

메기 내려온다



2021.03.16

Analyst 차재현(음식료/유통)

Analyst 황현준(인터넷/게임/엔터)

Summary

쿠팡 상장으로 국내 이커머스 및 유통 업계의 여러가지 변화가 예상된다. 먼저, 현재 거래액 기준 2위 사업자인 쿠팡은 향후 국내 이커머스 시장에서의 지배력 강화 등이 반영되면서 거래액/매출액, PSR과 같은 밸류에이션이 높게 형성되었기 때문에 가치 측면에서 경쟁력 있는 국내 사업자들이 리레이팅 되는 계기가 될 수 있을 것으로 보인다.

이보다 더 주목해야할 점은 이제껏 지속적인 투자를 통해 막강한 바잉파워와 물류 배송 인프라, IT 기술 역량을 갖춘 쿠팡이 수혈된 자금을 활용하여 공격적이고 전방위적인 사업확장, 구매 경험 개선 등을 통해 이용자 Lock-in요인을 강화하면서 국내 이커머스 시장의 본격적인 점유율 경쟁이 재개될 가능성이 있다는 점이다. 이에 따라 현 시점에서 국내 주요 사업자들의 경쟁력, 공략 방향, 그리고 이를 통한 거래액/ 점유율 확대 가능성 등에 대해 짚어볼 필요가 있다고 판단된다.

NAVER는 국내 이커머스 시장에서 메가 이용자 트래픽과 쇼핑 생태계를 기반으로 우위를 점하고 있다. 이용자 트래픽 기반 확보의 중요성이 지속 부각될 것으로 보이는 가운데 NAVER는 네이버페이/멤버십플러스, 그리고 제휴를 통한 물류/콘텐츠 보완 등을 통해 이용자 Lock-in 요인을 강화하고 있어 우위를 유지할 수 있을 것으로 전망된다.

카카오는 카카오톡에 기반하여 독자적인 커머스 생태계를 구축 중이다. 선물하기를 통해 온라인화가 더딘 매스티지 및 럭셔리 시장 중심으로 지속 공략하고, 쇼핑하기를 통해서도 특채널, 푸쉬메시지 등 카카오톡만의 Tool을 통한 오픈마켓으로서의 역량이 부각되면서 이커머스 시장에서 자리매김할 것으로 보인다.

이마트는 국내 대형 오프라인 유통업체중 가장 빠르게 이커머스 중심의 사업구조 변화를 추진해왔다. 온라인 글로서리 부문에서 경쟁력을 확보한 쓱닷컴과 함께 근거리 PB쇼핑 채널로써 주목되는 노브랜드, 상품수를 축소된 창고형 대형마트를 중심으로 새로운 유통 환경 변화에 효과적으로 대응하고 있다.

롯데쇼핑은 2020년 4월, 롯데 7개 계열사(롯데백화점, 롯데마트, 롯데홈쇼핑, 롯데닷컴, 하이마트, 롯데슈퍼, 롬스 등) 쇼핑몰을 한 번의 로그인으로 연결하는 통합 앱인 롯데ON을 출범했다. 후발주자인 만큼 기존 유통업체와의 차별점이 필요했고, 초개인화 및 등급제 개편으로 인한 충성고객 확보, 바로 배송, 릴레이배송 등 차별화 배송, 공격적인 마케팅 행사, 투자 확대를 위한 자산매각 등의 전략을 추진하고 있다.

Contents

I. 재충전된 메기가 온다.....	4
쿠팡, 뉴욕 증시에 화려하게 상장.....	4
재충전된 메기 진입에 따른 영향 점검이 필요한 시점.....	5
메기에 대응하는 NAVER/카카오/신세계/롯데의 전략.....	7
II. 쿠팡, 한국의 아마존이 될까?.....	10
유통이론의 붕괴, 한국에서는 쿠팡이 가속화시킨다.....	10
중국에는 알리바바, 미국에는 아마존, 한국에는 쿠팡과 네이버, 기타 등등이 있다.....	11
III. 이커머스 시장의 급성장과 오프라인 유통의 위기.....	21
2020년 코로나19에 따른 이커머스 시장의 고성장 시현.....	21
21년, 코로나19 소멸과 오프라인 턴어라운드 기대.....	26
IV. 메기에 대응하는 온라인 사업자의 전략.....	30
모바일 기반의 업체들의 유통업 영역 확대 지속.....	30
네이버 & 카카오, 메가 이용자 트래픽이 최고의 무기.....	34
NAVER 국내 No.1 이커머스 사업자.....	35
카카오, 톡 기반의 커머스 생태계 구축 중.....	42
V. 메기에 대응하는 오프라인 기반 사업자의 전략.....	45
신세계 & 이마트의 (주)에스에스지닷컴.....	46
롯데쇼핑의 롯데 ON.....	50
현대백화점, 통합몰 대신 계열사별 온라인몰.....	54
APPENDIX : 네이버/카카오/이마트/롯데쇼핑 Q&A.....	56
NAVER 이커머스 관련 컨콜내용 요약.....	56
롯데쇼핑 이커머스 관련 컨콜내용 요약.....	58
이마트 이커머스 관련 컨콜 요약.....	60
카카오 이커머스 관련 컨콜 요약.....	62
VI. Coverage Recommendation.....	64
NAVER(035420).....	64
카카오(035720).....	67
이마트(139480).....	71
롯데쇼핑(023530).....	74

I. 재충전된 메기가 온다

쿠팡, 뉴욕 증시에 화려하게 상장

쿠팡은 21년 3월 11일 NYSE에서 첫 거래를 시작하며 화려하게 증시에 데뷔했다. 상장 첫날 희망가 32~34달러보다 높은 공모가 35달러로 입성, 43% 상승하며 49.25달러로 장을 마감했다. 상장 첫날 쿠팡의 시가총액은 종가 기준 886억5000만달러(약 100조4000억원)으로 국내 상장사 중에서는 삼성전자(489조원)에 이어 두번째였다.

쿠팡은 이번 상장으로 1.3억주의 신주를 발행, 45.5억달러(약 5.2조원)의 신규 자금을 조달하게 됐다. 이 자금으로 고객 기반을 늘리기 위한 상품군 확대와 마케팅 채널 확장, 그리고 물류센터 확충으로 로켓배송 지역을 확장한다는 계획이다.

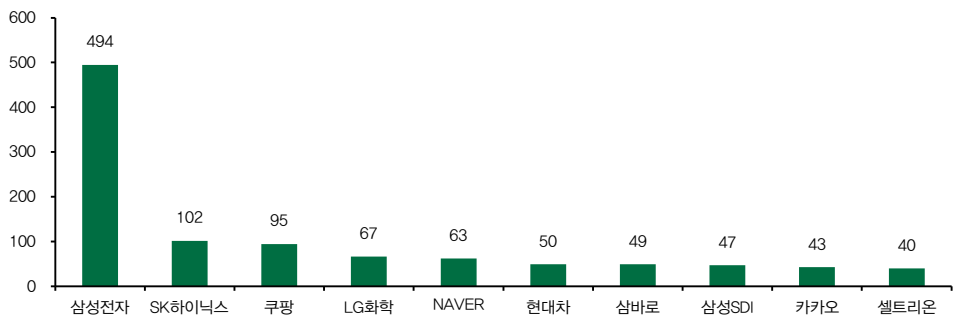
도표 1. 21년 3월11일 쿠팡 뉴욕 증시 상장



자료: NYSE, DB금융투자

도표 2. 국내 상장사 시가총액 Top 10

(조원)



자료: 블룸버그, DB금융투자

재충전된 메기 진입에 따른 영향 점검이 필요한 시점

쿠팡 상장으로 국내 이커머스 및 유통 업계의 여러가지 변화가 예상된다. 먼저, 현재 거래액 기준 2위 사업자인 쿠팡은 향후 국내 이커머스 시장에서의 지배력 강화 등이 반영되면서 거래액/매출액, PSR과 같은 밸류에이션이 높게 형성되었기 때문에 가치 측면에서 경쟁력 있는 국내 사업자들이 리레이팅 되는 계기가 될 수 있을 것으로 보인다.

이보다 더 주목해야할 점은 이제껏 지속적인 투자를 통해 막강한 바잉파워와 물류 배송 인프라, IT 기술 역량을 갖춘 쿠팡이 수혈된 자금을 활용하여 공격적이고 전방위적인 사업확장, 구매 경험 개선 등을 통해 이용자 Lock-in 요인을 강화하면서 국내 이커머스 시장의 본격적인 점유율 경쟁이 재개될 가능성이 있다는 점이다. 20년 국내 이커머스 거래액 중 10%를 코로나19 영향에 따른 쏠림이라고 보면 21년에는 성장률이 소폭 둔화될 것으로 예상되는 가운데 쿠팡의 점유율 확대는 이어질 것으로 보인다. 이에 따라 현 시점에서 국내 주요 사업자들의 경쟁력, 공략 방향, 그리고 이를 통한 거래액/점유율 확대 가능성 등에 대해 짚어볼 필요가 있다고 판단된다.

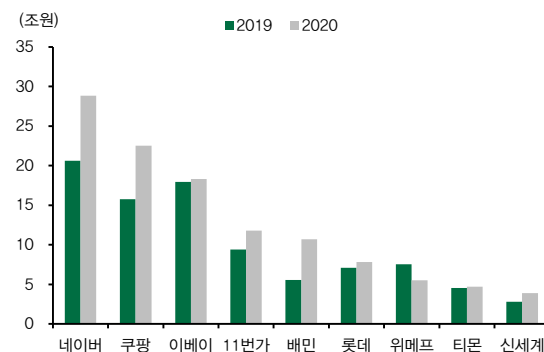
도표 3. 글로벌 이커머스 사업자 밸류에이션

(단위: 십억달러 배)

	아마존	알리바바	정통닷컴	이베이	쇼퍼파이	쿠팡
매출액	386.1	78.4	111.9	10.3	2.9	12.0
영업이익	22.9	14.5	1.6	2.7	0.2	-0.5
순이익	21.3	23.0	7.4	5.7	0.3	-0.5
2020년 거래액	490.0	998.3	na	100.0	119.6	19.9
시가총액	1570.0	651.5	138.7	38.3	141.3	95.0
PSR	4.1	8.3	1.2	3.7	48.7	7.9
시가총액/거래액	3.2	0.7	N/A	0.4	1.2	4.8

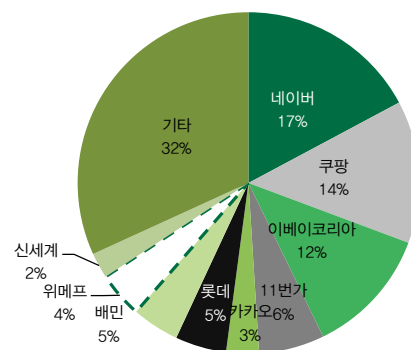
자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 4. 국내 주요 이커머스 사업자별 거래액



자료: 와이즈앱, DB금융투자

도표 5. 국내 이커머스 사업자별 점유율(20년 거래액 기준)



자료: 와이즈앱, DB금융투자

도표 6. 국내 이커머스 시장 전망 시뮬레이션

(단위: 조원%)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	비고
국내 소매 판매 (차량 및 연료 제외)	375.1	373.4	380.9	388.5	396.3	404.2	412.3	420.5	21년 거래액 성장률 2% 가정
YoY	2.4	-0.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
온라인쇼핑 거래액	135.3	161.1	187.3	215.1	244.3	274.4	305.2	336.2	
YoY	19.4	19.1	16.3	14.9	13.5	12.3	11.2	10.2	21년 거래액 성장률 8.5% 가정
PC	48.0	52.4	56.9	61.2	65.4	69.5	73.4	77.0	
YoY		9.1	8.5	7.7	6.9	6.2	5.6	5.0	
모바일	87.3	108.7	130.4	153.9	178.8	204.9	231.8	259.2	21년 거래액 성장률 20% 가정
YoY		24.5	20.0	18.0	16.2	14.6	13.1	11.8	
온라인쇼핑 침투율	36.1	43.1	49.2	55.4	61.6	67.9	74.0	80.0	
사업자별 거래액 시뮬레이션(1)									21년 거래액 성장률 가정: 네이버/쿠팡/신세계 20%, 이베이 5%, 롯데 10%
네이버	20.6	28.0	33.6	39.6	46.1	52.8	59.7	66.8	
YoY		35.9	20	18.0	16.2	14.6	13.1	11.8	
점유율	15.2	17.4	17.9	18.4	18.9	19.2	19.6	19.9	
쿠팡	15.8	22.0	26.4	31.2	36.2	41.5	46.9	52.5	
YoY		39.6	20	18.0	16.2	14.6	13.1	11.8	
점유율	11.6	13.7	14.1	14.5	14.8	15.1	15.4	15.6	
이베이	18.0	18.3	19.2	20.1	20.9	21.7	22.4	23.0	
YoY		1.9	5	4.5	4.1	3.6	3.3	3.0	
점유율	13.3	11.4	10.3	9.3	8.6	7.9	7.3	6.8	
롯데	7.1	7.8	8.6	9.2	9.8	10.3	10.8	11.3	
YoY		9.9	10	7.0	6.3	5.7	5.1	4.6	
점유율	5.2	4.8	4.6	4.3	4.0	3.8	3.6	3.4	
신세계	2.8	3.9	4.7	5.5	6.4	7.4	8.3	9.3	
YoY		39.3	20.0	18.0	16.2	14.6	13.1	11.8	
점유율	2.1	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8	
사업자별 거래액 시뮬레이션(2)									21년 거래액 성장률 가정: 네이버/쿠팡/신세계 25%, 이베이 10%, 롯데 15%
네이버	20.6	28.0	35.0	42.9	51.6	61.0	71.0	81.4	
YoY		35.9	25	22.5	20.3	18.2	16.4	14.8	
점유율	15.2	17.4	18.7	19.9	21.1	22.2	23.3	24.2	
쿠팡	15.8	22.0	27.5	33.7	40.5	47.9	55.7	64.0	
YoY		39.6	25	22.5	20.3	18.2	16.4	14.8	
점유율	11.6	13.7	14.7	15.7	16.6	17.5	18.3	19.0	
이베이	18.0	18.3	20.1	21.9	23.7	25.4	27.1	28.7	
YoY		1.9	10	9.0	8.1	7.3	6.6	5.9	
점유율	13.3	11.4	10.7	10.2	9.7	9.3	8.9	8.5	
롯데	7.1	7.8	9.0	10.2	11.4	12.7	13.9	15.1	
YoY		9.9	15	13.5	12.2	10.9	9.8	8.9	
점유율	5.2	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.5	
신세계	2.8	3.9	4.9	6.0	7.2	8.5	9.9	11.3	
YoY		39.3	25.0	22.5	20.3	18.2	16.4	14.8	
점유율	2.1	2.4	2.6	2.8	2.9	3.1	3.2	3.4	

자료: 와이즈앱 DB금융투자

메기에 대응하는 NAVER/카카오/이마트/롯데의 전략

NAVER는 국내 이커머스 시장에서 메가 이용자 트래픽과 쇼핑 생태계를 기반으로 우위를 점하고 있다. 이용자 트래픽 기반 확보의 중요성이 지속 부각될 것으로 보이는 가운데 NAVER는 네이버페이/멤버십 플러스, 그리고 제휴를 통한 물류/콘텐츠 보완 등을 통해 이용자 Lock-in 요인을 강화하고 있다.

1) **네이버페이**는 계산대 역할을 하면서 검색/구매/결제/적립이 원스탑으로 수행 가능한 NAVER의 구매 여정 구조를 뒷받침하며 이용자의 쇼핑 경험을 개선하고 있다. 이와 더불어 네이버페이를 통해 축적된 스마트스토어 데이터에 기반해 네이버파이낸셜이 대출/정산을 통해 판매자들이 보다 안정적으로 사업을 할 기회가 마련됨에 따라 네이버쇼핑의 생태계는 더 강화되고 있다고 판단된다. 그리고 2) **제휴**를 통해서도 네이버 쇼핑은 강화되고 있다. 빠른 배송, 풀필먼트 등 온라인쇼핑에서 물류의 중요성이 부각되는 가운데 오프라인 기반의 업체들 협업관계를 만들어가며 이를 보완하고 있다. 이를 통해 다양한 쇼핑 니즈를 충족시켜 고객 만족도가 높이고 이용자를 Lock-in하고 있다. 콘텐츠 제휴를 통해서도 네이버플러스 멤버십 가입자 혜택 개선으로 이어져 네이버쇼핑의 이용자 리텐션 효과는 강화될 것으로 판단된다.

카카오는 우리 일상에 밀착된 카카오톡에 기반하여 독자적인 커머스 생태계를 구축 중이다. 접근성에 기반한 이용자 경험을 기반으로 역량 제고 중인 카카오커머스는 선물하기를 통해 온라인화가 더딘 매스티지 및 럭셔리 시장 중심으로 지속 공략하고, 쇼핑하기를 통해서도 점진적으로 개인 Seller에게 오픈하여 톡채널, 푸쉬메시지 등 카카오톡의 Tool을 통해 판매 경험을 개선하면서 오픈마켓으로서의 역량이 제고될 것으로 보인다. 또한 활성화 중인 라이브커머스도 빅브랜드 중심에서 향후 일정 자격을 갖춘 톡스토어 파트너에게도 개방되고, 메이커스는 신제품 테스트베드로서의 기능이 고도화되면서 카카오커머스 성장에 기여할 것으로 기대된다.

이마트 : 국내 대형 오프라인 유통업체중 가장 빠르게 이커머스 중심의 사업구조 변화를 추진해왔다. 온라인 글로서리 부문에서 경쟁력을 확보한 쓱닷컴과 함께 근거리 PB쇼핑 채널로서 주목되는 노브랜드, 상품수를 축소한 창고형 대형마트를 중심으로 새로운 유통 환경 변화에 효과적으로 대응하고 있다. 현재 이마트몰 매출의 50%는 PP센터에서 발생하며 PP센터는(Picking-Packing) 오프라인 매장을 온라인 배송기지로 리모델링 한 것이다. 이마트의 오프라인 매장을 활용한 옴니채널 전략은 공산품 매출이 감소하면서 나타난 오프라인 매장의 비효율화성과 온라인 물류센터의 공급능력 부족을 해결하기 위해 추진되고 있다. 식품 온라인 시장에서 오프라인 매장은 온라인 유통의 배송센터 역할, 재고 소진 창구 기능을 하면서 그 가치가 부각될 것으로 전망한다. 이마트는 신선식품 소싱/저장/배송 인프라의 압도적인 우위를 바탕으로 식품 온라인 시장에서 입지를 더욱 확고히 할 수 있을 것으로 전망한다

롯데쇼핑 : 2020년 4월, 롯데 7개 계열사(롯데백화점, 롯데마트, 롯데홈쇼핑, 롯데닷컴, 하이마트, 롯데슈퍼, 룩스 등) 쇼핑몰을 한 번의 로그인으로 연결하는 통합 앱인 롯데ON을 출범했다. 온라인 유통사업이 차세대 핵심 성장동력임을 인정하고 온·오프라인 시너지를 극대화하기 위한 것이다. 후발주자 인만큼 기존 유통업체와의 차별점이 필요했고, 초개인화 및 등급제 개편으로 인한 충성고객 확보, 바로배송, 릴레이배송 등 차별화 배송, 공격적인 마케팅 행사, 투자 확대를 위한 자산매각 등의 전략을 추진하고 있다. 적극적인 오프라인 구조조정과 비용 절감 노력으로 21년 실적 턴어라운드가 기대된다.

도표 7. NAVER/카카오/이마트/롯데쇼핑 밸류에이션 테이블

(단위: 십억원, %)

		NAVER	카카오	이마트	롯데쇼핑
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가(원)		500,000(상향)	560,000(상향)	240,000(상향)	170,000(상향)
현재주가(원) (3/12)		380,500	481,000	178,500	127,000
시가총액 (3/12)		62,502	42,667	4,976	3,593
매출액	2019	6,594	3,070	19,063	17,622
	2020	5,304	4,157	22,033	16,077
	2021E	6,600	5,312	22,944	16,386
영업이익	2019	710	207	151	428
	2020	1,215	456	237	347
	2021E	1,257	781	410	550
영업이익 YoY	2019	-25	184	-67	-28
	2020	71	121	57	-19
	2021E	3	71	73	59
순이익	2019	583	-301	234	-910
	2020	993	150	362	-770
	2021E	1,363	593	365	39
P/E(배)	2019	29	266	6	N/A
	2020	48	228	13	N/A
	2021E	46	71	14	91
P/B(배)	2019	4.7	2.4	0.6	0.4
	2020	7.1	6.4	0.5	0.3
	2021E	7.8	7.1	0.5	0.4
ROE(%)	2019	10.6	-5.8	2.8	-6.1
	2020	15.8	2.8	4.0	-7.5
	2021E	18.4	10.5	4.0	0.4

자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 8. 네이버/카카오/이마트/롯데쇼핑 이커머스 관련 질의 응답 요약

	네이버	이마트	롯데쇼핑	카카오
20년 거래액	28조원 (+36%YoY)	3.9조원 신선식품 7,000억원(+61%YoY)	7.8조원 (+10%YoY)	약 5조원 (당사 추정)
MAU	3,654만명	326만명	627만명	4,228만명
코로나19 영향 및 그 이후	- 코로나19 특수있었지만 부진했던 사업자도 있었고 대부분 상위 사업자가 전체 시장 성장 견인 - 당분간 이와 같은 기조 유지 예상	- 20년 37% 성장, 목표치 25%, 코로나19 영향 있었다고 판단 - 21년 투자릿수 성장 지속 전망 - 신선 식품 경쟁력 더 높일 것 - 비식품 쪽은 카테고리 겹치면서 시장 경쟁 심화될 가능성 존재	- 초기 운영상 문제로 고객 이탈 - 네이버 패선에 강하고 스마트스토어 성장 백화점 매출에 부정적 - 쿠팡 식음료/식자재 부문에서 빠른 배송을 기반 위협적으로 성장	- 선물하기는 추석 선물 등이 늘었던 것을 보면 코로나19 영향이 일부 있었던 것 같음 - 특수토어가 19년 하반기 공식 런칭했고 안착하는 과정이기 때문에 이에 따른 영향이 있는 것으로 보임 - 로지스틱은 매스마켓 진출과 연관, 제휴에 대해 조심스러움 - 협업이 카카오의 생태계와 잘 융합되는지도 중요 - 명품류는 배송 고민이 일부 있음 - 우선적인 목표는 커머스에 대한 다양한 니즈가 있는데 이에 대해 좋은 구매 경험을 제공하는 것이기 때문에 다양한 시도를 많이 할 계획
네이버/CJ/ 이마트 협업	- 브랜드 스토어에서 신선식품/생필품 등 유통 중요한 쪽을 대동 - 풀필먼트 연결, 당일배송 확립 중 - CJ와랑 협업은 콘텐츠쪽이 큼 - 이마트 신선식품 강함, 네이버가 없는 오프라인 물류/점포 보유 - 제휴를 통해 오프라인 업체들과 협업관계를 만들고 그들이 네이버의 플랫폼 이점을 누리게 하며 성장하는 것이 방향성	- 당사와 협업은 아직 공식적 내용없음 - 개인적으로 네이버페이의 이마트 온라인에서의 활용 및 이마트의 유통 소프트 웨어 공유 등이 가능할 것으로 생각 - CJ 대통/ENM 전방위적인 협력 관계 구축을 통한 집적 방어에 집중할 것으로 전망	- 업계 화두가 협업/상생으로 변화 - 네이버는 F&B 부문에서도 잘하고 있음 - 대통과 협력은 비교적 강한 시너지 기대 - 네이버/CJ 협업으로 우량 고객 확보 가능해 보임	- 선물하기는 쪽에서 매스티지/럭셔리 시장을 공략 - 브랜드 중심이기 때문에 물류나 부분을 셀러들 자체 소화하고 있어 쿠팡과 경쟁하는 상황은 아님 - 한번 바뀐 소비 습관이 다시 쉽게 바뀌지 않을 것으로 봄 - 카카오 커머스는 구매 경험 등의 잇점에 기반하여 코로나19 이후에도 성장 계속 될 것으로 보고 있음
IPO로 재충전된 메기 쿠팡의 영향	- 자금을 활용하여 성공 예상 - 네이버의 전략은 쿠팡을 따라잡고 우리잘하는걸 잃지 않는 방향으로 진행 - 네이버/쿠팡 중심 성장 예상	- 네이버와 쿠팡은 카테고리, 상품, 오픈마켓 형태 등에서 상당히 중복 - 싹뻗컴은 식품부문 경쟁력을 바탕으로 갈길 가겠음.	- 애초 롯데는 가격 경쟁 중심 전략이 아니었음 - 쿠팡의 저가격 경쟁 지속에 따른 일정 부분 타격있을 듯 - 계획대로 사업전개할 예정	- 선물하기 쪽에서 - 한번 바뀐 소비 습관이 다시 쉽게 바뀌지 않을 것으로 봄 - 카카오 커머스는 구매 경험 등의 잇점에 기반하여 코로나19 이후에도 성장 계속 될 것으로 보고 있음
향후 국내 이커머스 방향성	- 작년 코로나19 특수 있었지만 생각보다 유지될 수 있다고 봄 - 21년 시장 전망 어렵지만 네이버가 언더퍼폼하기 어려워 보임 - 온라인 침투 속도가 둔화될 수는 있지만 네이버 점유율은 확대 예상	- 쿠팡 상장 및 이베이코리아 M&A 가격에는 코로나19이후에도 성장성에 대한 부분이 상당히 반영된 것으로 판단	- 네이버/쿠팡이 선두 형성, 싹과 롯데온이 뒤쫓을 것으로 예상 - 쿠팡 강점은 빠른 배송이고, 네이버는 페이라고 봄 - 롯데온도 자동화, 배송 물류 개선, 유료회원제 등 대응 예정	- 커머스 경험이 워낙 좋다보니 반복구매율이 높음 - 특수토어는 특돌 기프트카드, 친구에게 포인트를 선물하여 유입 - 선물하기도 셀러가 포인트를 연계하는 부분이 있어 이용자 리텐션하는데 도움
온라인 고객 락인 전략	- 페이/멤버십 비용은 들지만 락인 요인으로 작용 중 - 온라인 쇼핑 거래액이 세그먼트별로 다변화되고 있는데 배송우선은 협업/풀필먼트 통해서 쿠팡에 대응하고 기존 것 유지하면 충분히 가능하다고 판단⁸⁾	- 후레쉬푸드 부문에서의 경쟁력 분명히 공산품, 비식품 부문과 다름. - 온라인 사업 10년간 축적된 노하우를 바탕으로 탄탄한 성장 가능할 것	- 강한 락인전략을 추진하기 어려운 상황	- 커머스 경험이 워낙 좋다보니 반복구매율이 높음 - 특수토어는 특돌 기프트카드, 친구에게 포인트를 선물하여 유입 - 선물하기도 셀러가 포인트를 연계하는 부분이 있어 이용자 리텐션하는데 도움
쿠팡의 상장 가치 평가	- 쿠팡은 성공했고 잘하고 있는 사업자, 네이버와 BM이 다른 업체 - 20년 코로나19가 쿠팡의 성장을 가속화했고 국내 이커머스 시장에서 플레이어간 격차가 더 벌어지면서 쿠팡 지배력이 강화된 시기	- 알리바바 상장시 M/S 30%수준, 현재 쿠팡 국내 M/S 13%수준 - 개인적인 의견임을 전제로 향후 지배력 강화 가능성을 상당히 많이 반영하고 있는 것으로 판단	- 네이버 시가총액, 미국 장기채 금리 상승, 성장주 위협 등 고려하면 개인적인 의견을 전제로 부담스러운 면이 없다고 볼 수 없음	- 특별한 의견 없음

자료: 각사 DB금융투자

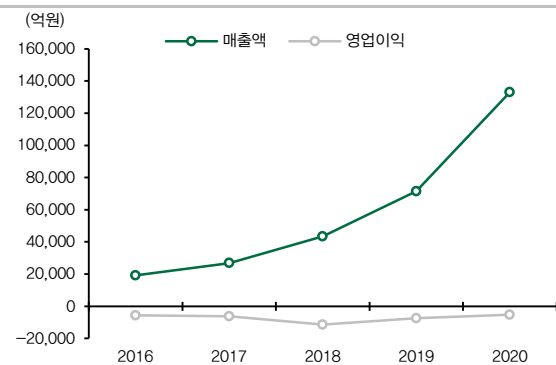
II. 쿠팡, 한국의 아마존이 될까?

유통이론의 붕괴, 한국에서는 쿠팡이 가속화시킨다

소매업의 수레바퀴가설은 홀랜더 교수(S.C. Hollander)가 미국과 영국의 소매 발전과정에서 발전가설을 증명한 이론이다. 혁신적 소매상은 시장 진입 초기에 저가격, 저마진, 저서비스의 가격 소구 방식으로 소매시장에 진입하여 기존의 고가격, 고마진, 높은 서비스의 다른 소비업체와 경쟁한다. 성공적인 시장 진입 후 동일 유형의 소매점 사이의 경쟁이 격화됨으로써 경쟁적 우위를 확보하기 위하여 보다 세련된 설비와 서비스를 더해감에 따라 고비용, 고가격, 높은 서비스의 소매점으로 전환된다. 소매 환경의 변화는 새로운 유형의 혁신적인 소매점이 저가격, 저마진, 낮은 서비스로 시장에 진입할 수 있는 여지를 제공하게 되고 이 새로운 유형의 소매점 역시 위와 동일한 패턴을 따르게 된다는 것이다.

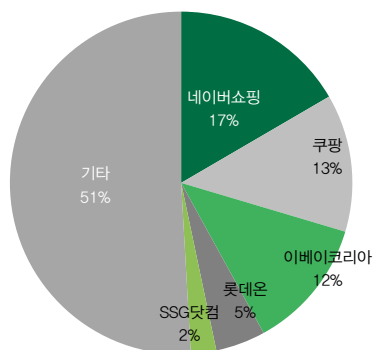
이러한 고전적 유통 이론이 아마존, 알리바바, 네이버, 쿠팡 등으로 인해 무너지고 있다. 이커머스 시장이 성장하면서 상품 판매를 통한 마진으로 점차 사라지고 있다. 유통업체는 이제 어떻게 편리하고, 빠르고, 재미있는 서비스를 제공할 수 있는가와 그 결과로 소비자를 결국 자신들의 사업 모델에 락인시킬 수 있을 것인가에 집중하고 있다. 한국의 온라인 소비자는 쿠팡에 락인되어 가고 있다. 궁금한게 있을 때 자연스럽게 네이버, 카카오를 찾듯이 쇼핑을 하고 싶을 때 소비자는 자연스럽게 혹은 무의식적으로 쿠팡을 찾는다. 쿠팡의 장점은 싸고 배송이 빠르며, 찾는 물건은 무엇이든지 살수 있는 상품력을 갖추고 있다는 점이다. 다른 오프라인 대형업체와 달리 직매입 구조이며 새벽배송 관련 전국망을 확보하고 있으며 고도의 언론플레이와 함께 고성장을 지속하고 있다.

