전문점(노브랜드)과 썬닷컴이 손실 폭을 크게 줄이면서 3분기 증익 전환 가능성을 높여 주었다. 노브랜드 전문점은 3월 흑자전환 이후 영업레버리지가 본격화되고 있다. 1분기 실적 부진의 주요인으로 작용했던 신세계푸드는 다시 흑자전환하였다.

3분기 연결 영업이익 1,230억원
(YoY 5%)로 2년 6개월만에
증익 전환 기대

3분기 연결 영업이익은 1,230억원(YoY 5%)으로 2017년 4분기 이후 2년 6개월만에 증익 전환할 것으로 예상된다. 7월 실적은 양호했다. 할인점 기준점 성장률은 긴 장마 영향으로 YoY -2.3%에 그쳤지만, 트레이더스 기준점은 여전히 YoY 9.8% 고신장하고 있으며, 측닷컴은 전년도 높은 베이스에도 불구하고 YoY 34% 성장했다.

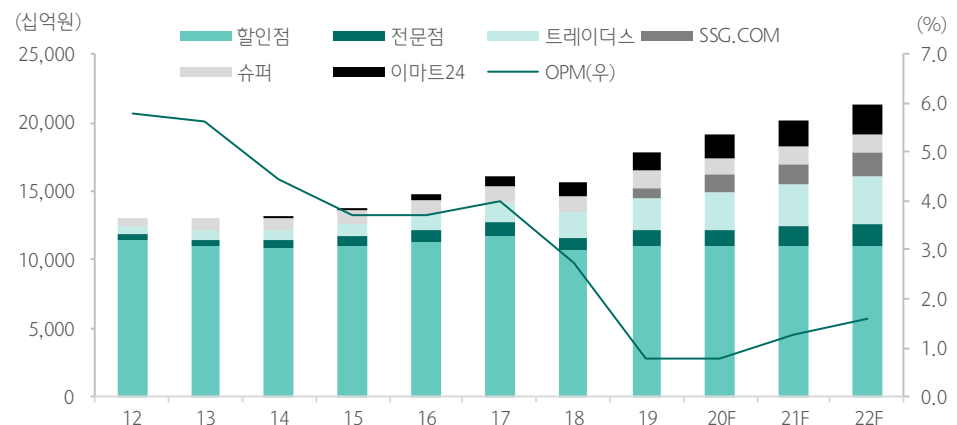
8월 할인점 기준점 성장률은 YoY -2.5%로 예상보다 감소폭이 크지 않은 듯 하다. 추석 기간차 영향 감안하면 실제로는 YoY 0% 이상으로 봐도 무방하다. 코로나19 재확산으로 온라인 판매가 확대되면서 PP센터 매출이 크게 증가했기 때문이다. 9월 실적이 중요하네, 기준점 성장률이 5% 이상 기록할 경우 3분기 증익 가능성이 높아진다. 사회적 거리두기 강화 정책은 추석 소비수요 위축으로 이어질 수 있어 부담이지만, 추석 기간차 영향 선물세트 매출 증가/PP센터 및 리뉴얼 매장 매출 확대/경쟁사 폐점 반사이익 등을 감안하면 충분히 기대할 만 하다. 올해 롯데마트 16개, 홈플러스 3개가 스크랩을 예고하고 있는데, 하반기에 집중돼 있다. 아울러, 이마트24는 점포수 매 분기 200개씩 늘리면서 3분기 BEP를 목표하고 있다.

기준점 성장률 0% 달성 주목 필요

여러 사업 부문들의 실적 전망을 종합해보면 YoY 증익 전환에 필요한 핵심적인 지표는 할인점 기준점 성장률 0%다. 이를 전제로 영업이익이 증익으로 전환한다면, 식품 온라인 선도 업체, 한국의 월마트로 재평가 받으며 높은 주가 모멘텀을 기대할 수 있다.

그림 13. 이마트 매출과 영업이익 추이와 전망

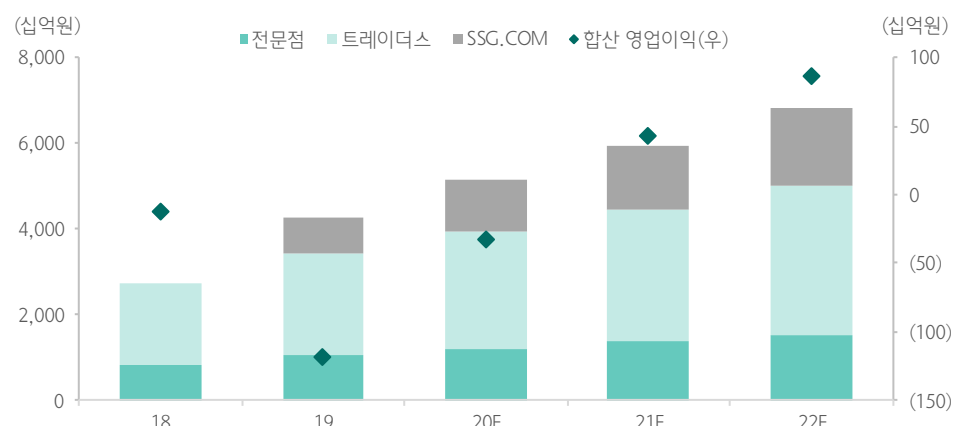
2020년 실적 턱어라운드 본격화



자료: 이마트, 하나금융투자

그림 14. 이마트 3개 핵심 신규 사업 매출과 영업이익 추이와 전망

2020년 손실폭을 크게 줄이고
2021년 흑자 전환 전망



자료: 이마트, 하나금융투자

3. “쿠팡, 뉴욕 투자자 로드쇼서 130억불 기업가치 제시”

1) 12MF PSR 1.5배, 시장점유율이 과제

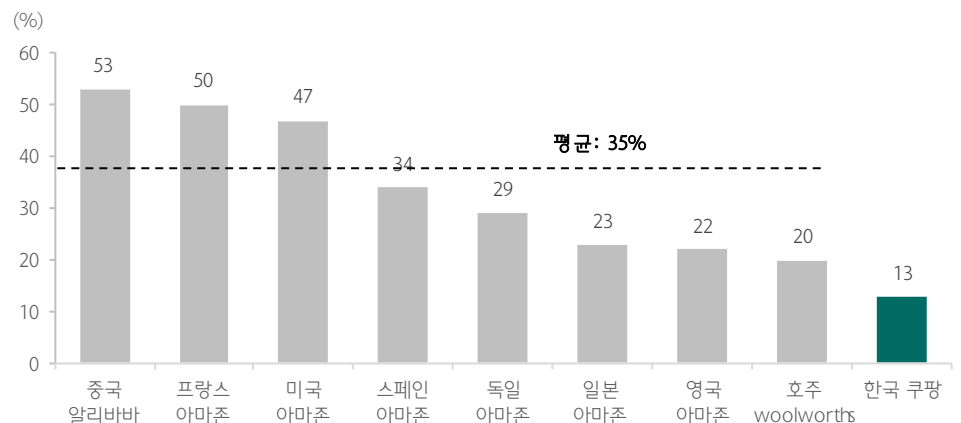
2020년 기준 PSR 1.5배, Peer 대비
현저히 떨어지는 시장점유율 때문

2020년 기준 PSR 1.5배에 해당하는 시가총액이다. 그렇게 높은 밸류에이션은 아니다. 각 국가에서 시장점유율 1위를 하고 있는 온라인 유통업체들은 PSR 6배 이상 적용 받고 있는 상황이다. 온라인 유통시장 성장률이 압도적으로 높고, 막대한 트래픽으로 잠재적인 사업 다각화 가능성이 크기 때문이다.

