

Platform Business Team

박은경
Analyst
eunkyung44.park@samsung.com

최지호
Research Associate
jihoh1.choi@samsung.com

▶ AT A GLANCE

이마트 (139480 KS, 156,000원)		
투자의견	BUY	
목표주가:	224,000원	46.4%
쿠팡 (Not Listed)		
투자의견	Not Rated	
목표주가:	n/a	

유통 (OVERWEIGHT)

New commerce 르네상스

- Part 1. 디지털 커머스 시대로의 전환이 기업과 사회에 가지는 함의는 산업"별" 분석이 아닌 산업"간" 가치의 생성/이동/소멸 관점에서 접근할 때에야 더욱 명료하게 파악할 수 있음. 적어도 향후 5년을 지배할 유통의 디지털 트랜스포메이션의 진짜 의미와 그 영향을 살펴보도록 함.
- Part 2. 백신 개발 소식 이후 Untact에서 Contact으로 시장 관심 이동. 오히려 Untact의 높은 기저효과가 부담스러워지기 시작. 하지만 당사는 세 가지 이유에서 Stay Untact를 추천. 1) 공급자의 판매태도 변화가 만들어낼 뉴커머스 2차 유행; 2) 드디어 시작된 산업재편; 3) 임박한 뉴커머스 업계의 실적 턴어라운드.
- Part 3. 유통업종 최선호주로 온라인 사업 가치가 더욱 부각 될 이마트를 추천. 벌써부터 2020년 실적이 궁금해지는 업계 선두주자 쿠팡에 대한 관심도 권유.

WHAT'S THE STORY

뉴커머스 산업의 탄생: 유통의 디지털 트랜스포메이션 결과물인 뉴커머스는 더 이상 기존 유통업을 대체하는 개념이 아님. 뉴커머스의 부가가치는 상품 증개뿐 아니라 부동산, 물류, 광고, 금융 등 유통 주변부 산업의 부가가치까지 흡수하며 창출. 제도가 사회의 변화 속도를 따라가지 못함에 따라 기업들의 경제적 산출물은 여전히 전통적인 산업분류에 따라 집계, 공표되고 있음. 이에 당사는 뉴커머스의 경제적 가치를, 기존 통계의 재구성을 통해 파악해 봄. 한국은행에 따른 유통업 총산출액은 280조원, 영업잉여는 52조원, 영업이익은 22조원. 하지만 뉴커머스의 경제적 가치는 총산출액 608조원, 영업잉여 89조원, 영업이익 65조원. 이는 전통 유통업대비 총산출액은 2.2배, 영업잉여는 1.7배, 영업이익은 2.9배 거대한 것. 뉴커머스 내에서 유통과 그 유관 산업인 부동산, 물류, 서비스, 그리고 광고업이 유기적으로 결합한 결과.

백신이 개발되어도 Stay Untact: 백신 개발 소식 이후 2021년을 눈앞에 둔 지금, 시장은 기술적 반동이 확실한 Contact과 구조적 성장이 확실한 Untact 사이에서 고민에 빠짐. 당사는 다음 세 가지 화두에 주목하며 'Stay Untact'를 제안. ① 2021년 온라인쇼핑 시장은 2020년보다 더 강하게 21% y-y 성장하며 사실상 2차 유행의 형태를 띠 것으로 전망. 2020년의 변화는 소비자가 이끌어냈다면, 2021년의 변화는 공급자(유통사+판매사)가 주도하게 될 것으로 전망; ② 시장 질서가 재편되며 뉴커머스 승자(勝者)의 윤곽이 선명해질 것으로 전망. 중기적 관점에서 승자는 Top3 종합몰과 품목별 top1 전문몰로 압축될 것. 이제 '온라인 vs 오프라인'의 구분이 아닌 품목별 구분이 중요. ③ 전세계에서 경쟁이 가장 치열한 한국 뉴커머스 시장도 유통 주변부 산업의 부가가치를 흡수하며 본격적으로 수익을 창출하게 될 것으로 기대.

유통업종 최선호주로 이마트 추천: ① 코로나19와 시의 적절한 물류 인프라 증설이 시너지를 발휘하며 순식간에 온라인 장보기 시장의 선도 업체로 등극. 음식료는 소매시장의 1/4을 차지하는 거대 시장; ② 2020년 중-노년층의 디지털 커머스 경험은, 2021년 옴니채널 선택으로 나타날 수 있음. 온/오프라인 채널 동시 보유한 커머스 업체의 점유율 확대 기대; ③ SSG.com이 매출 고성장세를 동반한 흑자전환에 성공할 가능성을 배제할 수 없음. 이는 SSG.com의 re-rating 및 이마트 기업가치 상승을 가져올 것. 목표주가 224,000만원 (SOTP 밸류에이션), BUY 투자의견 유지. 이는 '21~'22E P/E 21배, 16배 수준.

REPORT

CONTENTS

01 Investment summary 3p

- 1) 뉴커머스 산업의 탄생
- 2) 뉴커머스 르네상스
- 3) Top picks: 코로나19로 전세 역전한 이마트

02 뉴커머스 산업의 탄생: 뉴커머스는 유통이 아니다 6p

- 1) 뉴커머스 재구성
- 2) 뉴커머스, 유통과 주변부 산업의 케미(chemistry)에 대하여

03 New commerce 르네상스 18p

- 1) 뉴커머스 2차 유행: 소비자주도에서 공급자주도로 이어지는 릴레이
- 2) 사업자 재편: 혼돈 속의 질서 정립
- 3) 디지털 커머스 드디어 돈 버나요?: 제(祭)보다 젓밥
- 4) 리스크 요인

04 기업분석 47p

- 1) 이마트 (139480 KS) BUY, Target price: KRW 224,000원
- 2) 쿠팡 (Not Listed) Not Rated

New commerce 르네상스

Investment summary

뉴커머스 산업의 탄생

모든 투자자들의 시선이 이제 'Contact (대면)'으로 이동하려는 시점에서 당사가 다시 전자상거래를 화두로 제시하는 이유는, 막상 이 변화가 구조적으로 얼마나 큰 의미를 가진 변화인지에 대해선 시장의 분석이 미비했다 판단하기 때문이다. 디지털 커머스에 대한 분석은 난립하나 대부분이 전통적인 산업 구분에 의거한 산업"별" 미시적 분석에 그치고 있다. 정착 디지털 커머스 시대로의 전환이 흥미로운 진짜 이유인, 산업"간"의 가치 생성/이동/소멸에 대한 분석은 부족하다.

유통의 디지털 트랜스포메이션 결과물인 뉴커머스는 더 이상 기존 유통업을 대체하는 개념이 아니다. 뉴커머스는 상품 중개뿐 아니라 부동산, 물류, 광고, 금융 등 유통 주변부 산업의 부가가치까지 흡수하며 만들어진, 전통 유통업과는 차별화된 경제적 부가가치를 창출하는 산업이다. 제도가 사회의 변화 속도를 따라가지 못함에 따라 기업들의 경제적 산출물은 여전히 전통적인 산업분류에 따라 집계, 공표되고 있다. 이에 당사가 뉴커머스의 경제적 가치를, 기존 통계의 재구성을 통해 파악해 보았다.

한국은행에 따른 유통업 총산출액은 280 조원, 영업잉여는 52 조원, 영업이익은 22 조원이다. 하지만 뉴커머스의 경제적 가치는 총산출액 608 조원, 영업잉여 89 조원, 영업이익 65 조원이다. 이는 전통 유통업대비 총산출액은 2.2 배, 영업잉여는 1.7 배, 영업이익은 2.9 배 거대한 것이다. 뉴커머스 내에서 유통과 그 유관 산업인 부동산, 물류, 서비스, 그리고 광고업이 유기적으로 결합한 결과이다.

뉴커머스 르네상스

2021년 눈앞에 둔 지금 주식시장의 '언택트 테마'를 바라보는 심경은 복잡하다. 코로나19 종식 여부와 관계없이 디지털 트랜스포메이션의 흐름은 되돌려지지 않을 것이라는 컨센서스는 형성돼 있다. 하지만 속도가 문제다. 기저효과를 신경 쓰지 않을 수 없다.

이러한 시장의 고민에 대해 당사는 다음 세 가지 화두에 주목하며 'Stay Untact'를 제안한다.

- 1) 2021년에도 온라인쇼핑 시장이 2020년과 유사하게 전년대비 20%에 육박하는 고성장세를 이어가며 사실상 2차 유행기의 형태를 보일 것으로 전망한다. 2020년의 변화는 소비자가 이끌어냈다면, 2021년의 변화는 공급자(유통사+판매사)가 주도하게 될 것으로 전망한다.
- 2) 시장 질서가 재편되며 뉴커머스 승자(勝者)의 윤곽이 선명해질 것으로 전망한다. 중기적 관점에서 승자는 Top3 generalist와 top1 specialist(품목별)로 압축될 것으로 예상된다. 더 이상 '온라인 vs 오프라인'의 대결구도, 혹은 채널 구분은 의미가 없다.
- 3) 한국 특유의 이커머스 춘추전국시대가 끝나고, 뉴커머스의 유통 주변부 산업의 부가가치를 본격적으로 흡수함에 따라 뉴커머스 플랫폼의 수익 창출이 본격화될 것으로 기대된다.

Top picks: 코로나19로 전세 역전한 이마트

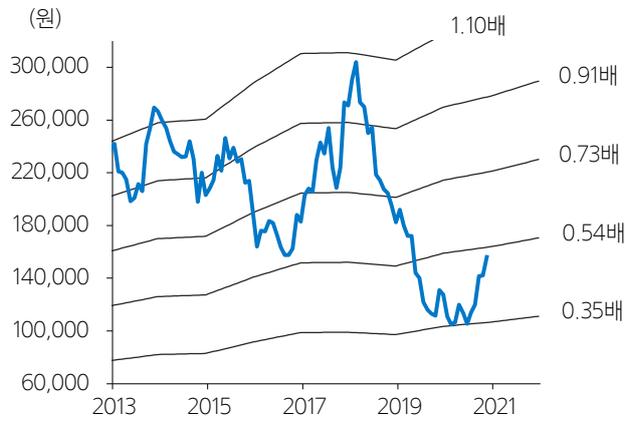
이마트를 목표주가 22.4만원 (SOTP 밸류에이션), BUY 투자의견에, 유통업종 최선호주로 추천한다. 2019년까지도 그 성공 가능성에 의문 부호가 붙어 있던 온라인사업이, 2020년 코로나19 특수를 만나며 전세를 역전한 모양새다. 이제는 명실상부 온라인 장보기 시장의 선도 업체이며, 장보기 시장의 고객 충성도가 다른 품목대비 높음을 감안하면 SSG.com의 점유율 확대 지속이 기대된다. 2021년 Untact 사업의 부담스러운 기저효과를 우려할 수 있으나, 그보다 이는 오히려 옴니채널의 가치가 재조명될 수 있는 기회임을 염두에 둘 필요가 있다. 빠르면 4Q20 SSG.com의 영업흑자 전환이 기대된다. 2021년 SSG.com 흑자영업 지속에 대한 확신이 높아질 경우 SSG.com 재평가가 기대되며 이는 이마트의 주가 재평가의 핵이 될 전망이다.

이마트: SOTP valuation

	지분율 (%)	밸류에이션	배수 (x)	(십억원, 원)	시장가치 (십억원)	참고
자산						
유통 (SSG.com 제외)	100.0	P/E	7.0	2021E NOPLAT	325	2,278
SSG.com	50.1	P/S	0.75	2021E 총매출	4,920	1,849
신세계푸드	46.9	시장가치		종가 기준	60,000	76
조선호텔	99.9	장부가치	30% 할인	3Q20	326	228
건설	42.7	시장가치	30% 할인	종가 기준	23,000	27
해외		장부가치	30% 할인	3Q20	672	470
지분법						
신세계&C	35.7	시장가치	30% 할인	종가 기준	127,500	55
스타벅스코리아	50	P/E	20	2021E NOPLAT	173	1,731
기타 (스타필드 등)		장부가치	30% 할인	3Q20	552	386
처분가능 자산						
삼성생명	5.9	시장가치		종가 기준	76,000	894
부동산						
투자부동산		장부가치	30% 할인	3Q20	1,607	1,125
순현금		장부가치		2021E	(2,880)	(2,880)
기업가치						
						6,241
유통주식 수 (천 주)						
						27,876
공정가치 (원)						
						223,874
종가 (원)						153,000
상승여력 (%)						46.3%

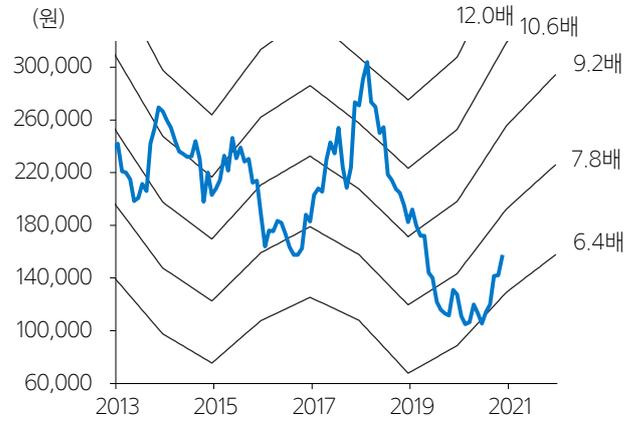
자료: 이마트, 삼성증권 추정

Forward P/B band



자료: 이마트, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDA band



자료: 이마트, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2017	15,515	585	800	628	16,113	14.8	9.5	0.5	7.7	8.2	3,330
2018	17,049	463	585	476	13,892	(13.8)	11.0	0.5	5.5	8.8	3,346
2019	19,063	151	282	224	2,385	(82.8)	64.2	0.6	2.8	8.5	4,726
2020E	21,811	207	787	516	5,374	125.4	28.5	0.5	5.6	8.0	4,504
2021E	23,066	376	403	302	10,555	96.4	14.5	0.5	3.1	7.0	4,455
2022E	23,944	476	524	393	14,087	33.5	10.9	0.5	4.0	6.4	4,305

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 이마트, 삼성증권 추정

뉴커머스는 유통이 아니다

뉴커머스 산업의 탄생

코로나19가 구조적으로 바꾸어 놓은 우리의 미래를 얘기할 때 'Untact (비대면)'을 빼놓고는 얘기할 수 없다. 그리고 불가피한, 하지만 강력했던 Untact 생활방식으로서의 전환의 중심엔 단연 소비 방식의 변화가 있다. (재화와 서비스를 포함한) 온라인쇼핑 이용률이 순식간에 20%로 전년 대비 5%pts 이상 급등하며 과거 3~4년에 걸쳐 나타났던 변화가 코로나19로 1년만에 현실화되었다. 그런데 모든 투자자들의 시선이 이제 'Contact (대면)'으로 이동하려는 시점에서 당사가 다시 디지털 커머스를 화두로 제시하는 이유는, 막상 이 변화가 구조적으로 얼마나 큰 의미를 가진 변화인지에 대해선 시장의 분석이 미비했다 판단하기 때문이다. 물론 디지털 커머스에 대한 분석은 시장에 차고 넘친다. 하지만 대부분의 분석이 전통적인 산업 구분에 의거한 산업"별" 미시적 분석이다. 정작 디지털 커머스 시대로의 전환이 흥미로운 진짜 이유인, 산업"간"의 가치 생성/이동/소멸에 대한 분석은 부족하다. 그러다 보니 모순된 분석도 자주 보게 된다. 대표적인 예가 디지털 커머스와 물류산업에 대한 것이다. 디지털 커머스의 발달로 택배 물동량이 대폭 늘어나고 있는 것은 주지의 사실이며, 대체로 이것은 물류업체들에 긍정적이라 간주된다. 그런데 정말 이로 인해 물류산업은 더 많은 부가가치를 창출하게 되었는가? 한편, 물류산업이 물동량의 증가에 초점을 맞추고 있을 때, 유통업계에선 물류의 내재화를 추진하고 있다. 유통업체는 물류업체의 아군인가 적군인가?

이에 당사는 첫번째 파트에서, 디지털 커머스로 인해 유통과 주변부 산업의 부가가치가 어떻게 생성/이동/소멸되고 있는지, 그리고 이러한 산업간 화학작용의 결과로 새롭게 재탄생하고 있는 뉴커머스(New Commerce)의 경제적 잠재력은 어느 정도인지에 대해 살펴보고자 한다. 그리고 두번째 파트에선, 높은 기저효과에 대한 부담에도 불구하고, 왜 투자자들은 'Stay Untact' 해야 하는지에 대해 살펴보고자 한다.

뉴커머스의 재구성

다시 한 번 강조하자면 뉴커머스는 기존 유통업을 대체하는 개념이 아닌, 기존 유통업과는 완전히 다른 경제적 부가가치를 창출하는 산업이다. 뉴커머스는 상품 중개뿐 아니라 부동산, 물류, 광고, 금융 등 기존 유통의 주변부 산업의 부가가치까지 흡수하며 창출된다. 제도가 사회의 변화 속도를 따라가지 못함에 따라 기업들의 경제적 산출물은 여전히 전통적인 산업분류에 따라 (2017년 10차 한국표준산업분류 개정) 집계, 공표되고 있다. 그래서 뉴커머스가 무엇인지 그 개념을 이해 못할 투자자는 없을지 모르나, 그래서 그것이 경제적으로 얼마만큼의 가치가 있다는 것인지는 직관적으로 알기 어렵다. 이에 당사는 뉴커머스의 경제적 가치를, 기존 통계의 재구성을 통해 파악해 보았다.