도표 9. 쿠팡의 매출액 영업이익



자료: 언론보도, DB금융투자

도표 10. 2020년 기준 이커머스 시장점유율



자료: 언론보도, DB금융투자

중국에는 알리바바, 미국에는 아마존, 한국에는 쿠팡과 네이버, 기타 등등이 있다

한국 유통업의 컨텐츠는 저성장과 노령화로 일본과 유사한 형태로 변화할 수 있지만, 개별 유통 기업의 운명이 과거 일본의 대형 유통업체들처럼 망하면서 합종연횡하지는 않을 것으로 전망한다. 일본의 대형 유통업체를 위기로 몰아넣은 원천이 버블붕괴와 잃어버린 20년이라면 한국의 대형 유통업체는 쿠팡, 네이버로 대표되는 이커머스 사업자에게서 생존을 위협받고 있다. 온라인 시장의 성장 과정에서 중국의 유통업체는 알리바바와 텐센트(징둥) 양 진영으로 헤쳐 모였다. 급성장한 중국의 이커머스 시장은 신유통이라는 단어로 함축되는 온오프라인 통합의 과정을 겪었고, 데이터와 유통망, 결제수단을 장악한 빅브라더가 등장하고 있다. 미국 역시 아마존의 성장과정에서 많은 전통의 유통강자들이 망가졌다. 유통업의 관점에서만 보면 월마트가 픽업서비스, 회원제 서비스 등을 통해 아마존에 효율적이면서도 완강하게 대응하고 있지만 아마존이 월마트를 진정한 경쟁자로 보고 있는지는 잘 모르겠다.

도표 11. 아마존 프라임



자료: 아마존, DB금융투자

도표 12. 아마존이 인수한 홀푸드



자료: 아마존, DB금융투자

도표 13. 알리바바 상해 허마션싱 매장



자료: DB금융투자

도표 14. 항저우 아마존 본사의 빅데이터 전광판



자료: DB금융투자

한국의 유통업은 코로나19로 급격한 변화를 겪고 있다. 쿠팡의 미국 주식시장 상장이 성공할 경우 급 성장한 이커머스 시장의 판도는 네이버+협력자(이마트, CJ그룹) VS 쿠팡의 대결로 압축될 것으로 전망한다. 일본 유통업체의 몰락을 목격한 한국의 오프라인 대형 유통업체는 강력한 구조조정과 온라인화로 대응하고 있다. 버블의 정점에서 일본 유통업체는 가격이 오른 부동산을 담보로 무분별한 확장 전략을 구사했다면 한국의 유통업체는 부동산 가격 버블의 정점에서 상업지구의 땅을 처분하고 있다. 오프라인 유통사업의 ROE가 하락하는 상황에서 오프라인 신규 점포를 아직도 출점하고 있다면 사업의 위험성이 높았겠지만 보유하고 있는 부동산을 팔고 기존 사업에서 변화를 꾀하는 한국 유통업체가 쉽게 망하지는 않을 것이다.

국토 면적이 넓은 중국과 미국 유통 시장에서 재고는 항상 어려운 문제였고 결국 알리바바나 아마존과 같은 빅브라더를 등장시켰다. 알리바바와 아마존은 데이터를 확보하고 있으면서 신선식품 사업을 강화하고 있고 알리바바는 알리페이, 아마존은 AWS라는 확실한 이익창출원을 확보하고 있다. 두 사업자 모두 본토에서 특별한 사업상의 정부 규제없이 데이터와 유통을 장악해가고 있으며 강력한 이익창출원을 보유하고 있기 때문에 기존 유통업체와 브랜드업체를 복속시키는데 어려움을 겪지 않는다. 아마존이 약육강식의 합병과 공격적인 신사업을 통해 독점적 지위를 확장시켜가고 있다면 알리바바는 알리페이를 밀그림으로 깔면서 상호 협력이라는 명분하에 천천히 온오프라인에서의 시장지배력을 넓혀가고 있다.

도표 15. 네이버가 만들어가는 협력의 생태계



자료: 네이버, DB금융투자

도표 16. 쿠팡의 막강한 라스트 마일 배송 시스템



자료: 언론보도, DB금융투자

유통업 관점에서 한국은 미국이나 중국처럼 국토 면적이 넓지도 않고 기존 오프라인 대형 유통업체는 특정매입이라는 개념에서 재고도 지지 않으며, 정부 규제라는 명목하에 형성된 지배적 사업자의 진입 장벽은 역설적으로 보호받아 왔다. 분명히 빅브라더가 등장하기 어려운 환경임에도 불구하고 비전펀드의 확실한 자금 지원을 받은 쿠팡은 당 애널리스트와 대다수 유통업종 관계자의 상식적인 예측을 벗어나는 현금 실편 및 누군가의 노동력이 있었기에 만들어진 탁월한 배송시스템을 기반으로 의미있는 시장점유율과 소비자 락인에 성공했다.

쿠팡은 미국 주식시장 상장으로 5.2조원 규모의 자금을 수혈받을 수 있게 됐다. 쿠팡은 현금흐름상의 여유를 찾을 것이며, 코로나19 과정에서 지배력이 높아진 네이버와의 진검승부를 준비할 것이다. 기존 유통업체는 이마트나 CJ그룹처럼 네이버와 협력관계를 통해 온라인 시장의 변환에 대응해가고 있으며 이커머스 시장은 네이버, 쿠팡 중심의 강자와 중소형 이커머스 사업자간의 양극화가 가속화될 것으로 전망한다.

쿠팡은 막강한 바이오파워와 물류 배송 인프라, IT 기술 역량을 기반으로 국내 최대 온라인 유통 회사로 성장했고 바이오파워를 바탕으로 압도적인 직매입 규모를 확보하고 있다. 벤더들 입장에서 재고 부담을 유통업체가 부담하는 대규모 홀세일 매출 방식은 매력적이다. 현금유동성을 빠르게 확보할 수 있고 재고 처분에 대한 고민을 줄일 수 있으며 생산 계획을 조정할 수 있다. 쿠팡의 바이오파워는 유통업 측면에서 보면 카테고리를 확대하고 원가율을 낮출 수 있는 근간이 된다. 편리한 사용자 인터페이스를 갖추고 있으며 소비자는 로켓배송·쿠팡 프레쉬는 저렴한 비용으로 당일 또는 익일 배송을 받을 수 있다. 시장점유율이 높아지고 쿠팡앱에 대한 사용빈도가 늘어날수록 아마존 프라임과 월마트 플러스와 유사한 강한 락인 효과를 갖출 수 있을 것이다.

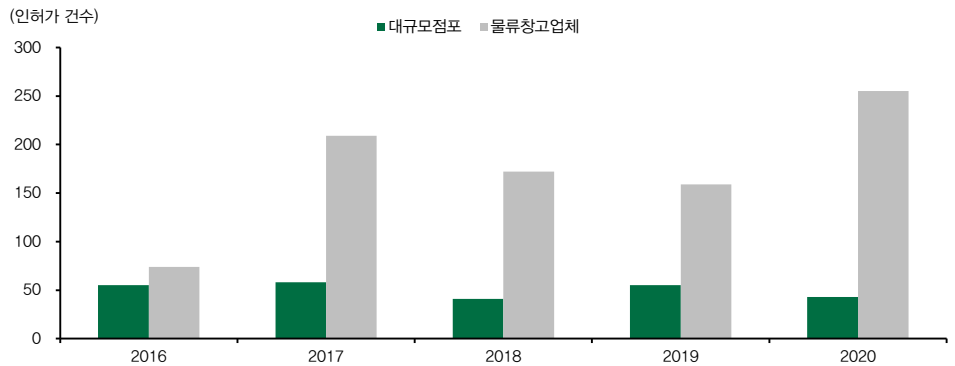
네이버 쇼핑은 유통 플랫폼 업체로서 확고한 지위를 확보했다. 네이버쇼핑은 고객과 판매자의 묶어둔 Lock-in 장치 구축에 집중하고 있으며, 네이버페이가 핵심적 역할을 할 것으로 전망한다. 네이버쇼핑은 100만 원을 미리 예치하고 쇼핑하면 연간 3%가 적립된다. 라이브커머스와 풀필먼트 서비스는 중소 제조업체, 농장주, 딜러 등 각종 판매자(벤더)를 네이버쇼핑에 묶어둔 Lock-in 장치가 될 수 있다. 네이버는 라이브 커머스를 통해 벤더들이 자유롭게 동영상 광고 방송을 진행할 수 있도록 했고 코로나19이후 새로운 유통 트렌드로 자리잡았다. 소비자는 직접 매장에 가보지 않고도 양방향 커뮤니케이션을 통해 상품을 체험해보고 벤더는 고객과의 중요한 접점을 얻을 수 있다. 네이버쇼핑의 가장 큰 한계는 플랫폼 사업자이기 때문에 물류와 배송 인프라가 없다는 것이다. 직매입을 통해 수도권 인근에 대규모 물류기지를 확보하고 있는 쿠팡이나 이마트에 비해 배송 경쟁력이 약하다. 네이버는 2021년 2월 CJ대한통운과 업무를 제휴했고, CJ대한통운 물류센터에 대형 벤더 상품을 보관했다가 소비자에게 24시간 배송이 가능해졌다. 네이버 쇼핑은 포털 1위로서 가지는 강력한 집객력과 네이버페이, 라이브 커머스와 풀필먼트 서비스를 통해 판매자를 Lock-in할 수 있는 유통 플랫폼 사업 시스템을 구축했다.

이마트는 국내 대형 오프라인 유통업체 가운데 가장 빠르게 사업구조를 변화시켰다. 근거리 PB쇼핑 채널로서 주목되는 노브랜드, 상품수를 축소한 창고형 대형마트(트레이더스), 온라인 글로서리(쓱닷컴) 등 3개의 축으로 유통시장의 변화에 대응했다. 이마트 2021년 1월부터 최대 20km 거리에 있는 소비자가 온라인으로 상품을 주문했을 때 2시간 내 배송하는 EOS(E-Mart Online Store)를 도입한 매장형 물류센터를 출점했다. 향후 이마트는 140여개 오프라인 매장을 옴니채널 전략의 고도보를 활용할 예정이다. 이마트물 매출은 현재 쓱닷컴 매출의 50%수준이며, 이마트물 매출의 50%는 PP센터에서 발생한다(Picking-Packing). PP센터는 오프라인 매장을 온라인 배송기지로 리모델링 한 것이다. 옴니채널 전략은 기존 오프라인 매장 영업면적의 50%를 차지하고 있던 공산품 매출이 감소하면서 나타난 오프라인 매장의 비효율화성과 온라인 물류센터 부족을 해결하기 위해 추진됐다. 식품 온라인 시장에서 오프라인 매장은 온라인 유통의 배송센터 역할, 재고 소진 창고 기능을 하면서 그 가치가 부각되고 있다.

이마트는 신선식품 소싱/저장/배송 인프라의 압도적인 우위를 바탕으로 식품 온라인 시장에서 입지를 확고히 할 것을 추정한다.

식품온라인 시장이 대형마트와 달리 과점화되지 못하는 이유는 쿠팡은 물론 11번가, G마켓 등 오픈마켓을 통해 산지와 제조업체 직접 판매자들이 많이 있기 때문이다. 이마트와 같이 직매입으로 식품을 온라인 판매하고 있는 업체는 이마트와 롯데쇼핑, 홈플러스 등 메이저 대형마트와 쿠팡, 마켓컬리, 오아시스 정도 뿐이다. 쿠팡과 이마트는 각각 공산품과 식품을 핵심으로 유통하기 때문에 분리된 시장이다. 이마트의 쓱닷컴과 네이버는 차별적 카테고리로 상생하는 공생 관계이며, 네이버와 쿠팡은 협력이나 경쟁관계가 될 수 있다. 네이버는 장보기 쇼핑을 통해 식품 온라인을 확대하고 있고 쓱닷컴은 중소 벤더들에 대한 플랫폼 서비스와 중대형 브랜드에 대한 삽안삽을 확대하고 있다. 네이버의 풀필먼트 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 배송한다.

도표 17. 대규모 점포와 물류창고업체의 인허가 건수



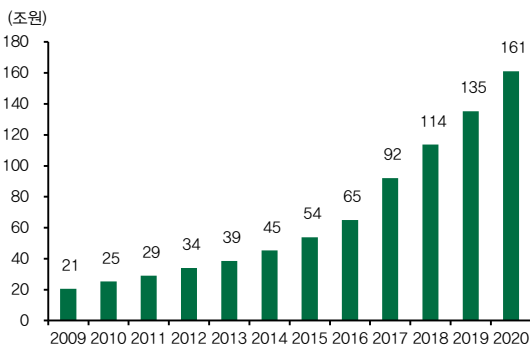
자료: 언론보도, DB금융투자

* 인허가를 받은 업체의 현재 상태는 비교려, 대규모 점포는 대형마트, 백화점, 쇼핑센터 등

한국 이커머스 시장의 고성장과 아시아 FMGC의 온라인 침투율에 주목

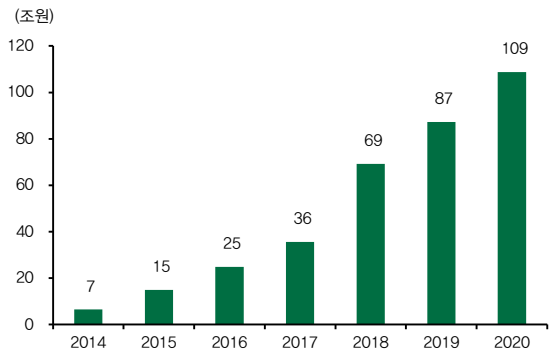
통계청 기준 소매판매 및 온라인쇼핑 동향 자료를 분석해보면 시장 국내 이커머스 시장 규모는 최근 10년간 6.4배 성장했다. 소매 시장내 침투율은 40%를 넘었고 이커머스 시장내 모바일 비중은 2014년 10%초반에서 현재는 70%수준까지 급상승했다. 카테고리별로 가장 상승률이 높은 분야 중 하나는 FMGC라 불리는 소비재의 온라인 구매인데, 생활용품부터 화장품 등 재고 회전율이 높다. 글로벌 FMGC의 온라인 시장 점유율은 점차 확대되어 가고 있으며, FMGC 시장이 주를 이루는 건 미국이 아닌 한중일로 이어지는 아시아 국가들이다(한국 19.1%, 중국 14%, 일본 7.7%). 아시아 국가권이 온라인으로 회전율이 높은 생활용품을 많이 구매하며 국내 시장의 점유율을 가져올 수만 있으면 앞으로 성장동력은 기대할만할 것이다. 쿠팡은 미국에 이어 중국 상해에도 2020년도 12월, 법인을 설립하면서 해외직구 서비스를 확장함으로써 고객 유치에 신경을 쓰고 있으며, 이는 추후 중국 진출에도 유리한 고지를 점령할 수 있는 잠재력이 있다. 단기적으로 쿠팡은 한국시장만을 바라보고 있으며, 당분간은 다른 시장에 진출할 생각이 없다. 지속 성장하는 한국 시장에서의 입지를 다지고 이를 통해 함께 성장해나가는 전략이다.

도표 18. 국내 이커머스 시장 규모, 2020년 161조원



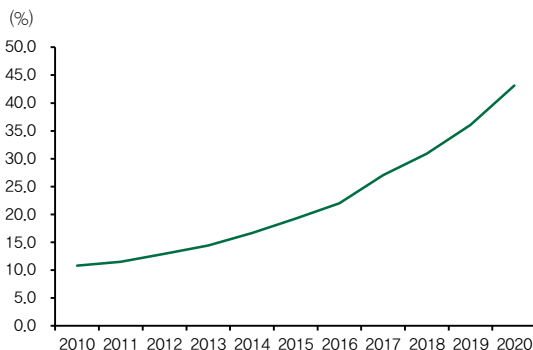
자료: 통계청, DB금융투자

도표 19. 모바일 이커머스 거래액 109조원



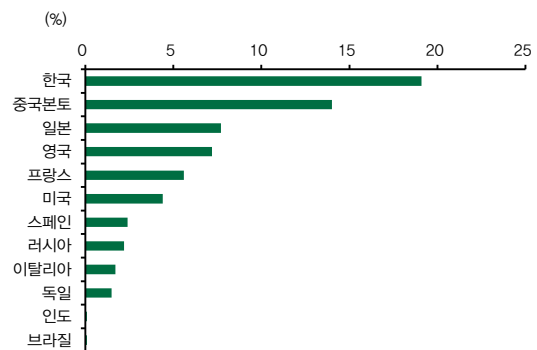
자료: 통계청, DB금융투자

도표 20. 이커머스의 소매시장 침투율, 43%도달



자료: 통계청, DB금융투자

도표 21. 국가별 FMGC 온라인 침투율(2018년 기준)



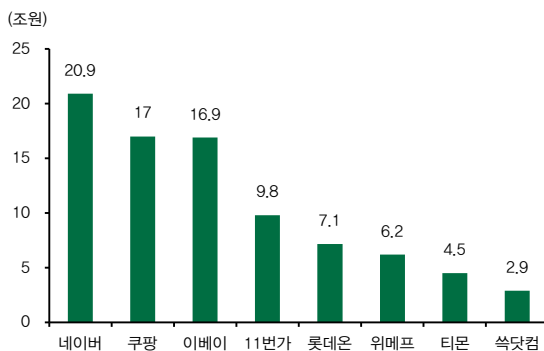
자료: 언론보도 종합, DB금융투자

쿠팡 상장의 시사점, 헤게머니를 잡을 것인가?

2019년 기준 네이버쇼핑과 쿠팡의 거래액은 각각 20.9조원, 17조원 수준이다. 2020년 네이버쇼핑의 거래액은 26.8조원, 쿠팡은 21조원 수준을 기록할 것으로 추정한다. 이커머스 시장규모가 161조원 수준이기 때문에 네이버와 쿠팡의 합산 시장점유율은 거의 30%수준에 육박한다. 코로나19에 따른 전반적인 이커머스 시장의 고성장이 시현됐지만, 그중에서도 1, 2위 사업자의 성장이 컸고 이러한 현상은 향후 지속될 가능성이 높다고 판단한다.

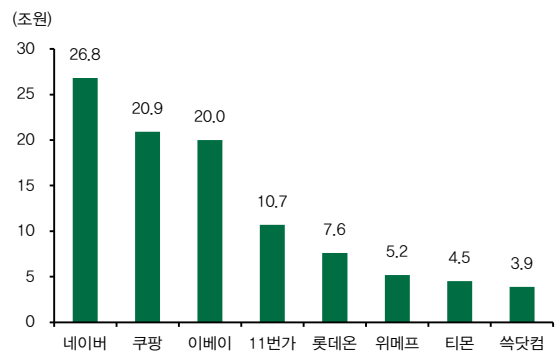
언론보도에 따르면 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)에 상장하는 쿠팡의 주식 공모가 주당 35달러로 정해졌다. 투자설명서(주당 27~30달러)와 미국 증권거래위원회에 제출한 자료에서 제시된(32~34달러) 가격보다 상승한 것이며 공모되는 주식수는 1.2억주이다. 공모 희망가 상단인 34달러를 기준으로 하면 쿠팡은 최대 42억달러(약 4.8조원)의 신규 자금을 조달할 수 있게 된다. 35달러 기준 쿠팡의 전체 기업가치는 630억달러로 산정되며(원화기준 71.8조원), KOSPI기준 시가총액 상위 3위에 해당한다(3위 LG화학 시가총액 65조원). 외국기업으로는 2014년 알리바바 이후 뉴욕 증시에 상장하는 가장 큰 업체이다. 쿠팡 측에서 밝히는 상장의 목적은 유동성 공급이며, 조달한 자금은 일반 기업 목적에 사용할 예정이다.

도표 22. 2019년 이커머스 사업자별 거래액



자료: 각사 문의, DB금융투자 추정

도표 23. 2020년 주요 이커머스 사업자별 거래액



자료: 각사 문의, DB금융투자 추정

2020년 쿠팡의 매출액은 133,000억원, 영업적자는 5,257억원 수준이다. 만일 4.6조원의 신규 자금이 유입된다면 2020년과 같은 규모의 적자를 내도 현재와 같은 공격적 경영 기조를 최소 7~8년간 유지할 수 있게 됨을 의미한다. 공격적 행보를 줄였던 쿠팡은 적극적인 물류센터 투자와 동시에 고비용 구조를 유지하면서 본격적인 점유율 경쟁을 재개할 가능성이 있다. 국내 소비자들은 편리하고 빠른 쿠팡의 서비스에 락인되어가고 있다. 쿠팡이츠, OTT 등 락인된 소비자를 기반으로 새로운 사업적 시도를 지속할 것으로 추정되며 당분간 쿠팡의 독주를 견제하는 기존 업체들의 연합된 대응이 전개될 것으로 전망한다. 결론적으로 주식시장에서 성장주에 대한 Valuation 경고가 현실화되는 상황이지만 코로나19 사태의 정점에서 진행되는 쿠팡의 상장 시점은 절묘하며, 유입되는 현금을 기반으로 공격적이고 전방위적인 사업확장이 지속될 것으로 전망한다.

도표 24. 쿠팡 손익계산서, 고정비 부담 축소될 전망

(단위: 억원 %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
매출액	3,485	11,338	19,159	26,846	43,546	71,531	133,000
매출원가	1,892	9,891	15,263	21,665	41,428	59,500	
일반관리비	2,808	6,917	9,549	11,570	13,398	19,236	
(일반관리비율)	80.6	61.0	49.8	43.1	30.8	26.9	
재고자산 변동과 매입	1,892	9,891	15,332	21,769	36,512	51,424	
인건비	1,139	3,079	5,664	6,555	10,118	14,246	
서비스 이용수수료	644	1,181	1,076	1,651	2,700	4,065	
세금과공과	72	185	228	174	351	408	
운반 및 임차료	363	1,138	1,294	1,468	2,262	2,606	
소모품 등 매입	-	-	277	349	542	945	
감가/무형자산상각비	81	192	412	525	572	1,806	
광고선전비	386	560	323	538	1,513	2,934	
기타	123	331	205	206	255	303	
영업손실	-1,215	-5,470	-5,653	-6,389	-11,280	-7,205	-5,257
OP%	-34.9	-48.2	-29.5	-23.8	-25.9	-10.1	-4.0
기타수익	1	11	2	4	4	18	
기타비용	1	3	10	26	7	15	
금융수익	28	204	181	94	193	504	
금융비용	7	2	139	418	335	5,416	
세전이익	-1,194	-5,261	-5,618	-6,735	-11,423	-7,240	
법인세	-	-	-	-	23	-7	
당기순이익	-1,194	-5,261	-5,618	-6,735	-11,446	-7,232	
지배주주지분	-1,194	-5,253	-5,618	-6,735	-11,446	-7,232	

자료: 전자공시, DB금융투자

쿠팡의 강점은 배송 시스템이며, 실제로 조달된 자본의 대부분을 최종단계 배송시스템을 구축하는데 투자했다. 구체적으로 쿠팡맨을 고용하고, 물류창고를 짓고, IT시스템 구축에 집중했고 유통 네트워크와 최종 단계별 배송시스템은 공급망의 완벽한 통제를 가능하게 하는 기술로 완성됐다. 라스트 마일 전략은 최종 소비자에게 다가가는 마지막 1마일 내외의 상대적으로 짧은 구간, 즉 고객 접점 서비스 영역에 대한 것이다. 아마존은 이러한 라스트 마일 인프라 구축을 위해 유례없는 투자를 했고 수년간의 손실 구간을 버티고 다른 경쟁업체들을 무너트렸다. 이러한 라스트 마일 전략이 아마존과 쿠팡이 공유하는 비전일 것이다. 아마존은 라스트 마일에서의 난공불락의 요새를 구축했고 소매 유통업의 주요 경쟁자들을 고사시켰다. 미국 아마존의 미국 온라인 시장 점유율은 50% 수준이며 사실상 독점 상태다. 기저귀부터 자동차 부품까지, 감자나 양파 같은 신선식품부터 수영복, 노트북, 침대까지 상상할 수 있는 모든 제품의 온라인 시장에서 팔고 있다. 미국에서 뭔가를 온라인에서 사려면 아마존에서 검색해야 한다.

쿠팡이 가진 사업상의 위험성

다만, 쿠팡의 점유율은 2020년 코로나19 영향 등으로 이커머스 시장에서 13%수준까지 상승했지만, 손익분기점은 아직 멀었다. 반면에 아마존은 21억 달러를 투자받은 뒤에 손익분기점을 넘었다. 쿠팡은 비전펀드에서만 3조원을 투자받았고, 이미 아마존이 손익분기점을 넘길 때보다 훨씬 더 많은 투자받았지만 여전히 적자다. 쿠팡이 아마존의 클라우드 서비스(AWS)나 알리바바의 알리페이 같이 돈 벌어다주는 부가 서비스를 지금 확보하고 있는 것도 아니다. 더불어서 국내에는 SSG.com, 11번가, 이베이 코리아, 롯데그룹, 네이버스토어 같은 경쟁한 경쟁자가 많다. 최근 미국 아마존이 11번가와 협업으로 한국 시장에 진출을 하기 위한 발판을 마련했다는 점도 우려스럽다. 이밖에 재고자산의 부실화 가능성, Last mile 물류의 비효율성과 공정위 등 정부의 규제가 강화될 가능성도 잠재적인 리스크 요인이다. 또 하나의 리스크는 해외구매의 대중화다. 현재까지는 아마존을 통한 해외구매가 대부분이었지만, 중국의 소매 유통시장이 점점 덩치를 불림에 따라 중국을 대표하는 알리바바뿐만 아니라 타오바오, JD.com 등 여러 업체들이 경쟁하여 국내 사이트를 통해 구매하는 것보다 낮은 단가에 배송료 무료인 제품도 많이 생겨나고 있다. 중국을 통한 해외 직구가 점점 증가하고 있으며, 3Q20 중국에서의 직구 금액은 28.3%YoY증가했으며 국내 업체는 빠른 배송만을 장점으로 내세울 것이 없어질 수 있다.

도표 25. 국가별, 상품군별 해외 직접 구매 금액



자료: 언론보도, DB금융투자

도표 26. 국가별 온라인 해외 직접 구매액

				(억 원, %)	
	2019년	2020년		증감률	
	3/4	2/4	3/4	전 분기비	전 년 분기비
합 계	8,420	9,145	9,581	4.8	13.8
미국	4,119	3,832	4,131	7.8	0.3
중국	1,583	2,327	2,032	-12.7	28.3
일본	472	543	581	6.9	23.1
아세안	34	66	81	22.3	139.0
유럽 연합	1,947	2,102	2,438	16.0	25.2
중동	4	4	6	44.6	73.3
중남미	1	0	1	127.5	49.2
대양주	207	188	224	18.9	7.9
기타	53	81	88	8.7	65.3

자료: 언론보도, DB금융투자

실제로 쿠팡의 재무상태에 대해 의구심은 여전히 유효하다. 쿠팡은 매년 순손실을 기록하며 2019년도에도 순손실 7,232억 원을 기록했는데, 매출액이 2017년 대비 약 2.7배 증대되었음에도 투자비용이 증가되어 더 많은 순손실을 기록한 것으로 미루어보아 매출원가 개선이 급선무로 이루어지지 못한다면 앞으로도 적자가 지속될지도 모른다. 2019년도 기준으로 쿠팡의 부채비율은 약 6,150%, 성장성이 보장되어 있고, 매출이 늘어나는 사업이라 할지라도 사업구조의 개선이 이루어지지 못하고 의미가 없는 매출 성장이 될 수 있다. 2019년도 기준 유동부채가 유동자산보다 더 많기에 단기적으로도 운영에 언제든지 차질이 생길 수 있는 위험이 있다. 재고자산 측면에서도 매출 증가에 따라 재고자산이 19년 기준 7,000억원 수준을 넘어섰다. 직매입에 따른 영향으로 판단되지만, 악성 재고가 장기화될 경우 재고자산의 부실화 가능성이 있다.

도표 27. 쿠팡 대차대조표, 실탄을 보급 받고

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	2,565	8,677	6,385	6,807	13,546	18,692
현금및현금성자산	1,906	6,566	3,633	1,759	6,425	8,159
단기금융자산	62	549	676	1,268	1,388	1,720
매출채권	169	227	196	463	290	739
재고자산	303	1,046	1,478	2,885	4,234	7,119
기타유동금융자산	43	85	206	158	221	411
기타유동자산	82	204	193	270	982	529
비유동자산	864	1,996	3,819	3,919	4,491	11,924
장기금융자산	—	—	15	103	48	60
유형자산	591	1,665	3,604	3,496	4,001	5,936
사용권자산	—	—	—	—	—	5,187
무형자산	79	82	75	110	117	118
기타비유동금융자산	163	233	117	194	296	619
기타비유동자산	31	15	7	17	30	4
자산총계	3,428	10,672	10,203	10,726	18,036	30,616
유동부채	2,768	5,545	6,185	9,863	14,758	21,511
매입채무	339	1,971	2,479	4,488	6,442	9,235
미지급금	2,275	3,180	3,123	4,336	6,794	9,139
미지급비용	100	213	247	237	276	454
단기차입금	—	—	—	569	491	4
유동성장기차입금	—	82	139	—	—	167
유통리스부채	28	52	116	75	35	1,034
기타유동금융부채	—	—	34	106	47	423
기타유동부채	11	26	48	53	321	619
선수수익	—	—	—	—	249	322
유동충당부채	14	22	—	—	84	115
비유동부채	423	884	837	3,474	3,655	8,612
장기차입금	182	495	420	2,961	2,969	3,125
비유동리스부채	101	133	42	—	—	4,364
순확정급여부채	121	231	361	453	611	1,010
비유동충당부채	20	24	11	59	74	111
부채총계	3,191	6,428	7,022	13,337	18,413	30,124
보통주자본금	85	95	99	100	114	121
주식발행초과금	2,046	11,249	15,744	16,606	30,141	38,052
기타포괄손익누계액	-11	-3	13	34	6	-99
기타자본항목	-676	-628	-590	-530	-278	10
결손금	-1,207	-6,468	-12,086	-18,821	-30,359	-37,592
자본총계	237	4,244	3,181	-2,611	-377	492
부채 및 자본총계	3,428	10,672	10,203	10,726	18,036	30,616

자료: 전자공시 DB금융투자

공정위는 온라인 플랫폼 사업자에게 역할에 걸맞은 책임과 소비자 피해 구제 의무를 부과하는 내용을 담은 '전자상거래 소비자보호법 전부개정안(전자법 개정안)'을 마련해 다음달 14일까지 입법예고한다. 온라인쇼핑 때 판매 업체 잘못으로 피해를 입은 소비자가 판매 업체가 입점한 네이버, 11번가 등 온라인 플랫폼 운영 업체에 배상을 청구할 수 있는 가능성이 열리게 됐다. 또 당근마켓(중고거래 앱) 등 개인끼리 거래하는 온라인 플랫폼에서 사기 등 피해를 당하면 플랫폼 업체를 통해 가해자 신원 정보를 확인할 수 있게 된다. 개정안은 플랫폼 업체가 실질적으로 수행하는 역할에 따라 입점 업체와 연대책임을 지도록 규정했다. 플랫폼 업체가 자기 명의로 광고·공급을 하는 등 자신이 거래 당사자인 것처럼 소비자 오인을 초래한 경우 입점 업체와 함께 연대배상해야 한다.