쿠팡의 로드쇼에서는 오히려 다소 Peer 그룹 대비 할인한 측면이 적지 않다. 시장점유율이 아마존이나 알리바바 대비 현저히 떨어지기 때문이다. 주요 국가별 1위 온라인 유통업체 시장점유율 평균은 35%에 이른다. 한국 온라인 유통시장에서 쿠팡의 시장점유율은 2019년 기준 13%에 불과하다. 최근 쿠팡이 주도권을 잡고 앞서가고 있는 것은 사실이지만, 절대적인 시장점유율이라고 평가하기는 무리다. 이런 상황을 뉴욕 투자자들이 어떻게 평가하느냐에 따라 현재 사업구조로 상장을 진행할 수도 있고, 평가가 만족스럽지 못할 경우 밸류에이션 제고를 위한 여러 작업들, 예를 들어 시장점유율 확대를 위한 M&A 등을 진행할 수 있다.

그림 15. 주요 국가별 온라인 유통 시장점유율 1위 업체

주요 국가 평균 1위 업체 시장점유율
35%, 하지만, 거래액 기준으로 하면
50% 내외 추정



주: 스페인, 독일, 영국, 호주는 순매출액 기준으로 거래액으로 보면 훨씬 높을 것으로 예상
미국, 중국, 한국은 2019년 기준 그 외 국가들은 2018년 기준

자료: 언론보도, Statista, 하나금융투자

표 1. 알리바바/Amazon/OCADO

(단위: USD 백만)

구분	알리바바	Amazon	OCADO
시가총액	761,339	1,650,241	22,669
매출	98,047	368,004	2,855
영업이익	20,395	20,615	-171
당기순이익	20,596	16,037	-214
P/E	27.6	58.9	N/A
P/S	7.8	4.5	7.9

주: 매출/영업이익/당기순이익 2019년 사업연도 기준, 그 외 나머지 2020년 9월 7일 기준

자료: Bloomberg, 하나금융투자

2) 쿠팡의 경쟁력: 바잉파워/배송/UI

쿠팡의 가장 큰 경쟁력은
국내 온라인 유통시장 최대 바잉파워

쿠팡의 가장 큰 경쟁력은 국내 온라인 유통시장 최대 바잉파워다. 애경산업과 LG생활건강, 아모레퍼시픽과 클리오 등 국내 메이저 생활용품/화장품 업체들이 잇따라 쿠팡 향 매출 비중을 크게 늘리고 있다. 이들 업체 가운데서는 온라인 매출에서 쿠팡 향 매출이 50%를 넘는 회사들도 많다.

쿠팡은 순수 온라인 유통업체 가운데 직매입 규모가 압도적으로 큰 회사다. 벤더들 입장에서 재고부담을 유통업체가 부담하는 대규모 홀세일 매출 방식은 상당히 매력적인 거래 방식이다. 현금유동성을 빠르게 확보할 수 있고, 재고 처분에 대한 고민을 덜 수 있으며, 생산 계획을 조율하는 데도 훨씬 유리하다. 이러한 쿠팡의 바잉파워는 카테고리리를 확대하고, 원가율을 낮출 수 있는 근간이 된다.

쿠팡의 Lock-In 장치: 로켓와우,
다만 물류 시스템 확보는 해결해야할
과제

소비자 입장에서 로켓배송/쿠팡 프레쉬는 저렴한 비용(로켓와우 2,900원/월)으로 당일 또는 익일 배송을 확정적으로 받을 수 있기 때문에 만족도가 높다. 시장점유율이 높아지고 쿠팡 사용빈도가 커질수록 로켓와우는 '아마존 프라임'과 '월마트 플러스'와 같은 강력한 Lock-in 장치가 될 것이다.**

편리한 사용자 인터페이스는 또 하나의 경쟁력이다. 정교한 알고리즘을 통해 다양한 추천 상품을 적중도 높게 나열하고, 소비자가 원하는 상품을 편리하게 쇼핑할 수 함으로써 구매 빈도를 높이는 기술은 국내 온라인 유통업체 단연 1위라는 평가다.

기존 유통업체의 경우 회사 핵심 임직원은 매장 MD 출신이나 업계에서 경력이 오래된 물류 전문가였다. 하지만, 쿠팡의 경우 임직원의 40%가 개발자라는 사실은 쿠팡의 온라인 유통업체로서 정체성을 명확히 대변해준다.

한편, 쿠팡의 가장 큰 과제는 효율적인 물류 시스템 확보다. 공산품 매출 비중이 80% 이상 절대적인 상황에서 다양한 크기와 모양은 자동화를 가로막는 요인이다. 쿠팡의 대표적인 물류 시스템인 랜덤 스토(Random stow) 방식은 인공지능을 통해 상품별로 예측된 입고고 시점, 주문 빈도, 물품 특성 등을 종합적으로 고려해 면밀하게 계산된 것이지만, 결국 사람이 하기 때문에 비용 부담이 클 수밖에 없다.

MS 1위 기반, 사업 포트폴리오 확대

막대한 고객군을 기반으로 한 시장점유율 1위 사업자로서 지위는 추가적인 사업 영역을 넓히고 있다. 2019년 5월 음식 배달 서비스 쿠팡잇츠 사업을 런칭해서 고객층을 확대하고 있다고, 2020년 4월 쿠팡페이를 설립, 네이버페이에 맞서고 있다. 쿠팡 패션 전문관 'C 에비뉴'(2020년 4월)를 런칭했고, 최근에는 쿠팡 PB 전담회사 '씨피엘비'(2020년 7월)를 설립했다.

** 아마존 프라임의 월회비는 12.99달러, 월마트 플러스는 12.95달러다. 로켓와우 월회비 2,900원이 얼마나 낮은 가격인지, 그리고, 실질적으로 비용부담이 큰 마케팅 전략의 일환임을 알 수 있다.

3) 쿠팡의 2019년 실적 발표 의미: 온라인 유통시장 재편 가속화 가능성

(1) 2019년 영업손실 36% 감소, 이제 실적 추정이 가능해짐

2019년 영업손실 36% 감소

2019년 연결 매출은 64% 증가한 7조 1,530억원, 영업손실은 36%(4,070억원) 감소한 7,205억원을 기록했다. 임대료 리스회계 효과(약 230억원 판관비 감소)를 감안하더라도 영업손실 폭은 크게 줄어든 것이다. 거래액 규모는 약 17.1조원으로 추산되는데, 온라인 유통 시장점유율은 12.5%(YoY 5.7%p)까지 상승한 것으로 추정된다.

원가율 83.2%(YoY -12%p),
손실 축소 주요인

원가율이 83.2%(YoY -12%p)로 크게 하락하면서 손실 축소의 주요인으로 작용했다. 원가율 하락은 배송 효율 상승/객단가 상승/바잉파워 확대에 따른 매입원가 하락이 복합적으로 작용한 결과다. 실제로 배송인당 매출은 2019년 2억 3,800만원(매출/3만명)으로 전년 대비 37%나 증가했다.

판관비율 26.9%(YoY -3.9%p) 하락

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.

(2) 2020년 1분기 영업손실 700억원 내외 추정, 2023년 흑자전환 가능

국내 온라인 유통 시장 '규모의 경제' 통한 사업화 가능성 제시

2019년 실적은 세가지 의미가 있다. 첫째, 국내 온라인 유통 시장에서 '규모의 경제'를 통한 사업화 가능성을 제시했다는 점이다. 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 떨어진다면, 2023년 흑자전환이 가능할 것으로 추정한다. 2023년 매출 규모는 2019년 이후 연평균 29% 성장한 약 20조원, 시장점유율은 20.5%에 도달한 시점이다.