한국은행에 따른 유통업의 총산출액은 280조원, 영업잉여는 52조원이며 (2018년 기준), 손익계산서상 유통업종 영업이익은 22조원이다 (국세청 법인세 신고기업 대상, 2019년 기준). 그렇다면 뉴커머스의 경제적 가치는 얼마일까? 당사는 이를, 유통업과 유기적으로 결합하고 있는 부동산, 물류, 서비스, 그리고 광고 산업이 뉴커머스에 미치는 영향을 고려해 추정하였다. **이렇게 추정된 뉴커머스 산업의 가치는 총산출액 608조원, 영업잉여 89조원, 영업이익 65조원이다. 이는 전통 유통업 대비 총산출액은 2.2배, 영업잉여는 1.7배, 영업이익은 2.9배 거대한 것이다.**

다음장에서 당사의 뉴커머스 산업 잠재력이 어떠한 논리로 산출되었는지, 뉴커머스가 유관산업의 가치를 어떻게 빼앗고, 더하고 재창조해 내고 있는지, 다섯개의 주제로 나눠 좀 더 구체적으로 살펴보도록 하겠다.

뉴커머스, 유통과 주변부 산업의 케미(chemistry)에 대하여

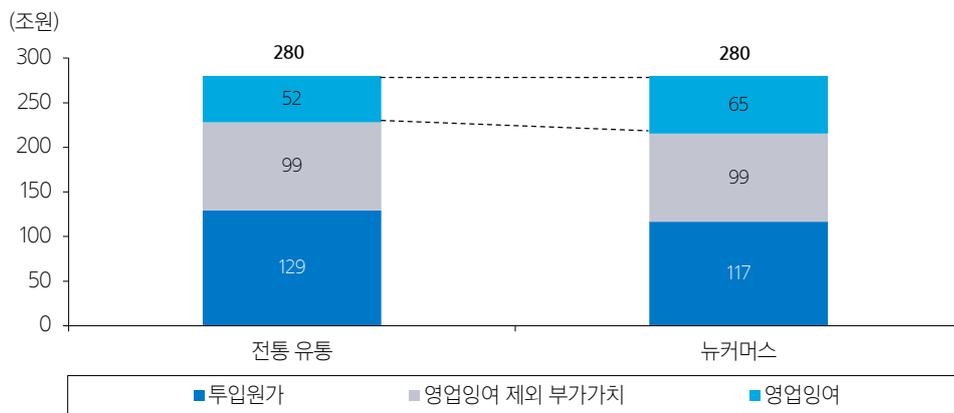
1. 뉴커머스가 잠식하는 부동산 임대업의 가치

산업연관표에 따르면, 유통업의 가장 큰 원가요소는 인건비를 제외하면 부동산 임대료로, 2018년 유통업이 부동산 임대업에 지불한 금액은 13조원이다. 온/오프라인 매장의 효용성이 교차하는 뉴커머스 시대, 부동산 임대료는 점점 커머스 플랫폼 내에서 좋은 자리를 차지하기 위한 광고비, 그리고 재고를 관리하기 위한 풀필먼트 서비스 이용료로 분산 전용될 전망이다.

사실 이러한 가치의 이동은 이미 10년 전 온라인쇼핑이 본격화되면서부터 나타나기 시작한 변화이다. 다만 2018년까지는 영세 전문소매점이 오프라인에서 온라인으로 이동하며 변화를 주도하였기에 그 변화가 점진적이었던 반면, 2019년 점유율 하락의 위기가 본격화된 대형 소매점의 참여, 그리고 2020년 코로나19가 촉발한 전방위적인 오프라인 매장의 가치 하락으로, 뉴커머스의 부동산 임대업 가치 잠식은 앞으로 더욱 속도를 낼 전망이다.

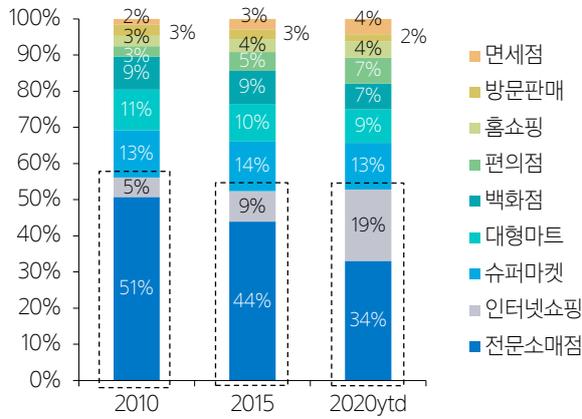
유통업의 총산출액이 280조원에 이르는 것과 비교하면, 뉴커머스가 잠식할 수 있는 부동산 임대업의 가치 13조원은 얼핏 작아보일 수 있다. 하지만 이 13조원은 뉴커머스 입장에서 옳이 영업잉여 혹은 영업이익으로 남길 수 있는 가치이다. 유통업의 영업잉여가 52조원, 영업이익이 22조원에 불과함을 감안하면, 뉴커머스의 부동산 임대 시장 잠식으로 산업의 가치는 전통 유통업대비 영업잉여 기준 25%, 영업이익 기준 57% 높아질 수 있다.

뉴커머스의 부동산 임대시장 편입에 따른 영업잉여 상승 효과



자료: 한국은행, 삼성증권 추정

소매업 내 업체별 비중 변화



자료: 통계청, 삼성증권추정

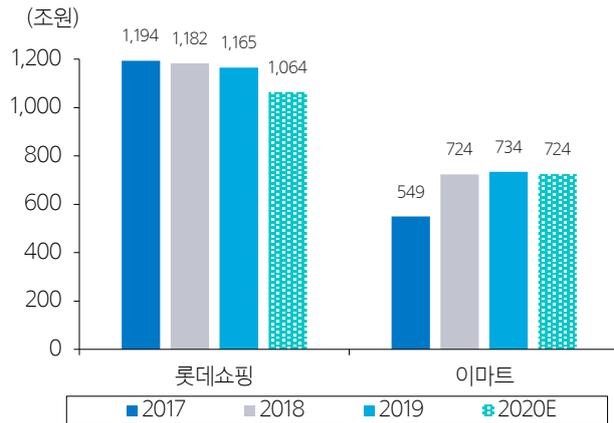
비거주용 건물 임대업의 총산출액과

그 안에서 유통업이 차지하는 비중: 하락추세

(조원)	2015	2016	2017	2018
비거주용 건물 임대업	41.7	44.6	49.9	52.8
유통업의 건물 임대료 지출	11.4	12.0	13.1	12.8
비중 (%)	27.4	26.8	26.2	24.2

자료: 한국은행, 삼성증권

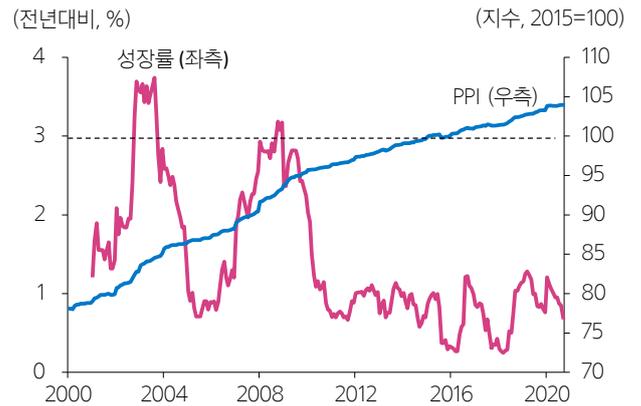
이마트와 롯데쇼핑의 점포 구조조정



참고: 편의점 제외

자료: 이마트, 롯데쇼핑, 삼성증권 추정

비거주용 건물임대 생산자물가지수 추이



자료: 통계청, 삼성증권

2. 뉴커머스로 이동하는 택배업의 가치

온라인쇼핑이 발달할수록 택배 물동량은 증가한다. 덕분에 택배시장은 2016~2018년 3년간 연평균 8%씩 성장하며 총산출액 6조원을 상회하게 되었다. 하지만 한국은행 통계에 따르면 택배업은 외형 성장에도 불구하고, 창출하는 부가가치는 제자리 걸음하고 있다. 2018년엔 부가가치가 2017년대비 확연히 감소하기까지 했다.

외형이 성장하고 있는 것과 달리 택배업이 창출하는 부가가치가 증가하고 있지 못한 데에는 몇 가지 이유가 있다. 첫째, 가격 협상력의 문제이다. Last-mile 배송은 진입 장벽이 낮아 항상 경쟁이 치열한 반면, 뉴커머스 업체들은, 특히 2019년부터, 점점 대형화되며 협상력이 향상되어 왔다. 택배 물동량은 2016~2019년 4년간 연평균 11% 증가하는 호황기였음에도 불구하고 2019년 택배 단가는 2015년 대비 낮은 상태이며, 택배 수요가 급증한 것으로 추정되는 2020년 9월 현재까지도 택배 단가는 2019년 수준에 머무르고 있다.

둘째, 배송 수요가 커지면 커질수록 고객센터 개선과 비용절감을 목적으로 한 뉴커머스 업체의 배송 내재화 동기가 강화된다. 택배 물동량 증가율이 온라인쇼핑 (서비스 제외) 거래대금 증가율을 따라가지 못하고 있다. 2019년 쉐리와 한샘은 택배사업자 인가를 취득했고, 쿠팡은 배송 인력인 '쿠친'을 2019년 말 5천명 수준에서 2020년 중반 1만명 수준까지 증원한 데 이어 2020년 택배사업을 위한 자격을 신청했다.

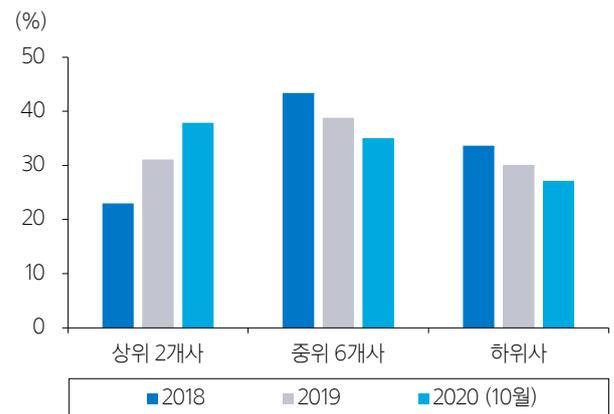
극단적 가정 하에선, 부동산 임대업과 마찬가지로, 뉴커머스가 택배업의 경제적 가치를 잠식할 수도 있어 보인다. 이 경우 뉴커머스의 총산출액은 유통업 총산출액 280조원에 택배업 총산출액 6조원을 가산해 산출할 수 있다. 하지만 택배사업에 따른 뉴커머스의 부가가치 상승폭은 미미할 것으로 예상된다. 뉴커머스 입장에서 배송은 고객 구매 경험을 개선하기 위한 서비스의 일종이다. 서비스 제공의 댓가로 일정 금액을 수취하긴 할 것이나, 유통사업 경쟁력 강화가 뉴커머스 업체들의 가장 중요한 목표임을 고려하면 배송을 수익을 창출하기 위한 도구로 삼을 가능성은 낮다. 소비자들이 택배산업의 부가가치를 차지하게 되는 것이다.

택배업의 부가가치 변화: 하락하는 영업잉여율

	총산출액 (십억원)	부가가치 (십억원)	부가가치율 (%)	영업잉여	
				(십억원)	(%)
2010	4,754	1,229	25.9	246	5.2
2015	4,834	1,274	26.4	263	5.4
2016	5,093	1,301	25.5	237	4.7
2017	5,306	1,422	26.8	289	5.4
2018	6,119	1,330	21.7	153	2.5

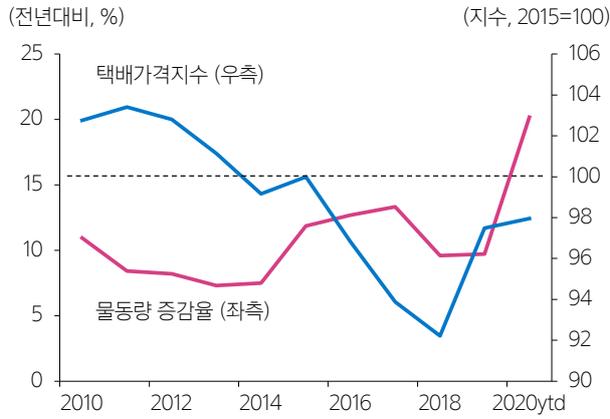
자료: 한국은행, 삼성증권

이커머스업체의 거래대금 비중: 뉴커머스업체의 대형화



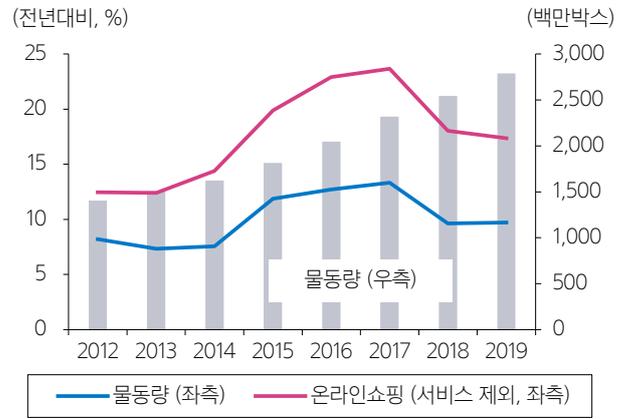
참고: WiseRetail 분류 중 홈쇼핑/인터넷쇼핑+네이버를 이커머스로 간주
자료: WiseRetail, 삼성증권

택배 물동량 및 단가 추이: 반비례 관계



자료: 한국은행, 삼성증권

온라인쇼핑 거래액 성장률을 하회하는 택배 물동량 성장률



자료: 한국은행, 통계청, 삼성증권

배송의 질 향상을 위한 뉴커머스 직접배송 니즈 상승



자료: 언론보도, 쿠팡, 삼성증권

3. 뉴커머스가 만들어가는 창고업의 가치

재고관리의 기능을 겸하던 오프라인 매장이 감소함에 따라 창고 서비스에 대한 수요 역시 늘어나고 있다. 한국은행 조사에 따르면 유통업종이 창고서비스에 지출한 금액은 2015년 4조원에서 2018년 7조원 까지, 연평균 16.5% 증가했으며, 덕분에 창고시장 총산출액은 2015년 9조원에서 2018년 14조원까지 연평균 15%씩 성장하였다.

단순 재고 보관에 그치지 않고 적정 재고 수준 유지부터 포장, 배송/반송, 그리고 고객응대까지 더해진 뉴커머스 시대 창고 사업을 "풀필먼트"라 칭한다. 이 용어가 친숙해진 것은 어제 오늘 일이 아니나 그 익숙함에 비해 실제 사업 진척도는 한국에선 아직 걸음마 수준에 그쳐왔다. 그런데 쿠팡이 지난 7월 '로켓제휴' 프로그램을 선보이고, 비슷한 시기 네이버-물류연합 (CJ대한통운 등)이 풀필먼트 사업 본격화를 천명했다. 2021년에 드디어 한국형 풀필먼트 서비스가 본격화될 전망이다.

풀필먼트 서비스 본격화에 따른 경제적 수혜는, 물류비용 부담이 완화될 판매자들이 가장 크게 누릴 수 있을 전망이다. 풀필먼트 서비스는 뉴커머스의 수익 모델이기 이전에 판매자를 유입시켜 'selection-traffic-convenience & price' 선순환 고리를 완성시키는데 목적이 있다. 한편, 중기적 관점에서, 순수 풀 필먼트 사업자보다 커머스 업체들이 더 큰 경제적 부가가치를 차지할 수 있을 것으로 예상된다. 풀필먼트 사업초기 인프라투자에 대한 부담 때문이다. 창고업은 총산출액이 2016 ~2018년 3년간 연평균 15%씩 성장할 정도로 높은 성장세를 보였음에도 불구하고, 영업잉여율이 동기간 10% 수준에서 8% 미만으로 하락했다. 산업연관표에 따르면 영업잉여율 하락의 가장 큰 원인은 법무 등 사업지원 서비스비용 부담의 상승이었다. 창고 수요가 상승할수록 부지 확보 및 인허가 문제 해결을 위한 비용이 더 빠르게 상승하고 있는 셈이다. 다만 장기적 관점에서, 택배업과는 달리, 순수 풀필먼트 사업도 그 부가가치가 점점 높아질 것으로 전망된다. 높은 초기 투자비와 문제 해결 비용이 시사하는 산업 진입장벽 때문이다.