도표 28. 전자상거래 소비자보호법 개정안 주요 내용

개정안	주요 내용
소비자 정보 제공 강화	- 순수 검색 결과와 광고 명확히 구분 - 검색-노출 순위 주요 기준 공개
플랫폼 책임 현실화	- 중개거래 등 플랫폼 업체 역할 고지, 표시 - 플랫폼 업체 명의로 표시, 광고하는 경우 입점 업체 고의, 과실로 인한 손해도 연대 배상 - 플랫폼 업체가 결제, 대금 수령 업무 과정에서 고의, 과실로 손해 끼치면 입점 업체와 연대 배상
개인 간 거래 소비자 보호	- 플랫폼 업체가 피해 구제 신청 대행 장치 마련 - 분쟁 시 플랫폼 업체에 신원 정보 제공 의무
인접 지역 거래 법 적용 확대	- 배달앱 등에도 신원 정보 제공 등 법정 의무 부과
역외 적용	- 대규모 해외 사업자에게 국내 대리인 지정 의무화

자료: 공정거래위원회, DB금융투자

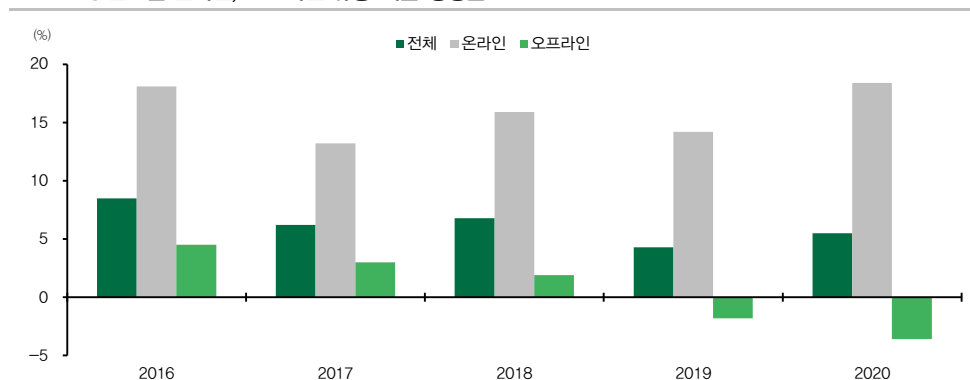
III. 이커머스 시장의 급성장과 오프라인 유통의 위기

2020년 코로나19에 따른 이커머스 시장의 고성장 시현

산업통상자원부 자료에 따르면 2020년 대형마트, 백화점, 기업형 슈퍼마켓(SSM) 같은 오프라인 업체 매출이 유통업계 전체 매출에서 차지하는 비중은 53.5%다. 2019년 58.8%에서 5%포인트 이상 줄어 들었다. 동기간 쿠팡, 위메프, 티몬, 11번가, 인터파크, G마켓, 옥션, 이마트몰, 신세계몰, 롯데온 같은 온라인 매출 비중은 41.2%에서 46.5%로 5.3%p 늘었다. 온라인 매출 규모는 전년 대비 18.4% 늘었다. 특히 코로나19 대유행에 따라 사회적 거리두기 단계를 높였던 2월, 8월, 12월의 온라인 매출이 각각 34.3%, 20.1%, 27.2% 급증했다.

2020년 오프라인 매출은 연간 3.6%줄었고 2년 연속 감소세다. 특히 롯데, 현대, 신세계 등 백화점 매출 감소폭(-9.8%)이 컸다. 사회적 거리두기가 장기화하면서 외출을 자제하고 다중이용시설을 기피한 영향을 받고 있으며 즉시성, 편의성을 중시하는 소비문화와 온라인 비대면 소비가 확산됐기 때문이다. 여기서 주목할 되는 점은 코로나19에 따른 온라인 매출 상승이 네이버, 쿠팡 등 상위권 업체에 집중되고 있다는 점이다. 물론 코로나19 영향이 약화된 이후 소매 유통 시장의 방향성을 예측하는 것은 어렵다. 그러나, 분명한 것은 지배력이 약화되고 있는 이커머스 업체는 오프라인 대형 유통업체보다도 더 빨리 생존의 갈림길에 서게 될 가능성이 높고, 대형 오프라인 유통업체의 오프라인 점포 효율화 작업과 구조조정이 가속될 가능성이 높다는 점이다.

도표 29. 연도별 온라인, 오프라인 유통 매출 성장률



자료: 산업통상자원부, DB금융투자

도표 30. 오프라인 채널별 매출 성장률과 온라인

(단위: %)

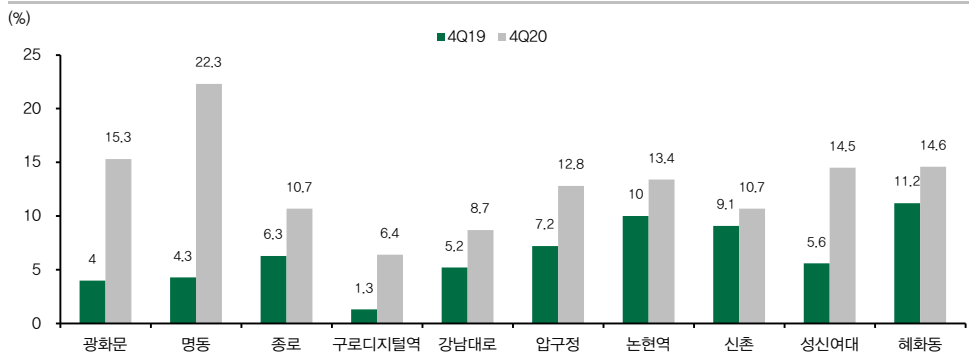
	2019년		2020년	
	매출비중	매출 성장률	매출비중	매출 성장률
전체 유통	100	4.3	100	5.5
오프라인	58.6	-1.8	53.5	-3.6
대형마트	19.5	-8.8	17.9	-3.0
백화점	17.8	0.9	15.2	-9.8
편의점	17.1	4.0	16.6	2.4
SSM	4.2	0.1	3.8	-4.8
온라인	41.4	14.2	46.5	18.4

자료: 산업통상자원부, DB금융투자

치솟는 상가 공실률과 리테일 아포칼립스

최근 문을 닫는 오프라인 매장도 늘고 있다. 구조조정 발표 후 1년여간 120여개 점포를 폐쇄한 롯데 쇼핑은 2021년 폐점 계획인 점포만 100곳에 넘어서는 것으로 추정된다. 이마트, 홈플러스 등도 오프라인 매장을 축소하고 있다. 이는 대형 유통업체에게만 해당되지 않으며 화장품, 의류, 외식 등의 업종의 로드숍 폐점으로 이어지고 있다. 실제로 서울 명동·압구정 등 주요 오프라인 상권에선 공실률이 계속 오름세다. 대표적인 오피스 밀집지역인 광화문(중·대형상가 공실률)은 2019년 4분기 4%에서 지난해 4분기 15.3%로 상승했다. 대학가인 성신여대도 같은 기간 5.6%에서 14.5%로 뛰었다. 강남의 핵심상권인 강남대로(5.2%→8.7%), 압구정(7.2%→12.8%) 등도 마찬가지다. 인기 상권에는 폐업한 자리에 금방 다른 점포가 들어서지만, 폐업하는 오프라인 상점이 많기 때문에 공실이 증가하고 있다. 대형마트·백화점 등 오프라인 매장 의존도가 높았던 5060 중장년층 고객들이 온라인 유통의 큰 손으로 떠오르고 있고 주요 온라인 쇼핑물에서는 50~60대의 모바일 결제 고객 비중이 계속 증가하고 있다.

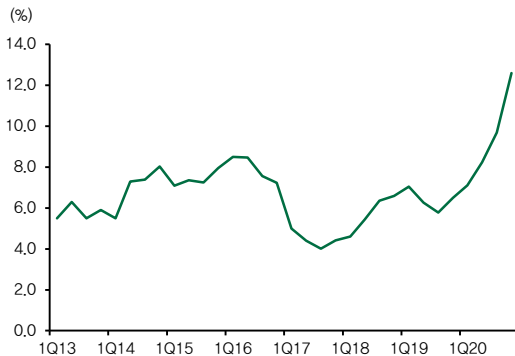
도표 31. 서울시내 주요 상권별 공실률 상승 현황



자료: 한국부동산원, DB금융투자

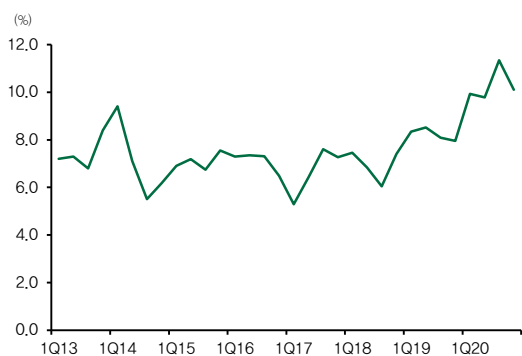
주: 중대형 상가 기준

도표 32. 지역별 공실률 추이(도심지역)



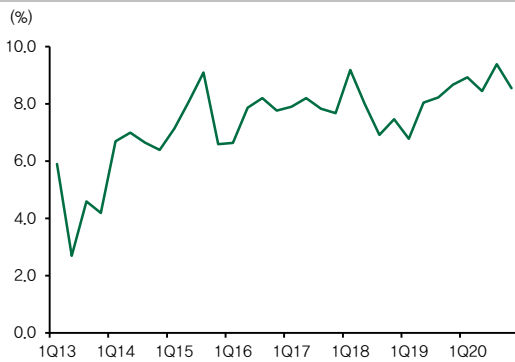
자료: 한국부동산원 DB금융투자
주: 중대형 상가 기준

도표 33. 지역별 공실률 추이(강남지역)



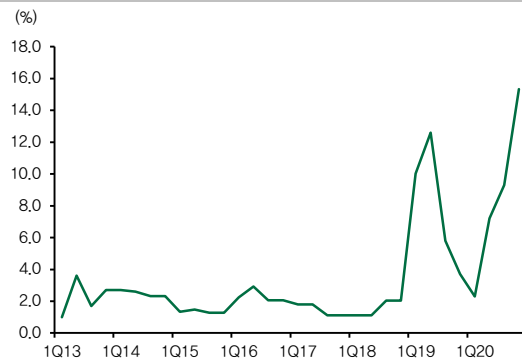
자료: 한국부동산원 DB금융투자
주: 중대형 상가 기준

도표 34. 지역별 공실률 추이(영등포신촌지역)



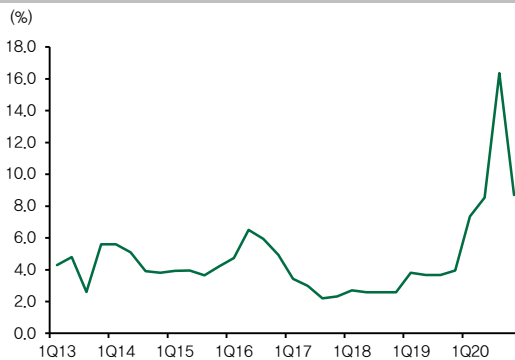
자료: 한국부동산원 DB금융투자
주: 중대형 상가 기준

도표 35. 광화문 공실률



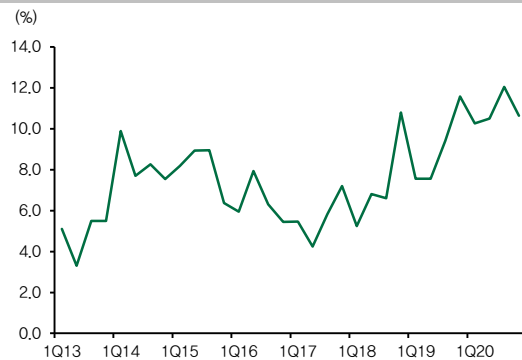
자료: 한국부동산원 DB금융투자
주: 중대형 상가 기준

도표 36. 강남대로 공실률



자료: 한국부동산원 DB금융투자
주: 중대형 상가 기준

도표 37. 신촌 공실률



자료: 한국부동산원 DB금융투자
주: 중대형 상가 기준

이런 현상은 우리나라에서만 나타나는 것이 아니다. 2017년부터 미국의 대형 유통 기업이 오프라인 매장을 대거 폐점하고 파산보호를 신청하고 있다. 토이저러스(ToysRus), 시어스(Sears), 니만마커스(Neiman Marcus), JC페니(J.C.Penney) 등 미국 대표 유통 기업들이 연달아 미국 연방법원에 파산보호를 신청했다. 미국 언론을 중심으로 리테일 아포칼립스(파멸, 종말)라는 말이 쓰이기 시작했고 이는 4차 산업혁명이 시작되면서 나타나는 세계적 현상이다. 모바일 쇼핑에 익숙한 디지털 소비자들이 찾지 않는 오프라인 소매 매장의 쇠퇴는 불가피하다. 아마존처럼 소비자의 라이프스타일을 지배하는 배달업이 향후 소매업이 가야할 방향일 수 있다. 식품, 의류, 헬스케어, 콘텐츠를 융합하고 개인 맞춤형 서비스를 제공하는 새로운 성공 방정식을 만들어가야 지속성장이 가능할 것이다.

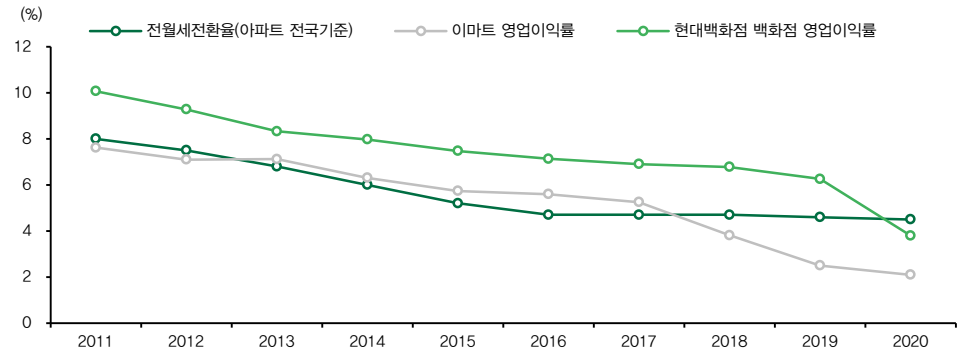
오프라인 유통의 생존 전략 : 구조조정과 온라인화

국내에서 쇼핑의 중심이 온라인으로 이동하면서 오프라인 유통 기업들의 구조조정이 진행중이다. 백화점, 대형마트들의 신규 출점은 거의 멈췄고 기존 점포의 재할용과 폐쇄를 검토하고 있다. 롯데, 신세계 등 기존 대형 유통업체들은 오프라인 구조조정과 함께 온라인에 투자에 집중하고 있으며 온라인을 불황탈출의 돌파구이자 핵심 유통채널로 판단하고 있다. 롯데백화점은 2015년 마산점 개점 후 신규 출점이 없다. 안양, 부평, 영플라자 청주점 등 3~4개에 대한 점포 효율화를 추진하고 있다. 신세계백화점도 2016년 12월 오픈한 신세계백화점 대구점 이후 신규 출점이 없고 향후 2~3년 동안 백화점 출점 계획이 없다. 현대백화점도 2020년 여의도점이 출점하지만 이 점포를 마지막으로 최소 4~5년 내에는 신규 출점 계획이 없다.

오프라인 유통 시장 침체에서 구조조정을 진행하고 있는 롯데와 신세계는 온라인에서는 신규 투자를 적극적이다. 롯데그룹은 온라인 사업에 3조원을 투자해 2022년 온라인 매출 20조원을 달성하여 유통 업계 1위를 유지하는 것을 목표로 하고 있다. 시스템 개발에 5,000억원, 온라인 통합몰 시스템 개발에 1조원, 마케팅 1조 5,000억원이 투입될 예정이다. 롯데그룹은 온라인 전문성을 강화하기 위해 이커머스 사업분부를 신설했고, 계열사별 온라인 시스템 인력과 연구개발(R&D) 조직을 통합한 것이다. 그룹사 온오프라인 고객 데이터 통합, 오프라인 매장(1만1000개)의 활용, 중소 파트너사 대상 상생지원, 스마트 스토어 확대, 보이스(Voice)커머스 도입 등을 추진하고 있다. 별도로 운영되던 백화점, 마트, 홈쇼핑, 면세점 등 8개의 온라인몰도 통합해 운영할 계획이다. 롯데의 온라인 매출은 지난해 기준 7조원을 기록했다. 유통 전체 매출(40조원) 가운데 18%에 불과했지만 2022년에는 온라인 매출 비중을 30%인 20조원까지 끌어올릴 예정이다. 온라인에서 확보된 고객이 오프라인 경험을 요구할 수도 있고 온라인 고객이 오프라인의 쇼핑 편리성을 요구할 수도 있기 때문에 이를 오프라인에서 구현할 예정이다.

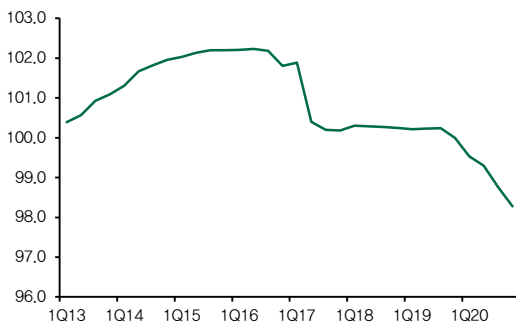
신세계그룹은 지난 1월에 이커머스 사업에 1조원 이상 투자를 유지하고 넘버원 이커머스 기업으로 도약한다는 계획이다. 신세계백화점과 이마트로 분리돼 있는 온라인 사업부를 통합하고 이커머스 사업을 전담하는 신설회사를 설립해 그룹 내 핵심 유통 채널로 육성중이다. 신세계그룹은 대규모 투자와 이커머스 법인 신설을 통해 2023년에는 연간 매출 10조원을 달성한다는 계획이다.

도표 38. 전월세 전환율 VS 마트/백화점 영업이익률



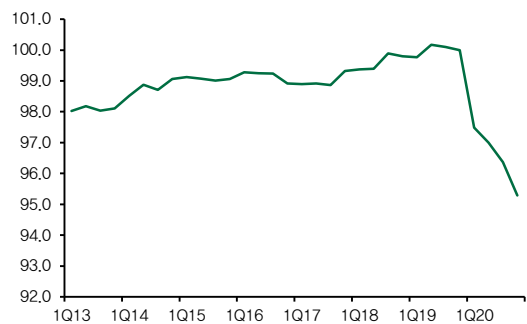
자료: 한국부동산원, DB금융투자

도표 39. 강남지역 상가 임대료 지수



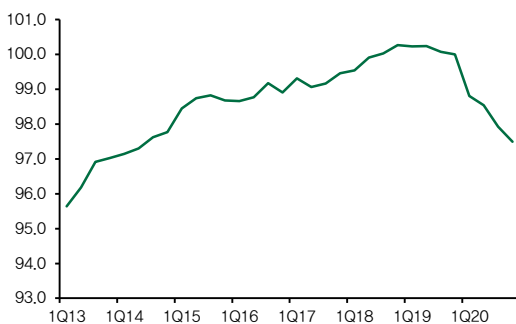
자료: 한국부동산원, DB금융투자

도표 40. 도심지역(광화문 일대) 상가 임대료 지수



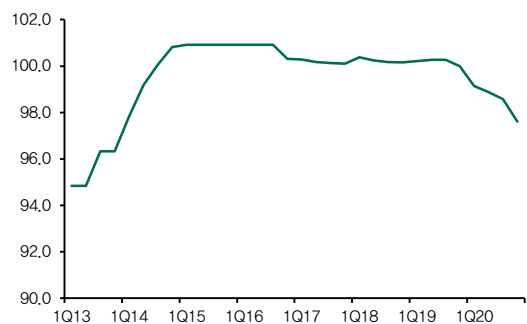
자료: 한국부동산원, DB금융투자

도표 41. 영등포신촌지역 상가 임대료 지수



자료: 한국부동산원, DB금융투자

도표 42. 강남대로 상가 임대료 지수



자료: 한국부동산원, DB금융투자

21년, 코로나19 소멸과 오프라인 턴어라운드 기대

이커머스 장기적 변화 지속되겠지만, 2020년 온라인 침투율은 지나치게 높다

통계청 기준 2020년 국내 소매판매는 0.5%YoY감소한 373.4조원을 기록했다. 코로나19에 따른 악영향으로 전체 소매판매가 감소한 반면 온라인 매출은 19.1%YoY증가한 161.1조원을 기록하며 사상 최대치를 기록했다. 전체 소매 판매중 온라인이 차지하는 비중은(온라인 침투율) 43.2%로 40%를 넘어섰고 카테고리 별로는 컴퓨터 가전, 서적문구, 가구 등의 침투율이 상대적으로 높아졌다. 음식료의 온라인 침투율은 2014년 6%에서 2020년 35.7%로 급격하게 상승했다. 코로나19로 인해 현장에서 물건을 보고 구입하는 특성임에도 신선식품의 온라인화가 빠르게 진행되고 있다. 전체 소매판매에서 카테고리 별로 가전, 가구 등 내구재 상품군과 음식료의 판매가 증가세를 보인 반면 의복패션, 화장품 카테고리의 소매판매는 크게 감소했다. 2020년 네이버, 쿠팡의 거래금액은 각각 22%, 30% 증가한 반면, 다른 이커머스 사업자의 총매출은 정체이거나 감소한 업체도 나타났다. 고객 락인에 성공한 네이버와 쿠팡 등 상위권 이커머스 업체의 시장지배력 강화 현상은 향후 지속될 가능성이 높다. 다만, 백신 접종 확대에 확대될 경우 과도하게 확대된 온라인 시장의 성장은 단기적으로 둔화되고 서비스업 성격이 강한 오프라인 유통의 기존점 성장률은 회복될 가능성이 있다.

도표 43. 상품군별 소매판매와 온라인 침투율

(단위: 조원 %)

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	%YoY
상품군별	합계	361.2	369.9	385.9	440.3	465.0	473.2	475.2	0.4
소매판매	(차량및연료 제외)	271.3	280.8	297.8	348.4	366.3	375.1	373.4	-0.5
	가전통신기기	36.6	37.6	39.8	43.8	45.3	44.7	48.8	9.1
	가구	4.7	5.0	5.3	7.1	7.5	8.2	10.2	23.8
	차량및차량연료	89.8	89.1	88.1	91.9	98.7	98.0	101.8	3.9
	의복신발패션	63.7	63.9	66.7	72.7	76.3	76.4	63.0	-17.5
	음식료	79.5	83.2	88.1	105.3	109.5	111.4	121.6	9.1
	화장품	16.7	18.0	20.5	25.7	29.8	34.7	28.5	-17.8
	서적문구	5.8	5.6	5.9	6.9	7.3	6.8	6.8	0.5
상품군별	합계	45.3	54.1	65.6	94.2	113.3	135.3	161.1	19.1
온라인매출	컴퓨터가전	8.4	9.5	11.2	14.1	16.9	20.3	26.6	30.9
	가구	1.1	1.3	1.7	2.6	3.1	3.9	5.0	43.5
	의복신발패션	6.6	7.6	9.1	17.5	19.6	21.8	22.7	4.5
	음식료	4.8	6.7	8.8	13.2	18.7	26.7	43.4	62.4
	화장품	2.7	3.5	5.2	8.1	9.8	12.4	12.5	0.7
	서적문구	1.75	1.6	1.8	2.4	2.6	2.8	3.6	27.8
상품군별	합계	12.5	14.6	17.0	21.4	24.4	28.6	33.9	5.3
온라인침투율	(차량및연료 제외)	16.7	19.3	22.0	27.0	30.9	36.1	43.2	7.1
	컴퓨터가전	23.0	25.2	28.1	32.1	37.4	45.5	54.5	9.0
	서적문구	29.9	28.8	30.7	35.2	36.0	41.3	52.5	11.2
	의복신발패션	10.3	11.8	13.6	24.1	25.7	28.5	36.1	7.6
	화장품	16.0	19.6	25.2	31.5	33.0	35.7	43.8	8.1
	음식료	6.0	8.0	10.0	12.5	17.1	24.0	35.7	11.7
	가구	23.8	25.8	31.6	36.6	41.6	42.3	49.0	6.7

자료: 통계청, DB금융투자

통계청 가구당 월평균 가계 수지동향을 살펴보면 4Q20 가계 소득은 1.8%증가했다(연간기준 2.9%상승). 근로소득과 사업소득은 각각 0.5%, 5.1% 감소했지만 이전소득과 비경상소득이 각각 25.1%, 49.1%증가하여 결과적으로 가계의 흑자액과 가처분 소득이 전년대비 증가하고 있다. 가계소비 측면에서 집콕 현상으로 식품과 가정용품, 주거, 보건의 지출은 증가한 반면 의료, 오락/문화, 음식/숙박에 대한 소비는 크게 감소했다.

재난지원금, 실업수당, 푸드쿠폰, 월세지원금 등으로 가계의 잉여는 증가하고 저축율은 상승했지만 소비자는 서비스 지출을 줄이고(여행, 스포츠, 쇼핑 등), 대신 가전, 운동기구, 집관련 지출을 늘렸다. 주가, 부동산 등 자산 가격 상승으로 양극화가 더 확대됐고 해외소비가 당분간 늘어나기 어려운 상황에서 백신보급 확대로 코로나에 대한 불안감이 축소된다면 그동안 위축됐던 서비스와 쇼핑 관련 수요 회복이 기대된다. 이는 오프라인 유통이 다시 부활한다는 개념이 아니라, 기저 효과 등에 따른 리바운딩은 충분히 나타날 수 있는 환경이라는 뜻이다.

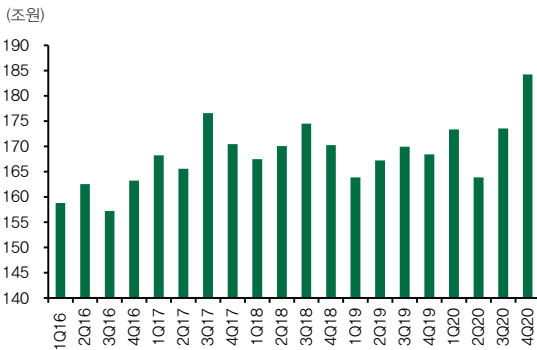
도표 44. 가구당 월평균 가계 수지동향

(단위: 만원 %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	%YoY
소득	517	503	522	507	536	527	531	516	1.8
경상소득	508	497	516	500	521	518	522	506	1.2
근로소득	347	340	352	342	353	322	348	340	-0.5
사업소득	92	99	100	105	94	94	99	99	-5.1
재산소득	4	4	3	3	4	3	4	3	7.4
이전소득	66	55	61	51	70	99	72	64	25.1
비경상소득	8	6	6	7	15	9	8	10	49.1
가계지출	415	383	408	390	395	388	399	389	-0.1
소비지출	306	284	299	291	288	291	294	291	-0.1
01. 식료품/비주류음료	40	38	42	41	45	45	50	48	16.9
02. 주류/담배	4	4	4	4	4	4	4	4	12.5
03. 의료/신발	17	18	14	20	12	17	12	18	-9.2
04. 주거/수도/광열	34	28	26	28	34	30	28	30	5.5
05. 가정용품/가사서비스	15	15	14	14	13	18	16	16	15.6
06. 보건	25	24	23	25	27	25	26	27	8.5
07. 교통	33	31	38	37	34	38	34	38	2.6
08. 통신	14	15	15	16	14	15	15	15	-6.8
09. 오락/문화	24	22	23	19	18	17	16	16	-18.7
10. 교육	36	24	34	22	26	17	30	19	-15.2
11. 음식/숙박	39	41	42	41	35	39	39	36	-11.3
12. 기타상품/서비스	25	25	24	25	25	26	24	25	0.3
비소비지출	109	99	109	99	107	97	104	99	-0.3
처분가능소득	408	404	413	408	429	430	426	418	2.3
흑자액	102	120	114	117	141	139	132	127	8.2
흑자율	25.0	29.8	27.7	28.7	32.9	32.3	30.9	30.4	5.9
평균소비성향	75.0	70.2	72.3	71.3	67.1	67.7	69.1	69.6	-2.4

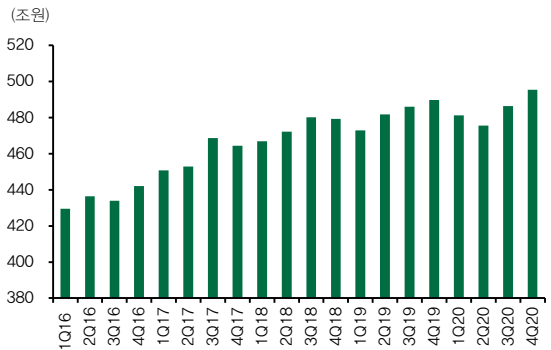
자료: 통계청, DB금융투자

도표 45. 총저축



자료: 한국은행 DB금융투자

도표 46. 국민 총처분가능 소득



자료: 한국은행 DB금융투자

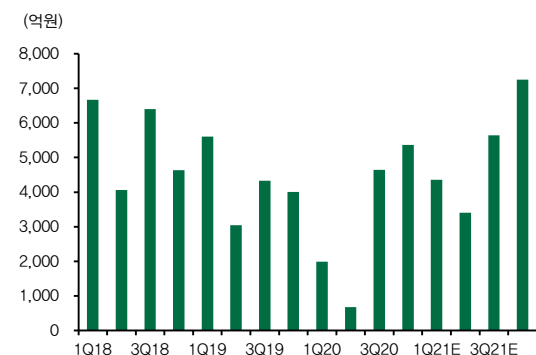
오프라인 턴어라운드

현재 주식시장은 인플레이션에 대한 우려를 하고 있지만 장기적으로 볼 때 디플레이션과 저금리 상황은 지속될 가능성이 높다. 백신 접종 증가와 팬데믹 우려 완화가 기대되며 양극화 통제를 위한 장기 금리 인상 용인 가능성 있겠지만 기준금리 상승 가능성은 낮아보인다. 고용지표 부진은 임금 상승률을 제한하고 서비스업의 반등은 유통업종 Top line 회복에 긍정적이다. 이러한 매크로 환경에서 최근 국내 유통 대기업의 경영형태가 부동산을 정리하고 비용을 효율화하면서 유통 채널 경쟁력을 강화하는 방향으로 선화하고 있다는 점을 긍정적으로 평가한다.

코로나19가 재차 확산되고 있다는 점에서 불확실성이 아직은 상존하지만 구조변화를 시작한 상장 유통기업에 대한 추가측면에서의 희망을 버릴 단계는 아직 아니라는 기존 전망을 유지한다. 컨센서스 수준인 당사의 실적 추정치가 충족될 경우 업종 대표기업의 주가 반등 추세가 조금 더 이어질 가능성이 높다. 실제로 11월 코로나 재확산과 사회적 거리두기 단계 상승에 따른 악영향에 대한 우려에도 불구하고 4Q20 백화점, 할인점, 슈퍼 등 주요 오프라인 유통채널의 기존점 성장률은 나쁘지 않았다.

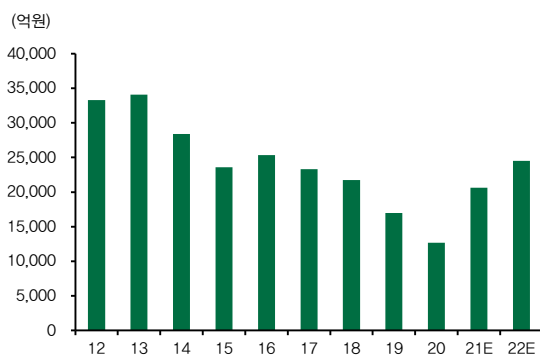
1Q21 유통업종 커버리지 기업의 합산 잠정 영업이익은 낮은 기저효과와 기존점 성장을 회복, 비용 절감 등으로 예상대로 강한 턴어라운드를 지속할 것으로 추정한다. 커버리지 유통기업의 영업이익은 팬데믹 이후 내수 서비스 업종 업황회복과 오프라인 비효율적인 점포 정리, 고정비 부담 경감, 제한적인 추가 인건비 부담 등으로 뚜렷한 턴어라운드 움직임을 지속할 것으로 전망한다. 쿠팡 미국 상장후 중장기적인 유통업종의 변화가 지속될 것으로 전망하지만, 21년 컨택트 유통기업 중심의 점진적 회복을 기대한다. 온라인 그로서리 부문에서 시장지배력이 확대되고, 오프라인 효율화와 기저효과로 실적 턴어라운드가 지속될 이마트와 적자 사업 부문 영업적자 축소와 백화점 기존점 성장을 회복에 따른 PBR 반등이 기대되는 롯데쇼핑, 경쟁사 대비 효율적인 비용 구조와 점포 경쟁력으로 턴어라운드가 예상되는 현대백화점에 대한 업종 Top pick의견을 지속한다.