원가율부터 인건비와 배송인당 매출, 물류비용과 광고선전비 등 가정을 전제하지만, 무리한 수준은 아니다. 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. 쿠팡의 추가적인 GPM 개선 여지가 크다는 말이다. 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.

2020년 영업손실 규모 예상보다 크게 낮을 수도, 코로나19 확진자 영향
관건

실제로 2020년 1분기 영업손실은 700억원 내외로 크게 줄었다는 소식이 들리고 있다. 코로나19 사태로 매출이 크게 증가하면서 고정비 부담이 완화되고 있기 때문이다. 지금 추세로 가면, 2020년 영업손실 규모는 예상치(OP -6,370억원)보다 크게 낮은 수준이 될 수도 있다. 코로나19 확진자 증가로 인한 배송 차질과 소비자 신뢰 훼손 등이 얼마나 실적에 부담요인으로 작용할 지 지켜볼 일이다.

표 2. 쿠팡 실적 추이와 전망

(단위: 십억원)

	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
온라인 유통 시장 규모	77,296	94,186	113,314	135,264	160,091	183,490	207,925	234,230	262,381
시장점유율	4.5%	4.4%	6.9%	12.6%	15.5%	17.2%	18.8%	20.4%	21.8%
거래액(추정)	3,450	4,140	7,800	17,100	24,795	31,490	39,142	47,702	57,091
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)					
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%
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%

자료: 쿠팡, 하나금융투자

MS상승/손실폭 축소는 투자자
입장에서 고무적인 현상

(3) 추가 투자 유치 가능성

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 것이고, 이러한 기업가치 제고는 흑자전환보다 시장 점유율 상승이 더 중요하다. 그렇지만, 아무리 시장점유율이 중요하더라도 최소 BEP는 가능한 사업구조여야 한다. 그래야, 유통 수수료 이외 추가적인 비즈니스 모델이 의미 있는 것이다.

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

(4) 온라인 유통 시장 재편 가능성 상승

셋째, 국내 온라인 유통 시장 재편 가능성을 높였다. 구조적으로 이익 내기 힘든 온라인 유통 시장에서, 쿠팡이 수익성을 제고하면서 시장점유율 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 밑 빠진 독에 물붓기라는 것을 안다. 그래서, 후자 가능성이 높다. 쿠팡이 영업손실을 확대할 때는 신규 투자 유치가 어려워질 수 있고, 쿠팡이 도태되면서 경쟁이 완화되는 시장 구도를 기대할 수 있었는데, 이제 그것도 어려워진 것이다.

반면, 소프트뱅크가 쿠팡의 부족한 운영자금을 지원하기 위해 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.

2020년 상반기 쿠팡 결제금액
9조 9천억원, 연간 20조원
너끈히 넘길 기세

쿠팡의 2020년 매출은 전년대비 45% 성장한 10조 3,700억원(거래액 24.8조원), 영업손실은 6,370억원 규모로 줄어들 전망이다. 2020년 상반기 쿠팡 결제금액은 9조 9천억원을 기록했다. 연간 20조원은 너끈히 넘길 기세다.

시장 재편이 가시화될 경우, 경쟁이 완화되면서 이마트의 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.

*1분기 영업손실 규모가 700억원 내외에 그치고, 이런 모습이 지속된다면 필요 자금은 이보다 훨씬 낮아질 수 있다. 하지만, 5월 중순 이후 물류센터에서 코로나19 확진자가 잇따르면서 관련 비용이 크게 증가하고 있다. 지난 8월 알베르토 포나로 쿠팡 CFO는 “코로나19는 올해 우리에게 예상하지 못한 거래량 15% 정도를 증가시켰다”면서도 “하지만 우리는 연간 약 5,000억 원 수준의 코로나19 관련 지출을 추가로 부담하게 되었다”고 사내 이메일을 통해 전달한 바 있다.

4. 삼국시대를 의심하게 하는 것들

1) 네이버 장보기: 혹시 이마트가 무너지지 않을까?

홈플러스/GS프레쉬/하나로마트/현대백화점 메이저 유통업체들 삽인삽 형태 입점

네이버 장보기가 한단계 업그레이드 되었다. 과거에는 씨드파티 벤더들로 구성돼 있었는데, 이제 홈플러스/GS프레쉬/하나로마트/현대백화점 등 메이저 유통업체들을 삽인삽으로 들이면서 식품 온라인 시장에 출사표를 던졌다. 이마트에 우려가 될 수 있지 않을까에 대한 우려가 크다.

네이버는 플랫폼 역할만 수행, 교차구매 불가능

사실 소비자 입장에서서는 쇼핑 측면에서 이전과 달라진 것은 없다. 네이버 장보기는 플랫폼 역할만 하는 것이고, 어차피 삽인삽으로 들어가 있는 업체들에 링크를 타고 들어가 쇼핑하는 것이다. 네이버 장보기에 입점한 업체들의 SKU/퀄리티/배송 역량이 변한 게 없다면, 쓱닷컴 사용하던 고객이, 새삼스럽게 홈플러스에서 쇼핑할 이유는 없을 것이다. 이들 업체들의 제한적인 배송 인프라와 SKU를 감안하면 이마트에 위협이 되기 어렵다.

개별 업체 쇼핑 편의성(SKU/퀄리티/배송)변화 없음

교차구매가 가능하다는 의미가 컸을 것이다. 예를 들어 애호박과 배추, 양배추와 양송이 스프를 각각 홈플러스와 GS프레쉬 등에서 사서 한 바구니에 담아 배송 받을 수 있다면 시너지가 컸을 수 있다. 하지만, 현실적으로 무리한 발상이다. 예전 이마트몰과 신세계몰 회계 시스템과 배송 연동할 때도 상당한 시행착오가 있었다. 한 그룹 내에서도 힘든데, 각기 다른 회사라면 감히 엄두를 내기 어려울 것이다.

열위 업체들 고객 트래픽 '수성'전략 +네이버는 쇼핑 카테고리 확대

삽인삽으로 들어간 업체들을 보면, 그동안 이마트와 마켓컬리, 쿠팡에 밀려 식품 온라인 시장 경쟁에서 뒤쳐진 업체들이다. 이들 업체들 입장에서선 충분히 삽인삽으로 들어갈 유인이 있다. 점점 식품 온라인 시장에서 주도권을 잃어가면서 오프라인 고객까지 줄어들고 있기 때문이다. 마케팅 차원에서라도 네이버 장보기는 의미가 있다. 현대백화점도 최근 식품 온라인 사업 개시 목적을 고객 트래픽을 지키기 위한 '수성' 전략의 일환임을 밝힌 바 있다.

네이버 장보기 경쟁력 = 네이버 페이

역시 네이버 장보기 경쟁력은 네이버 페이다. 가격 할인 효과가 크다. 전술한 바와 같이 네이버 페이는 고객 Lock-in 역할을 담당하는 네이버 쇼핑의 핵심 역량이다. 이번 장보기에도 디폴트로 3~5% 페이백이 있고, 초기 프로모션으로 2~3% 추가 페이백이 있다. 거의 7~8% 할인 효과다. 이 가운데 대부분은 삽인삽 업체들이 네이버에 지불하는 지급수수료일 것이다.

소비자 입장에서 예를 들어 홈플러스에 원하는 상품이 다 있다면, 조금 퀄리티가 부족하더라도 4만원을 채우고, 무료 배송할 경우 거의 10%를 싸게 구매할 수 있게 되는 것이다. 이러한 가격 메리트가 배송과 SKU 한계를 극복하면서 소비자를 유인하기는 다소 역부족이라는 판단이다. 사실, 쓱닷컴이나 쿠팡도 네이버 만큼 강력하지는 않지만, 자체적인 적립이나 카드할인 등으로 만만치 않은 할인 혜택을 제공하고 있다.