창고업의 부가가치 변화: 보이지 않는 규모의 경제 효과

	총산출액 (A)		투입원가 (B)		부가가치 (C)			
	(십억원) (% y-y)	(십억원) B/A (%)	(십억원) C/A(%)	(십억원) D/A (%)	영업잉여 (D)			
2010	7,068	5,069	71.7	1,999	28.3	73	1.0	
2015	9,417	5.9	6,073	64.5	3,344	35.5	926	9.8
2016	10,900	15.7	7,192	66.0	3,707	34.0	1,075	9.9
2017	12,648	16.0	8,405	66.5	4,243	33.5	1,164	9.2
2018	14,192	12.2	9,602	67.7	4,589	32.3	1,114	7.8

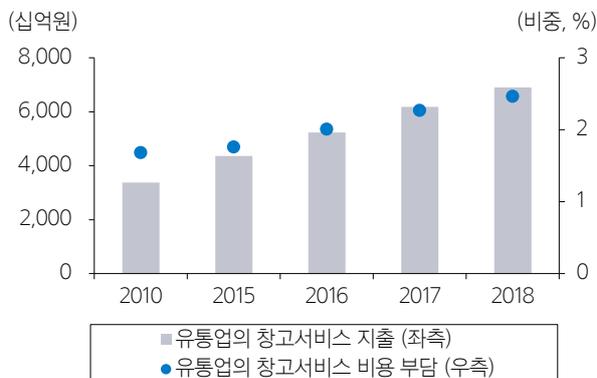
자료: 한국은행, 삼성증권

창고업 영업이익률 축소이유

(비중, %)	2015	2018
투입원가	64.5	67.7
법무 및 경영지원	14.9	+1.8%pt → 16.7
투입원가 (법무 및 경영지원 제외)	49.6	51.0
부가가치	35.5	32.3
영업잉여	9.8	-2.0%pts → 7.8
부가가치 (영업잉여 제외)	25.7	24.5

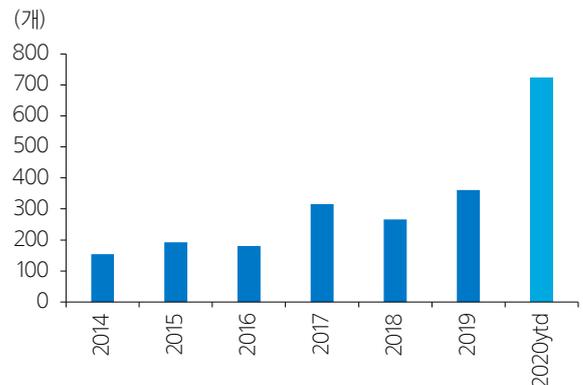
자료: 한국은행, 삼성증권

유통업이 창고 서비스에 지출하는 비용은 상승추세



자료: 한국은행, 삼성증권

연도별 창고업 등록 현황



자료: 공정거래위원회, 삼성증권

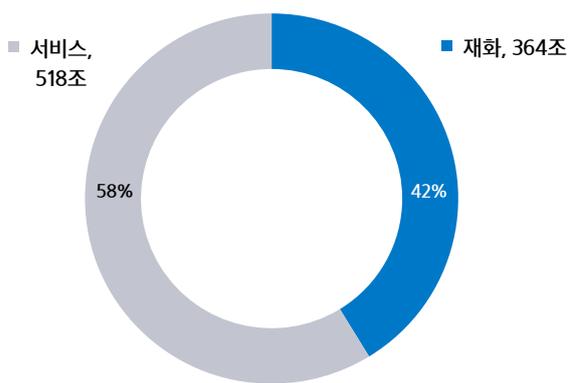
4. 뉴커머스와 서비스 시장의 동반성장

전통 유통업에선 재화가 거래의 대부분을 차지했다. 하지만 온라인에선 서비스 상품도 활발하게 거래된다. 서비스 상품 거래액은 2019년 전체 온라인쇼핑 시장의 25%에 달했다. 서비스 상품의 거래는 뉴커머스에 중요한 의미를 지니는데 외형 확대 잠재력이 비약적으로 확대되기 때문이다. 가계 소비의 40%만이 재화일 뿐 60%는 서비스다. 현시점에서 예상 가능한, 디지털 커머스가 취급할 수 있는, 서비스업의 총산출액만 해도 2018년 기준 280조원에 달하는데 (여행, 음식배달, 미용 쿠폰 등), 이는 기술과 제도가 발달할수록 더 증가할 수 있다 (의료 서비스 등). 즉, 뉴커머스가 접근 가능한 시장의 규모는 전통 유통업의 최소 2배에 이른다.

서비스업 입장에서도 뉴커머스의 발달이 반갑다. 뉴커머스와 서비스업은 한쪽이 다른 한쪽의 가치를 뺏고 뺏기는 관계가 아니라, 뉴커머스가 서비스업의 부가가치를 향상시켜 초과 수익을 공유하는 win-win의 관계이기 때문이다. 그래서 영업일여율이 낮은 서비스업일수록 뉴커머스 생태계에 빠르게 편입되는 경향을 보인다. 뉴커머스의 발달로 대개 영세한 규모인 서비스 판매자의 마케팅은, 길거리 전단지에서 디지털 플랫폼으로 진화하며, 그 비용 효율성이 극대화되었다. 뿐만 아니라 디지털 기술 응용 범위가 확대되며 뉴커머스는 계속해서 서비스 사업자와 win-win할 수 있는 새로운 방안을 제시하고 있다. 위치기반기술로 음식점간 배달원 공유를 가능케 한 음식배달 커머스, 실시간 방 상태 정보 취합으로 투숙률을 극대화하고 있는 숙박 커머스 등이 그 예라 할 수 있다.

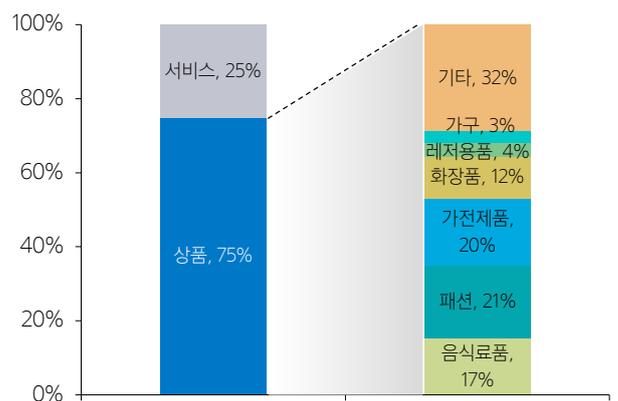
뉴커머스와 서비스업은 win-win 관계이기에, 서비스 상품의 거래는 비단 뉴커머스의 외형을 비약적으로 확장시키는 데에만 그 의미가 있는 것이 아니라, 뉴커머스의 부가가치 향상에도 크게 기여한다. 당사가 서두에 제시한 뉴커머스의 부가가치 재구성에선, 서비스업의 뉴커머스 부가가치 기여도를, 서비스 상품 거래대금의 3%로 가정하였다. 현시점에서 예상 가능한 서비스업 총산출액 280조의 3%는 8조원으로, 이는 기존 유통업 부가가치를 16%, 영업이익을 38% 향상시킬 수 있는 규모이다. 하지만 이는 매우 보수적인 가정일 뿐, 디지털 기술 응용으로 서비스 판매자의 비용 부담을 줄일 수 있는 장치들이 하나 둘씩 늘어날수록, 뉴커머스가 서비스업으로부터 취할 수 있는 부가가치의 규모는 3%를 훌쩍 뛰어넘을 수 있을 것이다.

가계의 형태별 소비지출 구조 (2019)



자료: 한국은행, 삼성증권

온라인쇼핑 상품군별 구성 (2019)



자료: 통계청, 삼성증권

영업잉여율이 낮은 서비스업 - 뉴커머스의 타겟

(%)	투입원가	부가가치계				
			노동비용	영업잉여	자본비용	세금
제조업	70.4	29.6	10.2	8.9	7.3	3.1
서비스업 (공공부문 제외)	46.7	53.3	23.7	16.8	8.2	4.6
온라인 거래 서비스업	56.5	43.5	26.2	6.7	6.0	4.6
요식	67.5	32.5	19.0	6.9	0.8	5.8
교통	61.5	38.5	29.2	(2.1)	18.5	(7.1)
숙박	46.0	54.0	31.4	2.5	15.3	4.8
레저 (여행 포함)	46.1	53.9	20.8	11.1	9.4	12.6
용역 등 기타	27.8	72.2	52.9	13.0	2.1	4.1

자료: 한국은행, 삼성증권

5. 뉴커머스가 허무는 유통업과 광고업의 경계

2018년 기준 광고업의 총산출액은 13조원이다. 광고 시장에서 디지털 매체 비중은 이미 40%중반 수준까지 상승해 있던 하나 지금까지 지배적 커머스 플랫폼이 없던 우리나라에선 대부분의 광고비가 검색에 기득권을 가진 인터넷서비스업체에게 돌아갔던 것으로 추정된다. 하지만 2019년 본격화된 뉴커머스 산업 재편으로, 쇼핑을 목적으로 한 소비자의 플랫폼 방문율이 높을 수밖에 없는 뉴커머스업체들의 광고시장 잠식이 본격화될 것으로 예상된다.

광고업 총산출액 13조원은 유통업의 280조원과 비교하면 작아 보이나, 극단적으로 가정하면 이 13조원은 뉴커머스 입장에서선 오롯이 영업잉여 혹은 영업이익으로 남길 수 있는 가치란 측면에서 (기존 유통업 영업잉여는 52조원, 영업이익은 22조원), 뉴커머스 업체들이 가장 적극적으로 잠식하고 싶어하는 산업이기도 하다. 광고가 아닌 실력만으로도 경쟁할 수 있는 커머스 플랫폼임을 내세우던 쿠팡이 2019년초부터 광고사업에 박차를 가하고 있으며, 2020년 커머스 사업을 핵심 성장 동력으로 천명한 네이버의 최종 목적지도 결국 광고사업이라는 것이 일반적인 시각이다.

하지만 그렇다고 뉴커머스가 전통 광고산업의 가치를 위협하고 있다고 볼 수는 없다. 뉴커머스 시대, 마케팅의 역할이 더 강조됨에 따라 소비자행동에 대한 이해가 높은 광고업체들의 커머스 시장 직접 진출 동기가 점점 강해지고 있다 (미디어 커머스). 커머스 사업자는 광고시장으로, 광고 사업자는 커머스 시장으로, 커머스 사업자와 광고 사업자의 경계는 점점 흐려지고 있다.

하지만 결국 뉴커머스의 발달은 광고시장 외형 확대에 긍정적 영향을 미치며, 뉴커머스와 광고업은 모두 승자가 될 수 있을 것으로 전망된다. 광고시장 확대를 전망하는 이유는, 판매자들이 유통수수료와 임대료 등 오프라인 매장 축소로 아끼게 된 자본을 마케팅 비용으로 전용할 가능성이 높기 때문이다. 입점 장벽이 낮은 만큼 존재감을 드러내기 위한 경쟁이 치열하다. 실제 통계청의 경영성과 분석에 따르면 통신판매사업자의 마케팅 비용 부담은 일반소매업 대비 3~4배 높은 것으로 나타난다. 한편, 2019년을 기점으로 가속도가 붙은 PC에서 모바일로의 쇼핑 매체 이동 역시 광고의 필요성을 더욱 배가시키고 있는 것으로 추정되는데, 이는 한 화면에 담기는 상품의 개수가 줄어들수록 광고비를 많이 집행하거나, 인지도가 높은 상품이 UV(user view, 페이지 방문자) 확보에 유리하기 때문으로 풀이된다.

광고시장 현황 및 전망 (매체별)

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E
총광고비	11,705	11,974	11,871	12,430
방송	3,966	3,691	3,468	3,582
인쇄	1,738	1,683	1,579	1,608
디지털	4,394	5,053	5,401	5,765
PC	1,592	1,771	1,774	1,819
모바일	2,801	3,282	3,627	3,946
옥외	1,034	1,038	955	996
제작	573	510	467	479
(전년대비, %)				
총광고비	4.7	2.3	(0.9)	4.7
방송	0.3	(7.0)	(6.0)	3.3
인쇄	(2.4)	(3.1)	(6.2)	1.9
디지털	14.4	15.0	6.9	6.7
PC	(2.0)	11.2	0.2	2.5
모바일	26.4	17.2	10.5	8.8
옥외	3.2	0.3	(8.0)	4.3
제작	(5.6)	(11.0)	(8.4)	2.6
(비중, %)				
방송	33.9	30.8	29.2	28.8
인쇄	14.8	14.1	13.3	12.9
디지털	37.5	42.2	45.5	46.4
PC	13.6	14.8	14.9	14.6
모바일	23.9	27.4	30.6	31.7
옥외	8.8	8.7	8.0	8.0
제작	4.9	4.3	3.9	3.9

자료: 문화체육관광부, 삼성증권 추정

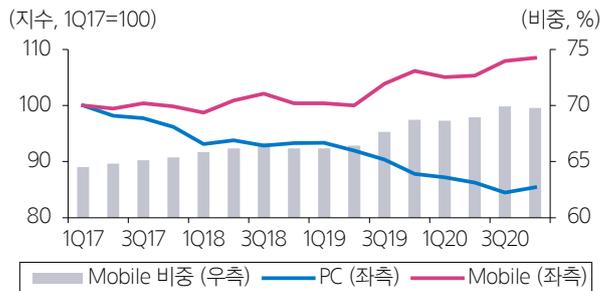
산업 손익계산서 (2019): 통신판매업의 높은 마케팅 의존도

	일반 소매점 *		통신판매업	
	(십억원)	(비중, %)	(십억원)	(비중, %)
매출액	54,791	100.0	40,212	100.0
매출원가	40,438	73.8	27,826	69.2
매출총이익	14,353	26.2	12,386	30.8
판매비와관리비	13,528	24.7	12,351	30.7
인건비	4,300	7.8	2,705	6.7
임차료	1,064	1.9	300	0.7
감가상각비	835	1.5	418	1.0
광고선전비	732	1.3	1,879	4.7
기타	6,597	12.0	7,049	17.5
영업손익	825	1.5	35	0.1

참고: * 통신판매업 제외 자료: 한국은행, 삼성증권

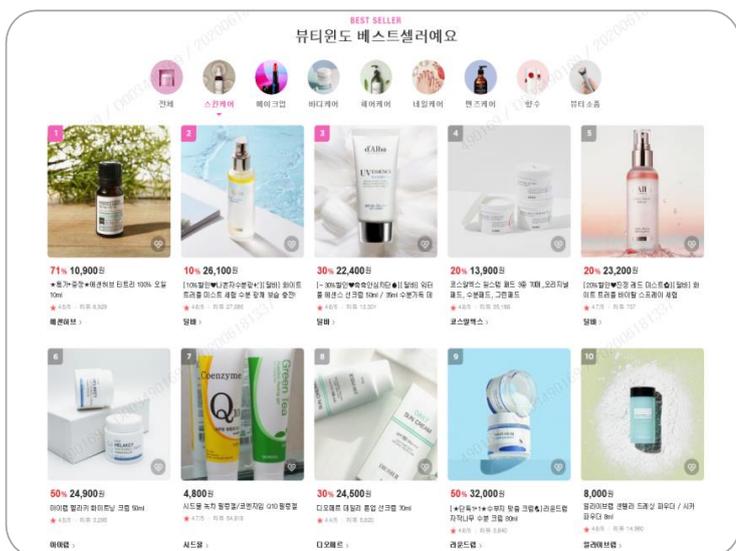
PC vs 모바일 전자상거래 순이용자수 추이:

2019년 하반기 이후 모바일 편중 심화



자료: 코리아 클릭, 삼성증권

선택 받기 위한 경쟁이 더욱 치열한 모바일 커머스



자료: 언론 보도, 네이버, 삼성증권

뉴커머스 혁신에 따른 산업별 대응 분석

다시 요약하자면, 뉴커머스는 기존 유통이 그 주변부 산업인 부동산, 물류, 광고, 금융 등과 유기적으로 결합하며 산업간 경제적 가치의 생성/이동/소멸의 결과로 만들어지고 있는 신사업이다. 그리고 당사는 앞선 분석을 통해, ① 뉴커머스의 발달로 더 큰 경제적 부가가치를 창출할 수 있을 것으로 기대되는 산업으로 서비스, 광고를, ② 외형 성장성과 장기적 관점의 희망에도 불구하고 중단기적으로는 가치 중립적일 산업으로 창고업을, 그리고 ③ 경제적 부가가치의 하락이 예상되는 산업으로 부동산 임대업과 택배업을 지목하였다. 전통적 개념의 유통업은 산업 자체가 소멸 후 재창조되는 과정에 있기에 가장 큰 패자의 위치에 있음은 물론이다.

당사가 이와 같이 사회 변화에 따른 산업간 희비(喜悲)를 따져본 이유는, 이것이 어떤 종목에 대한 투자를 결정함에 있어서 납득 가능한 밸류에이션 수준에 대한 하나의 지침은 될 수 있을 것으로 생각했기 때문이다. 예를 들어 커머스 사업을 병행하는 광고업체들의 밸류에이션은 변동성에 초점을 맞춰야 할 것인가 아니면 구조적으로 우상향 할 이익에 초점을 맞춰야 할 것인가, 단가와 물량이 장기간 반비례 관계를 보이고 있는 택배업의 적정 밸류에이션은 얼마인가와 같은 시장의 오랜 논의에, 앞서 기술한 바와 같은 당사의 의견이 도움이 되었으면 하는 바램이다.

그런데 산업이 처한 환경과 그 산업에 속한 업체들의 가치가 항상 동일하게 가지 않기에 투자판단은 항상 어렵다. 경영 환경의 변화에 유연하게 대처하는 기업들의 적응 능력 때문이다. 그래서 다음 장에선 뉴커머스 시대로 인해 유통 산업 내에선 어떠한 변화가 나타나고 있는지, 업체간 경쟁 구도는 어떻게 변하고 있는지를 살펴봄으로써 더 세밀한 투자판단 지침을 제시하고자 한다.

New commerce 르네상스

흔히 코로나19가 사회에 미친 영향은 변화의 '방향'이 아니라 변화의 '속도'라 일컬어진다. 2020년 유통 업계만큼 이 말을 절감한 산업도 없을 것이다. (재화와 서비스를 포함한) 온라인쇼핑 이용률이 순식간에 20%로 전년대비 5%pts 이상 급등하며 코로나19 이전까진 3~4년에 걸쳐 나타났던 변화가 코로나19 이후론 1년만에 현실화되었다. 변화에 민감한 주식시장이 이처럼 빠른 변화에 열광한 것은 물론이다. 그런데 2021년을 눈앞에 둔 지금 주식시장의 '언택트 테마'를 바라보는 심경은 복잡하다. 코로나19 종식 여부와 관계없이 디지털 트랜스포메이션의 흐름은 되돌려지지 않을 것이라는 컨센서스는 형성돼 있다. 하지만 속도가 문제다. 기저효과를 신경 쓰지 않을 수 없다.