도표 47. 분기별 커버리지 유통기업 합산 영업이익, 반등



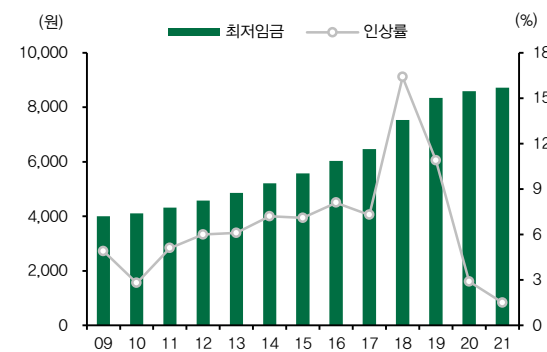
자료: DB금융투자

도표 48. 연간 커버리지 유통 합산 영업이익, 역시 반등



자료: DB금융투자

도표 49. 최저임금 상승률 둔화



자료: DB금융투자

도표 50. 여의도 현대백화점 신규점포, 평일 점심시간



자료: 언론보도, DB금융투자

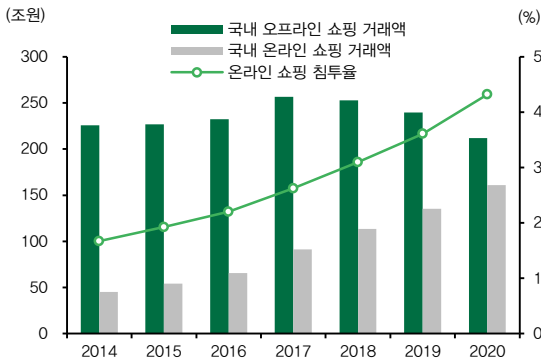
Ⅳ. 메기에 대응하는 온라인 사업자의 전략

모바일 기반의 업체들의 유통업 영역 확대 지속

국내 유통 시장은 오프라인 매장 중심에서 소비 수요 다양화, 디지털 인프라 개선, 코로나19 여파에 따른 비대면 문화 정착 등에 힘입어 편의성, 가격 비교, 빠른 배송 등에 기반한 온라인, 그 중에서도 모바일 중심의 시대로 변모하고 있다. 이 과정에서 기존 전통 유통 채널의 침체가 이어지는 가운데 메가 이용자 트래픽을 보유한 모바일 기반 업체들이 빠르게 영역을 확대 하고 있다.

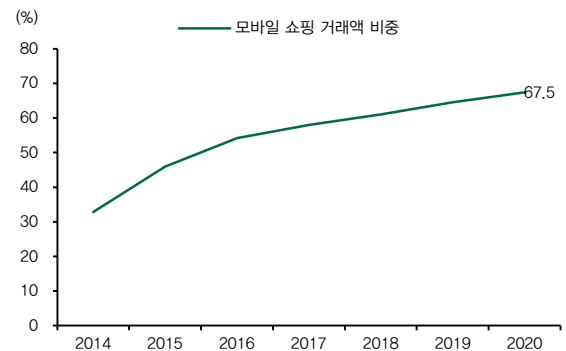
국내 이커머스 시장 거래액은 20년 기준 161조원(+19%YoY) 규모로 성장했고 전체 소매 판매에 43% 까지 침투했다. 이 중 온라인(PC)이 52조원(+9%YoY), 모바일이 109조원(+25%YoY)로 모바일이 전체 온라인 쇼핑 거래액의 68%의 비중을 차지하며 성장을 견인하고 있다. 상품군별 국내 전체 소매 판매 침투율은 온라인(PC)은 화장품/음식료, 모바일은 컴퓨터가전/의복신발패션/가구에서 높게 나타났다.

도표 51. 국내 온/오프라인 쇼핑 거래액 및 온라인 침투율



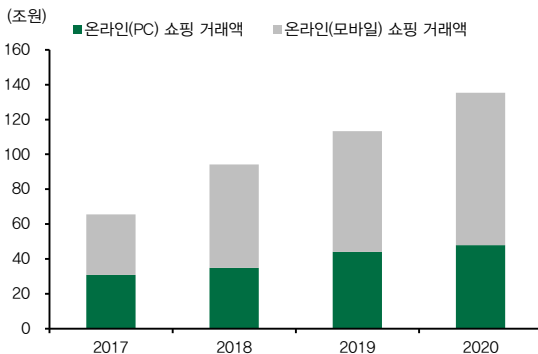
자료: 통계청, DB금융투자
주: 오프라인 쇼핑은 차량 및 연료 제외

도표 52. 국내 온라인 쇼핑 거래액 중 모바일 쇼핑 비중



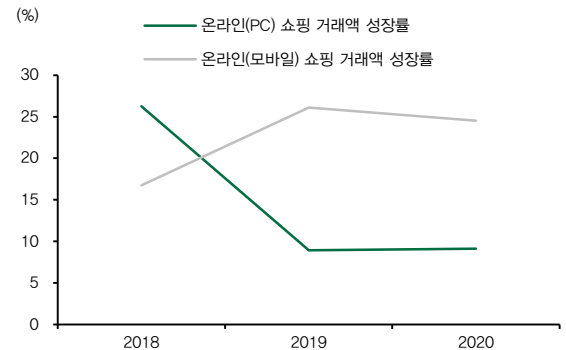
자료: 통계청, DB금융투자

도표 53. 국내 온라인 다바이스별 쇼핑 거래액 추이



자료: 통계청, DB금융투자
주: 오프라인 쇼핑은 차량 및 연료 제외

도표 54. 국내 온라인 쇼핑 다바이스별 거래액 성장률 추이



자료: 통계청, DB금융투자

도표 55. 상품군별 온라인(PC)/모바일 침투율 & 온라인 중 모바일 비중

(단위: %)

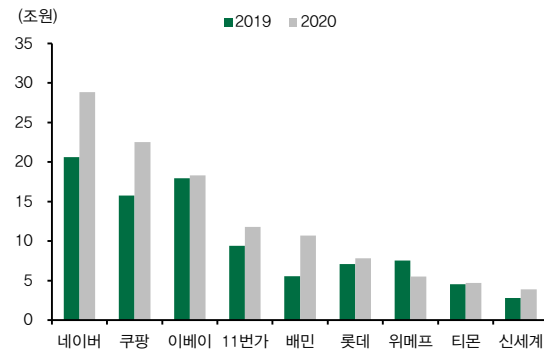
		2016	2017	2018	2019	2020
상품군별	합계	8.0	7.9	9.5	10.1	11.0
온라인(PC) 쇼핑 침투율 (차량및연료 제외)	컴퓨터가전	10.4	10.0	12.0	12.8	14.0
	서적문구	17.0	18.0	18.3	21.5	24.6
	의복신발패션	21.3	21.7	21.8	22.9	27.1
	의복신발패션	4.0	9.8	9.3	9.6	11.7
	화장품	9.5	14.5	14.3	14.6	24.2
	음식료	4.6	6.3	9.0	13.6	20.4
	가구	17.3	17.9	14.5	19.0	14.9
	합계	9.0	13.5	14.9	18.4	22.9
모바일침 쇼핑 침투율 (차량및연료 제외)	컴퓨터가전	11.7	17.0	18.9	23.3	29.1
	컴퓨터가전	11.1	14.2	19.0	23.9	29.9
	서적문구	9.3	13.1	13.8	18.2	25.9
	의복신발패션	9.6	14.3	16.4	18.9	24.3
	화장품	15.9	17.0	18.5	21.1	19.7
	음식료	5.4	6.3	8.1	10.4	15.3
	가구	14.8	18.7	26.8	28.5	34.1
	합계	52.9	62.9	61.1	64.5	67.5
온라인 중 모바일 비중	컴퓨터가전	39.4	44.1	50.8	52.6	54.9
	서적문구	46.2	51.2	64.9	60.0	69.5
	의복신발패션	70.6	59.4	63.7	66.2	67.5
	화장품	54.0	49.9	47.2	43.2	42.7
	음식료	62.6	54.0	56.4	59.1	44.9
	가구	30.3	37.6	38.7	44.3	48.8
	합계	52.9	62.9	61.1	64.5	67.5

자료: 통계청, DB금융투자

20년 국내 주요 이커머스 사업자들의 거래액은 NAVER 28조원(+36%YoY), 쿠팡 22조원(+40%YoY), 이베이코리아 18조원(+2%YoY), 11번가 12조원(+25%YoY), 배민 11조원(+92%YoY), 롯데 8조원(+10%YoY), 위메프 6조원(-27%YoY), 티몬 5조원(+3%YoY), SSG/이마트몰/신세계몰 4조원(+39%YoY), 등으로 파악된다. 점유율로 보면 NAVER 17%, 쿠팡 14%, 이베이코리아 11%, 11번가 7% 등이다.

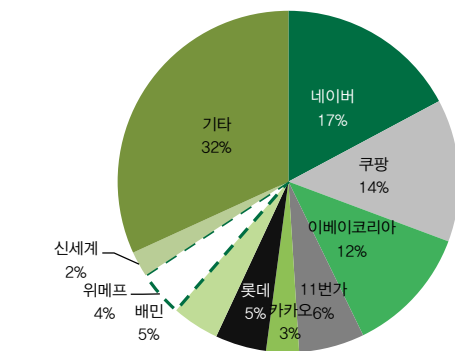
상위 사업자들은 보유 이용자 트래픽을 기반으로 온라인 쇼핑으로의 소비 패턴 Shift에 힘입어 영역이 확대되고 있는 모습이다. 향후 온라인 쇼핑은 빅데이터, 인공지능, 사물인터넷 등의 기술을 기반으로 사용자 및 상품 데이터 수집/분석이 결합되어 판매자 운영 효율 제고, 사용자 경험 개선, 상품 생산/유통/판매 고도화되는 등 신유통의 형태로 진화할 것으로 전망된다. 소비자 데이터를 보유하고 이를 활용 가능한 사업자가 향후 시장을 주도할 것으로 보임에 따라 이용자 트래픽 기반 확보의 중요성은 지속 부각될 것으로 보인다. 이에 일환으로 이커머스 사업자들은 자체 간편결제, 멤버십, 미디어 등 이용자를 Lock-in하기 위한 요인을 강화하고 소비자 데이터를 확보하려는 노력을 하고 있다.

도표 56. 국내 주요 이커머스 사업자별 거래액



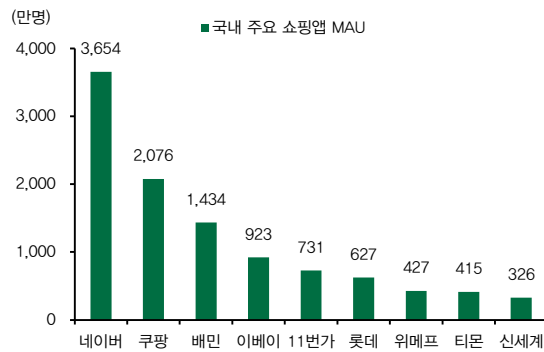
자료: 와이즈앱, DB금융투자

도표 57. 국내 이커머스 사업자별 점유율(20년 거래액 기준)



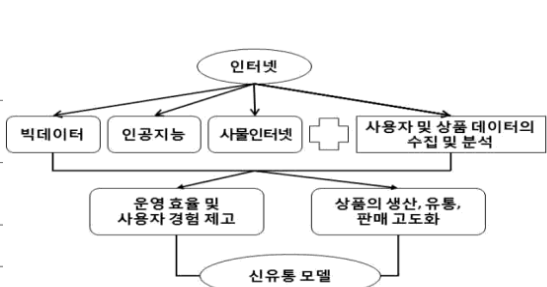
자료: 와이즈앱, DB금융투자

도표 58. 국내 주요 쇼핑앱 월간 활성 이용자수



자료: 와이즈앱, DB금융투자

도표 59. 신유통 모델의 구조



자료: KEP, DB금융투자

도표 60. NAVER 플러스 멤버십



자료: 네이버, DB금융투자

도표 61. 쿠팡의 유료 멤버십



자료: 유튜브, DB금융투자

도표 62. 국내 주요 이커머스 사업자 간편결제 및 멤버십

	NAVER	쿠팡	이베이코리아(G마켓, 옥션, G9)
자체 결제 서비스	네이버페이	쿠팡페이	스마일페이
거래액	25조원 (20년)	—	—
이용자 수	1,800만명+	1500만명+	1500만명+
적립률	1~5% (네이버플러스 가입시)	1%	0.3% (스마일카드 이용시 2%)
멤버십	네이버플러스	로켓와우	스마일클럽
가입자 수	250만명	470만명	300만명
가격	월 4,900원	월 2,900원	연 3만원
혜택	1. 네이버페이 적립 혜택 - 유효 구매금액 0~20만원까지 5% 적립 - 유효 구매금액 20만원 이상은 2% 적립 - 특가 창고, My 단골 등 혜택 중복 제공 - 한 개의 주문 상품 당 최대 20,000원 적립 2. 디지털 서비스 이용권 (4개 중 택 1) - 티빙 방송 무제한 이용권 - 네이버 웹툰/시리즈 49쿠키 - 시리즈온 영화 1편 무료 - 네이버 콘텐츠 체험팩 (5종 중 자유 선택) L VIBE 300회, 20쿠키, 마이박스 100GB 등	1. 로켓표시 상품 무조건 무료배송 혜택 2. 신선식품 새벽배송 혜택 3. 로켓상품 30일 무료반품 서비스 혜택 4. 회원전용 특가상품 혜택 및 첫 30일 최대 5% 캐시적립	1. 스마일캐시 즉시지급 37,000원 2. 상시 적립 최대 3% 3. 최고 등급 할인 12% 4. 무료 배송 스마일배송 상품 (매일 1회 쿠폰 지급) 5. 장보기 매일 할인 (당일배송 상품) 6. 배달 할인 365일
	11번가	SSG닷컴	롯데ON
자체 결제 서비스	SK페이	SSG페이	엘페이
거래액	5조원 (19년)	2.4조 (19년)	2조원 (18년)
이용자 수	1300만명+	850만명+	500만명+
적립률	1~5%	1~2%	0.5%~7% (결제수단 카드에 따라 상이)
멤버십	아마존멤버십 도입 예정 (2020.11 발표)	SSG파이낸스 클럽 (SSG PAY 유료 멤버십)	롯데오너스
가입자 수	—	—	25만명
가격	—	6개월 1만 5000원	월 2,900원
혜택	아마존 프라임 혜택 1. 월 \$12.99에 배송비 무료, 빠른 배송 서비스 2. 30분 먼저 할인 품목 구매 3. 기저귀나 영·유아 상품 최대 20% 할인 4. 아마존 프라임 비디오 무제한 시청 5. 아마존 뮤직에서 200만곡 광고 없이 감상 6. 아마존 클라우드 게임, 트위치도 이용	1. 가입비 15,000원 6개월 간 SSG머니로 100% 환급 2. 전월 사용 실적에 따라 SSG머니 추가적립 3. 금융 파트너사들과 적금, 대출, P2P투자, 보험 등 클럽 회원들에게만 제공하는 금융상품 개발	1. 연간 옐포인트 2만점 적립되어 회비 100% 환급 2. 매월 7개몰 각 2회 무료배송 3. 1% 기본 할인에 더해 무제한 추가할인 3. 0.5% 기본적립에 추가 적립

자료: 와이즈앱 언론보도 종합, DB금융투자

네이버 & 카카오, 메가 이용자 트래픽이 최고의 무기

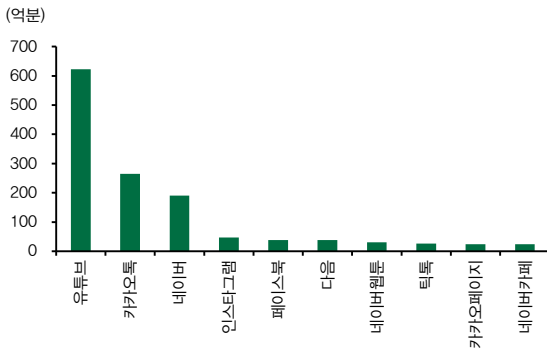
네이버와 카카오가 다른 국내 이커머스 사업자들과 차별화되는 부분은 축적된 메가 모바일 이용자 트래픽이라는 최고의 무기를 갖고 있다는 점이다. 네이버는 검색, 카카오는 메신저 등으로 우리의 일상에 밀착된 가운데 양사는 보유한 이용자 기반을 생활의 편의성, 다양성 등과 연관된 다른 영역으로 연결하여 지속 Lock-in하고 이를 통해 다양한 사업을 전개 중이다. 자산화된 트래픽으로 무장한 네이버/카카오의 시장 진입은 파급력이 클 수 밖에 없기 때문에 산업 내 기존 플레이어들에게는 부담 요인이다.

도표 63. 일상 속에 네이버와 카카오



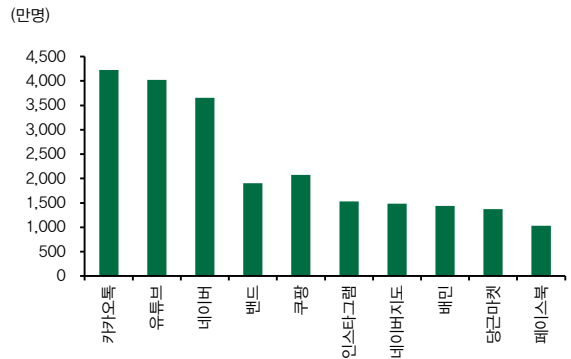
자료: DB금융투자

도표 64. 한국인이 가장 오래 사용하는 앱



자료: 와이즈앱 DB금융투자

도표 65. 한국인이 가장 많이 사용하는 앱



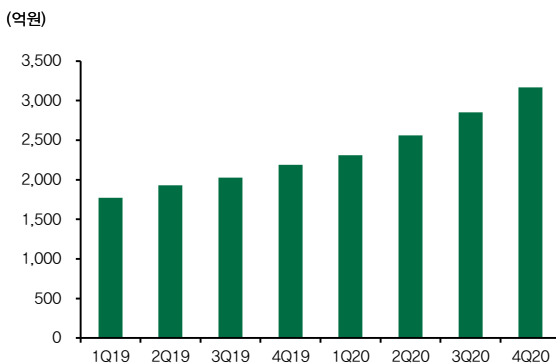
자료: 와이즈앱 DB금융투자

NAVER, 국내 No.1 이커머스 사업자

지속 성장 중인 1위 이커머스 사업자

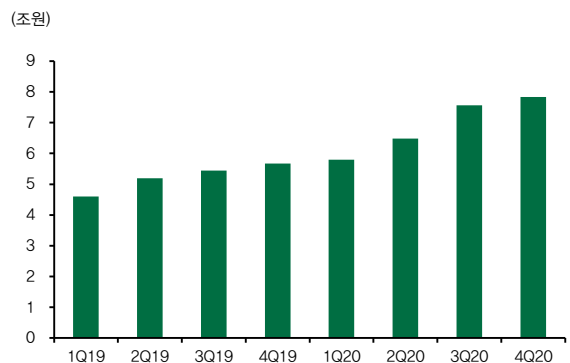
소비 패턴이 온라인 쇼핑을 중심으로 Shift되고 있는 가운데 막강한 이용자 트래픽을 보유하고 있는 NAVER는 구매 여정을 간결히 해주는 올인원 쇼핑 플랫폼을 구축을 통해 국내 이커머스 시장에서 우위를 점하고 있다. 이에 힘입어 네이버쇼핑의 거래액은 지속 확대되고 있으며 쇼핑, 중개수수료, 멤버십 등으로 구성된 NAVER의 커머스 매출도 성장세가 이어지고 있는 모습이다.

도표 66. 네이버 커머스 부문 매출액 추이



자료: 네이버, DB금융투자

도표 67. 네이버쇼핑 추정 거래액 추이



자료: 네이버, DB금융투자

NAVER의 이커머스 거래액은 제휴몰과 스마트스토어로 나뉘고, 거래액을 통한 매출은 쇼핑 검색 광고 상품인 제휴몰 CPC(Cost per Click)/CPS(Cost per Sale) 입점, 그리고 스마트스토어 입점을 통해 발생한다.

CPC는 제휴몰의 상품을 네이버 쇼핑에 등록하여 상품에 대한 정보를 노출시키고 이용자가 상품을 클릭하여 제휴몰 페이지로 이동될 때마다 일정 금액(클릭당 단가, 상품 카테고리/가격별 차등)을 부과

CPS는 조건을 충족한 제휴몰의 상품을 네이버쇼핑에 등록하여 상품에 대한 정보를 노출시키는 방식으로 매월 고정비와 네이버쇼핑을 통한 매출액의 일정 비율의 판매 수수료 부과

스마트스토어는 NAVER가 제공하는 쇼핑물 솔루션으로 간편한 무료 입점 절차를 통해 판매자가 쇼핑 물품을 운영할 수 있게 하는 소호몰 오픈 마켓 서비스이고 네이버 쇼핑을 통한 상품 판매 시에만 2%의 매출연동수수료 발생(네이버페이 수수료는 별도)

견고해지는 NAVER 쇼핑 세상

NAVER는 판매자들이 자발적으로 장사할 수 Tool을 지원하면서 데이터에 기반한 쇼핑 생태계를 구축하고 있다. 상품 데이터(남들이 가진 상품도, 남들이 갖지 않은 상품까지), 판매 데이터(얼마나 팔렸고 리뷰는 좋은지, 배송은 얼마나 걸리는지), 상세 속성 데이터(예: 원피스의 소재, 색깔, 스타일, 시즌은 무엇인지), 유저 데이터(내 사이즈/스타일에 맞는지, 지난번 구매한 신발이랑 어울리는지)를 지속적으로 확보하여 데이터를 통한 커머스 기반을 강화하고 있다. 또한 결제, 혜택, 그리고 배송까지 원스탑으로 이어지는 구매 여정을 강화하여 이용자를 Lock-in하고 관련 데이터까지 축적 중이다.

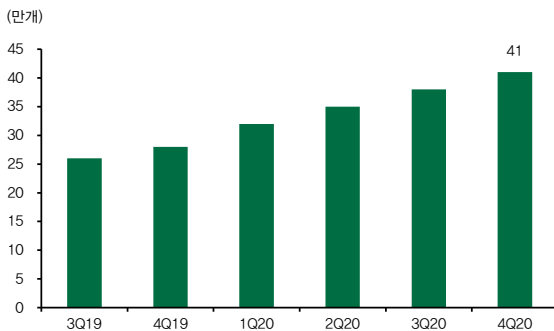
NAVER가 만들어가고 있는 쇼핑 생태계에서 판매자는 NAVER의 이용자 트래픽/자원 Tool 등을 활용하여 장사를 편하게 잘할 수 있고 구매자는 NAVER의 상품 DB와 더불어 검색/결제/혜택/배송 관련 서비스를 이용하며 더욱 효율적으로 쇼핑을 할 수 있게 된다. 또한 스마트스토어는 다른 마켓 대비 수수료도 낮은 수준이다. 이에 힘입어 판매자 유입이 지속 늘면서 스마트스토어 가맹점 수는 41만개(4Q20기준)에 달했고, 거래액도 가파르게 성장하며 NAVER 이커머스 거래액을 견인하고 있다.

도표 68. 네이버의 쇼핑 데이터 흐름

상품 참고	전열대	계산대	배송
스마트스토어	쇼핑검색/원도/쇼핑판	네이버페이	물류/오프라인 매장
상품/속성 데이터	검색/탐색/유저 선호 데이터	결제 데이터	배송 데이터

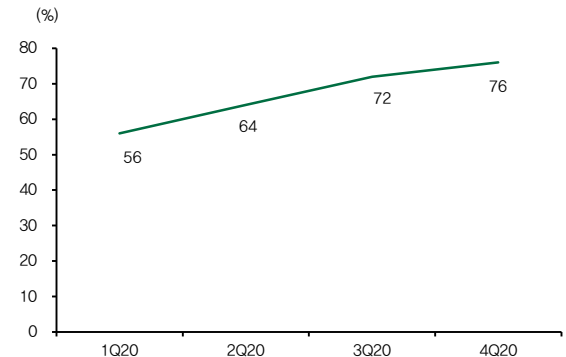
자료: 네이버, DB금융투자

도표 69. 네이버 스마트스토어 가맹점수



자료: 네이버, DB금융투자

도표 70. NAVER 스마트스토어 거래액 성장률



자료: 네이버, DB금융투자

도표 71. 주요 마켓별 판매수수료

마켓명	판매수수료	비고
NAVER 스마트스토어	1~3.74% + 2%	네이버페이 결제수수료+네이버쇼핑 매출연동수수료+
쿠팡 마켓플레이스	4~11%	쿠팡 내에서 검색 등으로 구매한 경우, 상품 카테고리별 차등, 배송비의 3.3% 수수료 부과, 부가세 별도
G마켓	1~13%	상품 카테고리별 차등, 1%는 상품권
11번가	6~20%	상품 카테고리별 차등
카카오 톡스토어	3.5~10%	기본수수료 3.5%, 각 채널을 통해 유입 후 주문된 내역은 노출 수수료 2% 부과, 특딜은 기본 수수료 10%만 부과

자료: DB금융투자

네이버쇼핑 이용자 Lock-in 요인 강화 중

NAVER는 국내 이커머스 시장에서 메가 이용자 트래픽과 쇼핑 생태계를 기반으로 우위를 점하고 있다. 이커머스가 신유통 형태로 고도화되는 과정에서 앞으로는 소비자 데이터를 보유하고 이를 활용 가능한 사업자가 시장을 주도할 것으로 전망된다. 이에 따라 이용자 트래픽 기반 확보의 중요성이 지속 부각될 것으로 보이는 가운데 NAVER는 네이버페이/멤버십플러스, 그리고 제휴를 통한 물류/콘텐츠 보안 등을 통해 이용자 Lock-in 요인을 강화 하고 있다.

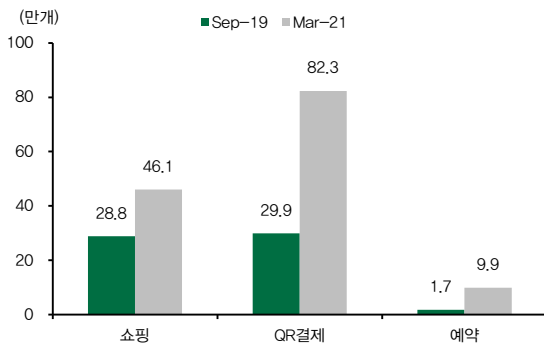
1) 네이버페이는 계산대 역할을 하면서 검색/구매/결제/적립이 원스탑으로 수행 가능한 있는 NAVER의 구매 여정 구조를 뒷받침하며 이용자의 쇼핑 경험을 개선하고 있다. 쇼핑과 시너지가 나면서 네이버페이는 안착했고 NAVER가 오프라인 사용자 확대에 집중하면서 사용자는 빠르게 확대되고 있다. 현재 네이버페이 사용자는 쇼핑 46만개, QR코드 결제 82만개, 예약 10만개이다. 네이버페이는 쇼핑과의 시너지, 온/오프라인 가맹점 증가 등으로 점차 일상화되면서 이용자를 Lock-in하고 있으며 사용이 확대되어 거래액이 네이버쇼핑 수준까지 확대된 것으로 보인다.

도표 72. 네이버의 커머스 구조



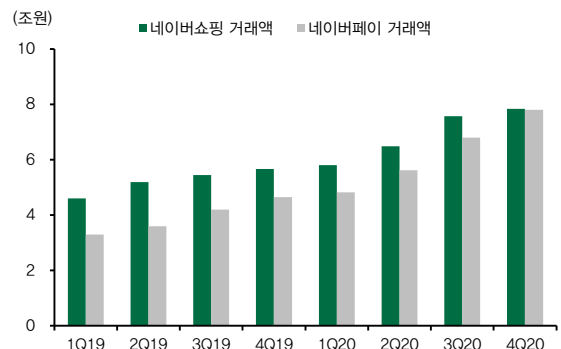
자료: 네이버, DB금융투자

도표 73. 네이버페이 분류별 사용처수



자료: 네이버, DB금융투자

도표 74. 네이버쇼핑/페이 거래액 추이

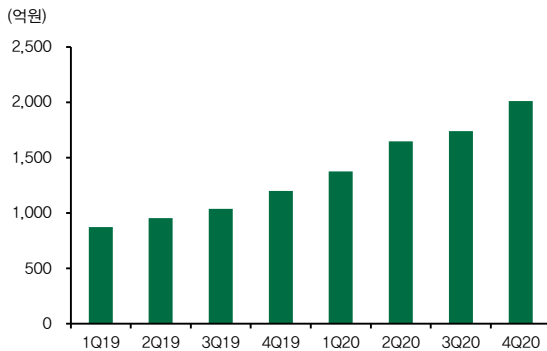


자료: 네이버, DB금융투자

네이버페이가 국내 메이저 간편결제로 자리매김함에 따라 NAVER 핀테크(네이버파이낸셜) 매출도 증가하고 있다. 하지만 간편결제(카드 기반)는 카드사 수수료, 리워드 포인트, 마케팅 등이 비용으로 반영 되기 때문에 네이버파이낸셜은 간편결제만으로 수익화가 쉽지 않은 구조이다. 네이버파이낸셜은 국내 결제 수수료 시장으로의 영역 확대를 통한 수익 창출보다는 쇼핑/페이에서 축적되는 판매자/구매자 데이터를 통해 대출 중개 등 금융 포트폴리오 론칭, 마이데이터 등 데이터 사업을 통해 수익 구조를 만들어갈 것으로 보이는데 이 과정에서 네이버쇼핑의 판매자 Lock-in 요인도 강화될 것으로 판단된다.

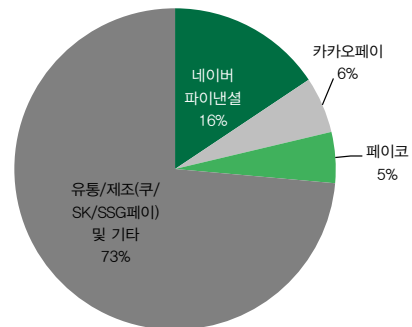
네이버파이낸셜은 매출 흐름, 단골 고객 비중, 고객 리뷰, 반품률 등 스마트스토어 데이터에 기반한 대안신용평가시스템을 통해 미래에셋캐피탈과 함께 온라인 SME 대출을 실행 중이다. 이에 따라 1금융권에서 대출이 어려웠던 스마트스토어 사업자들도 비교적 쉽게 적정 수준의 금리로 대출이 가능해졌다. 또한 자금회전에 어려움을 겪는 SME에게 배송완료 다음날 판매대금의 90%를 무료 정산해주는 빠른 정산 서비스 제공하고 있다. 이를 통해 판매자들은 보다 안정적으로 사업을 할 기회가 마련됨에 따라 지속 Lock-in되고 이는 네이버쇼핑의 생태계가 더 강화되는 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

도표 75. 네이버 핀테크 매출 추이



자료: 네이버, DB금융투자

도표 76. 19년 사업자별 카드기반 간편결제 점유율 추정



자료: 한국은행, 언론보도, DB금융투자

도표 77. 네이버파이낸셜 스마트스토어 사업자 대출 서비스



자료: 네이버파이낸셜, DB금융투자

도표 78. 네이버파이낸셜 스마트스토어 빠른 정산 서비스



자료: 네이버파이낸셜, DB금융투자

2) 네이버플러스 멤버십은 월 4,900원의 유료 서비스로 쇼핑 적립 및 디지털 서비스 이용권 혜택을 제공한다. 쇼핑 적립 대상은 네이버를 통해, 네이버페이로 결제한 상품/서비스 중 결제하기 페이지에 NPay+ 아이콘이 붙어있는 주문이며, 이용기간 1개월 동안 네이버페이 기본 적립 1%에, 0~20만원 쇼핑까지는 멤버십 적립 4%, 20만원 초과시 멤버십 적립 1%가 추가된다(상품당 2만원까지 적립). 그리고 디지털 서비스 이용권은 NAVER의 웹툰/시리즈/MBE/오디오 클립이나 CJ의 티빙을 활용할 혜택이며 4가지 옵션 중 월 1개를 선택하여 이용할 수 있다.