아울러, 이마트의 월등한 소싱 네트워크와 낮은 원가율, 그에 따른 탄력적인 가격 운용 능력은 이들 경쟁 업체들이 넘기 힘든 벽이다.

네이버가 식품온라인 설비 투자 가능성은 제한적

네이버는 플랫폼 업체다. 쇼핑이라는 놀이터에 되도록 많은 플레이어를 유치하는 것이 핵심 역량이다. 네이버 입장에서는 장보기를 최대한 활성화 시켜서 쓱닷컴과 마켓컬리, 쿠팡까지 삼인삼으로 유인하는 전략이 최선이 될 수 있다. 물론, 쓱닷컴은 만일 장보기 쇼핑 포털 사이트로서 자리매김을 자신한다면 굳이 추가 비용을 지불하면서 네이버 장보기로 들어갈 이유가 없다. 쿠팡이나 마켓컬리도 마찬가지다.

하지만, 네이버 장보기 입지가 커진다면, 이마트는 추가적인 가격할인을 제시해서 트래픽을 방어하거나, 네이버 장보기에 아예 삼인삼으로 들어가 상생할 유인이 커진다. 추가적인 수수료 부담이 발생할 수 있지만, 고객 저변을 확대하고 매출 규모를 올리기 위한 유효한 전략이 될 수 있다.

한편, 네이버가 식품 온라인 시장 점유율을 늘리기 위해 추가적인 설비 투자, 예를 들어 CA 저장고나 프레쉬센터를 신규 투자할 가능성은 낮다. 이는 직접 유통이나 다름 없기 때문이다. 교차구매는 현실적으로 어렵다. 물류 인프라의 종류와 위치가 각기 다르기 때문에 배송에 너무 많은 시간이 소요된다.

그림 16. 네이버 장보기 초기화면



자료: 네이버, 하나금융투자

그림 17. 네이버 장보기 구매화면, 페이지가 크다



자료: 네이버, 하나금융투자

2) 롯데온: 롯데온이 4강이 되는 건 아닐까?

- 공성(空城)이라기 보다 수성(守城) 전략

롯데온: 상품 믹스와 가격/차별적 카테고리/배송 경쟁력 측면 열위

롯데쇼핑은 누가 뭐라고 해도 국내 최대 유통회사다. 생산에서 물류, 판매까지 모든 밸류체인과 유통 채널을 다 갖추고 있다. 그래서, 롯데온에 거는 기대도 크고, 경쟁사 입장에서는 우려도 있다. 결론부터 말하면 외연을 확장하기에는 한계가 있다는 판단이다. 온라인 유통 시장에서 트래픽을 유도하기 위해서는 4가지 중 하나 이상을 확보해야 한다.

첫째, 상품의 다양성이다. 쿠팡은 500만개 상품을 보유하고 온라인 쇼핑 포털 사이트로 자리매김하기 위해 분투하고 있다. 11번가나 G마켓도 마찬가지다. 롯데온은 백화점과 마트/수퍼/톱스와 하이마트/홈쇼핑을 한데 모았는데, 그렇다고 쿠팡의 SKU를 따라가기는 어렵다.

둘째, 가격 경쟁력이다. 온라인 유통의 핵심 경쟁력은 역시 가격이다. 네이버 쇼핑이 가격 비교를 통해 막대한 트래픽을 유입시켰다는 점을 상기할 필요가 있다. 롯데온은 최저가를 내세우고 있지는 않다.

셋째, 차별적 상품 카테고리다. 쓱닷컴과 마켓컬리는 식품 온라인을 주 무기로 소비자들에게 어필하고 있다. 특히, 신선식품은 장보기 쇼핑으로 반복적인 트래픽을 유도할 수 있기 때문에 의미가 있다. 롯데온은 이 카테고리 경쟁력 측면에서는 절반의 승리가 예상된다. 백화점은 쿠팡이나 11번가에서 제공할 수 없는 프리미엄 상품 카테고리를 보유하고 있다. 면세점도 마찬가지다. 롯데프레시도 의미가 있다. 하지만, 롯데프레시는 아무래도 쓱닷컴에 비교해 열위에 있고, 백화점이나 면세점 카테고리는 일회성이 강하다.

넷째, 배송 경쟁력이다. 롯데온은 롯데그룹이 보유한 전국 1.5만개 오프라인 매장과 연동한 옴니채널 전략을 구체화할 계획이다. 핵심 인프라는 세븐일레븐이 될 가능성이 크다. 이는 일본 세븐아이홀딩스가 시행한 바 있는 전략이기도 하다. 그룹 사간 시너지를 충분히 기대할 수도 있다고 본다. 하지만, 이미 쿠팡 등 여러 경쟁업체들이 당일/익일 배송 인프라를 확보한 상황에서 얼마나 외연을 확대할 수 있을 지는 의문이다.

다만, 기존 고객 Lock-In 효과는 가능

결국, 롯데온은 추가적인 고객을 끌어들이 롯데쇼핑의 리테일 시장 점유율을 확대하기에는 한계가 있어 보인다. 상품 믹스와 가격, 차별적 카테고리, 배송 경쟁력 측면에서 우위를 갖기에는 역부족이다. 다만, 기존 롯데쇼핑 고객을 Lock-in하는데는 일정한 역할을 할 것으로 기대한다. 지금까지 가시화된 전략으로 보면, 롯데온은 롯데쇼핑의 공성(空城)이라기 보다 수성(守城) 전략으로 의미가 있어 보인다.

향후 빅데이터 활용 '검색창 없는 쇼핑몰' 성과 주목

한편, 롯데온은 3,900만 데이터를 보유하고 있는 롯데만의 빅데이터를 활용한 '검색창 없는 쇼핑몰'을 구현할 계획이다. 고객이 검색할 필요가 없을 정도로 추천이 정확한 쇼핑몰을 구현하겠다는 것이다. 롯데온은 검색과 추천 기술이 완벽히 고도화되는 시점을 9월로 보고 있었다. 이 전혀 새로운 서비스가 어떤 효과가 있을 지 두고 볼 일이다.

5. 결론: 온라인 유통 '삼국시대'

1) 세 업체 사이 역학 관계

향후 온라인 유통 시장 3강 체제:
쿠팡(순수 온라인) vs.
이마트(식품 온라인) vs.
네이버(온라인 플랫폼)

중장기적으로 한국 온라인 유통시장은 3개 그룹이 균형을 이룰 것으로 예상된다. 순수 온라인 유통 사업자로서 쿠팡, 식품 온라인 유통 사업자 이마트, 온라인 플랫폼 유통 사업자로서 네이버다.

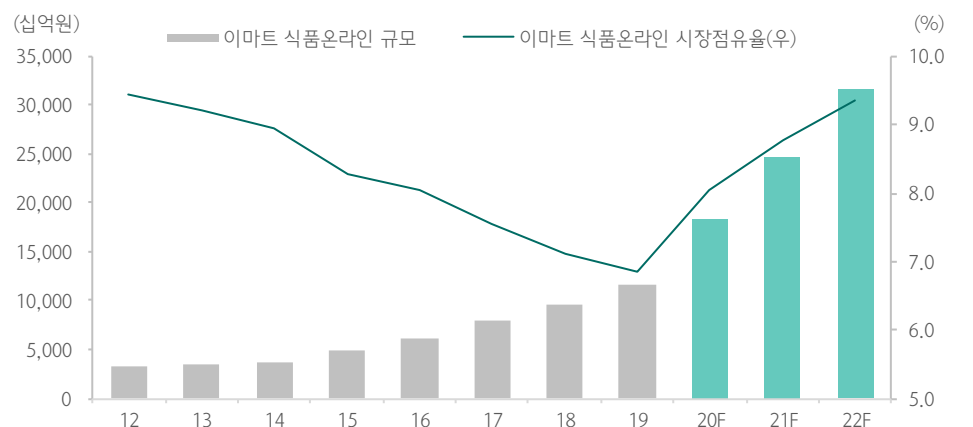
거래액 규모는 네이버가 가장 클 것으로 분명하다. 2019년 약 21조원을 기록했다. 다만, 네이버는 플랫폼 사업자이기 때문에 이마트와 롯데쇼핑, 현대백화점 등과 공생 관계다. 거래액도 겹치는 경우가 많을 것이다. 오히려, 순매출 규모는 3사 가운데 가장 낮다. 판매수수료를 5%로 가정해도 1조원에 불과하다.