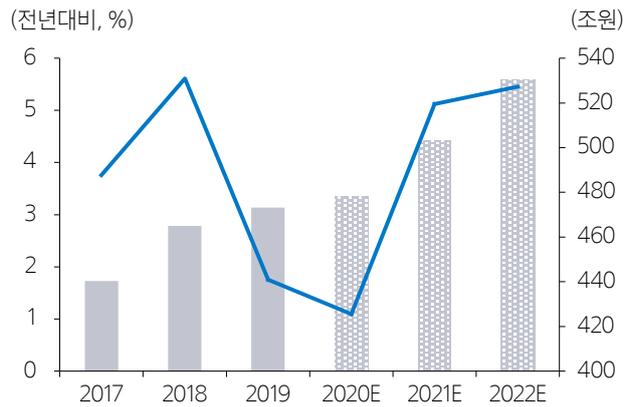
이러한 시장의 고민에 대해 당사는 다음 세 가지 화두에 주목하며 'Stay Untact'를 제안한다.

- 1) 2021년 온라인쇼핑 시장은 전년대비 21% 성장하며, 2020년을 넘어서는 고성장세를 이어가, 사실상 2차 유행기의 형태를 보일 것으로 전망한다. 2020년의 변화는 소비자가 이끌어냈다면, 2021년의 변화는 공급자(유통사+판매사)가 주도하게 될 것으로 전망한다.
- 2) 시장 질서가 재편되며 뉴커머스 승자(勝者)의 윤곽이 선명해질 것으로 전망한다. 중기적 관점에서 승자는 Top3 종합몰과 품목별 top1 전문몰로 압축될 것으로 예상된다. 이제 '온라인 vs 오프라인'으로 구별할게 아니라 품목별 구분이 필요하다.
- 3) 한국 특유의 이커머스 춘추전국시대가 끝나고 뉴커머스가 유통 주변부 산업의 부가가치를 본격적으로 흡수하며 뉴커머스 플랫폼의 수익 창출이 본격화될 것으로 기대된다.

소비자주도에서 공급자주도로 이어지는 릴레이 뉴커머스 2차 유행

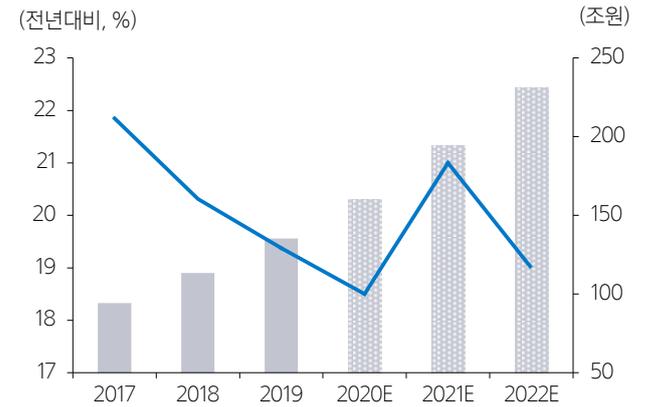
2020년 비대면(혹은 언택트) 테마의 정수였던 뉴커머스는 2021년을 바라보는 지금, 많은 투자자들이 기저효과에 대한 부담으로 불안한 시선을 보내고 있다. 하지만 당사는 2021년 온라인쇼핑 거래액 성장률이 2020년의 18.5% y-y를 뛰어넘는 21% y-y를 기록하며 2020년 코로나19가 사실상 뉴커머스 2차 르네상스의 시발점이었음을 증명할 것으로 전망한다.

소매시장 전망



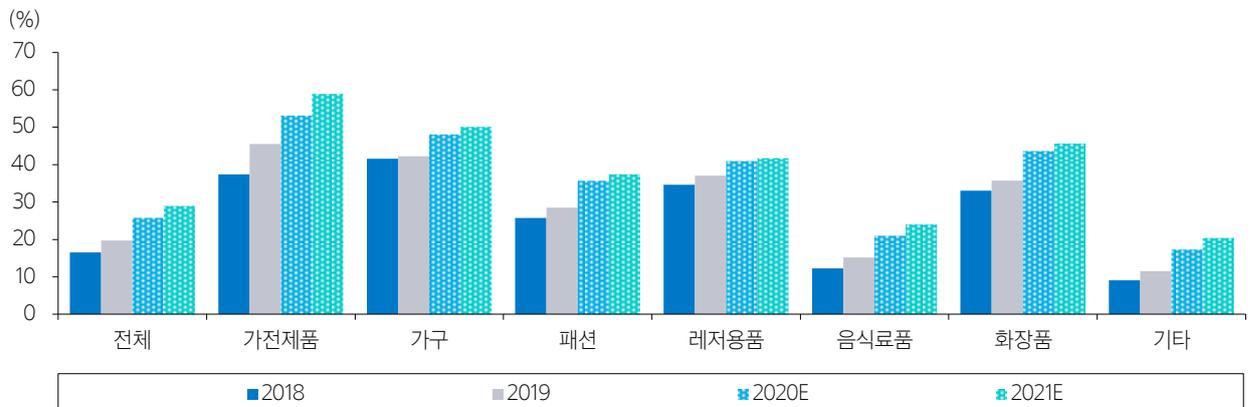
자료: 통계청, 삼성증권 추정

온라인쇼핑시장 전망



자료: 통계청, 삼성증권 추정

품목별 온라인쇼핑 이용률 전망



참고: 전체 온라인쇼핑 이용률= 온라인쇼핑 거래액÷(소매판매액-치량연료+음식점 및 주점업)

자료: 통계청, 삼성증권 추정

사실 당사는 뉴커머스의 경쟁력 혹은 내실 측면에서의 진정한 진화는 오히려 2021년부터일 것이라 생각한다. 2020년엔 예기치 못한 코로나19의 급습으로 연초 계획대로 사업을 풀어간 기업이 거의 없었다. 소비자들의 코로나19 라이프스타일로의 변화에 공급자(제조업, 서비스업, 유통업)들은 수동적으로 대응하는데 급급했다. 그런 공급자들이 지금 2021년 사업을 계획하고 있다. 비단 주식시장만 유통의 디지털 트랜스포메이션을 기정사실화 하고 있는 것은 아닐 것이다. 2021년 공급자 주도의 뉴커머스 진화를 전망하는 이유이다. 코로나19가 소비자들의 구매행동의 시계만 2~3년 앞당긴 것은 아니다. 이제는 공급자들 시계가 얼마나 앞당겨지는지 확인할 때이다.

(당사 전망의 변수는 코로나19 종식 시점. 당사는 base case scenario로 2020년말 백신 개발, 2021년 중반 대중 보급을 가정)

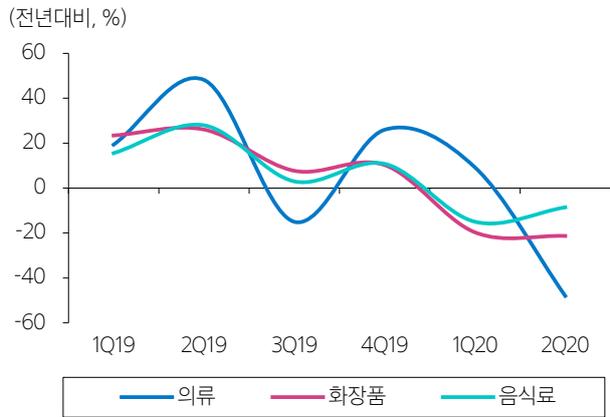
판매자인 제조업체와 서비스업체의 변화

1H20, 코로나19 확산 초기, 그 영향이 얼마나 크고 길어질지 누구도 알 수 없는 상황에서 재화와 서비스를 판매하는 제조 및 서비스업체들은 최대한 영업활동을 줄이고 추이를 지켜보는 정중동(靜中動)의 방식으로 대응하였다. 그런데 2H20, 코로나19의 영향이 1년을 넘어 상당기간 지속될 것이란 전망, 그리고 1H20 큰 진폭의 구매 행동 변화를 보인 소비자들이 코로나19 이전으로 완전히 돌아가지 않을 것이란 전망이 컨센서스로 자리잡음에 따라, 제조 및 서비스업체들의 변화를 위한 발걸음이 바빠지기 시작했다. 마케팅 재원을 디지털 채널에 더 많이 배분하고, 더 많은 상품을 디지털 매장에 선보이며, 전에는 디지털 채널에선 판매하지 않았던 상품을 판매하는 시도를 하기 시작했다. 소비자들의 선택지가 넓어지고 있다.

마케팅의 디지털 트랜스포메이션

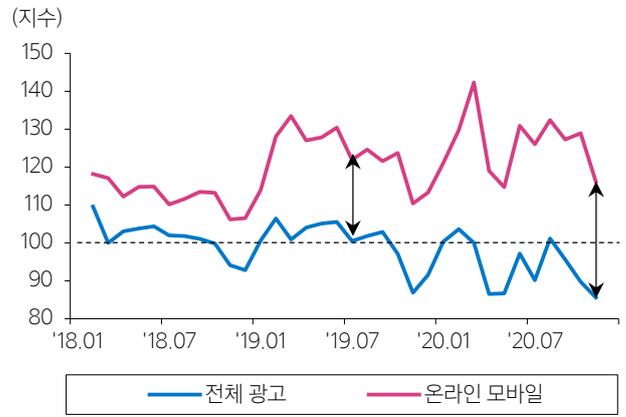
판매자들의 마케팅 디지털 트랜스포메이션이 기존엔 주로 광고 방식의 변화에 초점이 맞춰져 있었다면, 앞으로는 프로모션(혹은 판매촉진) 방식의 변화에 관심을 가져야 할 것으로 전망된다. 판매자들이 2020년엔 위기관리 차원에서 전체적으로 마케팅 집행을 축소하며, 특히 집객 자체가 어려워진 오프라인에서의 (음식료)시식, (화장품)테스터, 1+1 등의 프로모션을 크게 줄였었다. 2021년엔 마케팅을 정상화시키는 과정에서 매출 성장에 유리한 채널에 마케팅 재원을 더 크게 배분하게 될 것이다. 그런데 당사는 단순히 오프라인 채널 프로모션 비용을 온라인 채널로 전용하는 것 이상으로, 판매자들이 경쟁적으로 온라인 프로모션에 참여하며 온라인쇼핑 시장을 더욱 성장시키는 선순환 고리가 형성될 것을 기대한다. 이는 온라인, 특히 모바일 매체의 특성 때문인데, 오픈서베이의 <모바일 쇼핑 트렌드 리포트>에 따르면 소비자들은 그 어떤 채널보다 모바일에서 총동구매를 많이 하고 있다. 가장 빠르게 성장하고 있는 모바일 커머스 시장, 비용대비 효과가 크고 빠르게 나타나는 마케팅에, 판매자들의 관심이 집중되는 것이 당연하며 도태되어서도 안 된다. 11월만 되면 전세계 소비재기업들을 들썩이게 만드는 중국의 '광군제'가 좋은 예이다. 흔히 광군제를 지배하는 브랜드가 그 다음 1년간 소비자들을 지배하게 된다 회자된다. 이에 중국에서 사업을 하는 전세계 소비재 기업들은 이 시기에 맞춰 대규모 마케팅을 기획하고, 그만큼 큰 성과를 가져간다. 한국에선 신세계그룹이 이끄는 '쓱데이'가 지난 10월31일 2회차를 맞이해 온라인채널 거래대금 +43% y-y의 성과를 낸 바 있다.

주요 소비재기업 마케팅비용 지출 추이



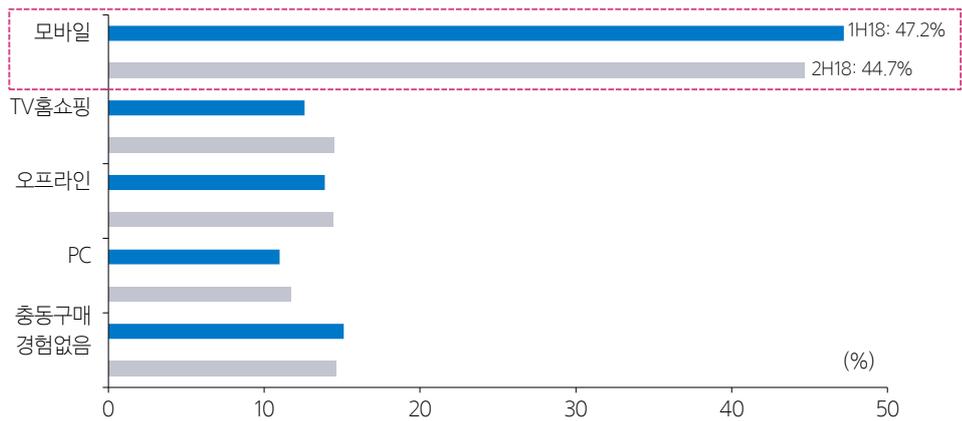
자료: 각 사, 삼성증권

광고경기전망지수 (전년동월대비)



자료: 통계청, 삼성증권

총동구매를 주로 경험하는 채널



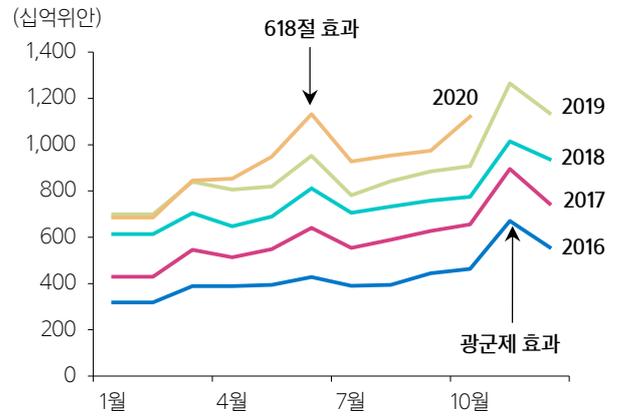
자료: 오픈서베이, 삼성증권

알리바바의 11월 11일 '광군제'



자료: 언론보도, 삼성증권

중국의 온라인쇼핑 동향



자료: CEIC, 삼성증권

신세계그룹의 10월 31일 '쓱데이'



자료: 언론보도, 삼성증권

11번가의 11월 11일 '11절'



자료: 언론보도, 삼성증권

판매 상품 및 서비스의 확대

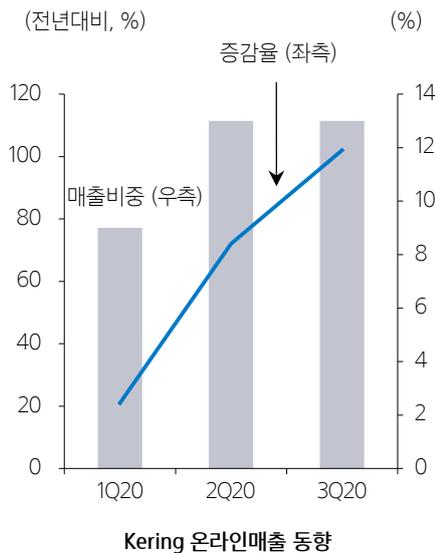
뉴커머스의 성장 잠재력에 대해 주식시장에선 이견이 없었던 것과는 달리, 오랫동안 사업을 영위해온 많은 판매자들이 변화의 불가피성, 그리고 변화의 속도를 과소평가했던 것은 부인할 수 없는 사실이다. 음식료품은 소비자들이 직접 보고, 만져보고, 맛을 봐야 하기에 온라인쇼핑 이용률이 빠르게 상승하지 못할 것이란 생각, 명품은 온라인에서 거래되면 브랜드 이미지가 훼손될 것이란 우려, 온라인 유통에 굳이 대응하지 않아도 현재 위치를 유지하는데 문제될 것 없다는 태도 등이 그것이다. 하지만 2020년의 코로나19로 소비자뿐만 아니라 판매자도 뉴커머스의 가능성을 이전보다 선명히 깨닫고 과거의 관성에서 벗어나는 계기가 되었다.

판매자들이, 오프라인 유통업체와의 갈등 회피, 브랜드 가치 훼손 우려 등으로 통상 오프라인 채널보다 선택적으로 입점시켰던 온라인 SKU(stock keeping unit, 품목을 세는 단위)를 확대하기 시작했으며 자사몰, 오픈마켓, 뉴커머스 플랫폼 등 온라인 내 채널 확대 노력도 병행하고 있다. 음식료업체, 패션 및 글로벌 명품업체 등이 적극적인 행보를 보이고 있다.

기존엔 온라인 판매의 대상이 아니라고 생각했던 품목들도 온라인 판매 채널을 적극적으로 활용하며 뉴커머스 시장을 키우고 있다. 기존 오프라인 시장에선 드물었던 서비스 상품의 온라인 시장 진출이 상당히 적극적이데, 대표적으로는 외식업이 있다. 외식업은 여행업과 더불어 코로나19에 직격탄을 맞은 대표적인 산업으로 (외식업 코로나19 확산 이후 -15% y-y 수준 지속), 기존에는 배달을 고려하지 않던 고급 레스토랑, 고기집과 카페까지 앞다퉈 뉴커머스 플랫폼에 입점하고 있다. 음식배달 시장은 2019년 10조원 미만에서 2020년 17조원 이상까지, 과거 2~3년간에 걸쳐 이뤄낸 성장을, 1년만에 달성할 것으로 예상된다 (음식배달 시장규모 2020년 9월 현재까지 +70% y-y 성장).