네이버플러스 멤버십은 네이버쇼핑 이용자에게는 해자스러운 상품이다. 월 10만원 이상 쇼핑하면 적립만으로 월 가입비를 회수할 수 있고 NAVER가 제공하는 디지털 콘텐츠도 이용할 수 있다. 이에 가입이 가입자는 출시 약 6개월만에 250만명(4Q20기준)을 넘어섰다. 적립 등의 혜택은 NAVER의 마케팅으로 반영되기 때문에 멤버십 출시 이후 마케팅비가 크게 늘어난 모습이다. 하지만 멤버십은 네이버쇼핑 이용자를 Lock-in하는 것과 더불어 월 20만원 이하 지출하는 Light User는 객단가가 가입 후 +209% 증가, 월 20만원 이상 지출하는 Heavy User도 가입 후 객단가가 30% 증가하며 거래액 확대에도 기여하고 있어 네이버쇼핑의 지배력 강화에 긍정적으로 작용하고 있다고 판단된다.

도표 79. 네이버플러스 멤버십 쇼핑 적립 혜택



자료: 네이버, DB금융투자

도표 80. 네이버플러스 멤버십 디지털 서비스 이용권 혜택



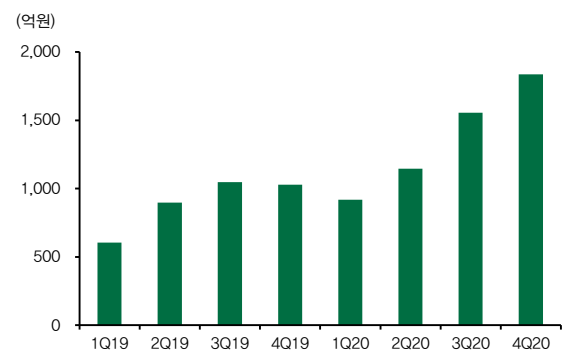
자료: 네이버, DB금융투자

도표 81. 네이버플러스 멤버십 쇼핑 적립 예시



자료: 네이버, DB금융투자

도표 82. NAVER 분기별 마케팅비 추이

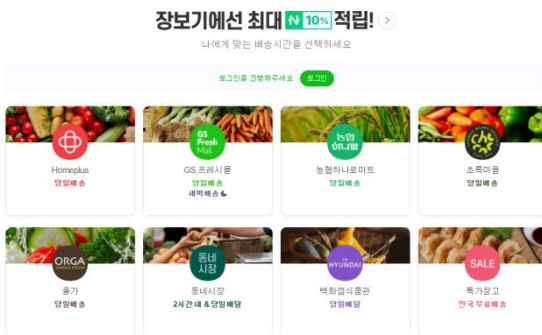


자료: 네이버, DB금융투자

2) 제휴를 통해 네이버쇼핑은 강화되고 있다. 먼저, 다른 주요 온라인쇼핑 사업자들과는 달리 데이터 웨어 하우스를 목표로 하는 네이버쇼핑은 매장/물류센터 등의 오프라인 거점을 보유하고 있지 않다. 빠른 배송, 풀필먼트 등 온라인쇼핑에서 물류의 중요성이 부각되는 가운데 관련 연결고리가 약한 NAVER는 오프라인 기반의 업체들과 전략적으로 협업관계를 만들어가며 이를 보완하고 있다. 최근 신세계와도 제휴 가능성이 거론되는 것도 이에 일환으로 보인다.

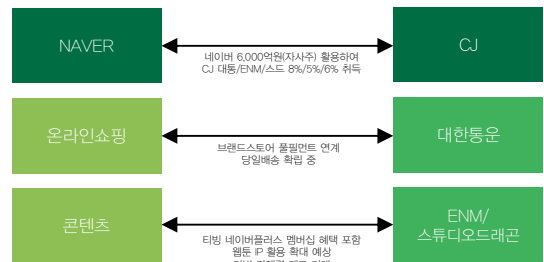
20년 8월 네이버쇼핑은 전통시장 중심이었던 장보기 서비스를 홈플러스/GS Fresh/농협하나로마트 등과 제휴를 맺고 확대했다. 이를 통해 네이버쇼핑에서도 늘어나는 이용자들의 온라인 장보기 수요를 충족할 수 있게 됐다. 그리고 20년 10월 NAVER는 CJ그룹과의 지분교환을 통해 제휴를 맺으면서 물류와 콘텐츠 부분도 보완되고 있다. 네이버쇼핑은 유통이 중요한 신선식품, 생필품 브랜드스토어 입점 업체들을 CJ대한통운 풀필먼트와 연결 중이다. 이를 통해 빠른 배송을 제공한 상품에 대해서는 이용자 구매 리뷰 및 평점에서 긍정적인 반응이 나타나는 등 고객 만족도가 높아지고 있고 향후 서비스가 확대되면서 네이버쇼핑 이용자를 Lock-in하는 요인으로 자리잡을 것으로 보인다.

도표 83. 네이버쇼핑 장보기 서비스 확대



자료: 네이버, DB금융투자

도표 84. NAVER & CJ 크로스



자료: 네이버, DB금융투자

도표 85. 브랜드 스토어 당일배송 확립 중



자료: 네이버, DB금융투자

도표 86. CJ를 통한 네이버쇼핑 브랜드스토어 풀필먼트 연계



자료: 네이버, DB금융투자

NAVER와 CJ의 콘텐츠 사업의 제휴도 네이버쇼핑 이용자 리텐션에 기여할 것으로 판단된다. CJ와의 제휴로 NAVER는 CJ ENM의 OTT 티빙에 자본 투자도 계획하는 등 티빙과도 협력도 이어질 것으로 보인다. NAVER는 네이버플러스 멤버십 디지털 콘텐츠 이용권에 티빙을 추가하면서 디지털 서비스 혜택을 보완했다.

그리고 최근 웹툰 IP의 파급력이 커지고 있는 가운데 향후 CJ그룹과 함께 네이버웹툰 IP를 활용한 영상 콘텐츠 제작이 확대될 것으로 보인다. 제작된 네이버웹툰 IP 콘텐츠가 티빙을 통해 서비스되면 OTT로서 티빙의 경쟁력이 제고되고 이는 네이버플러스 멤버십 가입자 혜택 개선으로 이어져 네이버 쇼핑의 이용자 Lock-in 효과는 강화될 것으로 판단된다.

도표 87. 네이버플러스 멤버십 혜택에 추가된 CJ 티빙



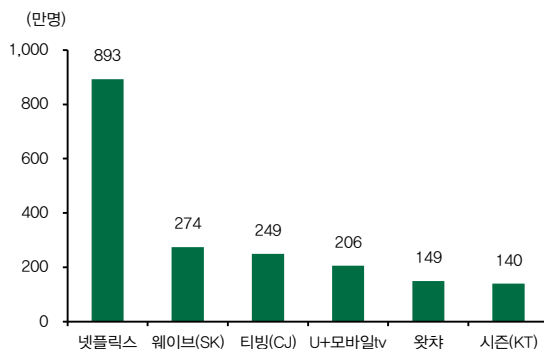
자료: 네이버, DB금융투자

도표 88. 네이버웹툰IP/스드 제작/넷플릭스 방영 화제작



자료: 네이버, DB금융투자

도표 89. 국내 OTT별 월간 사용자 수



자료: 와이즈앱, DB금융투자

도표 90. 21년 기대작 (네이버웹툰IP, 스토리/스니 공동제작)



자료: 네이버, DB금융투자

카카오, 특 기반의 커머스 생태계 구축 중

카카오 성장의 또 하나의 축 커머스

카카오는 우리의 일상에 밀착된 카카오톡에 기반하여 독자적인 커머스 생태계를 구축 중이다. 카카오 대표 커머스 관련 사업은 선물하기, 쇼핑하기(톡딜), 메이커스 등이다. 직매/중개 방식이 혼재되어 있는 선물하기/쇼핑하기/메이커스의 매출은 플랫폼 부문 내에 톡비즈로 분류된다. 톡비즈는 카카오톡 광고비즈보드와 커머스의 확대에 힘입어 카카오의 성장을 견인 중이다.

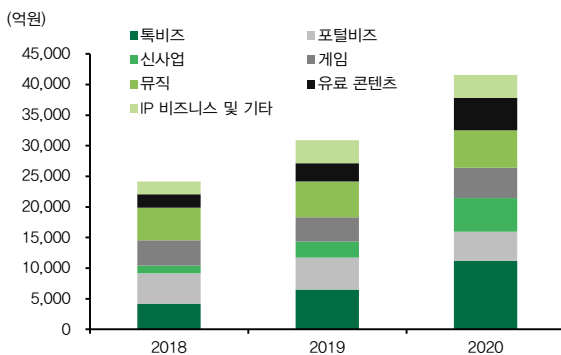
도표 91. 카카오 매출 구성/비중

(단위: %)

매출구성	매출비중		비고
	2019	2020	
플랫폼 부문	46.4	51.6	
톡비즈	21.0	26.9	카카오톡 광고(비즈보드, 카카오톡채널, 이모티콘 등) 거래형 커머스(선물하기, 톡스토어, 메이커스 등)
포털비즈	16.9	11.5	다음 PC/Mobile, 카카오톡리/스타일/페이지, 기타 자회사광고
신사업	8.5	13.2	모빌리티,페이, 엔터프라이즈, 기타(기타 연결 종속회사)
콘텐츠 부문	53.6	48.4	
게임	12.9	11.9	PC/모바일, 카카오 VX
뮤직	19.0	14.7	멜론, 음원유통
유료콘텐츠	9.6	12.7	카카오페이지, 다음웹툰, 픽코마
IP 비즈니스 및 기타	12.1	9.0	카카오프렌즈, 카카오키움(음원유통 제외)

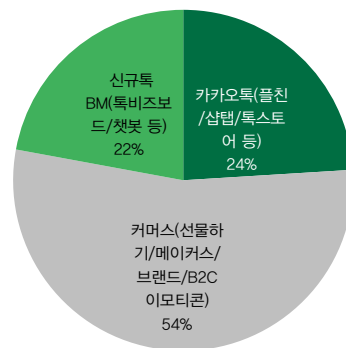
자료: 카카오, DB금융투자

도표 92. 카카오 커머스 매출액 추이



자료: 카카오, DB금융투자

도표 93. 2020년 톡비즈 내 매출 비중 추정



자료: 카카오, DB금융투자

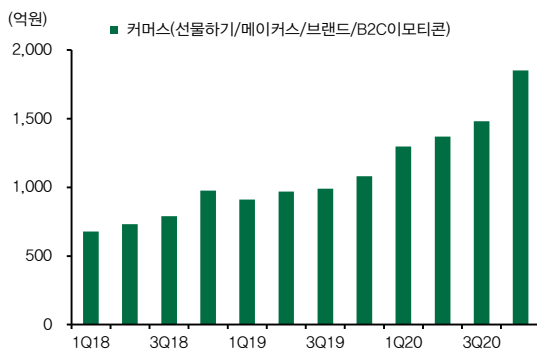
선물하기는 카카오톡에 접목되어 일상의 관계와 대화 속에서 메시지를 보내듯 편하게 선물을 주고 받는 메신저 기반의 커머스 플랫폼이다. 선물하는 대상과 상황에 적합한 선물 큐레이션을 제공하고 선물을 받는 사람이 직접 주소를 입력할 수 있어 주소를 몰라도 간편하게 선물 가능하다.

카카오 쇼핑하기의 주요 서비스인 톡딜은 판매자에게는 톡딜 할인(공동구매) 기능과 다양한 노출 채널을 패키지로 제공하여 마케팅 고민을 덜어주고 사용자에게는 2명만 모이면 할인가에 상품을 구매하고, 카카오포인트까지 적립받는 공동구매 형태의 커머스이다.

메이커스는 생산자와 소비자를 직접 연결하여 클라우드 펀딩을 기반으로하는 선주문 및 공동주문 전용 서비스이다. 메이커스는 주문을 받고, 그 수량만큼 생산하는 낭비 없는 생산과 가치 있는 소비를 지향한다.

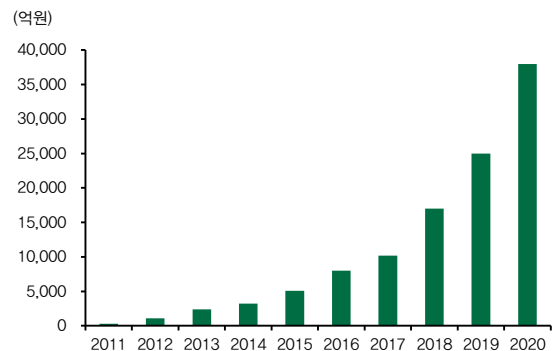
2020년 카카오키퍼의 주요지표를 보면 월간 구매자 1,021만명, 선물하기 MAU 2,173만명, 커머스 거래액 +64%YoY(선물하기 +52%YoY, 톡스토어 +292%YoY, 메이커스 +60% YoY) 등으로 카카오키퍼의 메가 트래픽을 기반으로 카카오키퍼의 커머스 사업은 빠르게 성장하고 있는 것으로 보인다. 현재 카카오키퍼의 메인은 선물하기이며 2020년 기준 선물하기의 거래액은 3조원(+20%YoY) 규모로 지속 확대되고 있는 것으로 추정된다. 톡딜을 필두로 하는 톡스토어도 국내 이머커스 사업자들의 거래액 성장을 크게 상회하며 안정하고 있는 모습이다.

도표 94. 카카오키퍼 추정 매출액 추이



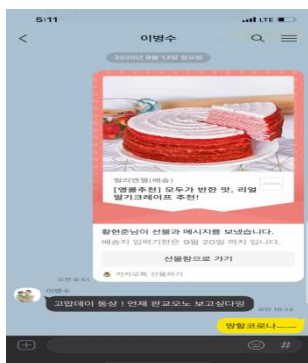
자료: 카카오키퍼, DB금융투자

도표 95. 카카오키퍼 선물하기 추정 거래액 추이



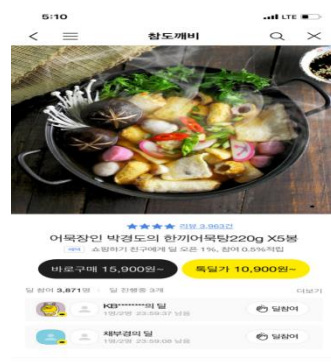
자료: 카카오키퍼, DB금융투자 주: 20년 거래액은 당사 추정

도표 96. 대화처럼 주고 받는 카카오키퍼 선물하기



자료: 카카오키퍼, DB금융투자

도표 97. 딜참여해서 할인받는 공동구매 카카오키퍼 쇼핑하기 톡딜



자료: 카카오키퍼, DB금융투자

카카오커머스, 접근성에 기반한 이용자 경험을 기반으로 역량 제고 중

카카오커머스의 경쟁 우위는 무엇보다 국민 메신저 카카오톡을 통한 사용자 접근성이다. 이에 기반하여, 선물하기는 온라인화가 더딘 매스티지 및 럭셔리 시장 중심으로 지속 공략하고, 쇼핑하기는 점진적으로 개인 Seller에게도 오픈하여 특채널, 푸쉬메시지 등 카카오톡의 Tool을 통해 판매 경험을 개선하면서 오픈 마켓으로서의 역량이 제고될 것으로 보인다. 또한, 활성화 중인 라이브커머스도 빅 브랜드 중심에서 향후 일정 자격을 갖춘 톱스토어 파트너에게도 개방되고 메이커스는 신제품 테스트 배드로 기능이 고도화되면서 카카오 커머스 성장에 기여할 것으로 기대된다.

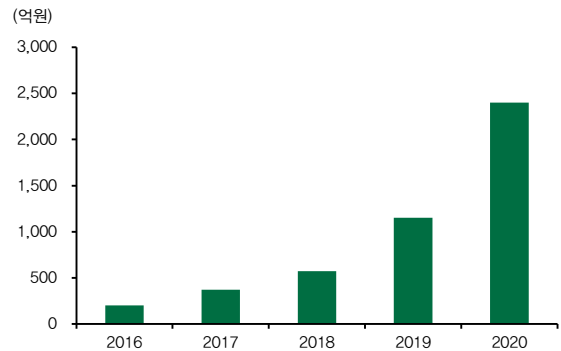
카카오커머스 확장은 카카오페이 간편결제 사용 증가로 이어질 수 있을 것으로 보인다. 페이는 적립/혜택 측면에서 상대적으로 이용자를 Lock-in하며 커머스를 뒷받침하는 요인은 약하지만 다른 사업자들이 간편결제가 쇼핑을 보완하는 것과는 다르게 페이는 커머스 성장의 수혜를 받을 수 있을 것으로 보인다. 페이는 송금 기반으로 이용금액이 확대되어 기충전된 금액을 사용하는데 익숙한 이용자들을 보유하고 있고 현재도 수익화가 용이한 선불지급 간편결제 비중이 높다. 이에 따라 커머스의 성장을 통해 간편결제 거래금액이 늘게되면 페이의 수익성 개선에 유리하게 작용할 가능성도 있어 보인다.

도표 98. 카카오톡 커머스는 매스티지 및 럭셔리 시장 공략



자료: 카카오톡, DB금융투자

도표 99. 카카오톡명품상품 거래액 추이



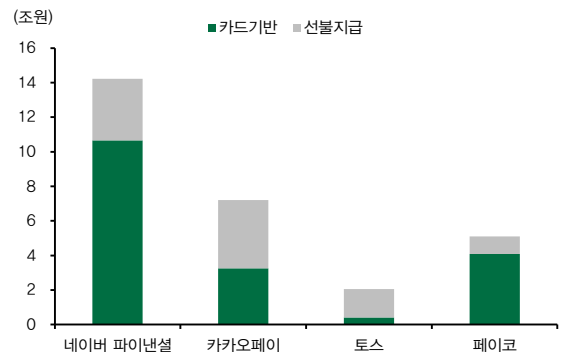
자료: 카카오톡, DB금융투자

도표 100. 카카오톡 쇼핑하기 거래액 가파르게 성장 중



자료: 카카오톡, DB금융투자

도표 101. 19년 업체별 간편결제 형태별 이용금액 추정



자료: DB금융투자

카카오가 이베이코리아를 인수한다면...

20년 거래액 기준 국내 3위 사업자 이베이코리아의 매각이 본격화되고 있다. 이베이코리아는 19년 매출액 1.1조원, 영업이익 615억원을 기록, 20년에도 거래액이 전년대비 15% 증가하면서 실적이 개선됐을 것으로 보이며 예상 매각 가격은 4~5조원으로 언급되고 있다.

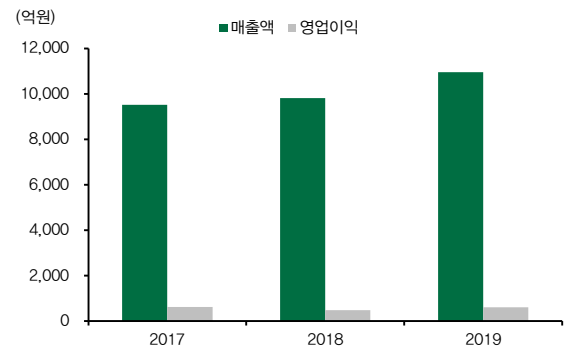
온라인 사업자 중에는 카카오가 이베이코리아의 인수 의지가 있는 것으로 알려졌다. 카카오의 2020년 거래액은 약 5조원 수준으로 추정되는데 이베이코리아 인수시 합산 20년 거래액은 24조원으로 NAVER에 이어 2위가 된다. 그간 카카오는 매스보다는 매스티지/럭셔리 시장 공략이 우선순위이나 톡스토어를 통해 매스마켓에서 입지를 다지고 있고 확장에 대한 조심스럽게 고민을 지속하고 있는 것으로 파악된다. 고려해야 할 부분이 많지만 메가 트래픽으로 무장한 카카오가 이베이코리아를 통해 매스마켓에서의 영향력 확대를 본격화한다면 분명 기존 플레이어들에게는 부담요인으로 작용할 것으로 보인다. 금번 딜이 국내 이커머스 시장의 방향성에 어떤 영향을 미칠지 주목할 필요가 있어 보인다.

도표 102. 카카오가 이베이코리아를 인수한다면...



자료: 언론보도, DB금융투자

도표 103. 이베이코리아 실적추이



자료: 언론보도, DB금융투자

도표 104. 이베이코리아 매각 개요

설립	2000년(2011년 이베이옥션 합병 후 사명 변경)
대표이사	전향일
20년 거래액	20조원(+15%YoY)
매각 주관사	모건스탠리, 골드만삭스
주요주주	이베이(UK) 100%
인수 후보군	카카오, 신세계, 롯데, GS리테일, 칼라일, KKR, MBK 등
예상 매각가	4~5조원
예비 입찰일	2021년 3월 16일

자료: 언론보도, DB금융투자

V. 메기에 대응하는 오프라인 기반 사업자의 전략

신세계 & 이마트의 (주)에스에스지닷컴

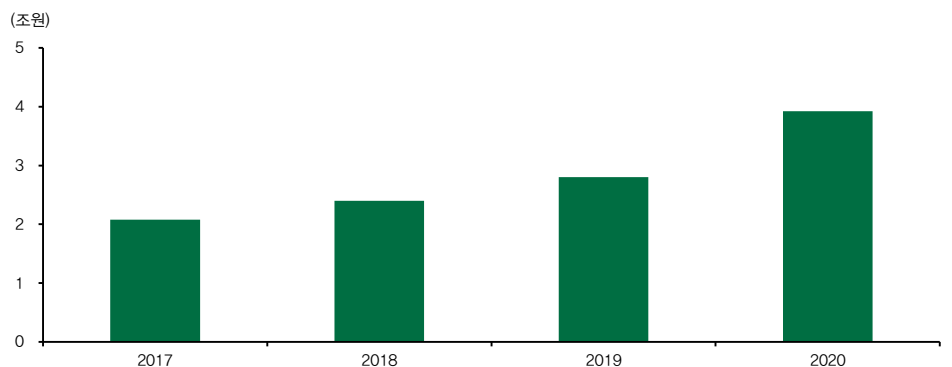
2019년 3월, 신세계그룹은 온라인 법인인 ‘(주)에스에스지닷컴(이하 SSG닷컴)’을 공식 출범했다. 2018년 12월, 신세계와 이마트로부터 온라인 사업을 각각 물적분할 한 후, 이마트몰이 신세계몰을 흡수합병하는 방식으로 새로운 온라인 통합 계열사를 론칭했다. 이는 온라인 사업을 신성장동력으로 설정하면서 주요 판매 채널에 대한 통합 투자, 단일화된 의사 결정, 전문성 강화를 하기 위한 결정이라고 판단된다. 신세계는 3대 유통 대기업(신세계, 롯데쇼핑, 현대백화점) 중 온라인사업 선두주자이고 이마트라는 오프라인 매장을 활용할 수 있다는 점에서 업계의 기대가 컸다. 그러나 쿠팡/티몬/11번가 등 온라인 전문 유통업체들의 새벽 배송, 물류 시스템 등을 따라잡을 수 있을지에 대한 우려 또한 존재한다. SSG닷컴은 ①신선식품 등의 새벽 배송 확대, ②온·오프라인 시너지를 위한 PP센터 활용, ③판매 품목 수 확대 전략으로 거래액 및 매출을 성장시킬 것이라고 판단된다.

도표 105. 신세계그룹 온라인사업 주요 연혁

날짜	연혁
1997년 7월	신세계몰 오픈
2000년 12월	이마트몰 오픈
2004년 8월	이마트몰 사업부 (주)이마트로 편입
2010년 4월	신세계몰 사업부 (주)신세계로 편입
2012년 10월	이마트몰, 신세계몰 사업부 통합
2014년 1월	통합 온라인몰 SSG.COM 오픈
2014년 6월	업계최초 온라인전용센터 NE.O 001 오픈
2016년 2월	업계최초 온라인전용센터 NE.O 002 오픈
2018년 11월	투자운용사 어피티니(Affinity), 비알브이(BRV) 등으로부터 온라인 사업 1조 투자 유치
2018년 12월	온라인 사업 물적 분할(주)이마트→(주)이마트몰, (주)신세계→(주)신세계몰)
2019년 3월	온라인 신설법인 (주)에스에스지닷컴 출범

자료: 신세계, DB금융투자

도표 106. 연도별 SSG닷컴 거래액(GMV) 추이



자료: 이마트, DB금융투자

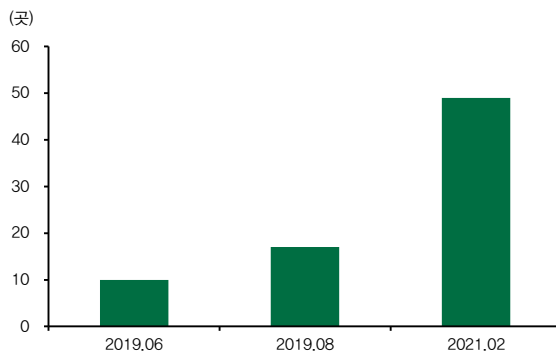
전략 ①: 네오(NEO) 활용 및 가능 품목 수 증가로 새벽 배송 확대

쿠팡이 온라인 유통업계 중 1위를 차지할 수 있었던 것은 전날 밤 12시 전 주문하면 다음 날 아침 상

품이 도착하는 ‘새벽배송’의 힘이 컸다. 신세계는 새벽배송 없이는 기존의 온라인 유통업체와 경쟁하기 힘들다고 판단하여 온라인 전용 물류센터인 ‘네오(NEO)’를 활용하였다. 네오는 ① 물류 작업 과정의 80%가 자동으로 이루어져 배송 과정이 효율적이라는 점, ② 가공·신선식품이 새벽배송주문의 80%를 차지한다는 점을 감안하여 상품이 배송지에 도달하기까지 상온에 노출되지 않는 ‘콜드체인’ 시스템을 구축했다는 점에서 강점을 지닌다.

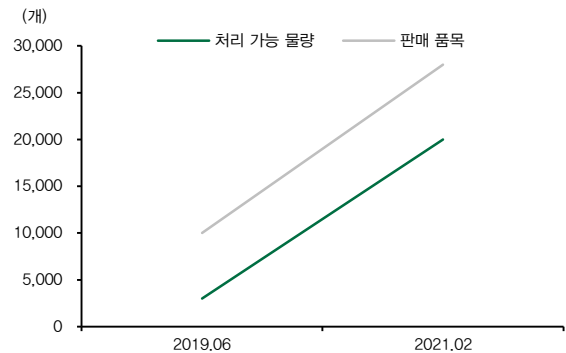
2019년 6월 새벽배송 서비스를 시작하였을 때에는 서울 10개구 대상이었지만, 현재 수도권 지역 49개구를 대상으로 하고 있으며, 처리 가능 물량 또한 3,000건에서 20,000건으로 약 일곱배 증가하였다. 판매 품목 또한 동기간 내 1만여개에서 2만 8,000여개로 약 세배 증가하였다. 외형성장을 일궈낸 것과 동시에, SSG닷컴의 재고상품회전기간은 10.9일(2019년 기준)으로 동종업계 중 가장 짧은 수준이다. 이는 SSG닷컴의 네오(NEO)센터 물류 시스템이 재고 관리를 효율적으로 하고 있다는 것을 의미한다. 현재 네오(NEO)센터는 용안·김포에 총 세 곳이 운영되고 있다. 부지 물색 등의 문제로 계획이 지연되고는 있지만 계획대로 향후 5년 내에 추가 8곳이 설립된다면 추가적인 외형성장 및 효율적인 재고관리를 기대할 수 있을 것이다.

도표 107. 새벽 배송 가능 지역 수



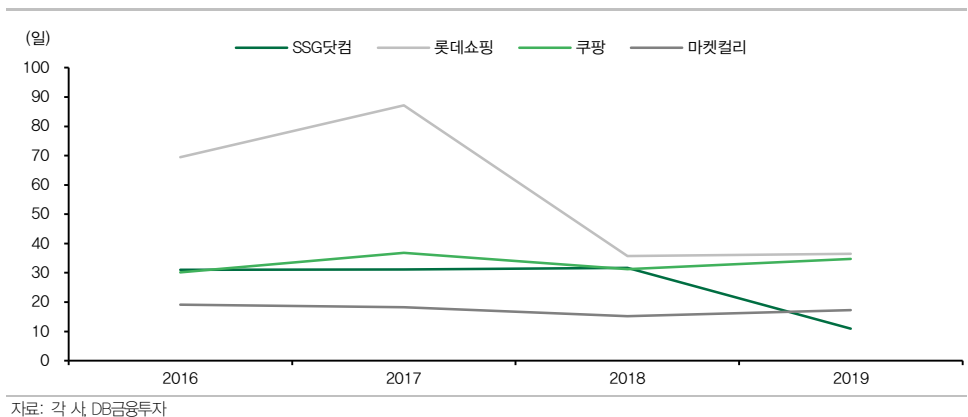
자료: 신세계, DB금융투자
주: 군·구 기준

도표 108. 처리 가능 물량 수 및 판매 품목 수



자료: 신세계, DB금융투자

도표 109. 업체별 재고상품회전기간

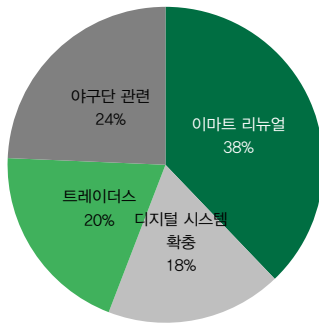


전략 ②: PP센터, 온·오프라인 협력 시너지

이커머스 업체와 비교했을 때 신세계, 이마트의 가장 큰 차이점은 오프라인 매장을 보유하고 있다는 것이다. 이마트의 경우, 국내 대형마트 중 점포 수 1위인 점을 활용하여 전국 곳곳에 깔린 점포를 거점 물류망인 PP센터로 활용하고 있다. 매장 밖에서는 이 공간이 보이지 않으며, 장보기 전문사원인 '피커'가 SSG닷컴에서 주문받은 상품을 선별하여 대신 장을 보고, 포장 및 배송하는 피킹 서비스를 진행한다. PP센터는 상대적으로 성장이 둔화되고 있는 비식품 매장을 줄여 만드는 것이기 때문에 공간 효율화에도 도움이 된다.

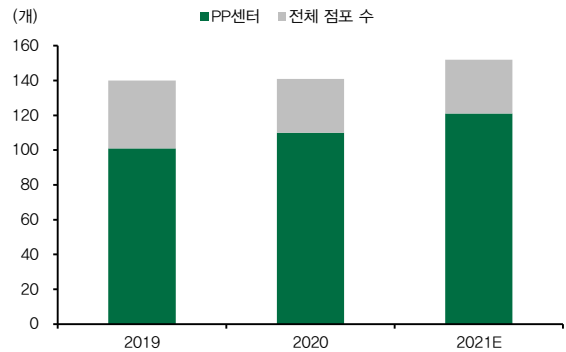
PP센터 평균 매출이 2Q20 기준 YoY+30% 성장하고 있고, SSG닷컴의 성장으로 가동률이 90%이상에 육박함에 따라 이마트는 PP센터 추가 도입을 계획하고 있다. 2021년 총투자 목표액인 5603억원 중 약 37.5%인 2100억원이 할인점 리뉴얼 작업에 쓰일 예정이다. 이에 따라 기존점 내 10곳의 PP센터가 신규 건립된다. 따라서 올해 말에는 2월 오픈하는 연산점 내 PP센터와 기존점 리뉴얼을 포함하여 121개까지 증가할 전망이다. 이에 더해 기존 PP센터의 캐파 확대 작업까지 이루어져 SSG닷컴의 물류센터 CAPA는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 이마트 월계점의 경우, PP센터 도입 전후로 월계권역 SSG닷컴 주문건수는 15%, 매출은 25% 증가하는 모습을 보였다. 이로 미루어봤을 때 PP센터 CAPA 확대는 SSG닷컴 매출 성장을 견인할 것이라고 판단한다.