매출 규모는 쿠팡이 가장 크다. 직매입 규모가 크기 때문이다. 2019년 기준 순매출 규모는 7조원이 넘고 플랫폼 서비스를 포함한 거래액 기준으로는 17조원에 이른다. 실질적인 한국 온라인 유통 1위 업체는 쿠팡이다.

이마트는 식품온라인 유통 시장 점유율 1위 업체로 의미가 있다. 이마트의 식품 온라인 매출 규모 1조 1,600억원으로 국내 식품온라인 시장점유율 6.8%로 1위 업체다. 신선식품온라인 매출 규모는 5,230억원으로 시장점유율 14.8%로 추정한다. 식품온라인 시장이 대형마트와 달리 과점화되지 못하는 이유는 쿠팡은 물론, 11번가, G마켓 등 오픈마켓을 통해 산지/제조업체 직접 판매자들이 많이 있기 때문이다. 이마트와 같이 직매입으로 식료품을 온라인 판매하고 있는 업체는 이마트와 롯데쇼핑, 홈플러스 등 메이저 대형마트와 쿠팡, 마켓컬리, 오아시스 정도뿐이다.

쿠팡의 식품 매출 규모는 로켓프레쉬를 모두 식료품이라고 가정하고 하루 배송량 7만건(2019년)과 ARPU 2.5만원을 가정하면 2019년 매출 6,400억원, 신선식품 매출은 2,000억원 내외로 이마트에 크게 못 미친다.

그림 18. 이마트의 식품온라인 매출 규모와 시장점유율



자료: 이마트, 하나금융투자

2019년 기점 이마트 압도적
식품온라인 시장점유율 확대

쿠팡과 이마트: 공산품과 식품으로 차별화

세 회사 사이 경쟁과 공생의 관계를 생각해 보면, 쿠팡과 이마트는 각각 공산품과 식품을 핵심으로 유통하기 때문에 분리된 시장이다. 지금은 식품 카테고리를 두고 경쟁 관계에 있지만, 쿠팡은 전술한 바와 같이 공산품이 메인이고 식품은 카테고리 확충과 마케팅 측면이 강하다. 식품 카테고리에서 가격 및 원가, SKU, 신선도에서 이마트를 따라오기 힘들다.

이마트와 네이버: 차별적 카테고리로 상생

쓱닷컴과 네이버는 공생 관계다. 네이버 쇼핑이 성장하기 위해서 가장 필요한 부분은 다양한 카테고리 확장이다. 막강한 집객력을 바탕으로 유통 사업을 시작했는데, 수많은 고객이 원하는 상품을 모두 갖고 있지 않다면, 채널에 대한 고객 충성도는 떨어질 수밖에 없다. 그런 의미에서 식품온라인 1위 업체로서 쓱닷컴은 네이버 쇼핑에 반드시 필요한 핵심 벤더라고 할 수 있다. 반대로 쓱닷컴이 식품온라인 절대적 1위 사업자로 등극하기 위해 가장 절실한 것은 고객 접점 확대다. 네이버 쇼핑은 이를 위한 든든한 백그라운드가 될 수 있다. 이러한 역할 관계를 생각해 보면 최근 네이버의 장보기 쇼핑을 통한 식품온라인 시장 진출이 결코 이마트의 위협요인이 아니라 오히려 서로 기회가 될 수 있음을 알 수 있다.

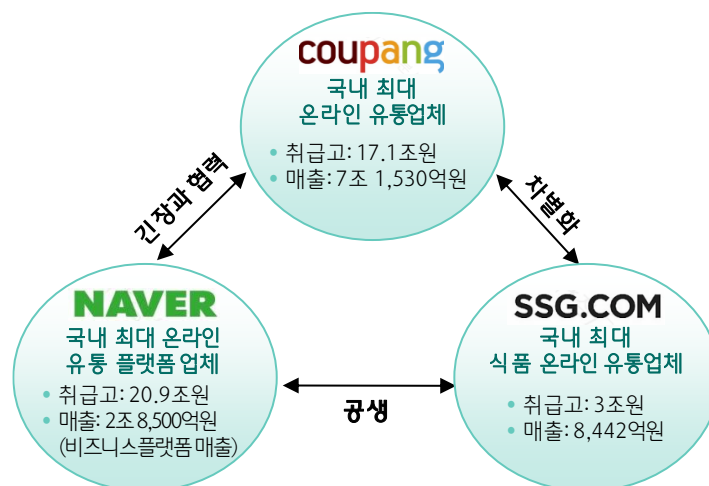
네이버와 쿠팡: 플랫폼과 직매입, 상품 중첩, 협력과 경쟁

네이버와 쿠팡은 협력 및 경쟁관계가 될 수 있다. 쿠팡 역시 고객 접점 확대라는 측면에서 네이버는 중요한 파트너가 될 수 있다. 이미 샵인샵으로 입점도 돼 있다. 소비자 입장에서 네이버 쇼핑을 통해 국내 최대 온라인 유통업체 상품도 검색할 수 있다는 점은 네이버 쇼핑의 충성도를 높이는 요인이다. 한편, 두 회사 모두 대부분 공산품을 판매하고 있으며, 네이버쇼핑은 거래액의 100%, 쿠팡의 경우 거래액의 절반이 플랫폼 서비스를 통해서 창출되고 있다는 점을 감안할 때, 겹치는 카테고리라 벤더가 많을 수밖에 없다.

세 회사는 서로의 강점을 강화하면서도 약점을 벤치마킹을 통해 메우고 있다. 네이버는 장보기 쇼핑을 통해 식품 온라인을 확대하고 있고, 쓱닷컴은 중소 벤더들에 대한 플랫폼 서비스와 중대형 브랜드에 대한 샵인샵을 확대하고 있다. 네이버의 ‘폴필먼트’ 서비스와 같이 쿠팡도 ‘로켓제휴’(2020년 7월 런칭)를 통해 플랫폼 벤더들에게 로켓배송 서비스를 제공할 계획이다. 쿠팡의 알고리즘이 필요한 재고를 예측해 판매자에게 데이터를 제공하면 판매자가 쿠팡의 로켓 물류센터에 상품을 입고시키고 쿠팡이 배송하는 형식이다.

그림 19. 한국 온라인 유통 ‘삼국시대’

쿠팡(순수 온라인) vs.
이마트(식품 온라인) vs.
네이버(온라인 플랫폼)



주: 2019년 연간 기준
자료: 하나금융투자

2) 이마트: 식품온라인 주도권 확대 중

식품 온라인 시장 점유율 1위 업체로
주도권 확대

이마트는 2월 김포 네오 3호 센터를 본격 가동하고, PP센터를 확충하면서 식품 온라인 시장 점유율 1위 업체로 주도권을 확대하고 있다. 특히, 코로나19 확산으로 이마트의 식품 카테고리 유통 역량은 더욱 두드러지고 있다. 5월 중순 이후 잇따르고 있는 쿠팡 물류센터 코로나 확진자 증가는 이마트 자동화 시스템의 우위와 쿠팡의 수동 작업의 한계를 동시에 보여줬다. 마켓컬리의 잦은 품질 현상은 신선식품 작황이 불안정한 시기 소싱 능력과 재고 관리, Capa 측면에서 이마트의 우위를 확인시켜 주었다.