고관여 제품의 대표적인 자동차/중고차 거래도 온라인으로 이동하고 있다. 과거엔 판매자, 혹은 제품 품질에 대한 신뢰의 문제가 오프라인 매장을 직접 방문해 보고, 만져보게끔 하는 동기였는데, 이제는 정보와 신뢰가 중요한 고관여 제품일수록 소비자가 온라인 구매를 선호하고 있다는 사실이 흥미롭다.

해외 명품 업체들의 디지털 트랜스포메이션



자료: 언론보도, Kering, 삼성증권

온라인 판매 막차 탄 '명품왕' 에르메스

입력 2020-05-28 15:27:02 수정 2020-05-28 15:27:02



내달초 이커머스 채널 오픈



실제로 최근 쿠팡 등 온라인몰이 속속 온라인몰을 열고 있다. 지난 25일 명품 세계 주얼리 브랜드인 까르띠에가 공식 온라인 쇼핑몰을 열었고, 12일에는 이탈리아 명품 패션업체 프라다가 공식 온라인 매장을 개장했다. 프라다 온라인 몰에서 일부 제품은 제품을 촬영한 모델의 짧은 동영상과 함께 울리며 고객들의 편의성을 높였다.

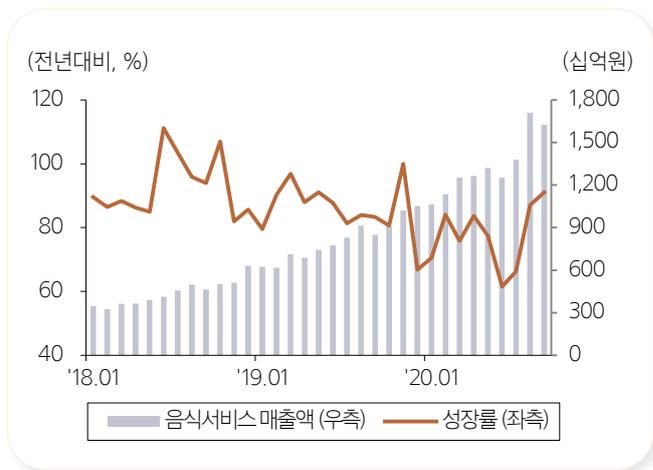
이외에도 구찌와 샤넬, 루이비통 등도 2018년부터 온라인몰을 개설하는 등 온라인 서비스를 강화하고 있다.

쿠팡과 대립하던 LG생활건강의 온라인 사업 본격화



자료: 언론보도, LG생활건강, 삼성증권

온라인 음식배달 서비스 동향



메뉴 정찰제로 걱정없이!
이제 집에서 편~하게 드세요.

자료: 언론보도, 통계청, 삼성증권

온라인 자동차용품 거래 동향



자료: 언론보도, 통계청, 삼성증권

유통업체의 변화

2020년 소비자들이 얼마나 빨리 구매행동을 바꿀 수 있는지를 확인하고 놀란 사업자는 비단 판매자뿐만이 아니다. 소비의 디지털 트랜스포메이션 속도를 과소평가했던 오프라인 중심의 유통업체는 물론, 비-유통사업자들까지 뉴커머스의 잠재력에 눈을 뜨게 만들었다. 기존에 시장을 선도하던 뉴커머스 업체들은 주도권을 놓치지 않기 위한 고민에 빠졌다. 앞서 언급한대로 온라인상에서 물건을 팔고자 하는 판매자들의 의지가 높아졌는데, 여기에 이를 중개하는 유통업체들의, 소비자의 온라인쇼핑 경험을 개선시키기 위한 노력들이 더해지게 된다면, 소비자들은 더욱 더 온라인쇼핑에 매력을 느낄 가능성이 높다.

비-유통업체들의 진입

광고, 인터넷서비스 사업자 등 기존에는 뉴커머스의 주변부를 맴돌던 업체들이 직접 유통 사업에 뛰어들고 있다. 사실 이러한 움직임은 이미 예전부터 있었으나, 비-유통업체들의 커머스는 니치(niche)로 간주되거나 혹은 지속가능성이 폄하됐었다. 하지만 2020년 온라인쇼핑 시장의 잠재력이 재평가되고 니치사업자들까지도 2020년 온라인쇼핑 열기에 수혜를 받는 모습이 확인되며, 기존 사업자들의 사업 확대 의지가 더욱 강해지고, 신규업체들의 커머스 시장 진출 의지가 높아지는 모습이 확인되고 있다.

시장의 이목을 끄는 것은 단연 대형 인터넷서비스업체, 네이버의 커머스 사업 본격화일 것이다. 네이버와 카카오는 각각 2018년말~2019년초 홈 화면 개편과 사업부 분사를 통해 커머스 사업 본격화 의지를 드러낸 바 있다. 하지만 막상 소비자들이 체감할 수 있는 변화는 없었고, 유통업계에서도 그 영향력을 높게 평가하지 않았었다. 하지만 2020년초 네이버가 쇼핑을 향후 핵심 성장동력으로 천명하고 셀러의 입점을 위한 fulfillment 서비스 제공 (소비자 입장에서 선택의 다양성 확대), 쇼핑 중심의 구독서비스를 선보임에 따라 네이버는 순식간에 커머스업계에서 가장 주목 받는 업체로 떠올랐다.

인터넷서비스업 외 커머스 사업 진출에 가장 적극적인 업체는 소비자에 대한 이해에 자신감을 보이는 광고업계이다. 광고업에 뿌리를 둔 미디어커머스는 2019년부터 시장의 관심을 끌기는 했지만 여전히 niche market player로 간주되었는데, 2020년 미디어커머스 선도업체들이 보인 성과는 지속가능성 대한 시장의 의문부호를 확신으로 바꾸기에 충분했다. 기존 업체들이 향후 커머스 사업에 더욱 집중하게 되었음은 물론, 신규 광고 및 제조업체들까지 커머스 사업에 뛰어드는 계기를 마련하였다.

네이버의 쇼핑혜택 중심 멤버십 출시

네이버플러스 멤버십 주요 내용

이용료	월 4,900원(VAT 포함)
주요 혜택	페이 결제 시 5% 포인트 적립
콘텐츠 혜택 (택4)	웹툰, 시리즈 쿠키 0개
	클라우드 100GB 이용권
	바이브 음원 300회 듣기
	시리즈온 영화, 방송용 시
	오디오북 대여 할인 쿠폰

네이버쇼핑 결제 예시

결제금액	200,000원
포인트 혜택:	
기본적립 (+1%)	2,000원
멤버십 추가적립 (+4%)	8,000원
장보기 추가적립 (+2%)	4,000원
멤버십 장보기 적립 (+3%)	6,000원
충전포인트 결제적립 (+1.5%)	3,000원
네이버통장 추가적립 (+0.5%)	1,000원
계: 최대 10% 적립	20,000원

자료: 네이버, 삼성증권

전통 유통업체들의 각성

2020년 소비자의 빠른 구매행동 변화에 가장 놀란 것은 오프라인에 기반을 둔 전통 유통업체들일 것이다. 전통 유통업체들은, 주식시장의 기대와는 달리, 대체로 디지털 커머스에 대한 대응이 소극적이었다. 오프라인 주(主), 온라인 부(附)의 사고에서 벗어나지 못했다. 하지만 2020년의 변화로 점유율이 눈에 띄게 하락하고 있는 전통 유통업체들의 위기의식은 그 어느 때보다 높아진 상황이다. 유통업계 1위인 롯데그룹은 기존 유통 사업부별 각개전투에 맡겨 두었던 디지털 사업을, 2Q20에 '롯데ON'이라는 온라인 통합 플랫폼을 출시하며 본격적인 뉴커머스로의 전환을 알렸다. 유통업계 3위인 GS그룹도 4Q20에 그룹 내 GS리테일(편의점, 슈퍼마켓, H&B전문점)과 GS홈쇼핑(홈쇼핑) 합병 결정을 발표하며 모바일 중심의 유통 생태계를 구축할 뜻을 밝혔다. 유통업계 2위인 신세계그룹은 업계 내 상대적으로 디지털 커머스를 빨리 받아들이며 2019년초 디지털사업 담당 계열사 SSG.com을 분사한 바 있는데, 최근 정기인사를 통해 2021년부터 이마트와 SSG.com이 단일 대표의 지휘를 받게 될 것임을 알렸다. 2021년부터 온-오프라인 시너지를 극대화한 뉴커머스의 본격화가 예상된다.

재미있는 것은 비단 기업형 유통업체들만 뉴커머스로의 전환에 열을 올리고 있는 것이 아니라 전통시장도 디지털 트랜스포메이션에 속도를 내고 있다는 점이다. 네이버는 지난 2019년1월 전통시장이 입점할 수 있는 '동네시장' 서비스를 개시했는데, 2020년11월 현재 59개의 전통시장이 입점해 있다.

2020년 4월 롯데그룹 유통 통합 플랫폼 '롯데ON' 출범

롯데온(ON) 온라인 전략

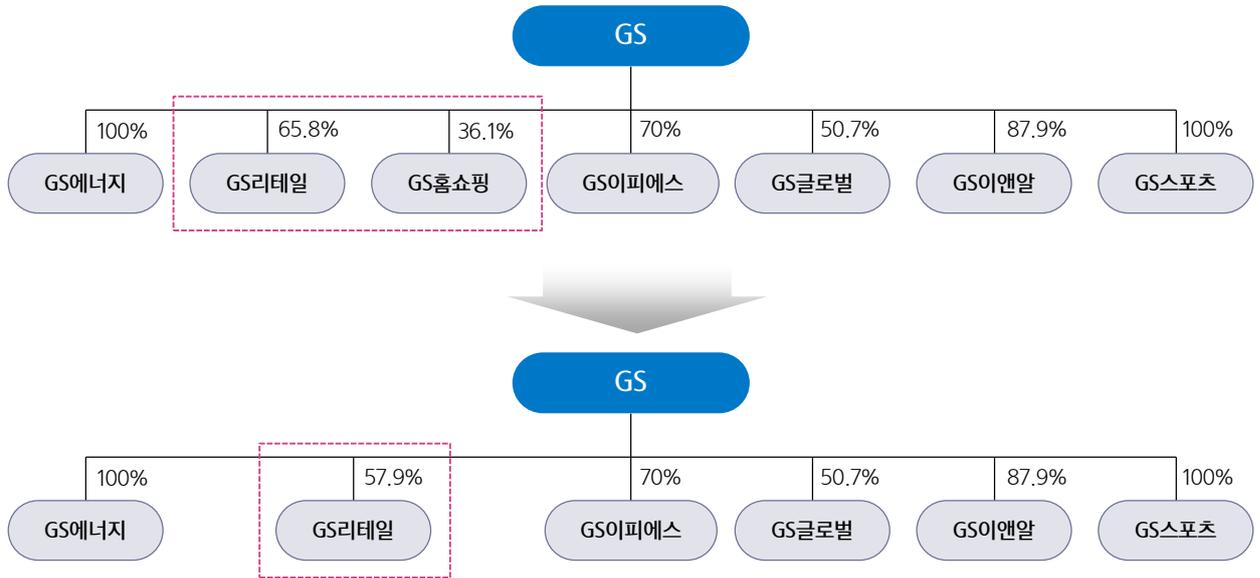
LOTTE ON

출범일	2020년 4월28일
주요 차별화 전략	온오프 경계 허무는 '040' 및 고객별 맞춤쇼핑 '초(超)개인화'
인프라 기반	1.5만 매장, 3900만 회원 빅데이터 활용해 400여 속성값
통합 7개 쇼핑물	백화점, 마트, 슈퍼, 닷컴, 룩스, 홈쇼핑, 하이마트
배송 형태	바로배송, 새벽배송, 선물배송, 스마트픽
실적 목표	2023년 매출 20조원, 손익분기점 달성



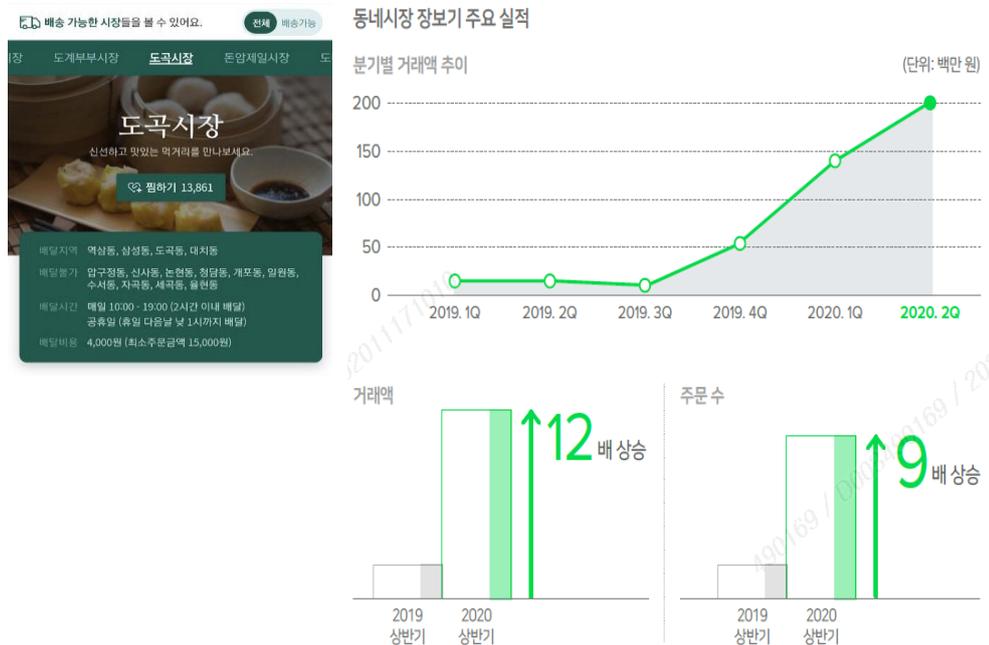
자료: 언론보도, 롯데쇼핑, 삼성증권

GS그룹의 유통사업 경쟁력 강화를 위한 유통계열사 합병 발표



자료: GS리테일, GS홈쇼핑, 삼성증권

전통시장의 디지털 트랜스포메이션



자료: 언론보도, 네이버, 삼성증권

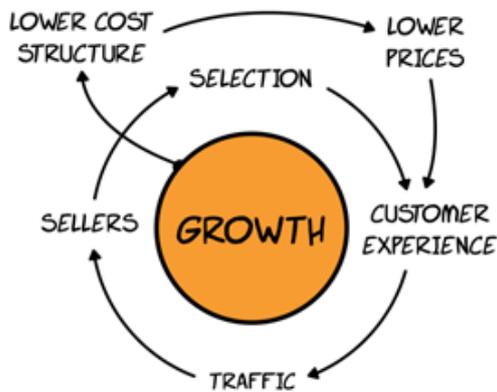
뉴커머스의 진화

필연적 경쟁 심화에 매몰되지 않기 위한 뉴커머스 업계의 진화 노력은 소비자들로 하여금, 가격이나 시간 절약 외에도, 온라인에서 쇼핑을 해야 하는 더 많은 이유들을 만들어 낼 것이다.

현재 뉴커머스 업체들이 소비자들을 유인하기 위해 행하는 가장 눈에 띄는 노력 중 하나는, 소위 'Amazon flywheel'이라 불리는 선순환 구조를 만들기 위해 판매자를 모집하는 것이다. 판매자를 모집하기 위한 뉴커머스 업체들의 노력 중 2021년 가장 주목받을 것은 본격적인 fulfillment 서비스의 제공이다. 온라인 거래대금 기준 1위 사업자인 네이버는, 2020년 다수의 fulfillment 서비스업체에 투자한데 이어 4Q20엔 택배 1위 사업자 CJ대한통운과 지분을 맞교환하며 제3자 물류를 통해 판매자들에게 fulfillment 서비스를 제공하려는 구상을 드러냈다. 2위 사업자인 쿠팡은 3Q20 '로켓제휴' 프로그램을 선보인데 이어 4Q20엔 택배사업자 자격을 신청하며 2021년 판매자들에게 본격적으로 직접 fulfillment 서비스를 제공할 계획을 밝혔다.

뉴커머스업계의 또 다른 화두는 오프라인의 구매경험-매장을 둘러보고, 전문가의 컨설팅을 듣고, 제품을 직접 보고 만져보고 사용해 보는을 온라인상에서 구현해 내 소비자들을 유인하는 것이다. 최근 가장 많이 회자되고 있는 라이브커머스, 사진/동영상 등을 첨부한 자세한 리뷰를 독려하는 프로모션 등이 이에 해당한다 볼 수 있다. 소비자들이 원하는 상품을 쉽고 빠르게 찾을 수 있도록 검색 및 추천 알고리즘을 개선하는 것도 중요한데, 이에 따라 코리아센터와 같은 빅데이터 보유 업체들의 이커머스업 향 데이터 판매 매출이 빠르게 증가하고 있는 모습도 흥미롭다.