도표 110. 2021년 이마트 분야별 투자 목표액



자료: 이마트, DB금융투자

도표 111. PP센터 개수



자료: 이마트, DB금융투자

전략 ③: 오픈마켓 네이버와의 협업 등으로 판매 품목/채널 확대

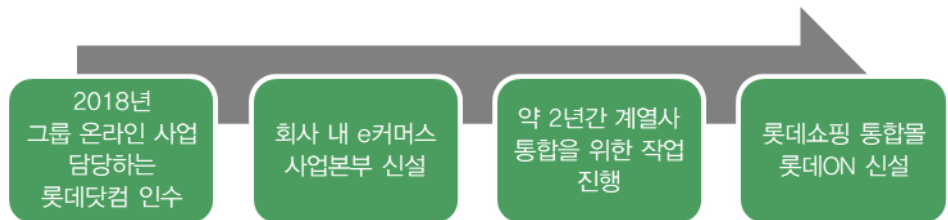
앞서 언급했듯 SSG닷컴은 물류센터 면에서 강점을 지니고 있지만, 이커머스에 비해 판매 품목 수가 적다는 단점 또한 존재한다. 2021년 2월 기준, 쿠팡과 지마켓은 품목 수가 각각 약 2억개, 1억개지만 SSG닷컴은 1000만 여개로 20배, 10배 정도 차이가 난다. 롯데ON은 유통 대기업의 온라인몰이라는 점에서 SSG닷컴과 공통점을 지니지만, 출범 초(20년 4월) 오픈마켓과 병행하면서 판매 품목 수 7500만 여개로 SSG닷컴의 약 8배이다.

이러한 한계를 해결하기 위해 SSG닷컴은 올해 내로 오픈마켓을 도입할 것으로 보인다. 이를 통해 ① 다양한 셀러를 도입시켜 그동안 한계점으로 꼽혔던 품목 수 부족을 해결하고 상품 경쟁력 향상, ② 상품 수 증가로 트래픽 증가시켜 광고 수익 증대, ③ 현재 유통법이 오픈마켓에는 해당되지 않으므로 의무휴업일에 상품 배송이 가능해짐에 따른 서비스 공백 최소화 효과를 기대할 수 있다. 다만 자사 입점 상품과 오픈마켓 상품 경쟁, 오픈마켓의 수수료가 상대적으로 낮은 것에 따른 수익성 감소 등이 여전히 위험 요소로 손꼽힌다. 이러한 위험 요소를 해결하기 위하여 네이버 스마트스토어 등과 협업을 도모하는 등 기존 오픈마켓과는 다른 운영방식이 필요하다고 판단한다.

롯데쇼핑의 롯데ON

2020년 4월, 분산되어있었던 롯데 7개 계열사(롯데백화점, 롯데마트, 롯데홈쇼핑, 롯데닷컴, 하이마트, 롯데슈퍼, 롭스 등) 쇼핑몰을 한 번의 로그인으로 연결하는 통합 앱인 롯데ON이 출시되었다. 이는 온라인 유통사업이 차세대 핵심 성장동력임을 인정하고 온·오프라인 시너지를 극대화하기 위한 것으로 판단된다. 후발주자인만큼 기존 유통업체와의 차별점이 필요했고, 롯데쇼핑 측에서는 ①초개인화 및 등급제 개편으로 인한 충성고객 확보, ②바로배송, 릴레이배송 등 차별화 배송, ③공격적인 마케팅 행사 ④투자 확대를 위한 자산매각 등의 전략을 펼치고 있다.

도표 112. 롯데ON 통합 과정



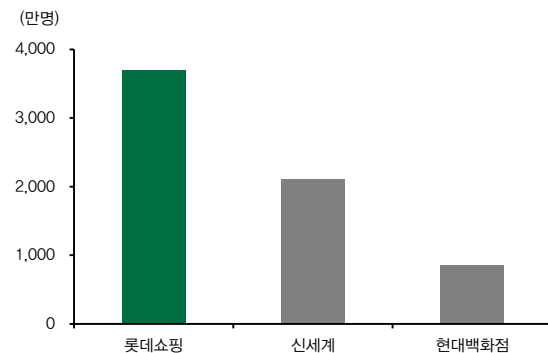
자료: 롯데쇼핑, DB금융투자

전략 ①: 초개인화 및 등급제 개편으로 인한 충성고객 확보

롯데쇼핑의 강점은 국내 인구수의 77%에 달하는 4,000만명의 빅데이터(롯데멤버스 기준)를 가지고 있다는 것과 백화점, 마트, 홈쇼핑, 드럭스토어까지 다양한 형태 매장을 보유하고 있다는 점이다. 이러한 두가지 장점을 살려 차별화를 두기 위하여 롯데ON은 출범 초기부터 초개인화를 제시했다. 회원들의 빅데이터를 인공지능으로 분석한 후 고객 행동과 상품 속성을 400여개로 세분화 하여 해당 고객과 가장 비슷한 구매 패턴을 보이는 다른 고객의 구매리스트를 참조했다. 초기에는 롯데ON 내에서 구매한 상품들만을 대상으로 데이터 분석이 이루어져 한정적이었다. 서비스가 안정화되면서 온라인과 오프라인 데이터 통합이 이루어져 고객 니즈를 충족시킬 수 있을 것이라고 판단한다.

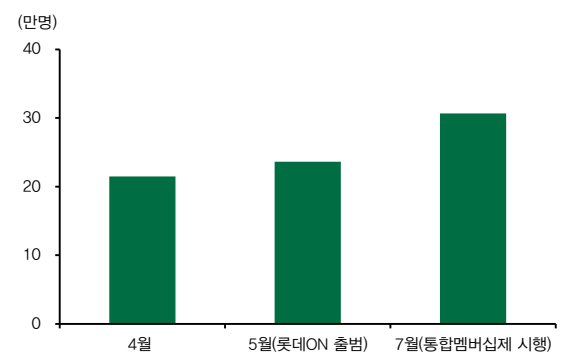
또한, 롯데ON으로 온라인몰을 통합하면서 계열사별로 상이했던 고객등급제를 하나로 묶어 통합 등급제를 실시하여 유료회원인 롯데오너스 가입자 수를 약 30% 증가시켰다. 롯데오너스 누적 가입자 수는 롯데ON 출범 후 10% 가량 증가하였고, 통합 등급제를 실행한 후에는 30% 가량 증가한 모습을 보였다. 구매액 기준 최상위 0.5% 고객이 롯데ON 전체 매출의 약 20%를 차지하기 때문에 충성고객 록인(Lock-In) 및 증가가 중요하다는 점에서 위와 같은 현상은 긍정적이다. 다만, 롯데오너스 무료체험제(한달 동안 무료로 롯데오너스 멤버십을 체험 가능하고, 두번째 달부터 결제되는 제도)를 시행했다는 점에서 일시적인 증가일 수 있다고 판단한다. 따라서 롯데오너스를 체험해본 고객 수가 지속적으로 유지되기 위해서는 등급별 혜택 강화, 계열사 내 등급제 확대 등 잔존 유인이 필요할 것이다.

도표 113. 각 사별 보유 고객 데이터 수 비교



자료: 각 사 DB금융투자
주: 각사 온·오프라인 통합 멤버십 가입자 수 기준

도표 114. 유료회원 롯데온니스 월별 누적가입자 수

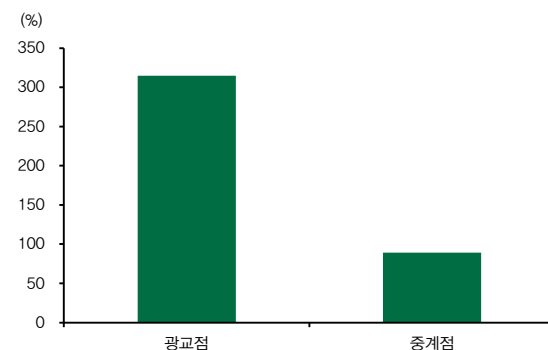


자료: 신세계, DB금융투자

전략 ②: 바로배송, 릴레이배송 등 차별화 배송

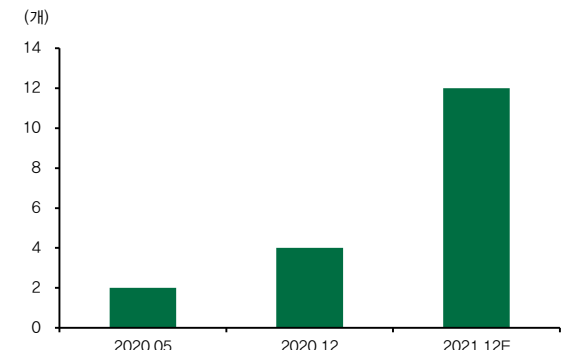
새벽배송이 온라인 유통시장의 판도를 뒤집고 난 후, 롯데쇼핑 측에서는 이를 넘어서는 배송 전략이 필요하다고 판단하였고, 이에 따라 바로배송, 새벽배송, 매장픽업, 최근에는 릴레이배송까지 차별화 전략에 나서고 있다. 바로배송은 롯데ON 내 롯데마트 온라인몰에서 주문 시, 2시간 안에 상품을 받아볼 수 있는 서비스이다. 바로배송 서비스가 처음 도입된 광고점과 중계점의 경우, 도입 후 하루 평균 온라인 주문 건수가 전년 동기대비 각각 314.7%, 89.3% 상승하였으며, 신선식품이 온라인 주문에서 차지하는 비중이 기존 35%에서 45%로 상승하였다. 롯데마트는 이러한 바로배송 서비스를 위해 매장 내에 피킹 스테이션과 컨베이어벨트, 후방 자동화 패킹 설비가 들어간 스마트 스토어 및 세미다크 스토어를 활용하고 있으며 추가 설립을 계획 중이다. 물류센터 설립 비용없이 증가하는 온라인 주문 물량을 생산할 수 있어 이익 면에서도 유리할 것으로 판단된다.

도표 115. 하루 평균 온라인 주문 건수 연간 성장률



자료: 롯데쇼핑, DB금융투자
주: 2020년 5월~12월과 전년 동기기간을 비교

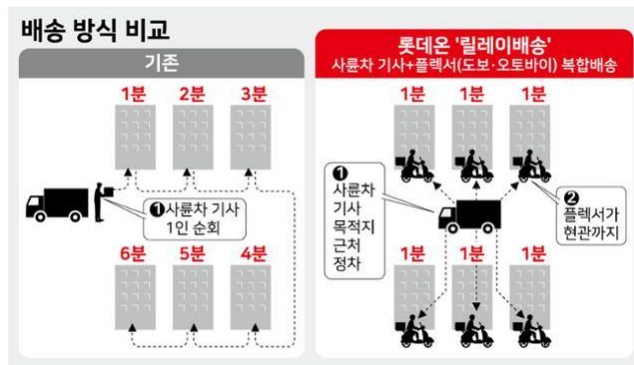
도표 116. 스마트 스토어 점포 수



자료: 롯데쇼핑, DB금융투자

또한 올해 2월, 배송 플랫폼 PLZ와 협업하여 새로운 형태의 배송인 릴레이배송을 시범 도입하였다. 릴레이 배송은 차량 배송기사가 운전부터 집 앞 방문까지 책임지는 일반적인 방식과 달리, 배송기사 담당 공간인 CP에서 배송기사가 플렉서에게 배송 물품을 넘겨주면 플렉서들이 집앞까지 배송하는 구조이다. 배송 구역이 세분화됨에 따라 배송 시간이 감소하여 시범 운영시 일주일간 배송 건수가 60% 이상 증가하였다. 다만, 플렉서라는 인력 추가에 따른 비용상승이 우려된다. 롯데ON 측에서는 우선 릴레이 배송으로 바로배송 물량을 늘려 고객 수를 증가시킨 후 이익 개선에도 집중하겠다는 계획이다. 배송 주문량이 많은 지역을 우선으로 릴레이 배송 서비스를 확대한다면 고객 수 증가를 견인할 것으로 전망한다.

도표 117. 릴레이 배송 방식과 기존 배송 방식 비교

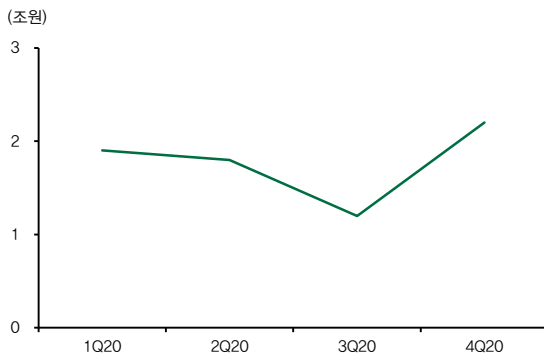


자료: 롯데쇼핑, DB금융투자

전략 ③: 공격적인 마케팅 행사

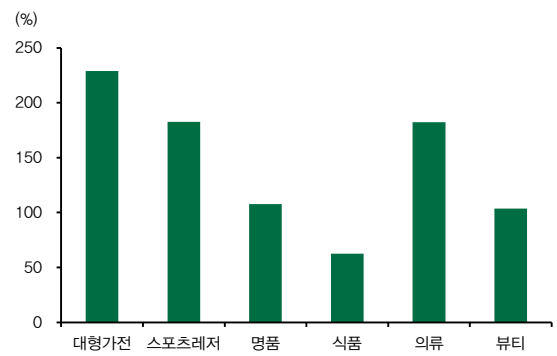
이렇게 배송전략, 충성고객 유치 등 다양한 전략에도 불구하고 2020년 3분기까지 롯데ON 거래액(GMV)는 오히려 감소하는 모습을 보였다. 이에 따라 롯데ON 측에서는 2020년 9월부터 공격적인 마케팅 전략을 펼치며 대형 행사를 개최하였다. 매주 월요일의 '퍼스트먼데이' 행사, '롯데ON 블랙프라이데이' 등 정기적/비정기적 행사들이 연달아 열리면서 20년 4분기에는 전분기 대비 약 30% 성장한 2.2조원의 거래액을 보였다. 2020년 11월 방문 고객은 롯데ON 설립 직후인 5월과 비교하여 68.7% 증가, 월평균 결제 금액은 25.6% 증가하였다. 동기간 내 대형가전 매출은 229.1% 증가, 스포츠레저 매출은 182.6% 증가, 명품 매출은 107.6% 증가, 식품/의류/뷰티는 각각 62.5%/182.3%/103.6% 증가하며 품목별로도 고른 성장을 보였다. 이렇게 공격적인 마케팅 행사로 고객 수를 늘린 후, 초개인화 서비스/멤버십 혜택/배송전략 등으로 재구매율을 높인다면 꾸준한 외형 성장을 기대할 수 있을 것이다.

도표 118. 롯데ON 2020년 분기별 거래액(GMV)



자료: 롯데쇼핑 DB금융투자

도표 119. 품목별 매출 성장률

자료: 롯데쇼핑 DB금융투자
주: 2020년 5월과 11월을 비교**전략 ④: 투자 확대를 위한 자산 매각 및 점포 구조조정**

2020년 11월, 롯데쇼핑 측은 백화점, 마트, 아울렛 등을 롯데 리츠에 매각하여 약 7300억원의 현금을 확보하게 되었다. 롯데백화점 중동점(1,717억원), 안산점(986억원), 롯데아울렛 이천점(2,753억원), 롯데마트 계양점(761억원), 춘천점(610억원), 김포몰류센터 토지(514억원) 등을 매각하였다. 롯데ON 몰류센터 투자 및 M&A, 롯데마트 점포 리뉴얼 등 유통막 확보에 현금 자산이 쓰일 것으로 전망된다. 또한 수익성 악화로 인해 구조조정 대상인 롯데슈퍼·롯데마트 점포를 몰류센터로 활용하는 점포 효율화 전략도 지속적으로 이루어지고 있다.

현대백화점, 통합몰 대신 계열사별 온라인몰

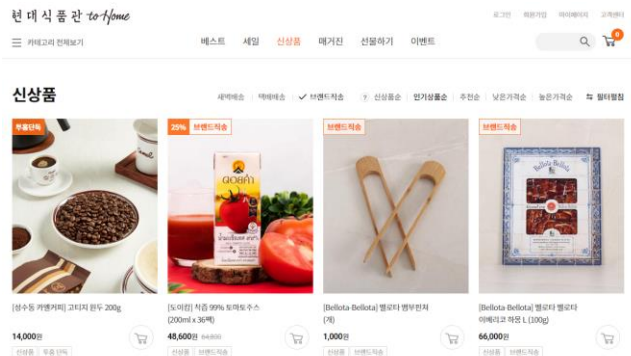
SSG닷컴, 롯데ON 등 통합몰을 운영하고 있는 경쟁사들과 달리, 현대백화점은 더현대닷컴, 리바트몰, Hmall 등 각 계열사별 온라인 몰 강화에 집중하고 있다. 경쟁사들이 대형마트를 활용하여 전국 물류망을 확보할 수 있는 것과는 달리, 백화점 중심의 판매전략을 펼치고 있어 통합 온라인몰은 비용 부담이 크기 때문인 것으로 판단된다. 또한, 온라인몰을 차세대 성장 동력으로 삼고 적극적으로 오프라인 점포 구조조정을 하고 있는 롯데쇼핑과는 달리, 현대백화점은 면세점, 아울렛 등을 강화하고 프리미엄 백화점인 ‘더현대서울’을 얼마전 개점하는 등 오히려 오프라인 강화 전략을 펼치고 있다. 동시에 ① 경쟁사 주력 제품군과는 차별화되는 프리미엄 식품 배송, ② 중장년층 타겟팅 등의 전략을 펼치고 있다.

전략 ①: 경쟁사 주력 제품군과는 차별화되는 프리미엄 식품 배송

현대백화점 또한 경쟁사들처럼 온라인내 주력 상품으로 식품 품목을 판매하지만, 오프라인 백화점의 프리미엄 식품관을 온라인에도 적용하는 방식이 차별점이다. 신세계, 롯데쇼핑 등은 대형마트를 보유하고 있기 때문에, 대형마트 구매 목적인 장보기가 온라인에서도 이어질 수 밖에 없다. 현대백화점은 대형마트가 없기 때문에 이러한 식료품보다는 백화점 식품관에서 판매하는 전문 식당가 요리, 델리·베이커리, 브랜드 매장 제품 등을 주요 품목으로 선정했다. 이에 따라 현대백화점은 식품 전문 온라인몰 현대식품관 투훅을 열고 작년 7월, 새벽배송을 시작했다. 현대백화점 식품관의 신선식품 대부분과 가정간편식(HMR)을 대상 품목으로 지정했다. 가정간편식(HMR) 제품들 또한 시판 제품이 아니라, 전국 맛집 53곳의 1000여 개를 가공식품화 한 것이다. 전문 식당가, 브랜드 매장의 경우에는 고객이 주문하면 인근 점포에서 조리하여 바로 배달해주는 바로투훅 서비스를 운영 중이다. 이는 온라인 쇼핑몰의 성격보다는 배달의 민족, 요기요등과 같은 배달 플랫폼의 성격을 띤다. 장보기 느낌의 구매보다는 백화점에서 할 수 있는 프리미엄 경험을 집으로 가져간다는 성격이 강하다.

이러한 새벽배송 서비스를 위해서 현대백화점은 김포에 물류센터를 마련하고, 바로투훅 서비스를 무역센터점에서 시작하고 수도권 전역으로 확대할 계획을 세우고 있다. 그러나, 서비스가 가능한 지역이 한정적이라는 점, 백화점은 물류센터로 활용하기가 어렵고 대형마트의 부재로 물류센터를 따로 건설해야 한다는 점 등이 한계점으로 꼽힌다. 또한 프리미엄 식품군으로 차별화 전략을 펼쳤으나, 고가 제품군이기에 소비층이 한정적일 것으로 판단된다.

도표 120. '현대식품관 투홈 온라인 몰 판매 제품들



자료: 현대백화점 DB금융투자

전략 ②: 중장년층 타겟팅

판매 품목이 고가 제품 및 브랜드 제품에 집중되어있는만큼, 현대백화점 투홈 및 H몰 등은 40~60대 중장년층을 타겟팅하는 전략을 펼친것으로 분석된다. 할인 행사 안내 등 텍스트가 있는 부분을 최대 30% 가까이 확대하고, 상품 이미지 수도 세배 이상 늘려 주요 소비층의 이해가 쉽도록 도왔다. 빅데이터를 활용한 자동 추천 서비스를 강화하여 상품 검색 기능이 상대적으로 부족한 중장년층의 니즈를 충족했다. 여기에 더 나아가 현대백화점에서 판매하는 고가 라인의 패션/잡화/스포츠/리빙 브랜드 제품들을 현대H몰에서 동일하게 판매하기 때문에, 백화점 매장에서 고액을 소비하는 중장년층의 소비 패턴과 일치할 것으로 판단한다.

도표 121. 연령대별 온라인 쇼핑몰 앱(App) 사용자 순위

	10대	20대	30대	40대	50대	60대
1위	쿠팡	쿠팡	쿠팡	쿠팡	쿠팡	쿠팡
2위	지그재그	위메프	11번가	11번가	11번가	11번가
3위	번개장터	11번가	위메프	위메프	홈쇼핑	홈쇼핑
4위	무신사	지그재그	G마켓	G마켓	G마켓	당근마켓
5위	11번가	티몬	티몬	티몬	옥션	위메프
6위	에이블리	당근마켓	옥션	옥션	GS샵	G마켓
7위	옥션	G마켓	당근마켓	GS샵	위메프	GS샵
8위	당근마켓	에이블리	GS샵	CJ몰	현대Hmall	롯데홈쇼핑
9위	GS샵	무신사	인터파크	홈쇼핑	당근마켓	옥션
10위	위메프	번개장터	CJ몰	당근마켓	CJ몰	현대Hmall

자료: 닐슨코리아, DB금융투자

APPENDIX : 네이버/카카오/이마트/롯데쇼핑 Q&A

NAVER 이커머스 관련 컨콜내용 요약

1. 이커머스 부문 매출액은 거래금액은? 카테고리별로 나눌 수 있나요?

커머스 총거래 금액은 공개한 적이 없다. NAVER의 거래액은 제휴물과 스마트스토어로 나뉜다. 19년부터 전체 거래액에서 스마트스토어 거래액 비중이 더 커졌다. 20년에는 제휴물 거래액은 플랫폼 성장의 대부분이 스마트스토어에서 나오고 있다.

2. 이커머스 부문 마진을 구분할 수 있나요?

커머스만 수익성을 구분할 수 있는 구조가 아니다. 커머스 매출에서 절반이상이 광고 형태로 발생한다. 쿠팡이랑 다르다. 결국 광고로 돌아오는걸로 쇼핑 사업을 인식하고 있다.

3. 코로나19에도 이커머스 사업자간의 매출 성장의 격차가 크다고 하는데, 당사 이커머스 영향은?

NAVER와 쿠팡이 성장을 견인하고 있다. 양사가 다른 사업자들 거래액을 흡수하고 있고 지금은 강점을 살린 쪽으로 계속 거래액이 늘거 같다. 양사가 공동으로 성장하는 그림이 올해도 지속 될듯.

4. 이마트, CJ그룹과의 협업에 대한 평가와 향후 방향성은 어떤 것으로 보는가요?

CJ와는 브랜드 스토어들 중에 신선식품이랑 생필품 등 유통이 중요한 스토어를 대통이랑 풀필먼트 연결해주고 있다. 지금 9개 풀필먼트 연계되서 당일배송으로 확립하고 있다. 나머지 CJ랑 협업은 콘텐츠 쪽이 크다.

이마트가 장보기에서는 제일 크다. 거래액이 몇 천억 수준. 그다음이 마켓컬리, 쿠팡, 네이버 장보기. 네이버랑 이마트랑 커넥션이 생기면 보완이 되는 거라고 본다. 외부에서 잘하는 사업자 데리고 오는게 네이버의 전략. 이마트가 오프라인 물류시스템이나 점포가 유통의 중간 지점이 될수 있기 때문에 우리랑 다른 세그먼트라고보고 제휴하면 보완이 된다는 것이다. 네이버는 알리바바 모델처럼 외부 제휴로 가고 있다고 보면된다. 우리가 직접 물류를 하는건 생각 안하고 있다 그래서 더 오프라인 업체들이랑 협업관계를 만들어가야 하는 것이다. 신선식품 잘하는 사업자 데려와서 플랫폼 이점을 누리게하는게 더 맞다고 본다.

5. 쿠팡 상장이 성공시, 저가격 정책, 로켓배송 지속 예상되는데 당사에 미치는 영향은?

쿠팡은 성공했고 되게 잘하는 회사라고 생각한다. NAVER와는 비즈니스 모델이 좀 다르다. 푸드배송 등 카테고리가 겹치거나 쿠팡에서 검색해서 쇼핑하는 패턴이 시작되지 않는 이상 양사가 같이 성장하는 모습이 이어질 것으로 본다.

6. 쿠팡 상장후 이커머스 업계 변동의 방향성을 어떻게 예상하는지요?

쿠팡 외에 다른 사업자들은 뒤처졌다고 본다. 코로나 때문에 승자 패자 더 갈렸다. 쿠팡이 자금을 활용을 하면 성공할걸로 보고 있다. NAVER 대부분의 전략이 쿠팡을 따라잡고 우리가 잘하는걸 잃지 말자는 방향이다.

7. 쿠팡의 상장가치를 얼마정도로 예상하는지요?

개인적으로 35조원 정도이지 않을까 본다.

8. 이커머스 시장 규모 161조원, 침투율이 40%에 근접했는데, 코로나19 종료이후 이커머스 시장은 어떻게 될지요?

한국이 워낙 침투율이 높은 나라고 세계를 선도하는 부분도 있는데 침투율이 좀 애매한 개념이기도 하다. 네이버에서 검색해보고 백화점에서 사는거랑 백화점에서 보고 네이버에서 검색해서 사는거랑 어떻게 온이고 오프인지 모호하다. 코로나19 끝나고 다시 발걸음을 완전히 돌릴거냐를 보면 온라인쇼핑은 생각보다 유지되는 숫자일 것 같다. 21년 전망에대해서 자신있게 이야기할 수 있는회사 잘 없겠지만 네이버가 시장 성장률을 언더퍼폼하기 어려워보인다. 침투 속도가 좀 떨어질수있지만 그안에서 점유율을 늘릴수 있는 사업자는 네이버일 것 같다.

9. 올해 이커머스 부문 실적 가이드는?

21년 전망에 대해서 자신있게 이야기 할 수 있는 회사는 잘 없겠지만 네이버가 시장 성장률을 언더퍼폼하기 어려워보인다. 침투 속도가 좀 떨어질 수 있지만 그 안에서 점유율을 늘릴수 있는 사업자는 네이버일 것 같다. 이커머스 거래액이 세그먼트별로 다변화되고 있다. 배송우선인 것은 협업이나 풀필먼트 통해서 쿠팡 따라가고 나머지 잘 지키면 승산 충분하다고 본다.

롯데쇼핑 이커머스 관련 컨콜내용 요약

1. 이커머스 부문 매출액은 거래금액은? 카테고리별로 나눌 수 있나요?

2020년 7개 사업부 합산 이커머스 매출은 6.3%YoY성장한 7.6조원을 기록했음. 백화점은 0.4%YoY감소한 1.6조원, 마트는 28%YoY증가한 4,900억원, 하이마트는 22%YoY증가한 7,100억원 등을 기록했지만 롯데온 메인몰은 6%YoY감소한 1.7조원에 그침. 롯데온 접속 문제 등이 해소된 4Q20 들어서 롯데온의 매출은 플러스 전환을 기록하기 시작함

2. 코로나19에도 이커머스 사업자간의 매출 성장의 격차가 크다고 하는데, 당사 이커머스 영향은?

2020년은 이커머스 산업에 중요한 한 해 었음. 식음료 중심 거래액이 급증했고, 시니어 연령층이 대거 이커머스 시장에 진입함. 롯데온은 초기 운영상의 문제로 고객을 잃었음. 네이버는 패션에서 강점으로 보였고 스마트스토어의 성장은 백화점 매출에 부정적인 영향을 줬음. 쿠팡은 식음료/식자재 부문에서 빠른 배송을 기반으로 위협적인 성장세를 보임

3. 네이버와 이마트, CJ그룹과의 협업에 대한 평가와 향후 방향성은 어떤 것으로 보는가요?

시장의 화두는 협업과 상생으로 변화하고 있음. 네이버는 이미 F&B 부문에서도 잘하고 있음. 대한통운과의 협력은 비교적 강력한 시너지를 낼 수 있을 것으로 추정됨. 네이버 입장에서는 CJ와의 협력으로 확실한 우량 고객 확보가 가능해질 것으로 보임

4. 쿠팡 상장이 성공시, 저가격 정책, 로켓배송 지속 예상되는데 당사에 미치는 영향은?

처음부터 롯데는 이커머스 사업에서의 가격 경쟁 중심으로 전략을 구상하지 않았음. 상장후 저가격 경쟁은 지속될 것이며, 일정 부분 타격이 있을 것으로 보지만, 당사는 계획대로 사업전개할 예정임

5. 쿠팡 상장후 이커머스 업계 변동의 방향성을 어떻게 예상하는지요?

쿠팡, 네이버가 선두를 형성하고 쓱과 롯데온이 뒤쫓을 것으로 예상함. 쿠팡의 강점은 빠른 배송이고, 네이버는 네이버페이가 될 것으로 예상함. 롯데온도 자동화, 배송 물류 업그레이드, 유료 회원제 서비스 등으로 대응 예정임

6. 온라인 고객수는? 락인효과 너무 낮은 것 아닌지?

2000년대 중반 롯데멤버십에서 멈춰있는 것은 아닌지요? 연간 회원수는 340만명이며 강한 락인전략을 추진하기 어려운 상황인 것은 사실임

7. 쿠팡의 상장가치를 얼마정도로 예상하는지요?

네이버 시가총액이 60조원임. 미국 장기채 금리 상승, 성장주 위협받고 있음. 개인적인 의견을 전제로 부담스러운 면이 없다고 볼 수 없음

8. 젊어진 롯데그룹 경영진과 인력 변화가 그룹 전반에 어떤 영향을 주고 있는지요?

그동안 공채중심으로 운영됨. 이커머스 대로로 IT전문가 영업 계획임. 새로운 경영진과 함께 조직 분위기 변화될 전망이다

9. 홈플러스 같은 기업을 쿠팡이 인수 할 수 있을 것으로 보는지요?

크게 관심두지 않고 있으며, 홈플러스 가치에 대해서도 고민해보지 않음

10. 이커머스 시장 규모 161조원, 침투율이 40%에 근접했는데, 코로나19 종료이후 이커머스 시장은 어떻게 될지요?

상품군별로 패션은 성장이 없었고, F&B는 크게 성장함. 2021년에도 코로나19 영향을 지속되고 온라인 시장의 두자릿수 성장은 지속될 전망이다. 다만 2022년 온라인 성장은 주춤할 것으로 예상함

11. 올해 이커머스 부문 실적 가이드는?