이제 남은 것은 실적 턴어라운드다. 실적 개선은 모든 사업의 목표이다. 추세적인 주가 상승의 전제 조건이다. 3분기 이후 전년도 낮은 베이스와 쓱닷컴/전문점/트레이더스 등 핵심 신규 사업의 고신장 및 수익성 개선으로 증익 전환 가능성이 커지고 있다.

9월 기존점 YoY 5% 이상 기록시
3분기 증익 가능

8월 이마트 할인점 기존점 성장률은 YoY -2.5%로 예상보다 감소폭이 크지 않은 듯 하다. 추석 기간차 영향 감안하면 실제로는 YoY 0% 이상으로 봐도 무방하다. 코로나19 재확산으로 온라인 판매가 확대되면서 PP센터 매출이 크게 증가했기 때문으로 분석한다. 9월 실적이 중요한데, 기존점 성장률이 5% 이상 기록할 경우 3분기 증익 가능성이 높아진다.

추석 기간차 영향 선물세트 매출 증가/PP센터 및 리뉴얼 매장 매출 확대/경쟁사 폐점 반사이익 등을 감안하면 충분히 기대할 만 하다. 롯데마트와 홈플러스 폐점 효과는 할인점 기존점 성장률을 1%p 제고시킬 수 있을 것으로 본다. 실제로 상반기 롯데마트 폐점 인근 이마트 매출은 이전보다 10% 정도 증가한 것으로 파악되고 있다. 월계점 리뉴얼 효과가 두드러지면 서, 기존 점포에 대한 대규모 리뉴얼 작업이 이어지고 있다. 상반기 4개에 이어 하반기 6개가 예정돼 있다. 리뉴얼 후 거래액이 30~40% 증가하고 있다고 한다. 반면, 사회적 거리두기 강화 정책에 따른 추석 소비수요 위축 가능성은 부정적 사업환경이다.

2차 긴급재난지원금 불확실성 완화

정부의 2차 긴급재난지원금 불확실성도 완화되었다. 1차와 달리 선별/현금 지급 방식이다. 1차가 소비진작과 경제성장을 제고에 초점을 둔, 중소기업들에게 대한 간접지원 성격이었으나, 2차는 직접적인 '재정지원'이다. '소비촉진'과는 무관하기 때문에 1차 때처럼 사용처에 대한 제약은 없을 듯하다.

트레이더스는 9월 안성점 오픈 비용이 20~30억원 소요될 수 있지만, 전년도 신규 오픈 점포 3개가 모두 수익 전환하면서 3분기 증익을 무난히 이어갈 듯 하다. 전문점 폐점은 하반기에도 10개 내외 예정돼 있다. 이제 총점포 320개 중 노브랜드가 270개(매출비중 65%)를 차지하고 있다. 올해 BEP는 어렵지만, 가파른 수익성 개선이 예상된다.

쓱닷컴 3~4분기별 적자는 100~150억원 수준에 그칠 전망이다. 전년 동기 대비 150억원에서 200억원 영업손실이 줄어드는 것이다. 식품 비중은 47%로 2019년말 대비 5%p나 상승했고, GPM도 개선되고 있다. 네오센터 가동률은 85~90%까지 상승했지만, 향후 1년은 PP센터 확대로, 2022년~23년에는 네오 4호 센터 완공으로 Capa를 확보할 계획이다.

쓱닷컴/트레이더스/노브랜드 고신장
긍정적, 할인점 기존점 성장률 0%
전환 주목 필요

올해 가이던스로 YoY 할인점 기존점 0.5%, 트레이더스 6%, 쓱닷컴 25%, 이마트24 +900개를 제시하고 있는데, 이 가운데 할인점 기존점 성장률 제외하고 모두 기대 이상 실적으로 보이고 있다. 3분기 영업이익은 1,226억원(YoY 5.5%)으로 추정한다. 긴 장마 영향 할인점 부진은 아쉬움이 있지만, 쓱닷컴/트레이더스/노브랜드 고신장은 긍정적이다. 역시, 할인점 기존점 성장률 0% 전환이 추세적인 증익과 주가 모멘텀을 위한 핵심 변수다.

Top Pick

이마트(139480)

26

2020년 9월 9일

이마트(139480)

식품 온라인 시장 주도권 확대 중

코로나19로 식품 온라인 유통 역량 우위 증명

이마트는 2월 김포 네오 3호 센터를 본격 가동하고, PP센터를 확장하면서 식품 온라인 시장 점유율 1위 업체로 주도권을 확대하고 있다. 특히, 코로나19 확산으로 이마트의 식품 카테고리 유통 역량은 더욱 두드러지고 있다. 5월 중순 이후 잇따르고 있는 경쟁사의 물류센터 코로나 확진자 증가는 이마트 자동화 물류 시스템의 우위를 보여 줬다. 또 다른 경쟁사의 잦은 품질 현상은 신선식품 작황이 불안정한 시기 소싱 능력과 재고 관리, Capa 측면에서 이마트의 우위를 확인시켜 주었다.

3분기 증익 가능성: PP센터/경쟁사 폐점/리뉴얼 효과 등

3분기 이후 전년도 낮은 베이스와 쓱닷컴/전문점/트레이더스 등 핵심 신규 사업의 고신장 및 수익성 개선으로 증익 전환 가능성이 커지고 있다. 8월 이마트 할인점 기준점 성장률은 YoY -2.5%로 예상보다 감소폭이 크지 않은 듯 하다. 추석 기간차 영향 감안하면 실제로는 YoY 0% 이상으로 봐도 무방하다. 코로나19 재확산으로 온라인 판매가 확대되면서 PP센터 매출이 크게 증가했기 때문으로 분석한다. 9월 실적이 중요한데, 기존 점 성장률이 5% 이상 기록할 경우 3분기 증익 가능성이 높아진다. 추석 기간차 영향 선물세트 매출 증가/PP센터 및 리뉴얼 매장 매출 확대/경쟁사 폐점 반사이익 등을 감안하면 충분히 기대할 만 하다. 정부의 2차 긴급재난지원금 불확실성도 완화된 것이다. 1차와 달리 선별/현금 지급 방식이므로 '소비촉진'과 무관한 '재정지원'이기 때문에 1차 때처럼 사용처에 대한 제약은 없을 듯하다.

목표주가 13.5->16만원, 투자의견 '매수' 유지

16만원은 12MF PER 15배다. 1) 국내 최대 대형마트 업체로서, 2) 막강한 소싱/저장/배송 인프라를 기반으로 온라인 유통 시장에서도 가장 성장 여력이 큰 식품 온라인 시장에서 국내 1위를 확고히 하고 있다. 동시에 3) 글로벌 유통 트렌드라고 할 수 있는 PB(노브랜드)/창고형대형마트(트레이더스)/식품온라인(쓱닷컴) 사업을 국내에서 모두 선도하고 있다. 3분기 증익 전환이 가시화될 경우, 한국의 월마트로 재평가되며 높은 주가 모멘텀이 기대된다. 비중확대가 유효하다.