아마존의 Flywheel 선순환고리



자료: 언론보도, 아마존, 삼성증권

신규 통신판매사업자 등록 추이



참고: 5개(강남구, 서초구, 강북구, 동대문구, 용산구) 지역 합산
자료: 공정거래위원회, 삼성증권

쿠팡의 풀필먼트 서비스 - 로켓제휴



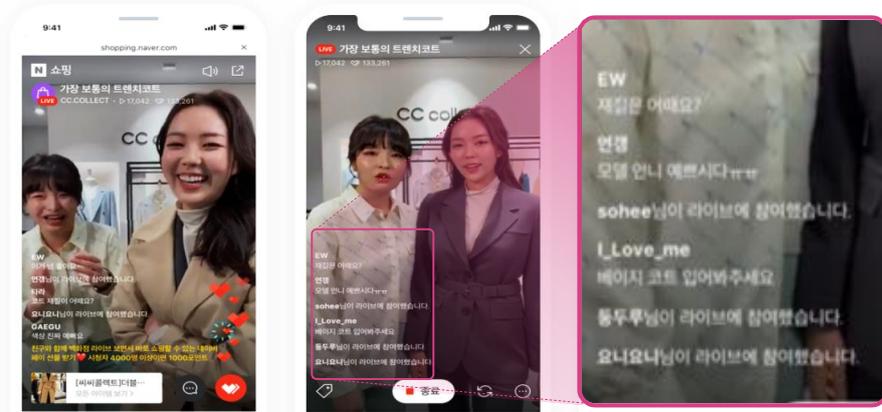
자료: 언론보도, 쿠팡, 삼성증권

네이버의 풀필먼트 서비스 - CJ대한통운



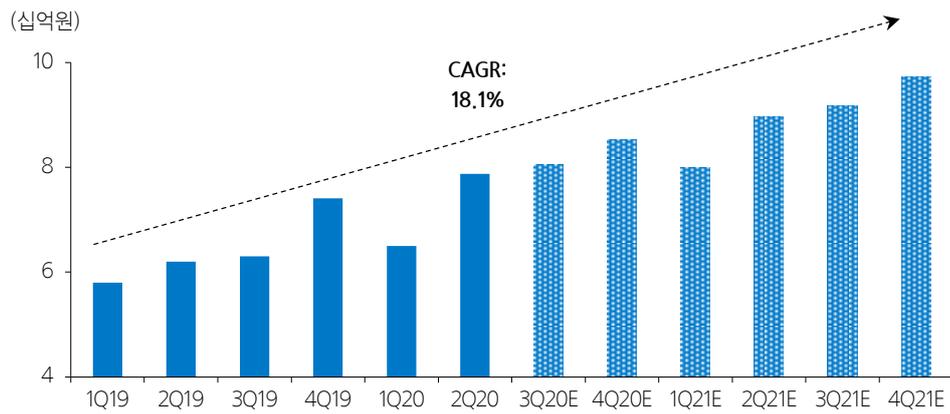
자료: 언론보도, 네이버, 삼성증권

마치 직접 매장에서 쇼핑하듯: 네이버 라이브커머스



자료: 언론보도, 네이버, 삼성증권

코리아센터의 빅데이터 솔루션 매출 추이



자료: 코리아센터, 삼성증권 추정

※ 뉴커머스 시장 장기 전망

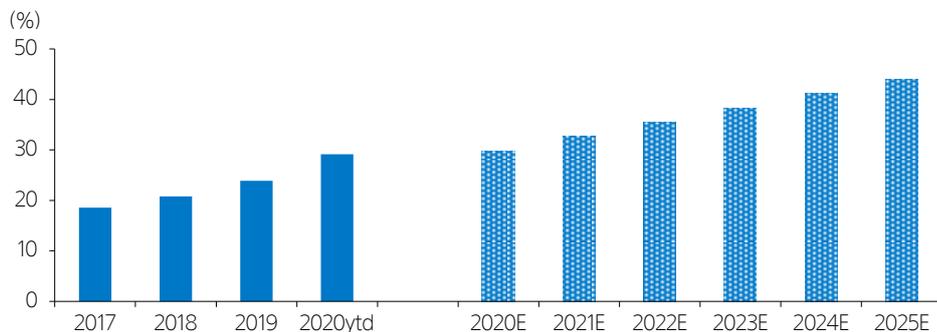
한국이 얼마나 온라인쇼핑 시장이 발달한 나라인지를 설명하는 가장 흔한 지표로 온라인쇼핑 이용률이 이용되며 이를 계산하는 가장 흔한 방법으로 다음 공식이 이용될 것이다: [온라인쇼핑 판매액÷소매판매액*100]. 하지만 주의를 기울여야 하는 부분이 있다. 2017년 통계청의 온라인쇼핑 판매액 집계 방식이 변경된 이래 온라인에서 서비스 거래액이 재화 거래액 대비 더 빠르게 증가해, 2019년 기준 온라인쇼핑 내 서비스 거래액 비중이 25%에 육박하게 되었다는 것이다. 소매판매 통계에는 여행, 요식업 등 서비스 판매액이 거의 포함되어 있지 않다. 따라서 올바른 온라인쇼핑 이용률을 계산해 내기 위해서는 온라인쇼핑 판매액에서 서비스 거래액을 제외시켜야 한다.

온라인쇼핑 이용률, 현재 30%에서 2025년 45%까지 상승 전망

한국 소비자들의 온라인쇼핑 이용률은 시장이 개화한지 약15년여 만인 2014년에 10%를 돌파한, 전 세계에서 가장 빨리 온라인쇼핑 시장이 성장한 나라 중 하나이다. 이후 온라인쇼핑 이용률은 20%를 돌파하는데 4년 밖에 걸리지 않았으며, 다시 2년이 지난 2020년 현재 30% 돌파를 목전에 두고 있다. 온라인쇼핑 시장은 앞으로도 빠르게 성장하며 기존의 유통 질서를 계속해서 재편해 나아갈 것이 자명한데, 당사는 재화 시장 내 온라인쇼핑 이용률이 2025년 45%까지 상승하며, 그 규모가 2019년 100조원에서 230조원까지 증가할 것으로 전망한다. 이는 시장이 연평균 15% 속도로 성장할 때 도달 가능한 규모이다.

(참고: 온라인쇼핑 이용률은 서비스를 제외한, 재화의 거래를 기준으로 함)

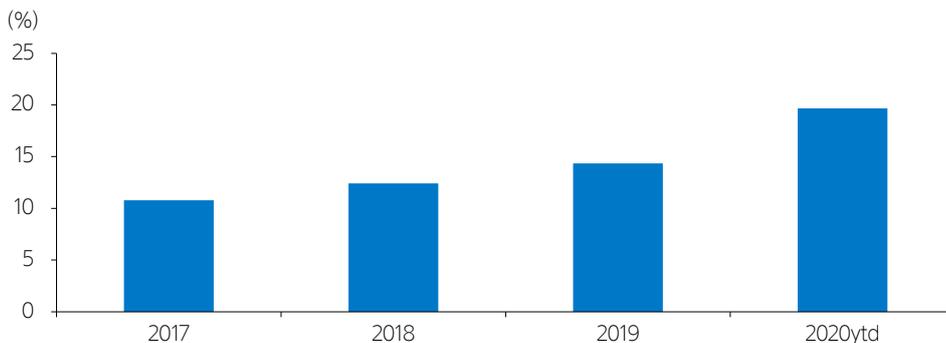
온라인쇼핑 이용률 추이와 전망 (서비스 제외)



참고: 온라인쇼핑 이용률=(온라인쇼핑 판매액-온라인 서비스 판매액)÷(소매판매액-차량연료 판매액)*100

자료: 통계청, 삼성증권

온라인쇼핑 이용률 추이와 전망 (서비스 포함)



참고: 온라인쇼핑 이용률=온라인쇼핑 판매액÷(소매판매액-차량연료 판매액+가계의 서비스 소비지출)*100

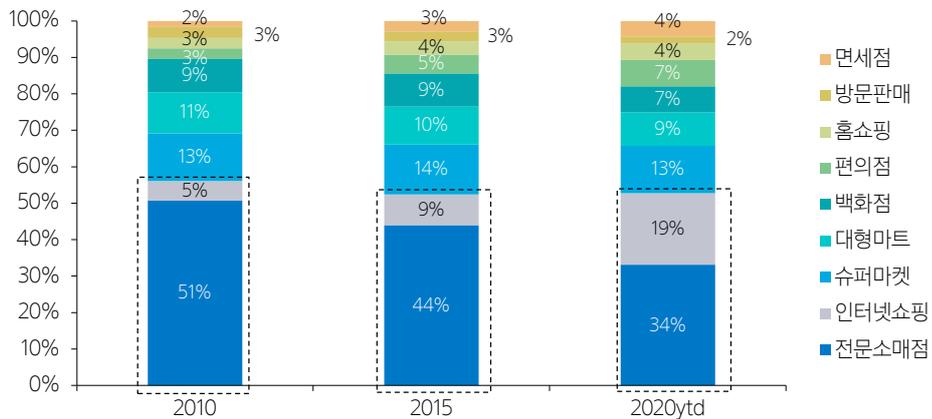
자료: 통계청, 삼성증권

온라인쇼핑 이용률 최대 75%까지 상승 가능 전망

시장의 혼한 질문 중 하나는 과연 온라인쇼핑 이용률은 어디까지 상승할 수 있느냐이다. 사실 당사는 온라인 이용률이라는 개념 자체가 점점 현실을 제대로 설명해 내지 못하며 점차 언급되지 않을 개념이 될 것이라 생각한다. 소비자는 자신들이 필요로 하는 상품을 가장 편리한 방법으로 구매하길 원할 뿐 굳이 온라인과 오프라인을 구분하지 않는다. 이에 유통업계가 고도화될수록 옴니채널 (Omni-channel), O2O (Offline-to-Online)과 같은 온-오프라인 결합 채널로 발전할 가능성이 높다 생각한다. 전통 유통업체 중 디지털커머스를 가장 적극적으로 도입한 이마트의 경우를 보면, 이미 온라인과 오프라인의 성과를 분리해서 보기 어려울 정도로 두 채널간의 성과는 서로 뒤엉켜 있다.

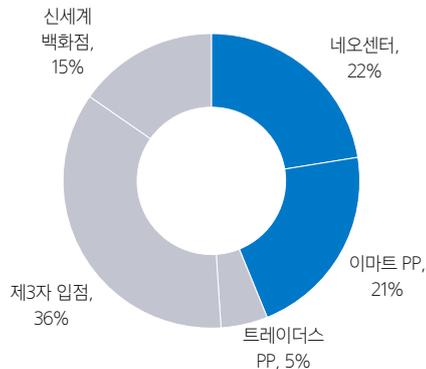
그럼에도 불구하고 질문에 답을 하자면, 다음과 같다. 당사는 온라인의 오프라인 대체율이 최소 75% 수준까지 상승할 수 있을 것으로 전망한다. 1) 지난 20년간 온라인쇼핑 시장은 전문소매점 수요를 대체하며 성장해 왔는데 향후에도 이러한 현상은 지속될 것으로 예상된다. 전문소매점과 온라인쇼핑 두 채널은 소비자가 구매를 결정하는 프로세스가 유사한 면이 있고 (구매하고자 하는 품목을 먼저 결정한 후, 검색 혹은 매장 방문을 결정하는 과정이 유사), 공급자인 전문소매점주의 변화 의지도 가장 높기 때문이다. 참고로 온라인쇼핑 발달 전 전문소매점이 소매시장에서 차지했던 비중이 약 60%이다. 2) 새벽 배송이 보편화된 2019년부터 온라인 장보기 시장이 음식료품계의 전문소매점인 슈퍼마켓 수요를 본격적으로 대체하기 시작했다. 슈퍼마켓이 소매시장에서 차지하는 비중은 약 15%이다.

소매 업태별 breakdown과 그 추이



자료: 통계청, 삼성증권

SSG.com의 매출원천별 매출 비중으로 알아보는 옴니채널



참고: 회색 - 오프라인매장에서 처리되는 온라인 주문 자료: 이마트, 삼성증권

이마트 PP센터 오프라인 할인점 내 pick&packing이 가능한 공간

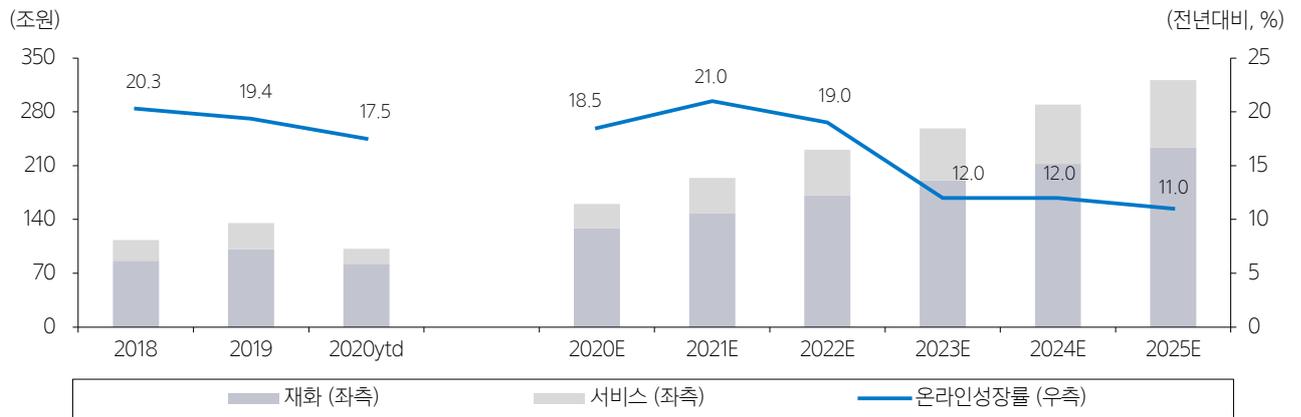


자료: 이마트, 삼성증권

온라인쇼핑 시장 2019년 135조원에서 2025년 최소 320조원으로 상승 전망

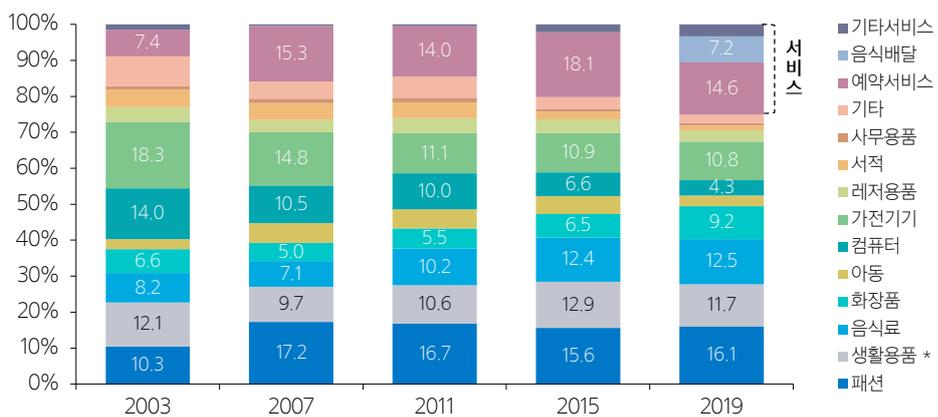
당사는 서비스 거래액 성장 우위 속에 온라인쇼핑 시장이 연평균 16%씩 성장하며 그 규모가 2019년 135조원에서 2025년 최소 320조원으로 성장할 것으로 전망한다 (서비스 판매 비중은 2019년 25.1%에서 2025년 27.4%로 상승 전망). 당사가 이를 최소한의 목표로 전망하는 이유는, 당사 전망엔 신(新)차, 의약품, 의료서비스와 같이 현 시점에선 현실적 혹은 기술적 제약으로 거래되고 있지 않으나 잠재력은 충분한 재화와 서비스의 온라인 거래 가능성을 반영하고 있지 않기 때문이다. 하지만 이 또한 시간 문제라 생각한다.

온라인쇼핑 시장 전망



자료: 통계청, 삼성증권 추정

서비스를 유통하다 - 온라인쇼핑의 상품별 매출 비중

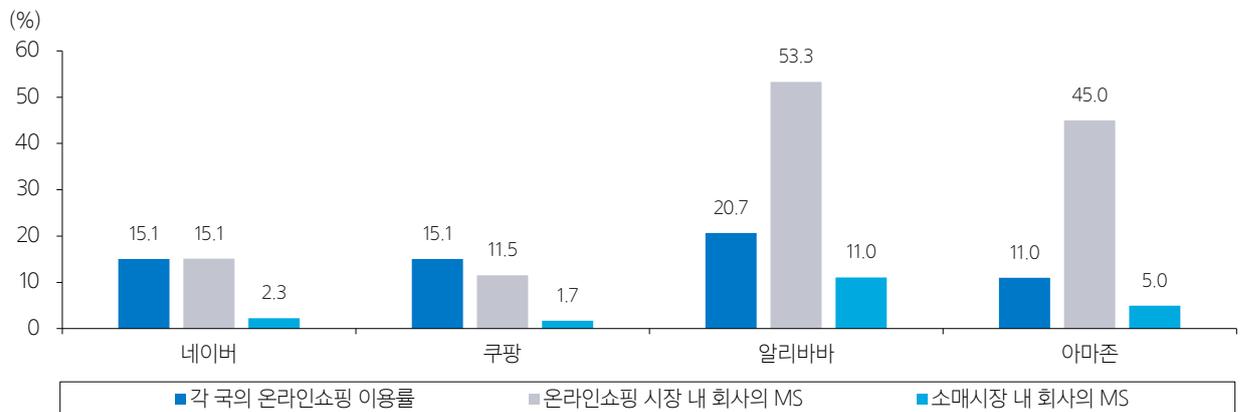


참고: * 가구 제외
자료: 통계청, 삼성증권

혼돈 속의 질서 정립 사업자 재편

한국의 뉴커머스 산업의 가치가 미국이나 중국에서보다 평가절하된 이유를 따지고 보면, 상장된 선도 업체가 없기 때문이기도 하지만, 결정적으로 시장 지배적 사업자가 없기 때문일 것으로 생각된다. 한국에서 온라인 거래대금 기준 1위 사업자인 네이버, 그리고 2위 사업자인 쿠팡의 온라인쇼핑 시장 내 점유율은 각각 15.1%, 11.5%에 그치는데, 이를 중국의 알리바바 53%, 미국의 아마존 45%와 비교하면 한국의 뉴커머스 생태계가 얼마나 파편화 돼 있는지 짐작할 수 있다 (점유율은 모두 2019년 기준). 그런데 결국 경쟁의 끝은 consolidation이라고, 사실 이미 2019년 온라인쇼핑 시장 성장률이 (절대적으로는 높은 성장세를 유지했지만) 둔화되기 시작하며 한국의 전자상거래업계에는 서서히 승자와 패자의 윤곽이 드러나기 시작하고 있었다. 그리고 현재까지의 결과를 보았을 때, 2020년엔 사실상 승자와 패자가 굳어진 모습이다. 통상 업황이 좋으면 경쟁력이 다소 취약한 업체일지라도 어느정도 업황에 편승해 나아가는 측면이 있고, 그래서 업황이 상승 국면에 있을 때는 경쟁이 치열해도 consolidation이 잘 일어나지 않는다. 그리고 2020년은 대부분의 투자자들의 기억속에 온라인쇼핑 시장이 크게 좋았던 해로 기억될 것이다. 하지만 2020년엔 오히려 산업재편이 촉진되었다.