이커머스 거래액 기준 롯데온 매출 성장율 20~30% 기대하고 있음

12. 이베이코리아 매물에 대한 관심은?

그룹 차원의 부담스러운 빅딜은 어려울 것임. 리스크 있는 상황으로 판단하며 여유자금도 없음. M&A 한다면 유망한 스타트업이 될 것임

이마트 이커머스 관련 컨콜 요약

1. 쓱닷컴 2020년 거래금액과 신선식품 부문 성장률은 어느 정도인가요? 경쟁사 동향은 어떤가요?

2020년 쓱닷컴의 전체 거래금액은 37%YoY성장한 3.9조원 수준임. 쓱닷컴 거래금액중 신선식품은 7,000억원 수준이며 이는 전년대비 61%가량 성장함. 11번가, 위메프, 티몬 등의 거래금액은 정체내지는 역신장한 것 비교할 때 이커머스 시장은 상위 사업자 중심으로 재편중임

2. 코로나19에도 이커머스 사업자간의 매출 성장의 격차가 크다고 하는데, 코로나19에 따른 당사 이커머스 부문의 매출 영향은?

이커머스 부문 2020년 성장 목표치는 25%성장이었는데 실제로는 37%가 나왔음. 코로나19로 인한 영향이 있었다고 판단함. 2021년에도 두자릿수 성장이 지속될 것으로 전망함. 당사가 강점을 가지고 있는 신선가공 식품 부문에서의 경쟁력을 높여가겠음. 비식품 부문에서는 쿠팡, 네이버간의 카테고리 전략이 겹치면서 경쟁 상황이 심화될 가능성도 있어 보임

3. 네이버와의 협업, 향후 방향성은 어떤 것으로 보나요?

아직 공식적인 내용이 없음. 개인적 견해이지만, 네이버 페이의 이마트 온라인에서의 활용 및 이마트가 보유하고 있는 유통 소프트웨어의 공유 등이 가능할 것으로 생각됨

4. 네이버와 CJ그룹과의 협업에 대한 평가와 향후 어떤 영향이 있을 것으로 보나요?

CJ대한통운, ENM, 빅히트 전방위적인 협력 관계 구축을 통한 집객 방어에 집중할 것으로 전망함

5. 쿠팡 상장이 성공시, 저가격 정책, 로켓배송 지속 예상되는데 당사에 미치는 영향은?

네이버와 쿠팡은 카테고리, 상품, 오픈마켓 형태 등에서 상당히 중복됨. 쓱닷컴은 전체 온라인 쇼핑 시장(161조)에서 차지하는 비중이 낮지만(4조원) 식품부문 경쟁력을 바탕으로 갈길 가겠음

6. 쿠팡 상장후 이커머스 업계 변동의 방향성을 어떻게 예상하시나요?

쿠팡 상장 및 이베이코리아 M&A 가격에는 코로나19 영향이 상당히 있는 것으로 판단함

7. 컬리, 오아시스 신선식품에서 나름 선전하고 있고, 네이버는 커머스와 네이버페이를 연결하면서 전방위적 협업 확대하고 있으며 쿠팡은 이미 락인에 성공한 것 같은데, 이마트 온라인의 락인 전략은?

후레쉬푸드 부문에서의 경쟁력 분명히 공산품, 비식품 부문과 다름. 온라인 사업 10년간 축적된 노하우를 바탕으로 탄탄한 성장 가능할 것임

8. 쿠팡의 상장가치를 얼마정도로 예상하시나요?

PSR 2~3배를 적용한 것으로 보임. 알리바바 상장시 시장점유율 30%수준이었음. 현재 쿠팡의 국내 시장 점유율은 13%수준임. 역시 개인적인 의견임을 전제로 향후 이커머스 시장에서의 지배력 강화 가능성이 상당히 많이 반영하고 있는 것으로 판단함

9. 홈플러스 같은 기업을 쿠팡이 인수 할 것으로 보는지요?

사모펀드의 요구수익률을 감안시 매각 가격에 대한 부담이 있지 않을까 보는 시각도 있을 수 있음

10. 이베이코리아의 인수 가능성과 적정 인수 금액은 어느정도라고 생각하시는지요?

신선 가공식품의 중심으로 하고 있는 당사로서는 고민이 필요없는 대상임. 현재 언론에서 언급되고 있는 매각가치에는 코로나19에 따른 영향 등이 포함되어 있는 것으로 보임

11. 올해 온라인 부문 실적 가이드는?

2021년 쓱닷컴 매출 성장 가이드는 22%수준이며 금액기준 4.8조원 수입임. 2020년 대폭적인 영업 적자 축소가 진행됐고 21년에도 균형감있는 수익성 개선이 진행될 것으로 전망한. PP센터 중심의 CAPA상승을 계획중이며 2023년 네오004를 오픈할 예정임

카카오 이커머스 관련 컨콜 요약

1. 이커머스 부문 거래금액은? 선물하기, 메이커스, 토크스토어 구분할 수 있나요? GP마진율은? 영업이익률은?

20년 총 거래액은 64% 성장했다. 세분화하면 선물하기 52%, 토크스토어 292%, 메이커스 69%이다. 선물하기의 비중이 높다. 수익성은 19년 카카오 커머스의 영업이익률이 26%였는데 20년에도 수익성 단에서 변화가 크게 있을만한 요인은 없을 것으로 보인다.

2. 코로나19에도 이커머스 사업자간의 매출 성장의 격차가 크다고 하는데, 코로나19에 따른 당사 이커머스 부문의 매출 영향은?

20년에 크게 성장했는데 선물하기는 추석 선물 등이 늘었던 것을 보면 코로나19 영향이 일부 있었던 것 같고, 토크스토어가 가파른 성장률을 보였는데 이는 19년 하반기 공식 런칭했고 안착하는 과정이기 때문에 이에 따른 영향이 있는 것으로 보인다.

3. 쿠팡 상장이 성공시, 저가격 정책, 로켓배송 지속 예상되는데 당사에 미치는 영향은?

커머스 시장을 매스, 매스티지, 럭셔리로 구분할 수 있는데, 카카오는 선물하기 쪽에서 매스티지/럭셔리 시장을 공략하고 있다. 시장 규모 측면에서 매스보다 매스티지/럭셔리가 더 크고 아직 온라인 침투율이 낮은 편이라 기회가 있다고 본다. 매스 시장은 토크스토어가 하고 있는데 아직 오픈 플랫폼은 아니다. 브랜드 중심이기 때문에 물류나 이런 부분을 셀러들이 자체적으로 소화하고 있어 쿠팡과 직접 경쟁하는 상황은 아니다. 향후 토크스토어는 퀄리티 컨트롤을 하면서 차츰 셀러풀을 넓혀갈 계획이다.

4. 코로나19 이후 이커머스 업계 변동의 방향성을 어떻게 예상하시나요?

한번 바뀐 소비 습관이 다시 바뀌지 않을 것으로 보고 있다. 카카오 커머스를 보면 구매 경험 등의 이점에 기반하여 반복구매/재구매율 높게 나타나고 있고 코로나19 이후에도 성장이 계속 될 것으로 보고 있다.

5. 컬리, 오아시스는 신선식품에서 나름 강점 보유. 네이버는 커머스와 네이버페이 연결하고 협업 확대, 쿠팡은 이미 락인에 성공한 것 같은데, 카카오의 온라인의 전략은?

커머스 경험이 워낙 좋다보니 반복구매율이 높다. 토크스토어는 토크 키프트카드라고 해서 이타적 공유 행위 형태로 친구에게 포인트를 선물하여 유입시키고 있다. 선물하기도 셀러가 커머스포인트를 연계하는 부분이 있어 이용자 리텐션하는데 도움이 되고 있다.

6. 이베이코리아의 인수 가능성과 적정 인수 금액은 어느 정도라고 생각하시는지요?

카카오는 우리는 IM을 받은 사업자 중 하나고 어떤 점에서 시너지가 있을지, 인수가 적정한지 검토하고 있는 단계이다. 커머스 자체 전략이 매스티지/럭셔리 오리엔트이지만, 토크스토어가 사업을 키우고 있고 이베이코리아의 도움을 받아서 커질수도 있다고 보고, 투자건 관련해서 계속 주시하고 있었는데 기본적으로 매스 쪽으로 확장에 대해서는 조심스럽다.

7. 올해 이커머스 부문 실적 가이드스는?

커머스만의 가이드스는 없지만 톱비즈 50% 성장 제시하고 있다. 작년 톱비즈에서 광고가 82%, 커머스가 60% 성장했는데 높은 기저에도 불구하고 올해도 높은 성장률을 이야기하는 이유는 광고와 커머스 모두 올해 잘 성장할 것으로 보고 있기 때문이다.

8. 네이버, CJ 제휴 등 오프라인 사업자와의 협업 관련 견해는?

모든 플레이어들이 이용자/셀러 특성이 다르고 역량도 다르다. 그들에게 맞는 것이 우리한테도 맞을지는 모르겠다. 풀필먼트/로지스틱 등은 매스마켓 진출과 연관이 있는데 관련한 M&A나 파트너십에 대해 조심스럽고 신중한 전략을 가지고 있다. 지금 매스 시장 점유율이 낮는데 진입해서 어떻게 경쟁 우위를 가져갈지 고민하고 있다. 그리고 제휴 등을 통한 협업이 어떻게 카카오의 생태계와 잘 융합되는지도 중요하다. 산물하기는 배송에 대한 민감도가 낮은 편인데 명품류는 배송에 대한 고민이 일부 있다. 직접 투자하기보다는 잘하는 사업자와 파트너를 맺는게 맞는 것 같다. 카카오 커머스의 우선적인 목표는 커머스에 대한 다양한 니즈가 있는데 이에 대해 좋은 구매 경험을 제공하는 것이기 때문에 다양한 시도를 많이 할 계획이다.

Buy

NAVER

035420

목표주가(상향)

500,000원

현재주가(03/12)

380,500원

Up/Downside

+31.4%

투자의견(유지)

Buy

2021. 03. 16

Lock-in 요인 강화로 더 견고해지는 네이버쇼핑

Analyst 황현준

네이버쇼핑 이용자 Lock-in 요인 강화 중: NAVER는 국내 이커머스 시장에서 메가 이용자 트래픽과 쇼핑 생태계를 기반으로 우위를 점하고 있다. 이커머스가 신유통 형태로 고도화되는 과정에서 앞으로는 소비자 데이터를 보유하고 이를 활용 가능한 사업자가 시장을 주도할 것으로 전망된다. 이에 따라 이용자 트래픽 기반 확보의 중요성이 지속 부각될 것으로 보이는 가운데 NAVER는 페이/멤버십, 그리고 제휴를 통한 물류/콘텐츠 보완 등을 통해 이용자 Lock-in 요인을 강화하고 있다.

국내 이커머시장에서 NAVER 우위 지속 예상: NAVER는 네이버페이가 계산대 역할을 하면서 검색/구매/결제/적립이 원스탑으로 수행 가능한 있는 구매 여정 구조를 뒷받침하며 이용자 쇼핑 경험을 개선하고, 스마트스토어 데이터에 기반해 네이버파이낸셜이 대출, 정산 등을 통해 판매자들이 보다 안정적으로 사업을 할 기회를 마련해 주고 있다. 그리고 오프라인 기반의 업체들과 제휴를 통해 물류 부분을 보완하고, 콘텐츠 제휴를 통해서도 멤버십 가입자 혜택 개선하면서 네이버쇼핑 이용자 리텐션 효과는 강화되고 있다. 이에 힘입어 네이버쇼핑이 시장 성장률을 상회하며 국내 이커머스에서 우위를 점하는 모습이 당분간 지속될 것으로 전망된다.

매수추천: 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가를 50만원으로 상향한다. 이용자 Lock-in요인 강화로 국내 이커머스 시장에서 경쟁우위가 지속될 것이라는 점을 감안하여 SOTP 밸류에이션에서 21년 본사 적용 PER을 45배로 기존 대비 7% 할증했고, 박히트 엔터테인먼트의 자회사 비엔엑스에 대한 지분가치를 반영한 것이 목표주가 상향의 주 이유이다. NAVER에 대한 긍정적인 시각을 유지한다.

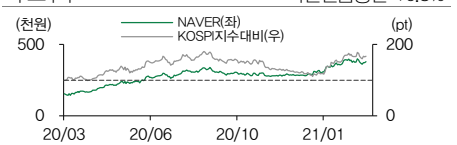
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	5,587	6,593	5,304	6,600	7,920
(증가율)	19.4	18.0	-19.6	24.4	20.0
영업이익	943	710	1,215	1,257	1,402
(증가율)	-20.1	-24.7	71.2	3.4	11.5
지배주주순이익	649	583	993	1,363	1,508
EPS	3,937	3,538	6,043	8,297	9,181
PER (H/L)	49.5/26.4	53.7/30.1	48.4	45.9	41.4
PBR (H/L)	6.1/3.3	5.4/3.0	7.1	7.8	6.6
EV/EBITDA (H/L)	24.2/12.8	24.3/13.7	24.6	31.0	28.1
영업이익률	16.9	10.8	22.9	19.0	17.7
ROE	13.0	10.6	15.8	18.4	17.2

52주 최저/최고	143,000/399,500원
KOSDAQ /KOSPI	925/3,054pt
시가총액	625,022억원
60일-평균거래량	1,177,656
외국인지분율	57.2%
60일-외국인지분율변동주이	+1.3%p
주요주주	국민연금공단 10.8%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	3.8	31.2	128.5
상대기준	5.4	19.0	37.2

도표 122. 네이버 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
영업수익	11,547	12,760	13,608	15,126	14,972	16,014	16,762	18,252	43,562	53,041	66,000
YoY	16.3	17.2	24.2	28.3	29.7	25.5	23.2	20.7		21.8	24.4
서치플랫폼	6,447	6,782	7,101	7,702	7,223	7,598	7,672	8,217	26,546	28,032	30,710
커머스	2,312	2,562	2,854	3,168	3,183	3,410	3,676	3,993	7,921	10,896	14,262
핀테크	1,376	1,647	1,740	2,011	2,084	2,252	2,417	2,708	4,066	6,774	9,460
콘텐츠	934	1,129	1,150	1,389	1,552	1,728	1,853	2,093	3,092	4,602	7,226
클라우드	477	641	763	856	930	1,026	1,145	1,241	1,936	2,737	4,341
영업비용	8,629	9,680	10,691	11,888	12,188	13,007	13,508	14,724	32,012	40,887	53,429
YoY	22.8	23.3	32.1	31.6	41.2	34.4	26.4	23.9		27.7	30.7
개발/운영	2,829	2,897	3,117	3,124	3,249	3,363	3,503	3,742	5,405	11,967	13,857
파트너	3,772	4,275	4,570	5,349	5,580	6,051	6,527	7,195	7,412	17,966	25,352
인프라	1,109	1,361	1,448	1,579	1,482	1,617	1,727	1,898	2,235	5,497	6,724
마케팅	919	1,147	1,556	1,837	1,878	1,976	1,752	1,890	2,077	5,459	7,495
영업이익	2,918	3,081	2,917	3,238	2,784	3,006	3,254	3,528	11,550	12,154	12,572
YoY	0.6	1.6	1.8	17.6	(4.6)	(2.4)	11.5	8.9		5.2	3.4
영업이익률	25.3	24.1	21.4	21.4	18.6	18.8	19.4	19.3	26.5	22.9	19.0
당기순이익	1,349	907	2,353	3,753	2,777	3,030	3,265	3,447	3,968	8,362	12,519
순이익률	11.7	7.1	17.3	24.8	18.5	18.9	19.5	18.9	9.1	15.8	19.0

자료: 네이버, DB금융투자

도표 123. 네이버 밸류에이션

(단위: 억원 배, 주, %)

구분	내용	비고
네이버(별도) 가치 1)	583,283	
21년 예상 순이익	12,962	
적용 PER	45.0	주요 글로벌 인터넷/전자상거래 Peer를 고려
New Z Holdings 지분가치 2)	109,405	
Z holdings 시가총액	480,900	3/14 종가 기준
네이버 지분율	32.5	
할인율	30	
웹툰 가치 3)	28,342	
21년 예상 매출액	6,006	
적용 멀티플	7.2	15년 스포티파이 글로벌 확장성 부각 당시 PSR에 10% 할증
네이버 지분율	66	
네이버 파이낸셜 지분 가치 4)	28,000	
네이버 파이낸셜 가치	40,000	DB 가치평가 상/하단 중간값
네이버 지분율	70	
비엔엑스 지분가치 5)	67,620	
비엔엑스 가치	138,000	MAU 3천만명에 AU당 가치 46만원(국내 주요 금융 플랫폼 대비 30% 할증)
네이버 지분율	49	
적정 네이버 연결 시가총액	816,650	
주식수	164,263,395	
적정 주가	497,159	
목표주가	500,000	

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,386	5,644	6,590	7,996	9,553
현금및현금성자산	3,323	3,741	3,925	5,042	6,307
매출채권및기타채권	1,094	1,195	1,845	2,045	2,250
재고자산	57	55	36	52	61
비유동자산	4,496	6,656	6,436	6,475	6,522
유형자산	1,457	1,596	1,414	1,480	1,545
무형자산	307	341	304	277	258
투자자산	2,248	3,487	3,487	3,487	3,487
자산총계	9,881	12,300	13,297	14,742	16,345
유동부채	2,620	3,773	3,993	4,236	4,502
매입채무및기타채무	1,548	2,204	2,424	2,666	2,933
단기차입금및단기차입금	350	510	510	510	510
유동성장기부채	0	50	50	50	50
비유동부채	1,312	2,022	2,022	2,022	2,022
시차및장기차입금	812	802	802	802	802
부채총계	3,932	5,796	6,016	6,258	6,525
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,541	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	5,229	5,712	6,646	7,950	9,398
비지배주주지분	709	699	542	441	329
자본총계	5,949	6,504	7,281	8,483	9,820

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	974	1,357	1,086	1,942	2,094
당기순이익	628	397	836	1,262	1,396
현금유출이없는비용및수익	607	873	1,188	1,245	1,299
유형및무형자산상각비	261	498	671	666	666
영업관련자산부채변동	220	567	-449	-11	12
매출채권및기타채권의감소	49	-56	-650	-201	-205
재고자산의감소	0	0	19	-15	-9
매입채무및기타채무의증가	52	178	220	242	267
투자활동현금흐름	-388	-1,078	-466	-721	-726
CAPEX	-535	-436	-452	-706	-712
투자자산의순증	-945	-1,304	0	0	0
재무활동현금흐름	751	52	-99	-104	-104
시차및차입금의 증가	751	925	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	33	34	0	0	0
배당금지급	-42	-47	-55	-59	-59
기타현금흐름	79	87	-336	0	0
현금의증가	1,415	418	185	1,117	1,265
기초현금	1,908	3,323	3,741	3,925	5,042
기말현금	3,323	3,741	3,925	5,042	6,307

자료: NAVER, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	5,587	6,593	5,304	6,600	7,920
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	5,587	6,593	5,304	6,600	7,920
판관비	4,644	5,883	4,089	5,343	6,518
영업이익	943	710	1,215	1,257	1,402
EBITDA	1,204	1,208	1,887	1,924	2,068
영업외손익	169	157	406	558	607
금융손익	52	246	366	268	322
투자손익	-85	-64	116	344	356
기타영업외손익	202	-25	-76	-54	-71
세전이익	1,112	867	1,621	1,816	2,009
중단사업이익	5	-4	-296	0	0
당기순이익	628	397	836	1,262	1,396
지배주주지분순이익	649	583	993	1,363	1,508
비지배주주지분순이익	-21	-186	-157	-101	-112
총포괄이익	634	536	836	1,262	1,396
증감률(%YoY)					
매출액	19.4	18.0	-19.6	24.4	20.0
영업이익	-20.1	-24.7	71.2	3.4	11.5
EPS	-16.1	-10.1	70.8	37.3	10.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(십 % 배)	2018	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)				
EPS	3,937	3,538	6,043	8,297
BPS	31,795	35,223	41,026	48,962
DPS	314	376	402	402
Multiple(배)				
P/E	31.0	52.7	48.4	45.9
P/B	3.8	5.3	7.1	7.8
EV/EBITDA	14.9	24.3	24.6	31.0
수익성(%)				
영업이익률	16.9	10.8	22.9	19.0
EBITDA마진	21.5	18.3	35.6	29.1
순이익률	11.2	6.0	15.8	19.1
ROE	13.0	10.6	15.8	18.4
ROA	7.0	3.6	6.5	9.0
ROC	51.4	25.8	58.9	55.3
안정성및기타				
부채비율(%)	66.1	89.1	82.6	73.8
이자보상배율(배)	68.7	20.4	27.2	28.1
배당성향(배)	7.3	13.8	7.1	4.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

NAVER 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
19/09/17	Buy	190,000	-18.3	21/03/16	Buy	500,000	-
19/11/01	Buy	200,000	-16.4				
19/11/25	Buy	220,000	-19.9				
20/04/24	Buy	240,000	-8.5				
20/06/03	Buy	310,000	-6.2				
20/10/30	Buy	400,000	-26.3				
21/01/29	Buy	440,000	-14.5				

Buy

카카오

035720

목표주가(상향)

560,000원

현재주가(03/12)

481,000원

Up/Downside

+16.4%

투자의견(유지)

Buy

2021. 03. 16

특 기반의 커머스 생태계 구축으로 자리매김 중

Analyst 황현준

카카오 성장의 또 하나의 축인 커머스: 카카오는 우리 일상에 밀착된 카카오톡에 기반하여 독자적인 커머스 생태계를 구축 중이다. 카카오 대표 커머스 관련 사업은 선물하기, 쇼핑하기(독일), 메이커스 등이다. 직매/중개 방식이 혼재되어 있는 선물하기/쇼핑하기/메이커스의 매출은 플랫폼 부문 내에 톱비즈로 분류되는데 카카오커머스는 카카오톡 광고 비즈보드와 함께 톱비즈의 고성장을 견인 중이다.

카카오커머스는 역량 제고 중: 카카오커머스는 접근성에 기반한 이용자 경험을 기반으로 선물하기를 통해 온라인화가 더딘 매스티지 및 럭셔리 시장 중심으로 지속 공략하고, 쇼핑하기를 통해서 점진적으로 개인 Seller에게도 오픈하여 톱채널, 푸쉬메시지 등 카카오만의 Tool을 통해 판매 경험을 개선하면서 오픈마켓으로서의 역량이 제고될 것으로 보인다. 또한, 활성화 중인 라이브커머스도 빅브랜드 중심에서 향후 일정 자격을 갖춘 톱스토어 파트너에게도 개방되고, 메이커스는 신제품 테스트베드로서의 기능이 고도화되면서 카카오커머스 성장에 기여할 것으로 기대된다.

긍정적인 시각 유지: 카카오에 대한 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 56만원으로 상향한다. 국내 이커머스 시장에서 매스티지, 럭셔리, 매스까지 세그먼트별로 exposure를 보유하고 있고 영향력이 강화되고 있다는 점을 감안하여 21년 예상 톱비즈 실적 추정치 높이고 Peer들의 성장기 평균 PSR 9배를 유지한 것이 목표주가 상향의 주 이유이다. 카카오는 올해에도 카카오톡광고, 커머스 등에 힘입어 실적 성장세가 이어지고 및 보유 지분 가치 상승 스토리가 지속 유효함에 긍정적인 시각을 유지한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	2,417	3,070	4,157	5,312	6,215
(증가율)	22.5	27.0	35.4	27.8	17.0
영업이익	73	207	456	781	1,102
(증가율)	-55.9	183.5	120.5	71.2	41.2
지배주주순이익	48	-301	150	593	847
EPS	613	-3,585	1,711	6,779	9,693
PER (H/L)	265.1/140.3	NA/NA	227.6	71.0	49.6
PBR (H/L)	2.6/1.4	2.6/1.5	6.4	7.1	6.2
EV/EBITDA (H/L)	47.6/30.1	29.7/16.6	43.9	37.8	27.2
영업이익률	3.0	6.7	11.0	14.7	17.7
ROE	1.0	-5.8	2.8	10.5	13.3

52주 최저/최고	134,000/514,000원
KOSDAQ /KOSPI	925/3,054pt
시가총액	426,669억원
60일-평균거래량	841,641
외국인지분율	33.2%
60일-외국인지분율변동주이	+1.4%p
주요주주	김범수 외 48 인 25.4%

(천원)

1,000

0

20/03

20/06

20/10

21/01

0

(pt)

500

0

카카오(좌)

KOSPI지수대비(우)

주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-1.7	28.4	198.8
상대기준	-0.3	16.5	79.4

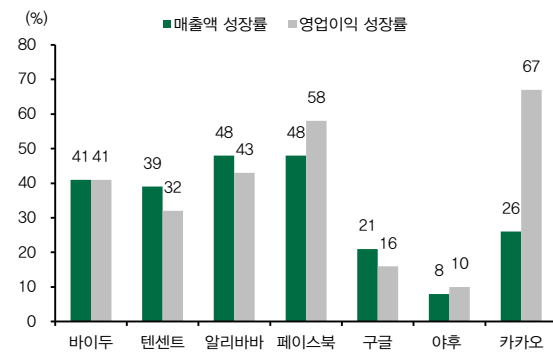
도표 124. 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E
매출액	8,684	9,529	11,004	12,351	12,084	12,807	13,545	14,680	30,898	41,567	53,116
YoY	22.9	30.0	40.5	42.4	39.2	34.4	23.1	18.9	27.8	34.5	27.8
플랫폼	4,418	4,927	5,544	6,570	6,364	6,741	7,063	7,769	14,347	21,459	27,937
특비즈(카카오톡/커머스/신규특BM등)	2,247	2,484	2,844	3,603	3,522	3,826	4,073	4,556	6,499	11,178	15,978
YoY	77.1	78.8	75.1	62.6	56.7	54.0	43.2	26.5	54.3	72.0	42.9
포털비즈(다음 PC/모바일, 카스 등)	1,166	1,175	1,212	1,227	1,120	1,140	1,122	1,171	5,236	4,779	4,553
YoY	-7.8	-14.2	-3.9	-8.6	-3.9	-3.0	-7.4	-4.6	5.7	-8.7	-4.7
신사업(카카오모빌리티, 페이, 기타)	1,005	1,268	1,488	1,740	1,722	1,775	1,868	2,042	2,612	5,501	7,407
YoY	68.1	148.8	139.0	97.3	71.4	40.0	25.5	17.4	0.0	0.0	0.0
콘텐츠	4,266	4,602	5,460	5,781	5,720	6,067	6,482	6,911	16,551	20,108	25,179
게임 (모바일/PC, 카카오 VX)	968	1,075	1,504	1,408	1,350	1,450	1,600	1,670	3,973	4,955	6,070
YoY	3.0	9.2	51.9	33.0	39.4	34.9	6.4	18.6	-4.7	24.7	22.5
뮤직(멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	1,507	1,510	1,557	1,551	1,516	1,519	1,522	1,524	5,866	6,126	6,081
YoY	9.8	4.4	2.8	1.2	0.6	0.6	-2.3	-1.7	10.1	4.4	-0.7
유료 콘텐츠 (카카오페이지/다음웹툰/픽코마)	970	1,190	1,484	1,636	1,863	2,078	2,300	2,551	2,959	5,280	8,792
YoY	30.0	46.0	61.5	242.2	92.0	74.6	55.0	56.0	35.5	78.5	66.5
IP 비즈니스 및 기타 (카카오IX/카카오M)	819	827	915	1,186	990	1,020	1,060	1,165	3,753	3,747	4,235
YoY	-6.1	1.2	1.6	2.0	20.8	23.4	15.8	-1.7	79.2	-0.2	13.0
영업비용	7,802	8,551	9,802	10,852	10,382	10,964	11,547	12,416	28,832	37,007	45,309
YoY	15.0	23.5	35.4	37.7	33.1	28.2	17.8	14.4	23.0	28.4	22.4
인건비	1,987	2,165	2,393	2,655	2,598	2,741	2,912	3,083	7,018	9,199	11,334
매출연동비	3,817	4,095	4,637	4,916	4,956	5,175	5,398	5,751	13,873	17,464	21,281
외주/인프라	921	1,066	1,139	1,451	1,269	1,434	1,517	1,615	3,603	4,577	5,835
마케팅	299	385	763	875	604	640	718	954	1,512	2,323	2,917
상각비	587	616	668	782	785	794	813	822	2,206	2,653	3,214
기타 영업비용	191	223	203	174	169	179	190	191	620	791	729
영업이익	882	978	1,202	1,498	1,702	1,843	1,998	2,264	2,066	4,560	7,807
YoY	218.9	141.7	103.5	88.8	92.9	88.5	66.2	51.1	183.2	120.8	71.2
OPM	10.2	10.3	10.9	12.1	14.1	14.4	14.8	15.4	6.7	11.0	14.7
순이익	799	1,452	1,437	-2,018	1,791	1,959	2,180	308	-3,385	1,671	6,238
NPM	9.2	15.2	13.1	-16.3	14.8	15.3	16.1	2.1	-11.0	4.0	11.7

자료: 카카오, DB금융투자

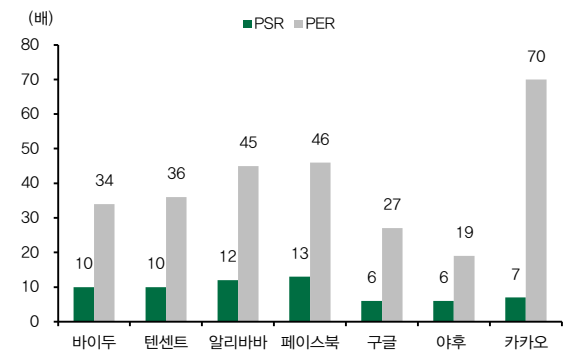
도표 125. 주요 Peer 성장기 매출액/영업이익의 성장률



자료: 블룸버그, DB금융투자

주: Peer별 최근 10년 외형 성장/수익성 개선 동반된 연도 평균. 카카오는 21E 기준

도표 126. 주요 Peer 성장기 PSR/PER



자료: 블룸버그, DB금융투자

주: Peer별 최근 10년 외형 성장/수익성 개선 동반된 연도 평균. 카카오는 21E 기준

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,859	2,830	3,077	3,737	4,630
현금및현금성자산	1,247	1,918	1,882	2,380	3,135
매출채권및기타채권	398	388	578	669	738
재고자산	36	49	46	65	76
비유동자산	5,101	5,908	5,765	5,767	5,855
유형자산	315	350	287	359	507
무형자산	3,865	3,548	3,469	3,399	3,338
투자자산	816	1,628	1,628	1,628	1,628
자산총계	7,960	8,737	9,036	9,698	10,679
유동부채	1,909	2,134	2,276	2,324	2,424
매입채무및기타채무	613	677	819	868	968
단기차입금및단기차채	498	445	445	445	445
유동상장기부채	110	0	0	0	0
비유동부채	293	564	564	564	564
사채및장기차입금	43	47	47	47	47
부채총계	2,332	2,997	3,139	3,188	3,288
자본금	42	43	44	44	44
자본잉여금	4,648	5,043	5,043	5,043	5,043
이익잉여금	453	148	287	869	1,705
비지배주주지분	490	515	532	563	608
자본총계	5,627	5,740	5,897	6,510	7,391