Top Pick

BUY

| TP(12M): 160,000원(상향) | CP(9월8일): 133,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,401.91
52주 최고/최저(원)	134,500/97,900
시가총액(십억원)	3,707.5
시가총액비중(%)	0.31
발행주식수(천주)	27,875.8
60일 평균 거래량(천주)	291.0
60일 평균 거래대금(십억원)	34.4
20년 배당금(예상, 원)	2,000
20년 배당수익률(예상, %)	1.50
외국인지분율(%)	30.88
주요주주 지분율(%)	
이명희 외 2인	28.56
국민연금공단	12.77
주가상승률	1M 6M 12M
절대	16.2 14.7 18.8
상대	13.7 (2.6) (0.7)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	21,341.4	22,751.0
영업이익(십억원)	175.1	296.9
순이익(십억원)	443.0	272.9
EPS(원)	16,826	9,808
BPS(원)	337,715	346,493

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	17,049.1	19,062.9	20,453.0	21,691.1	22,828.3
영업이익	십억원	462.8	150.7	155.9	272.6	364.0
세전이익	십억원	585.0	282.1	740.0	400.8	509.3
순이익	십억원	450.2	233.9	473.6	312.6	397.3
EPS	원	16,150	8,391	16,990	11,214	14,251
증감률	%	(26.9)	(48.0)	102.5	(34.0)	27.1
PER	배	11.30	15.20	7.83	11.86	9.33
PBR	배	0.62	0.40	0.40	0.39	0.37
EV/EBITDA	배	9.21	9.48	9.03	7.71	6.69
ROE	%	5.49	2.75	5.25	3.34	4.11
BPS	원	293,262	319,802	334,858	344,137	356,454
DPS	원	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 박종대

02-3771-8544

forsword@hanafn.com

RA 서연정

02-3771-7552

hjs0214@hanafn.com

3분기 증익을 위한 핵심 변수는 할인점 기존점 성장률 0%

트레이더스는 9월 안성점 오픈 비용이 20~30억원 소요될 수 있지만, 전년도 신규 오픈 점포 3개가 모두 수익 전환하면서 3분기 증익을 무난히 이어갈 듯 하다. 전문점 폐점은 하반기에도 10개 내외 예정돼 있다. 이제 총점포 320개 중 노브랜드가 270개(매출비중 65%)를 차지하고 있다. 올해 BEP는 어렵지만, 가파른 수익성 개선이 예상된다.

쓱닷컴 3~4분기별 적자는 100~150억원 수준에 그칠 전망이다. 전년 동기 대비 150억원에서 200억원 영업손실이 줄어드는 것이다. 식품 비중은 47%로 2019년말 대비 5%p나 상승했고, GPM도 개선되고 있다. 네오센터 가동률은 85~90%까지 상승했지만, 향후 1년은 PP센터 확대로, 2022년~23년에는 네오 4호 센터 완공으로 Capa를 확보할 계획이다.

올해 가이드스로 YoY 할인점 기존점 0.5%, 트레이더스 6%, 쓱닷컴 25%, 이마트24 +900개를 제시하고 있는데, 이 가운데 할인점 기존점 성장률 제외하고 모두 기대 이상 실적으로 보이고 있다. 3분기 영업이익은 1,226억원(YoY 5.5%)으로 추정한다. 긴 장마 영향 할인점 부진은 아쉬움이 있지만, 쓱닷컴/트레이더스/노브랜드 고신장은 긍정적이다. 역시, 할인점 기존점 성장률 0% 회복이 추세적인 증익과 주가 모멘텀을 위한 핵심 변수다.

표 1. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결 영업이익 1,226억원
(YoY 6%) 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2020년
매출액	4,585	4,581	5,063	4,833	19,063	5,211	5,188	5,387	4,667	20,453
이마트	2,839	2,578	2,956	2,667	11,039	2,781	2,552	2,985	2,721	11,039
전문점	262	262	274	277	1,073	287	299	301	293	1,180
트레이더스	551	558	626	602	2,337	671	661	752	667	2,751
SSG.COM	177	208	227	233	844	307	312	295	285	1,199
영업이익	74	-30	116	-10	151	48	-47	123	32	156
이마트	112	-4	130	43	280	85	-24	119	41	221
전문점	-21	-19	-21	-24	-86	-18	-7	-6	-4	-35
트레이더스	14	15	16	5	50	18	15	20	14	66
SSG.COM	-11	-11	-24	-36	-82	-20	-14	-14	-15	-62
세전이익	93	-38	132	95	282	64	520	123	33	740
지배주주귀속 순익	68	-25	110	81	234	49	316	92	17	474
영업이익률(%)	1.6	-0.7	2.3	-0.2	0.8	0.9	-0.9	2.3	0.7	0.8
이마트	3.9	-0.2	4.4	1.6	2.5	3.0	-0.9	4.0	1.5	2.0
전문점	-8.1	-7.3	-7.7	-8.7	-8.0	-6.3	-2.3	-2.0	-1.5	-3.0
트레이더스	2.6	2.6	2.5	0.9	2.1	2.6	2.3	2.6	2.0	2.4
SSG.COM	-6.1	-5.4	-10.4	-15.5	-9.7	-6.4	-4.4	-4.8	-5.2	-5.2
세전이익률(%)	2.0	-0.8	2.6	2.0	1.5	1.2	10.0	2.3	0.7	3.6
순이익률(%)	1.5	-0.5	2.2	1.7	1.2	0.9	6.1	1.7	0.4	2.3
매출액(YoY,%)	11.7	14.8	7.1	14.4	11.8	13.6	13.2	6.4	-3.4	7.3
이마트	4.2	1.7	0.5	6.3	3.1	-2.1	-1.0	1.0	2.1	0.0
전문점	45.9	37.2	26.0	19.8	31.2	9.7	14.4	10.0	6.1	10.0
트레이더스	20.1	23.3	16.6	30.4	22.4	21.8	18.6	20.0	10.8	17.7
SSG.COM						73.9	50.0	30.0	22.4	42.0
영업이익(YoY,%)	-51.6	적전	-40.3	적전	-67.4	-34.8	적지	5.5	흑전	3.5
이마트	-30.9	적전	-32.9	-56.9	-45.1	-24.5	적지	-7.9	-3.8	-21.1
전문점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
트레이더스	10.9	-8.8	-36.1	-41.6	-20.3	22.4	5.5	22.9	161.3	32.1
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익(YoY,%)	-44.3	적전	-48.0	118.2	-51.8	-31.6	적지	-7.0	-65.0	162.3
순이익(YoY,%)	-42.6	적전	-42.4	63.2	-48.0	-28.1	적지	-16.2	-79.4	102.5

자료: 이마트, 하나금융투자

2020년 매출은 YoY 7% 성장한
20조 4,530억원, 영업이익은
YoY 3% 증가한 1,559억원 추정

표 2. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,049	19,063	20,453	21,691	22,828
이마트	10,710	11,039	11,039	11,039	11,039
전문점	818	1,073	1,180	1,357	1,534
트레이더스	1,910	2,337	2,751	3,103	3,490
SSG.COM		844	1,199	1,498	1,798
영업이익	463	151	156	273	364
이마트	510	280	221	221	232
전문점	-74	-86	-35	-14	0
트레이더스	63	50	66	87	105
SSG.COM		-82	-62	-30	-18
세전이익	585	282	740	401	509
순이익	476	224	474	313	397
지배주주귀속 순익	450	234	474	313	397
적정시가총액	6,753	3,508	7,104	4,689	5,959
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	242	126	255	168	214
적정PER(배)	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
EPS(원)	16,150	8,391	16,990	11,214	14,251
영업이익률(%)	2.7	0.8	0.8	1.3	1.6
매출 (YoY,%)	9.3	11.8	7.3	6.1	5.2
영업이익 (YoY,%)	-25.5	-67.4	3.5	74.9	33.5
지배순이익 (YoY,%)	-26.9	-48.0	102.5	-34.0	27.1