한중일 대표 뉴커머스 업체의 유통시장 지배력 비교



참고: 2019년 기준, 소매시장=재화+서비스

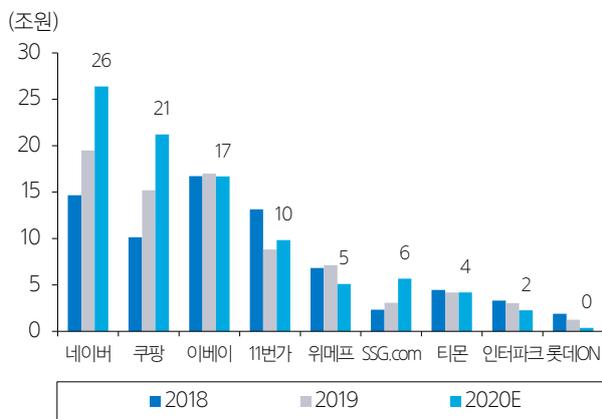
자료: 언론보도, Statista, WiseRetail, 통계청, 삼성증권

Consolidation, 코로나19가 준 기회

2019년까지 매년 2%pts 내외씩 상승하던 온라인쇼핑 이용률이 2020년엔 1년 만에 전년대비 5~6%pts 급상승할 것으로 보인다. 이는 급격한 신규 유입의 증가를 의미하며, 결국 이 신규로 유입된 소비자들의 행동패턴이 2020년 온라인쇼핑 시장 지형도 변화에 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 시장이 이미 짐작하고 있는 바와 같이, 2020년 신규 온라인쇼핑 이용자의 가장 큰 특징은 2019년까지만 해도 온라인쇼핑 이용률이 낮던 50대 이상 연령층이 많았다는 것이다. 2020년 온라인쇼핑 이용자 순증 중 50%가 50대 이상인 것으로 추정된다. 당사는 이것이 업황이 나쁘지 않았음에도 산업재편이 촉진된 이유라 생각하는데, 예상치 못하게, 그리고 다급하게 온라인으로 쇼핑을 할 수 밖에 없는 상황에 처한 중년-노년 소비자들이 자연스럽게 기존에 잘 알려지고 가장 많이 이용되고 있는 이커머스로 쏠리게 된 것이다.

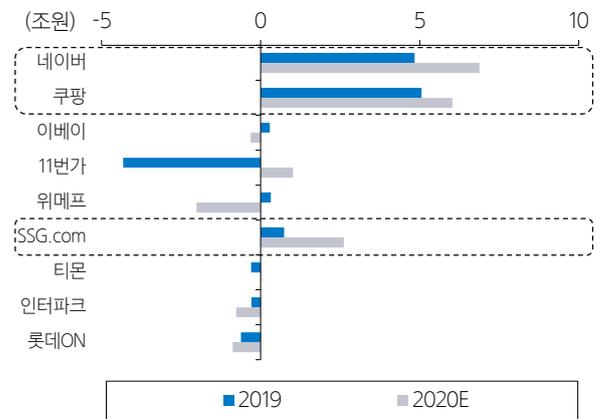
이러한 분석 뒤엔 자연스럽게 다음과 같은 반론이 따라올 수 있다. 중년-노년이 2020년 산업재편에 영향을 미쳤다면, Post-코로나19에선 반대 현상이 벌어질 가능성도 있는 것 아닌가? 당사도 앞서 서술하였듯 실제 2021년엔 비유통업체와 전통유통업체까지 적극적으로 뉴커머스 사업을 전개할 것으로 예상됨에 따라 경쟁이 심화될 개연성을 보인다. 하지만 그럼에도 불구하고 당사는 상위사로의 consolidation이 오히려 보다 강화되면 강화되었지 완화되진 않을 것으로 전망한다. 40대까지는 이미 온라인쇼핑 침투율이 최대치에 육박해, 신규 유입 소비자의 대부분은 50대 이상일 전망이다, 이미 상위 커머스업체에 대한 20~40대의 충성도도 더불어 상승하고 있다. Amazon의 flywheel은 이미 굴러가기 시작했으며 후발주자들의 시장 진입 문턱 최근 2년 눈에 띄게 높아졌다.

주요 이커머스 업체의 거래대금 동향 및 비교



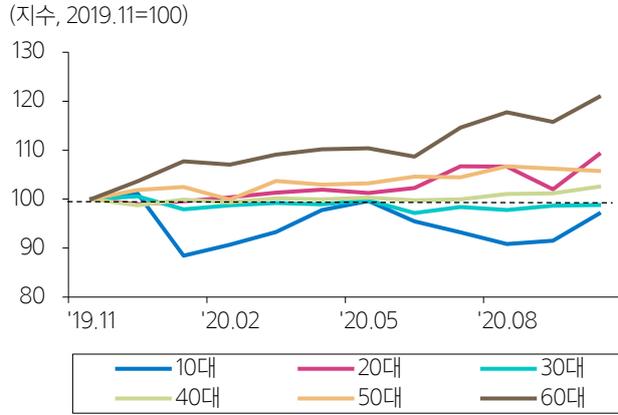
자료: WiseRetail, 삼성증권

주요 이커머스 업체의 거래대금 yoy 변화



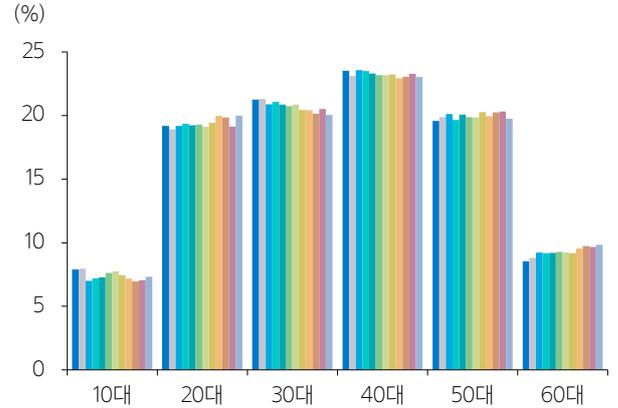
자료: WiseRetail, 삼성증권

연령별 온라인쇼핑 이용자 수 추이



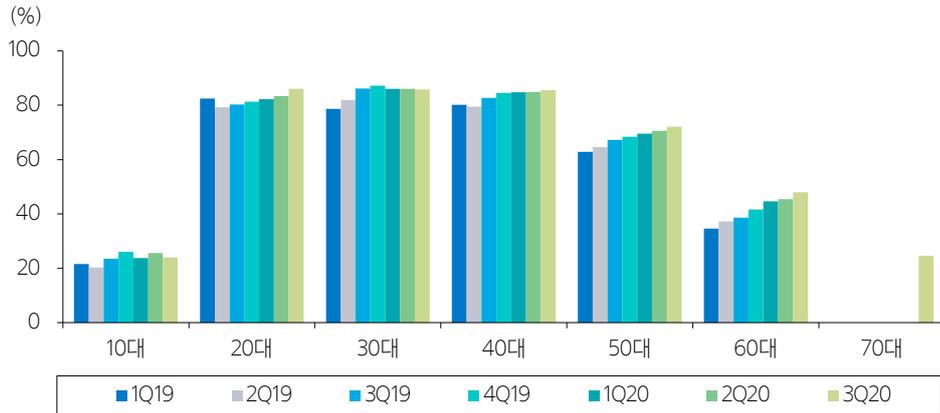
참고: 모바일앱 기준
자료: 코리안클릭, 삼성증권

온라인쇼핑시장 내 연령대별 비중



참고: 모바일앱 기준
자료: 코리안클릭, 삼성증권

연령별 온라인쇼핑 침투율



참고: 침투율 = 모바일 전자성거래 순이용자수(코리안클릭) ÷ 인구수
자료: 코리안클릭, 삼성증권

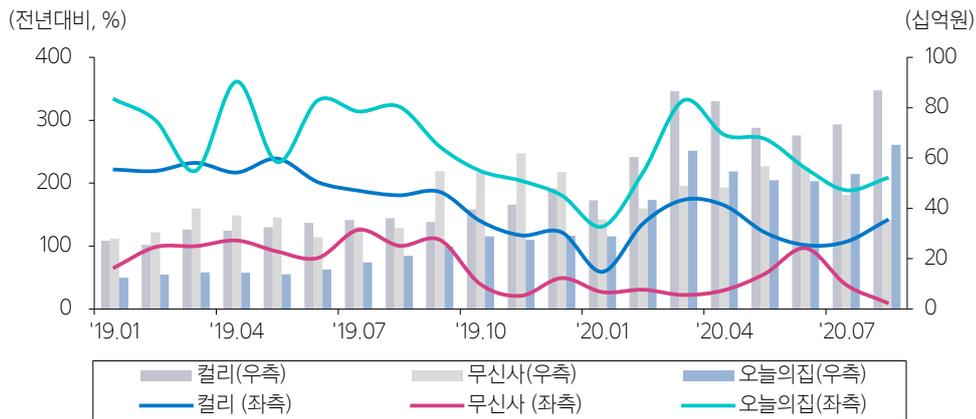
주요 종합쇼핑몰 주 이용률 변화와 각 플랫폼별 주 구매상품 변화

(%)		쿠팡	네이버	G마켓	11번가	위메프	티몬	옥션	쓱닷컴	롯데ON	
주 이용률	2H18	34.5	30.7	27.1	33.2	26.4	22.1	16.4	6.8	4.7	
	2019	46.7	39.0	23.5	31.3	29.5	23.1	12.9	7.2	4.0	
	1H20	54.7	52.6	27.9	26.1	19.7	17.2	12.3	11.6	3.0	
주 구매 품목	1위	2H18	생활 59.5	패션 63.9	생활 56.1	패션 61.5	생활 55.8	패션 52.7	패션 57.8	식품 69.6	패션 56.4
		2019	생활 61.0	패션 64.9	생활 61.5	생활 56.3	패션 51.3	패션 54.5	생활 55.6	식품 64.6	패션 66.7
		1H20	생활 65.2	패션 63.2	생활 58.1	생활 54.0	생활 55.3	패션 52.6	생활 60.7	식품 72.4	식품 55.6
	2위	2H18	패션 41.2	생활 49.6	패션 54.7	생활 51.6	패션 55.3	생활 46.2	생활 53.3	생활 51.8	미용 51.3
		2019	식품 43.7	생활 49.0	패션 53.5	패션 52.8	생활 53.5	생활 49.3	패션 54.7	생활 53.8	생활 30.6
		1H20	식품 54.7	생활 51.3	패션 49.4	패션 51.5	패션 49.2	생활 50.0	패션 44.6	생활 44.8	생활 51.9
	3위	2H18	식품 38.7	미용 32.5	식품 31.4	미용 30.0	식품 34.1	식품 40.1	식품 32.6	패션 46.4	생활 33.3
		2019	패션 34.0	미용 26.3	미용 28.6	식품 28.9	미용 28.6	식품 34.0	식품 35.9	패션 43.1	식품 27.8
		1H20	패션 32.2	미용 31.0	식품 39.9	식품 38.0	식품 40.2	식품 42.9	식품 37.5	패션 28.6	패션 40.7

자료: 오픈서베이, 삼성증권

그런데 어떤 어떤 버티컬 플랫폼(특정 분야에 특화된 플랫폼)이 급성장하고 있던 소식이 심심치 않게 들려온다. 식품의 마켓컬리, 패션의 무신사, 인테리어의 오늘의 집 등을 예로 들 수 있다. 한편에선 시장 경쟁 심화를 우려할 수도 있고, 또 한편에선 대형 커머스 업체들을 상대로 어떻게 작은 업체들이 두각을 나타낼 수 있는지 의아해 할 수도 있다. 하지만 당사는 이러한 버티컬 플랫폼의 등장을 디지털 커머스 업체의 난립으로 보지 않으며, 오히려 이러한 몇몇 버티컬 플랫폼의 등장 역시 버티컬 플랫폼 업계 내에서의 consolidation의 결과라 생각한다.

주요 버티컬 플랫폼 업체의 거래대금 추이



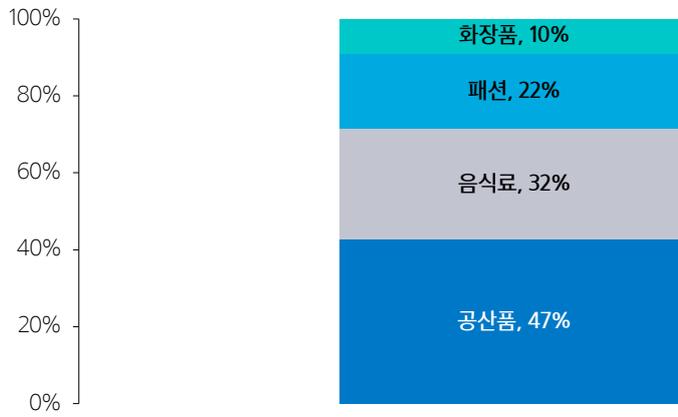
자료: WiseRetail, 삼성증권

중기 뉴커머스 경쟁 구도 전망, 중간은 없다

2020년 뉴커머스 업계에 가장 중요한 뉴스가 있었다면 바로 네이버가 쇼핑을 핵심 성장 사업으로 천명한 것이 아닐까 생각된다. 그 뒤로 투자자들이 가장 많이 던진 질문은 "누가 패권을 잡을 것으로 예상하느냐"였다. 사실 질문에 나름의 논거를 들어 답변을 내놓을 수도 있을 것이다. 하지만 영업환경 변화에 유연하게 변하는 것이 최고의 미덕인 디지털 시대에, 현 시점에서 제시된 사업전략만을 가지고 누가 승자가 되고 누가 패자가 될 것으로 전망하는 것은 사실 소설, 혹은 바램에 가까운 것이라 생각된다. 5년 뒤 뉴커머스 시장 내 경쟁구도가 어떻게 변해 있을지 사실 짐작하기 매우 어렵다. 하지만 당사가 분명하다고 생각하는 사실은 적어도 3년 내, 미국이나 중국처럼, 단일 사업자가 압도적인 점유율을 차지하는 일은 벌어지지 않을 것이라는 것이다. 물론 코로나19와 같은 큰 충격이 다시 없다는 전제이다.

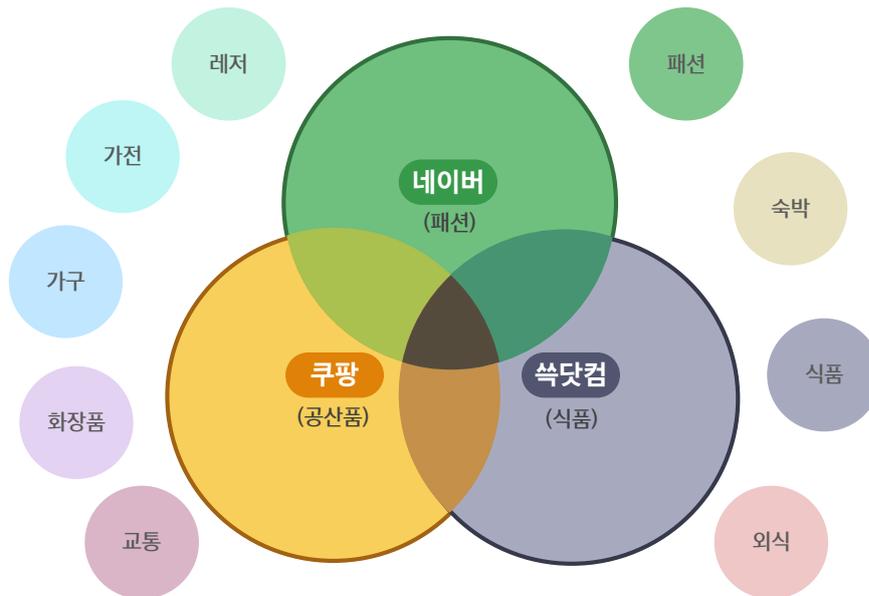
당사는 향후 3년간은 대형 종합쇼핑몰 3개가 각각 최소 1개의, 한 품목만으로도 시장 규모가 충분히 큰, 핵심 소비재를 장악한 상태에서 새로운 시장을 잠식하기 위한 노력을 끊임없이 경주하며 다같이 덩치를 키우는 국면이 전개될 것으로 전망한다. 앞선 테이블 '주요 종합쇼핑몰 주 이용률 변화와 각 플랫폼별 주 구매상품 변화'에서 드러난 바와 같이, 패션에 대한 지배력을 바탕으로 고객 충성도를 공고히 하는 모습을 보이고 있는 네이버, 공산품의 쿠팡, 식품의 SSG.com을 주목한다. 그런데 종합쇼핑몰은 가장 많은 수의 소비자를 만족시키면서도 효율성을 극대화 시켜야 하는 과제를 안고 있다. 모든 소비 품목에 대해 소수의 마니아까지 만족시킬 수 있는 메뉴를 A-Z까지 판매하고자 드는 것은 영업 효율성을 헤칠 수 있다. 이에 당사는 특정 품목에 대해서만큼은 소수 마니아까지 만족시킬 수 스페셜리스트, 즉 버티컬 플랫폼이 소비자 선택의 폭을 넓혀줄 것으로 전망한다. 이와 같은 당사 전망의 특징은, 소비재 품목별로 player를 나눴다는 점이다. 과거에는 유통산업을 유통업체별로 구분하는 것이 가장 흔한 방법이었다. 백화점, 대형마트, 편의점 등. 하지만 디지털 시대 소비자가 그 이전 세대와 가장 다른 점은, '어딜 가서 무엇을 살지'를 고민하는 것이 아니라, 능동적으로 정보를 수집한 후 '무엇을 어딜 가서 사야 가장 편리할지'를 고민하는 구매의사결정 프로세스를 거친다는 것이다.