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	491	753	419	861	1,285
당기순이익	16	-342	167	624	892
현금유출이없는비용및수익	148	695	563	592	786
유형및무형자산상각비	135	219	308	311	389
영업관련자산부채변동	329	371	-70	-87	-11
매출채권및기타채권의감소	-1	39	-190	-91	-70
재고자산의감소	-9	-19	4	-19	-12
매입채무및기타채무의증가	154	100	142	49	100
투자활동현금흐름	-1,261	-414	-189	-339	-505
CAPEX	-97	-106	-166	-313	-477
투자자산의순증	-437	-831	0	0	0
재무활동현금흐름	891	322	-23	-25	-25
사채및차입금의 증가	-129	111	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	1,052	397	1	0	0
배당금지급	-13	-10	-10	-11	-11
기타현금흐름	9	11	-243	0	0
현금의증가	130	671	-36	498	755
기초현금	1,117	1,247	1,918	1,882	2,380
기말현금	1,247	1,918	1,882	2,380	3,135

자료: 카카오, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	2,417	3,070	4,157	5,312	6,215
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	2,417	3,070	4,157	5,312	6,215
판매비	2,344	2,863	3,701	4,531	5,112
영업이익	73	207	456	781	1,102
EBITDA	208	426	764	1,092	1,492
영업외손익	58	-442	-47	111	172
금융손익	62	26	129	107	112
투자손익	7	-20	8	52	80
기타영업외손익	-11	-448	-184	-48	-20
세전이익	131	-234	409	891	1,274
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	16	-342	167	624	892
지배주주지분순이익	48	-301	150	593	847
비지배주주지분순이익	-32	-41	17	31	45
총포괄이익	24	-346	167	624	892
증감률(%YoY)					
매출액	22.5	27.0	35.4	27.8	17.0
영업이익	-55.9	183.5	120.5	71.2	41.2
EPS	-61.7	적전	흑전	296.1	43.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	613	-3,585	1,711	6,779	9,693
BPS	61,602	60,603	61,072	67,695	77,217
DPS	127	127	127	127	127
Multiple(배)					
P/E	168.0	NA	227.6	71.0	49.6
P/B	1.7	2.5	6.4	7.1	6.2
EV/EBITDA	36.3	29.0	43.9	37.8	27.2
수익성(%)					
영업이익률	3.0	6.7	11.0	14.7	17.7
EBITDA마진	8.6	13.9	18.4	20.6	24.0
순이익률	0.7	-11.1	4.0	11.7	14.4
ROE	1.0	-5.8	2.8	10.5	13.3
ROA	0.2	-4.1	1.9	6.7	8.8
ROC	0.3	8.7	5.7	16.7	22.9
안정성및기타					
부채비율(%)	41.4	52.2	53.2	49.0	44.5
이자보상배율(배)	7.8	16.1	33.1	56.6	79.9
배당성향(배)	63.3	-3.0	6.5	1.7	1.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 당 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

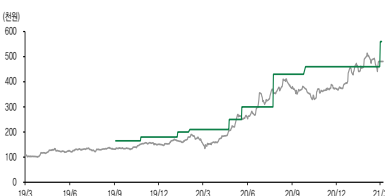
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

카카오 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	평균	최고/최저
19/09/17	Buy	165,000	-16.5	-8.5		20/10/12	Buy	460,000	-11.2	11.7	
19/11/08	Buy	180,000	-13.2	-4.7		21/03/16	Buy	560,000	-	-	
20/01/23	Buy	200,000	-16.5	-10.0							
20/02/17	Buy	210,000	-19.7	-1.9							
20/05/08	Buy	250,000	-3.7	8.0							
20/06/03	Buy	300,000	1.1	23.5							
20/08/07	Buy	430,000	-12.1	-4.2							

Buy

이마트

139480

목표주가(상향)	240,000원	현재주가(03/12)	178,500원	Up/Downside	+34.5%	투자의견(유지)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2021. 03. 16

변하지 않는 가치, Top pick유지

Analyst 차재현

2021년 실적 턴어라운드 지속 전망: 2021년 이마트의 개별기준 매출액은 3.5%YoY증가한 16조원, 영업이익은 29.8%YoY증가한 3,830억원으로 턴어라운드를 지속할 것으로 추정한다. 기존 이마트의 매출액은 정체 양상을 보이겠지만 트레이더스와 노브랜드의 매출 성장이 견고할 것으로 추정한다. SKU를 축소된 회원제 클럽 채널과 근거리 PB채널의 성장세는 향후 꾸준히 지속될 것으로 추정한다. 21년 기존 오프라인 이마트의 PP센터 전환이 적극적으로 추진될 전망이며 효율성이 하락한 점포들의 구조조정도 지속될 전망이다. 쓱닷컴의 두자릿수 거래금액 증가가 지속될 것이며 매출 성장에 따른 규모의 경제 효과와 신선/가공식품 카테고리의 경쟁력 지속, PP센터 활성화 등을 통해 영업 적자폭을 빠르게 축소할 수 있을 것으로 추정한다. 신세계 조선호텔, 신세계푸드, 이마트24 등 코로나19에 따른 악영향을 받았던 주요 자회사의 실적도 하반기 부터 점차 안정화될 것으로 전망한다. 이마트 실적 턴어라운드와 자회사 적자 축소에 따라 연결기준 영업이익은 72.8%YoY개선된 4,100억원을 기록할 수 있을 것으로 추정한다.

유통업종 Top pick유지: 2021년 추정 EPS상향 조정에 따라 목표주가를 기존 220,000원에서 240,000원으로 9.1%상향 조정하고 유통업종 Top pick 의견을 지속한다. 목표주가는 Sum-of-parts 방식을 적용하여 산출했으며 쓱닷컴의 지분가치는 보수적 관점에서 기존과 동일하게 1.5조원을 계속 적용했다. 상향된 목표주가는 21년 예상 실적 기준 P/E 18.3배에 해당한다. 쿠팡의 상장으로 이커머스 시장의 격변이 예상되지만, 탄탄한 오프라인 유통망과 10년 이상 온라인 식품 시장에서 쌓아온 경쟁력을 감안시 시장 평균대비 높은 성장성을 유지할 수 있을 것으로 전망한다. 이커머스 산업의 오버슈팅이 진정된다고 해도 이마트의 이커머스 부문의 경쟁력과 내재가치에는 큰 변화가 없을 것으로 전망한다.

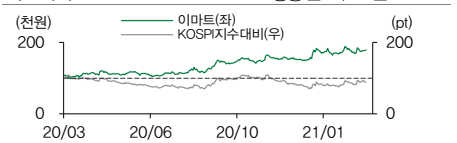
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
FYE Dec					
매출액	19,063	22,033	22,944	23,975	25,115
(증가율)	11.8	15.6	4.1	4.5	4.8
영업이익	151	237	410	478	524
(증가율)	-67.4	57.4	72.9	16.6	9.5
지배주주순이익	234	362	365	422	463
EPS	8,391	12,979	13,093	15,148	16,601
PER (H/L)	24.3/12.5	13.0/7.5	13.6	11.8	10.8
PBR (H/L)	0.6/0.3	0.5/0.3	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (H/L)	11.4/8.9	8.8/7.3	7.4	7.0	6.6
영업이익률	0.8	1.1	1.8	2.0	2.1
ROE	2.8	4.0	4.0	4.4	4.6

52주 최저/최고	97,900/189,000원
KOSDAQ /KOSPI	925/3,054pt
시가총액	49,758억원
60일-평균거래량	345,670
외국인지분율	30.5%
60일-외국인지분율변동주이	-1.2%p
주요주주	정용진 외 2 인 28.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	2.9	13.7	60.8
상대기준	4.4	3.1	-3.4

도표 127. 이마트 개별기준 실적 전망

(단위: 억원 %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
총매출	37,867	35,538	42,069	39,881	39,712	37,175	42,972	41,006	155,354	160,865	165,875
%YoY	2.3%	2.9%	7.5%	10.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	3.5%	3.1%
이마트 총매출	27,807	25,520	30,445	28,510	28,363	26,030	30,141	28,533	112,281	113,067	113,406
이마트외총매출	9,504	9,505	9,506	9,507	9,508	9,509	9,510	9,511	41,840	46,345	51,062
트레이더스	6,711	6,614	8,010	7,610	7,651	7,408	8,931	8,430	28,946	32,420	35,986
기타	2,793	2,891	1,496	1,897	1,858	2,102	579	1,081	12,894	13,926	15,076
(전문점)	2,871	2,991	3,156	3,323	3,216	3,320	3,440	3,598	12,340	13,574	14,660
순매출액	34,660	32,373	38,598	36,506	36,351	34,029	39,336	37,464	142,138	147,181	151,764
영업이익	854	-150	1,401	844	1,097	282	1,538	914	2,950	3,830	4,194
이마트	846	-242	1,140	668	879	104	1,236	664	2,412	2,883	2,949
이마트외	-42	-62	80	5	24	-12	102	45	101	345	595
트레이더스	175	154	295	219	237	200	313	255	843	1,005	1,152
기타	-217	-216	-215	-214	-213	-212	-211	-210	-742	-660	-557
(전문점)	-182	-69	-43	-52	-35	-30	-20	-15	-346	-100	50
OP마진	2.3	-0.4	3.3	2.1	2.8	0.8	3.6	2.2	1.9	2.4	2.5
이마트	3.0	-0.9	3.7	2.3	3.1	0.4	4.1	2.3	2.1	2.6	2.6
이마트외	-0.4	-0.7	0.8	0.1	0.3	-0.1	1.1	0.5	0.2	0.7	1.2
트레이더스	2.6	2.3	3.7	2.9	3.1	2.7	3.5	3.0	2.9	3.1	3.2

자료: DB금융투자, 이마트

도표 128. 이마트 연결기준 실적 전망

(단위: 억원)

연결기준	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
순매출액	52,108	51,880	59,077	57,265	55,191	54,903	61,426	57,921	220,330	229,441	239,749
이마트	34,660	32,373	38,598	36,506	36,351	34,029	39,336	37,464	142,138	147,181	151,764
신세계조선	338	312	393	444	355	328	491	584	1,490	1,758	2,022
신세계푸드	3,050	3,072	3,209	3,072	3,203	3,226	3,369	3,226	12,403	13,023	13,674
이마트24	3,542	4,030	4,443	4,247	3,790	4,352	4,887	4,696	16,262	17,726	18,612
프라퍼티	512	511	518	512	517	521	539	538	2,053	2,115	2,136
에브리데이	3,385	3,130	3,343	3,094	3,514	3,255	3,443	3,233	12,953	13,445	13,849
쓱.COM	3,069	3,118	3,368	3,385	3,836	3,742	4,042	3,910	12,941	15,529	18,635
기타/조정	3,552	5,334	5,205	6,005	3,625	5,450	5,319	4,270	20,090	18,664	19,058
연결영업이익	484	-474	1,512	849	1,046	241	1,681	1,132	2,372	4,100	4,782
이마트	854	-150	1,401	844	1,097	282	1,538	914	2,950	3,830	4,194
이마트외	-370	-324	111	5	-51	-41	143	219	-578	270	588
신세계조선	-148	-180	-146	-233	-160	-190	-130	-15	-707	-495	-445
신세계푸드	-40	24	45	48	35	35	55	68	77	193	231
이마트24	-80	-52	17	-104	-30	-15	10	-31	-219	-66	-53
프라퍼티	28	-85	22	11	10	20	45	35	-24	110	118
에브리데이	114	62	53	48	70	80	85	70	277	305	350
쓱.COM	-197	-137	-31	-104	-75	-80	-30	-96	-469	-281	-141
기타/조정	-47	44	151	339	99	109	108	188	487	504	528

자료: DB금융투자, 이마트

대차대조표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	3,650	4,063	4,593	4,971	5,450
현금및현금성자산	681	1,113	966	1,196	1,511
매출채권및기타채권	684	778	771	821	877
재고자산	1,279	1,262	1,530	1,598	1,674
비유동자산	17,445	18,277	17,934	17,978	17,994
유형자산	10,004	9,667	9,521	9,602	9,652
무형자산	1,319	1,655	1,615	1,579	1,545
투자자산	2,601	2,875	2,875	2,875	2,875
자산총계	21,095	22,340	22,633	23,055	23,550
유동부채	5,406	5,988	5,988	6,061	6,165
매입채무및기타채무	2,597	2,955	2,975	3,067	3,192
단기차입금및단기차입금	300	402	392	382	372
유동상장기부채	1,061	798	788	778	768
비유동부채	5,482	5,856	5,836	5,816	5,796
차입금	2,456	2,110	2,030	2,070	2,050
부채총계	10,888	11,844	11,824	11,876	11,961
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	2,794	3,071	3,382	3,750	4,159
비지배주주지분	1,398	1,423	1,424	1,426	1,428
자본총계	10,207	10,497	10,809	11,179	11,590

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	816	1,386	1,256	1,509	1,556
당기순이익	224	363	366	424	465
현금유출이없는비용및수익	931	816	1,277	1,279	1,281
유형및무형자산상각비	883	986	1,104	1,091	1,083
영업관련자산부채변동	-217	206	-265	-52	-35
매출채권및기타채권의감소	-9	-41	8	-50	-56
재고자산의감소	-157	20	-268	-69	-76
매입채무및기타채무의증가	58	146	20	93	125
투자활동현금흐름	-1,005	-78	-648	-1,020	-982
CAPEX	-955	-520	-918	-1,136	-1,099
투자자산의순증	-95	-204	70	72	74
재무활동현금흐름	581	-870	-261	-260	-259
사채및차입금의 증가	2,608	225	-40	-40	-40
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-104	-107	-54	-54	-54
기타현금흐름	6	-5	-494	0	0
현금의증가	397	432	-147	229	315
기초현금	284	681	1,113	966	1,196
기말현금	681	1,113	966	1,196	1,511

자료: 이마트, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	19,063	22,033	22,944	23,975	25,115
매출원가	14,170	16,224	16,795	17,526	18,334
매출총이익	4,892	5,809	6,149	6,449	6,781
판매비	4,742	5,572	5,739	5,971	6,257
영업이익	151	237	410	478	524
EBITDA	1,033	1,223	1,514	1,569	1,606
영업외손익	132	384	78	87	96
금융손익	-70	-94	-46	-42	-39
투자손익	74	71	70	72	74
기타영업외손익	128	407	54	57	61
세전이익	282	622	488	565	619
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	224	363	366	424	465
지배주주지분순이익	234	362	365	422	463
비지배주주지분순이익	-10	1	1	2	2
총포괄이익	108	354	366	424	465
증감률(%YoY)					
매출액	11.8	15.6	4.1	4.5	4.8
영업이익	-67.4	57.4	72.9	16.6	9.5
EPS	-48.0	54.7	0.9	15.7	9.6

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당지표(원)					
EPS	8,391	12,979	13,093	15,148	16,601
BPS	315,997	325,504	336,662	349,876	364,542
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiple(배)					
P/E	15.2	11.7	13.6	11.8	10.8
P/B	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	9.5	8.5	7.4	7.0	6.6
수익성(%)					
영업이익률	0.8	1.1	1.8	2.0	2.1
EBITDA마진	5.4	5.6	6.6	6.5	6.4
순이익률	1.2	1.6	1.6	1.8	1.8
ROE	2.8	4.0	4.0	4.4	4.6
ROA	1.2	1.7	1.6	1.9	2.0
ROIC	1.1	1.2	2.6	3.0	3.2
안정성및기타					
부채비율(%)	106.7	112.8	109.4	106.2	103.2
이자보상배율(배)	1.0	1.4	2.5	2.9	3.2
배당성향(배)	24.1	14.9	14.7	12.7	11.6

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

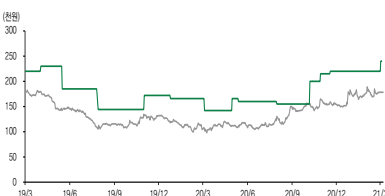
기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

이마트 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%)
19/02/15	Buy	220,000	-19.5	20/05/14	Buy	166,000	-33.1
19/04/16	Buy	230,000	-30.2	20/05/27	Buy	160,000	-29.3
19/05/30	Buy	185,000	-26.8	20/08/14	Buy	155,000	-11.2
19/08/12	Buy	144,000	-19.6	20/10/21	Buy	200,000	-25.4
19/11/15	Buy	172,000	-25.6	20/11/12	Buy	215,000	-27.1
20/01/08	Buy	166,000	-32.3	20/12/02	Buy	220,000	-23.7
20/03/18	Buy	142,000	-22.1	21/03/16	Buy	240,000	-

Buy

롯데쇼핑

023530

목표주가(상향) 170,000원 현재주가(03/12) 127,000원 Up/Downside +33.9% 투자 의견(유지) Buy

2021. 03. 16

턴어라운드 지속, 목표주가 상향

Analyst 차재현

2021년, 강한 실적 턴어라운드 전망: 2021년 롯데쇼핑의 순매출액은 1.9%YoY증가할 것으로 추정하며 영업이익은 58.5%YoY증가한 5,503억원으로 강한 실적 턴어라운드를 기록할 것으로 추정한다. 할인점, 슈퍼 채널의 경우 오프라인 구조조정이후 2020년 영업적자폭이 크게 축소됐고, 21년에는 할인점 부문의 영업이익이 흑자전환에 성공할 것으로 전망한다. 롯데하이마트의 경우 코로나19에 따른 기고효과로 소폭 감익이 전망되지만, 숭인숍 구조조정과 함께 안정적인 영업이익추세를 유지할 것으로 추정한다. 백신 효과 확산과 함께 이연된 가게 소비 여력이 백화점 채널의 기존점 성장률에 긍정적 영향을 줄 것으로 추정하며 전반적인 인건비 등 비용 구조 효율화에 따라 백화점 부문의 영업이익률 턴어라운드가 나타날 것으로 전망한다. 기타 사업부문에서 홈쇼핑은 꾸준한 영업이익 수준이 유지되고 시네마 사업도 적자폭을 축소할 것으로 추정한다. 2020년 어려움을 겪은 온라인 사업의 경우 21년 두자릿수 거래금액 성장이 기대되지만, 이익 측면에서는 의미있는 반등을 기대하기는 어려울 것으로 추정한다. 코로나19에 따른 지저 효과 영향이 있기는 하지만, 기존점 성장률 회복과 부실요인 소멸, 비용 절감, 구조조정 효과로 실적 턴어라운드가 지속될 것으로 전망한다.

실적 전망치, 목표주가 상향: 쿠팡 상장 이후 이커머스 시장에서의 경쟁은 더욱 심화될 것으로 전망하지만, 단기적으로 21년 동사의 실적 턴어라운드 전망에 큰 영향을 주지는 않을 것으로 추정한다. 2010년 초반을 고점으로 하락하기 시작한 동사의 영업이익 절대 금액이 당사의 예상대로 반등한다면 롯데쇼핑의 P/B도 정상화될 것으로 판단한다. 분명해지고 있는 실적 턴어라운드와 높아진 생존 가능성, 21년 추정 실적 상향을 반영하여 목표주가를 기존 148,000원에서 170,000원으로 14.9%상향조정한다. 목표주가는 향후 4년 평균 BPS기준 Target P/B 0.6배를 적용했다.

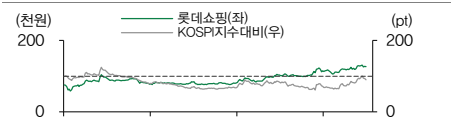
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

Stock Data

	2018	2019	2020P	2021E	2022E
FYE Dec					
매출액	17,821	17,622	16,077	16,386	16,679
(증가율)	-0.6	-1.1	-8.8	1.9	1.8
영업이익	597	428	347	550	659
(증가율)	-25.5	-28.3	-18.9	58.5	19.7
지배주주순이익	-545	-910	-770	39	137
EPS	-19,327	-32,153	-27,215	1,391	4,828
PER (H/L)	NA/NA	NA/NA	NA	91.3	26.3
PBR (H/L)	0.6/0.4	0.6/0.3	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA (H/L)	9.7/7.9	10.2/8.9	8.8	8.6	8.5
영업이익률	3.4	2.4	2.2	3.4	3.9
ROE	-4.5	-8.1	-7.5	0.4	1.4

52주 최저/최고	58,300/131,500원
KOSDAQ /KOSPI	925/3,054pt
시가총액	35,927억원
60일-평균거래량	215,121
외국인지분율	12.1%
60일-외국인지분율변동추이	+0.5%p
주요주주	롯데지주 외 47 인 61.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	5.4	21.5	54.9
상대기준	7.0	10.2	-7.0

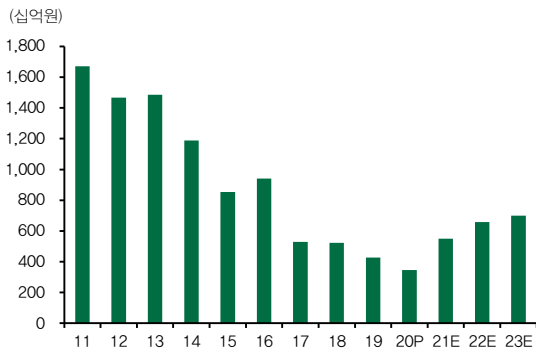
도표 129. 롯데쇼핑 연결기준 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	4,077	4,046	4,106	3,848	4,153	4,112	4,158	3,963	17,622	16,077	16,386	16,679
백화점	606	667	619	763	624	693	646	799	3,134	2,655	2,762	2,846
국내	591	652	603	746	609	678	629	780	3,047	2,592	2,696	2,777
해외	15	14	16	18	16	15	17	19	88	63	66	69
할인점	1,602	1,465	1,590	1,382	1,596	1,492	1,630	1,426	6,326	6,039	6,144	6,283
국내	1,227	1,104	1,279	1,102	1,239	1,121	1,305	1,132	4,864	4,712	4,797	4,869
해외	375	361	311	280	356	372	325	294	1,461	1,327	1,347	1,414
하이마트	925	1,116	1,047	963	979	1,100	1,001	947	4,027	4,051	4,026	4,014
슈퍼	491	430	455	281	484	439	460	292	1,862	1,657	1,674	1,707
홈쇼핑	269	260	258	289	282	273	271	303	987	1,076	1,130	1,186
기타	183	109	137	170	188	115.3	152	196	1,297	599	651	679
영업이익	52	1	111	182	107	70	126	247	428	346	550	659
OP%	1.3	0.0	2.7	4.7	2.6	1.7	3.0	6.2	2.4	2.2	3.4	3.9
백화점	28	44	78	178	65	59	95	189	520	328	408	420
국내	39	40	74	177	68	54	90	190	523	330	402	414
해외	-10	4	4	1	-3	5	5	-1	-3	-1	6	6
할인점	22	-57	32	21	23	-22	33	23	-26	18	57	59
국내	10	-64	27	24	10	-30	28	27	-49	-4	35	36
해외	12	7	5	-3	13	8	5	-4	23	21	22	23
하이마트	20	69	56	16	23	58	53	21	110	161	155	165
슈퍼	-6	-10	3	-7	-3	-7	1	-1	-104	-20	-10	-7
기타	-49	-83	-87	-48	-53	-77	-68	3	-192	-267	-195	-115

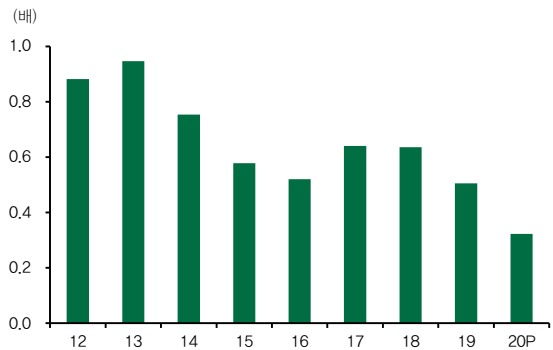
자료: DB금융투자, 롯데쇼핑

도표 130. 롯데쇼핑 연결기준 영업이익, 반등 가능



자료: DB금융투자, 롯데쇼핑

도표 131. 롯데쇼핑 P/B 변동 추이



자료: DB금융투자, 롯데쇼핑

대차대조표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	5,708	6,107	5,800	6,334	6,870
현금및현금성자산	1,818	1,587	1,422	2,034	2,203
매출채권및기타채권	1,130	874	863	876	928
재고자산	1,267	1,459	1,411	1,297	1,589
비유동자산	20,551	27,865	27,124	26,533	26,090
유형자산	14,405	14,496	13,856	13,333	12,936
무형자산	2,053	1,848	1,746	1,678	1,632
투자자산	2,269	2,515	2,515	2,515	2,515
자산총계	26,259	33,973	33,137	33,081	33,173
유동부채	6,604	8,202	8,145	8,152	8,201
매입채무및기타채무	3,426	3,337	3,328	3,335	3,384
단기차입금및단기차	690	916	916	916	916
유동성장기부채	1,290	1,924	1,924	1,924	1,924
비유동부채	7,228	13,869	13,869	13,869	13,869
사채및장기차입금	5,815	6,710	6,710	6,710	6,710
부채총계	13,832	22,071	22,014	22,021	22,070
자본금	141	141	141	141	141
자본잉여금	3,574	3,574	3,574	3,574	3,574
이익잉여금	10,992	9,897	9,019	8,951	8,981
비지배주주지분	722	1,256	1,354	1,359	1,374
자본총계	12,427	11,902	11,123	11,059	11,104

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	173	1,637	1,365	2,027	1,600
당기순이익	-465	-840	-671	44	152
현금유출이없는비용및수익	1,695	2,875	1,967	1,893	1,796
유형및무형자산상각비	760	1,519	1,618	1,475	1,354
영업관련자산부채변동	-880	-293	-2	104	-300
매출채권및기타채권의감소	-4	38	11	-13	-52
재고자산의감소	89	-5	49	114	-292
매입채무및기타채무의증가	-616	-13	-9	7	49
투자활동현금흐름	-287	-1,041	-683	-801	-818
CAPEX	-597	-551	-876	-884	-911
투자자산의손중	-123	-246	0	0	0
재무활동현금흐름	-693	-846	-613	-613	-613
사채및차입금의 증가	21	8,474	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	69	0	0	0	0
배당금지급	-186	-184	-107	-107	-107
기타현금흐름	-2	18	-234	0	0
현금의증가	-808	-232	-165	612	169
기초현금	2,626	1,818	1,587	1,422	2,034
기말현금	1,818	1,587	1,422	2,034	2,203

자료: 롯데쇼핑 DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	17,821	17,622	16,077	16,386	16,679
매출원가	10,313	10,185	9,535	9,553	9,724
매출총이익	7,508	7,437	6,541	6,833	6,955
판매비	6,911	7,009	6,194	6,283	6,297
영업이익	597	428	347	550	659
EBITDA	1,357	1,947	1,965	2,025	2,013
영업외손익	-691	-1,586	-1,114	-493	-459
금융손익	-138	-427	-408	-400	-392
투자손익	89	86	0	0	0
기타영업외손익	-642	-1,245	-706	-93	-67
세전이익	-94	-1,157	-768	58	200
중단사업이익	-211	67	25	0	0
당기순이익	-465	-840	-671	44	152
지배주주지분순이익	-545	-910	-770	39	137
비지배주주지분순이익	80	69	99	4	15
총포괄이익	-517	-771	-671	44	152
증감률(%YoY)					
매출액	-0.6	-1.1	-8.8	1.9	1.8
영업이익	-25.5	-28.3	-18.9	58.5	19.7
EPS	적지	적지	적지	흑전	247.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당지표(원)					
EPS	-19,327	-32,153	-27,215	1,391	4,828
BPS	413,783	376,333	345,320	342,914	343,944
DPS	5,200	3,800	3,800	3,800	3,800
Multiple(배)					
P/E	NA	NA	NA	91.3	26.3
P/B	0.5	0.4	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA	8.6	9.2	8.8	8.6	8.5
수익성(%)					
영업이익률	3.4	2.4	2.2	3.4	3.9
EBITDA마진	7.6	11.0	12.2	12.4	12.1
순이익률	-2.6	-4.8	-4.2	0.3	0.9
ROE	-4.5	-8.1	-7.5	0.4	1.4
ROA	-1.7	-2.8	-2.0	0.1	0.5
ROIC	10.5	1.9	1.5	2.1	2.6
안정성및기타					
부채비율(%)	111.3	185.4	197.9	199.1	198.8
이자보상배율(배)	2.6	0.9	0.7	1.1	1.3
배당성향(배)	-31.6	-12.8	-16.0	245.6	70.8

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이전 비율 (2021-01-06 기준) - 매수(89.6%) 중립(10.4%) 매도(0.0%)

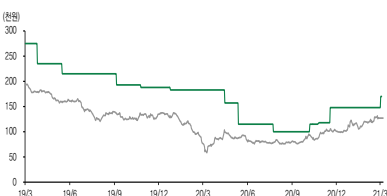
■ 기업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

롯데쇼핑 현재주 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	과리율(%)	일자	투자이전	목표주가	과리율(%)
			평균 최고/최저				평균 최고/최저
18/11/08	Buy	275,000	-26.7 -16.7	20/05/27	Buy	115,000	-28.4 -18.9
19/04/09	Buy	235,000	-26.8 -22.1	20/08/07	Buy	100,000	-19.3 -4.5
19/05/30	Buy	215,000	-32.8 -23.0	20/10/21	Buy	115,000	-24.2 -19.0
19/09/19	Buy	193,000	-33.4 -28.8	20/11/09	Buy	118,000	-15.6 -11.0
19/11/08	Buy	188,000	-29.6 -26.9	20/12/02	Buy	148,000	-24.0 -11.1
20/01/08	Buy	183,000	-46.0 -24.9	21/03/16	Buy	170,000	-
20/04/29	Buy	157,000	-42.6 -37.9				

MEMO



MEMO



DB금융투자 리서치센터



[리서치센터장]
장화탁
02)369-3370
mousetak@db-fi.com



[글로벌크레딧]
유승우
02)369-3426
seyoo@db-fi.com



[금융]
이병건
02)369-3381
pyrrhon72@db-fi.com



[IT총괄/전기전자]
권성률
02)369-3724
srkwon@db-fi.com



[채권/FX전략]
문홍철
02)369-3436
m304050@db-fi.com



[조선/기계/철강]
김홍균
02)369-3102
usckim10@db-fi.com



[음식료/유통]
차재현
02)369-3378
imcjh@db-fi.com



[주식전략]
강현기
02)369-3479
hygkang@db-fi.com



[건설/건자재/부동산]
조윤호
02)369-3367
uhno@db-fi.com



[제약/바이오]
구자용
02)369-3425
jaykoo@db-fi.com



[중국전략]
김선영
02)369-3438
tjs00dud@db-fi.com



[스몰캡/비상장기업]
유경하
02)369-3353
last88@db-fi.com



[반도체/IT소재장비]
어규진
02)369-3713
kjsyndrome@db-fi.com



[퀀트/해외주식]
설태현
02)369-3709
thseol@db-fi.com



[비상장기업]
남기윤
02)369-3387
kqnam@db-fi.com



[자동차/운송]
김평모
02)369-3053
pmkim@db-fi.com



[경제]
박성우
02)369-3441
p3swo@db-fi.com



[에너지/케미칼]
한승재
02)369-3921
sjhan@db-fi.com



[인터넷/게임/엔터]
황현준
02)369-3385
realjun20@db-fi.com



[연구원]
강대승
02)369-3437
bigwin92@db-fi.com



[뷰티/패션/생활용품]
박현진
02)369-3477
hjpark@db-fi.com



[미디어/통신서비스]
신은정
02)369-3458
ej.shin@db-fi.com



[연구원]
박경민
02)369-3446
gmpark@db-fi.com



[헬스케어/신성장산업]
유현재
02)369-3369
Jay.yoo@db-fi.com



[제약/바이오]
박재경
02)369-3368
jaegyeong2@db-fi.com



[연구원]
정재현
02)369-3429
kevinj@db-fi.com



[연구원]
정광명
02)369-3746
kmc92@db-fi.com



[휴대폰/통신장비]
권세라
02)369-3352
serakwon9494@db-fi.com



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7독교방송 1층)
을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 홍산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)