자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,049.1	19,062.9	20,453.0	21,691.1	22,828.3
매출원가	12,452.8	14,170.5	15,094.3	16,008.0	16,847.3
매출총이익	4,596.3	4,892.4	5,358.7	5,683.1	5,981.0
판매비	4,133.5	4,741.8	5,202.8	5,410.4	5,617.0
영업이익	462.8	150.7	155.9	272.6	364.0
금융손익	(29.1)	(70.3)	(84.8)	(80.3)	(76.8)
종속/관계기업손익	37.1	73.8	88.8	99.0	110.2
기타영업외손익	114.1	127.9	580.1	109.4	111.9
세전이익	585.0	282.1	740.0	400.8	509.3
법인세	126.1	58.3	266.4	88.2	112.1
계속사업이익	458.9	223.8	473.6	312.6	397.3
중단사업이익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	476.2	223.8	473.6	312.6	397.3
비지배주주지분 손이익	26.0	(10.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	450.2	233.9	473.6	312.6	397.3
지배주주지분포괄이익	(4.2)	121.6	532.6	351.5	446.8
NOPAT	363.1	119.5	99.8	212.7	283.9
EBITDA	992.8	1,033.3	944.7	1,036.8	1,106.8
성장성(%)					
매출액증가율	9.9	11.8	7.3	6.1	5.2
NOPAT증가율	(18.3)	(67.1)	(16.5)	113.1	33.5
EBITDA증가율	(6.9)	4.1	(8.6)	9.7	6.8
영업이익증가율	(20.9)	(67.4)	3.5	74.9	33.5
(지배주주)순이익증가율	(26.9)	(48.0)	102.5	(34.0)	27.1
EPS증가율	(26.9)	(48.0)	102.5	(34.0)	27.1
수익성(%)					
매출총이익률	27.0	25.7	26.2	26.2	26.2
EBITDA이익률	5.8	5.4	4.6	4.8	4.8
영업이익률	2.7	0.8	0.8	1.3	1.6
계속사업이익률	2.7	1.2	2.3	1.4	1.7

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	16,150	8,391	16,990	11,214	14,251
BPS	293,262	319,802	334,858	344,137	356,454
CFPS	37,841	41,426	55,760	41,428	43,991
EBITDAPS	35,616	37,066	33,889	37,193	39,705
SPS	611,608	683,850	733,719	778,133	818,928
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	11.3	15.2	7.8	11.9	9.3
PBR	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
PCFR	4.8	3.1	2.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	9.2	9.5	9.0	7.7	6.7
PSR	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
재무비율(%)					
ROE	5.5	2.8	5.3	3.3	4.1
ROA	2.7	1.2	2.2	1.4	1.8
ROIC	3.9	1.1	0.9	2.0	2.8
부채비율	89.1	106.7	106.0	101.6	96.4
순부채비율	38.0	47.5	32.5	27.1	21.2
이자보상배율(배)	5.7	1.0	0.8	1.6	2.3

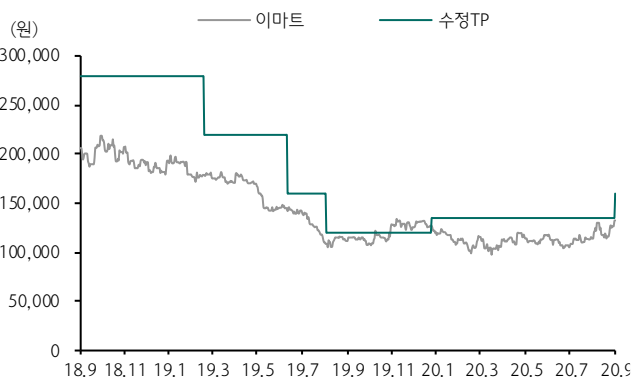
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,285.6	3,649.9	4,920.9	5,031.5	5,188.3
금융자산	472.0	1,599.6	2,757.3	2,736.9	2,773.4
현금성자산	283.7	681.0	1,814.2	1,772.1	1,788.6
매출채권 등	596.0	684.0	697.7	739.9	778.7
재고자산	1,123.0	1,279.2	1,372.5	1,455.6	1,531.9
기타유동자산	94.6	87.1	93.4	99.1	104.3
비유동자산	14,468.3	17,444.8	16,926.0	16,818.8	16,724.1
투자자산	2,432.3	2,600.8	2,720.8	2,827.6	2,925.8
금융자산	728.8	809.2	868.2	920.8	969.0
유형자산	10,403.9	10,003.7	9,395.7	9,209.8	9,043.1
무형자산	288.1	1,319.1	1,288.4	1,260.1	1,234.0
기타비유동자산	1,344.0	3,521.2	3,521.1	3,521.3	3,521.2
자산총계	16,753.9	21,094.8	21,847.0	21,850.3	21,912.4
유동부채	4,998.3	5,406.3	5,861.4	6,234.2	6,584.8
금융부채	1,674.0	1,657.4	1,566.9	1,686.1	1,803.8
매입채무 등	2,358.1	2,596.8	2,986.3	3,167.1	3,333.1
기타유동부채	966.2	1,152.1	1,308.2	1,381.0	1,447.9
비유동부채	2,898.1	5,481.8	5,382.3	4,777.2	4,168.5
금융부채	2,164.9	4,789.3	4,639.3	3,989.3	3,339.3
기타비유동부채	733.2	692.5	743.0	787.9	829.2
부채총계	7,896.4	10,888.0	11,243.6	11,011.4	10,753.3
지배주주지분	8,172.3	8,808.6	9,228.3	9,487.1	9,830.4
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	319.8	981.3	981.3	981.3	981.3
기타포괄이익누계액	703.4	656.6	656.6	656.6	656.6
이익잉여금	2,772.7	2,794.3	3,214.0	3,472.7	3,816.0
비지배주주지분	685.2	1,398.1	1,375.0	1,351.8	1,328.7
자본총계	8,857.5	10,206.7	10,603.3	10,838.9	11,159.1
순금융부채	3,366.8	4,847.1	3,448.9	2,938.5	2,369.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	769.8	815.8	1,745.2	1,244.3	1,294.0
당기순이익	476.2	223.8	473.6	312.6	397.3
조정	590.0	809.4	788.8	764.1	742.8
감가상각비	530.0	882.6	788.8	764.2	742.8
외환거래손익	15.2	13.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(93.0)	(74.6)	0.0	0.0	0.0
기타	137.8	(12.5)	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(296.4)	(217.4)	482.8	167.6	153.9
투자활동 현금흐름	(816.8)	(1,005.1)	(317.5)	(701.7)	(691.2)
투자자산감소(증가)	285.3	(94.7)	(143.1)	(130.0)	(121.3)
유형자산감소(증가)	(691.7)	127.7	(150.0)	(550.0)	(550.0)
기타	(410.4)	(1,038.1)	(24.4)	(21.7)	(19.9)
재무활동 현금흐름	102.8	581.0	(294.5)	(584.7)	(586.2)
금융부채증가(감소)	139.1	2,607.9	(240.5)	(530.7)	(532.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	45.5	(1,922.7)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
배당지급	(81.8)	(104.2)	(53.9)	(53.9)	(53.9)
현금의 증감	59.9	397.3	1,133.2	(42.1)	16.5
Unlevered CFO	1,054.9	1,154.8	1,554.3	1,154.8	1,226.3
Free Cash Flow	(124.8)	(139.1)	1,095.2	194.3	244.0

투자이건 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이마트



날짜	투자이건	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.9.9	BUY	160,000		
20.2.27	BUY	135,000	-16.04%	-1.85%
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%
18.9.27	BUY	280,000	-30.90%	-21.61%
18.8.12	BUY	330,000	-37.46%	-32.88%

투자등급 관련사항 및 투자이건 비율공시

- 투자이건의 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	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 9월 8일

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 09월 09일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2020년 09월 09일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.