소매시장 품목별 비중 (2019)



자료: 통계청, 삼성증권

중기적 관점의 뉴커머스 업계 경쟁구도 예측



자료: 삼성증권

제(祭)보다 젓밥

디지털 커머스 드디어 돈 버나요?

경위야 어찌 됐건 간에 온라인쇼핑 시장의 양적 성장 잠재력에 대한 이견은 많지 않을 것이다. 하지만 한국에서도 뉴커머스 업체가 수익을 동반한 질적 성장을 보일 수 있느냐에 대한 시장의 의문은 여전하다. 심지어 한국에선 수익을 창출하기 어려울 것이라는 쪽으로 의견이 기울어져 있는 것도 같다. 일단 20년의 역사를 자랑하는 네이버의 가격비교 서비스 때문에 한국의 뉴커머스는 미국이나 중국과는 그 출발이 다르다. 그리고 좁은 영토, 높은 인구밀집도, 단일 문화 등으로 진입장벽이 낮아 그 어느 나라보다 경쟁이 치열하기도 하다 (배송 관련 유형자산 투자 부담, 마케팅 투자 부담 등이 낮음). 한국의 뉴커머스를 얘기할 때 국내외를 막론하고 가장 많이 보이는 반응은 이것이다 - "사업자 중 그 누구도 포기하지 않는다".

하지만 당사는 시장의 모든 우려에도 불구하고 결국 한국의 뉴커머스 업체들도 수익을 창출할 수 있을 것으로 기대하며 그 시점은 빠르면 2021년이 될 수도 있을 것으로 기대한다. 당사가 시장 컨센서스를 뛰어넘는 기대감을 갖는 이유는, 이미 2020년 4월 시장 기대를 훌쩍 뛰어넘는 실적 서프라이즈를 시현한 쿠팡의 2019년 실적에서 어느 정도 실마리를 찾았다 생각하기 때문이다. 첫째, 규모의 경제는 언제나 옳다, 두번째, 커머스 업체라고 꼭 상품 중개로만 돈을 벌 필요는 없다.

쿠팡은 2019년에 매출액은 전년대비 64% 성장한 7.15조원, 영업손실은 전년대비 36% 줄어든 7,205억 원을 달성하였다. 영업손실률은 2018년의 26.3%에서 2019년에 10.1%로 무려 16.2%pts나 개선되었다. 그동안 시장에서 쿠팡이 매출이 늘어날수록 현금 유출이 커지는 영업전략을 고수하고 있어 그 사업의 지속성을 장담할 수 없으며, 생존을 위해 손실전략을 포기하는 순간 경쟁사에 따라잡힐 것이라는 비판론이 팽배했다. 그래서 2019년에 쿠팡이 높은 매출 성장에도 불구하고 손실률뿐만 아니라 손실액까지 의미 있게 축소 한 모습은 시장에 놀라움을 안겼다. 당사가 주목한 부분은 매출원가율 개선이다. 쿠팡의 2019년 매출원가율은 83.2%로 전년대비 무려 12.0%pts나 개선되었다. 영업손실률 축소폭이 16.2%pts였음을 감안하면 원가율 개선이 어닝 서프라이즈를 견인했다 보아도 무방할 것이다. 당사는 이것이 가능했던 이유로, ① 규모의 경제를 통한 상품 매입 원가율 개선 (volume discount), ② 제3자 판매 (마켓플레이스) 사업 확대에 따른 수수료 매출, 그리고 ③ 2018년말 시행한 광고사업 등 비-유통 사업의 매출 때문으로 추정된다. 주지하다시피 수수료 수익, 광고와 같은 서비스 매출은 그 원가율이 직매입 상품매출과는 비교도 할 수 없이 낮다.

납품업체와의 협상력 제고를 통한 원가율 개선, 고수익 서비스 매출 확대가 뉴커머스 수익 창출의 열쇠를 쥐고 있다면 2021년은 그 어느 때보다 수익을 창출하기에 좋을 시기가 될 것으로 예상된다. 첫째, 당사는 앞서 2021년에도 기저효과 없는 온라인쇼핑 시장의 성장을 전망하면서 이것이 공급자들(제조 및 서비스업체, 유통업체)의 시장 형성 노력을 통해 가능할 것이라 주장한 바 있다. 디지털 커머스 플랫폼으로 판로를 개척하고 싶어하는 제조 및 서비스업체의 수요가 디지털 커머스업체간 경쟁 효과를 뛰어넘을 것으로 예상된다. 뉴커머스 산업 내 어느정도 충성고객을 확보하고 있는 업체라면 그 어느때보다 직매입 원가율을 개선하기 좋은 환경이다.

둘째, 상품원가율 개선보다 더 흥미롭게 지켜보아야 할 것은 비-유통 사업을 통한 매출과 수익 창출 가능성이다. 일례로 들면, 뉴커머스업체에게 광고사업은 투입비용 대비 효율이 높은 매력적인 사업일 수밖에 없다. 상품을 판매해야 하는 광고주 입장에선 단순 매체 광고 대비 타겟 고객에 닿기 쉽고 (커머

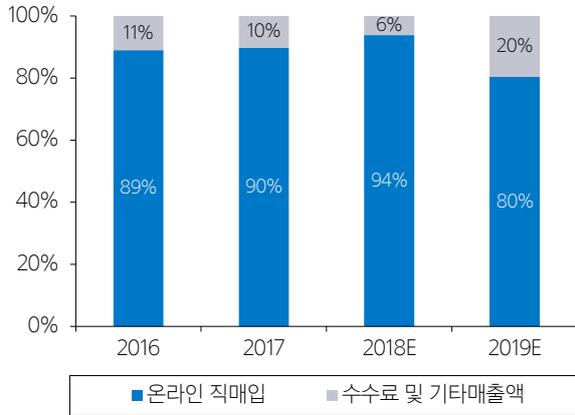
스 플랫폼 이용자들은 모두가 무엇인가를 구매할 의사를 가지고 있음), 마케팅의 효과가 즉각적으로 나타나며, 그 경제적 효과를 재단하기 용이하다. 광고주 확보가 어렵지 않다. 매출액 기준 시장 규모가 500조원에 육박하는 유통업 관점에선 15조원에도 미치지 광고 시장은 그 규모가 너무 작아보일 수 있다. 하지만 광고사업이 뉴커머스의 매출이 아니라 영업이익에 얼마나 기여할 수 있을지를 주목할 필요가 있다. 뉴커머스업체가 하는 광고 사업의 수익성은 100%에 가깝다 해도 놀랍지 않을 것이기 때문이다. 한국은행의 기업경영분석에 따르면 2019년 유통업계의 영업이익은 22조원 수준이었다. 13조원 규모의 광고시장은 뉴커머스업체들의 질적 성장을 견인하기에 충분하다. 2021년 뉴커머스업체들은 고수익 수수료 매출 확보를 위한 제3자 판매 사업을 비롯해 광고, 풀필먼트, 택배, 금융까지 광범위한 사업 확장을 계획하고 있다.

쿠팡 실적전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
요약 손익계산서						
매출액	1,916	2,685	4,355	7,153	11,087	15,079
(전년대비, %)	69.0	40.1	64.7	64.3	55.0	36.0
매출원가	1,526	2,167	4,143	5,950	8,759	11,007
(매출대비, %)	79.7	80.7	95.1	83.2	79.0	73.0
매출총이익	390	518	212	1,203	2,328	4,071
판매비와관리비	955	1,157	1,340	1,924	2,544	3,772
(매출대비, %)	49.8	43.1	30.8	26.9	22.9	25.0
영업이익	(565)	(639)	(1,128)	(721)	(215)	299
(전년대비, %)	3.3	13.0	76.5	(36.1)	(70.1)	nm
(매출대비, %)	(29.5)	(23.8)	(25.9)	(10.1)	(1.9)	2.0
금융비용	14	42	33	54	nm	nm
세전이익	(562)	(674)	(1,142)	(724)	nm	nm
순이익	(562)	(674)	(1,145)	(723)	nm	nm
EBITDA	(524)	(586)	(1,071)	(721)	(158)	480
비용 요소						
인건비	566	655	1,012	1,425	2,137	2,992
지급수수료	108	165	270	406	630	857
운반 및 임차료	129	148	226	261	417	667
유무형 감가상각비	41	52	57	181	253	354
광고선전비	32	54	151	293	352	493
(전년대비, %)						
인건비	56.2	15.7	50.5	40.8	50.0	40.0
지급수수료	21.8	53.5	63.5	50.5	55.0	36.0
운반 및 임차료	31.5	14.7	59.5	15.2	60.0	60.0
유무형 감가상각비	115.0	27.4	9.1	215.5	40.0	40.0
광고선전비	(42.3)	66.3	187.8	93.9	20.0	40.0
(매출대비, %)						
인건비	29.6	24.4	23.2	19.9	19.3	19.8
지급수수료	5.6	6.2	6.2	5.7	5.7	5.7
운반 및 임차료	6.8	5.5	5.2	3.6	3.8	4.4
유무형 감가상각비	2.1	2.0	1.3	2.5	2.3	2.3
광고선전비	1.7	2.0	3.5	4.1	3.2	3.3

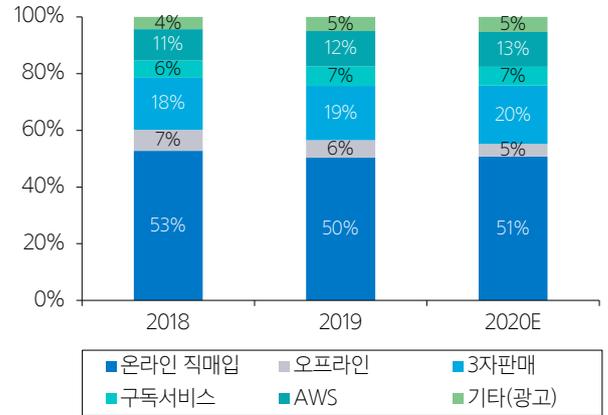
자료: 쿠팡, 삼성증권 추정

쿠팡의 매출액 breakdown



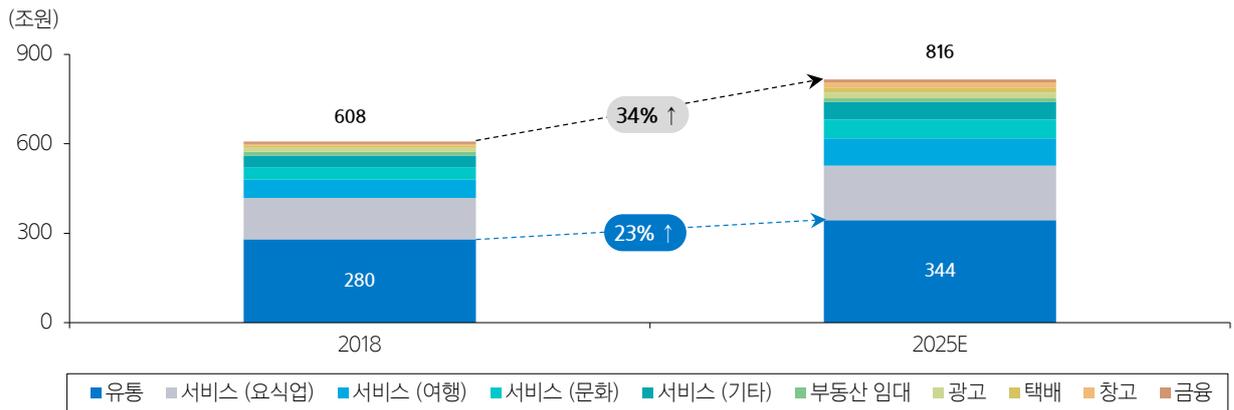
자료: 쿠팡, 삼성증권 추정

아마존 사례: 매출액 breakdown



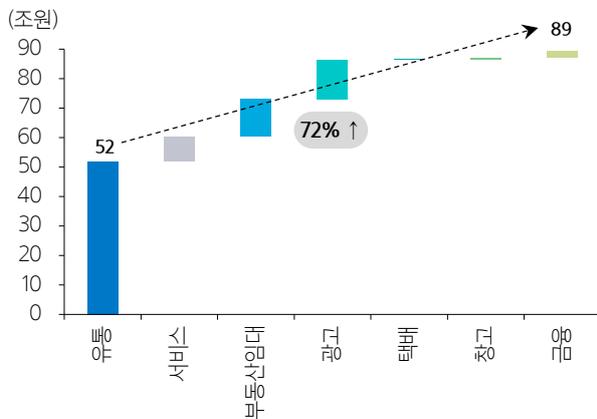
참고: 컨센서스 기준 자료: 아마존, 삼성증권

뉴커머스 총산출액 재구성 (2018) 및 전망 (2025E)



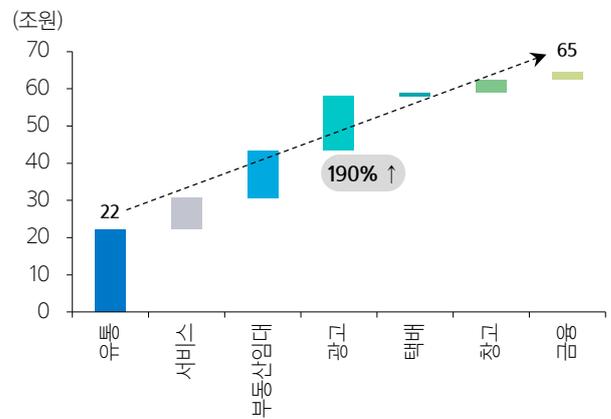
자료: 한국은행, 삼성증권 추정

뉴커머스 영업잉여 잠재력 재구성 (2018년 기준)



자료: 한국은행, 삼성증권 추정

뉴커머스 영업이익의 잠재력 재구성 (2018년 기준)



자료: 한국은행, 삼성증권 추정

리스크 요인

2020년 플랫폼 기업들이 실적 측면에서나 주가 측면에서나 그 성과가 눈부셨던 만큼, 반작용으로 플랫폼 산업을 규제해야 한다는 목소리가 전세계적으로 높아지고 있다. 이는 향후 플랫폼 기업 투자의 가장 큰 리스크 요인으로 판단된다.

국내 플랫폼 사업 규제 리스크 점검

국내에선 2020년 9월 공정거래위원회(공정위)가 네이버와 부동산 정보업체가 계약을 체결하면서 부동산 매물정보를 경쟁사(카카오)에 제공하지 못하도록 한 '경쟁사업자 배제행위'에 대해 시정명령과 과징금을 부과하며 플랫폼 기업의 독과점식 시장지배력 문제가 대두되기 시작하였다. 제제 직후, 공정위는 '온라인 플랫폼 중개거래의 공정화에 관한 법률', 일명 '플랫폼법'을 입법 예고하였으며, 뒤이어 10월에 네이버의 '쇼핑 검색 알고리즘 조작' 의혹에 대해 과징금을 부과했다. 갑을문제 해소, 소비자보호, 독과점 예방 등 총 3개 분야를 다루는 이번 법은, 연간 중개수수료 수입 100억원 이상 또는 연간 중개 거래 금액 1000억원 이상인 업체에 적용됨에 따라, 사실상 모든 플랫폼 기업이 규제 대상이라 할 수 있다.

이 중 2021년 상반기 제정을 목표로 하는 '상생적 갑을관계 확립을 위한 법체계 마련'이 시장의 이목을 끈다. 여기엔 플랫폼과 입점 업체 간 불공정행위 방지를 위해 표준계약서 필수 교부/작성이 추진될 예정인데, 수수료 산정방식 공개와 판매 중 발생한 손해 분담 기준 등이 필수적으로 포함됨에 따라 일각에선 이것이 결국 플랫폼 기업의 수익성, 확장성에 제한이 있을 수 있다는 우려를 제기하고 있다.

국내: 플랫폼법 개요

분야	추진과제	비고
갑을문제 해소	상생적 갑을관계 확립을 위한 법체계 마련 (온라인플랫폼 공정화법 제정 추진 및 표준계약서 제정) ※ 계약서 작성시 주요내용 필수포함 - 수수료 산정방식 - 입점업체의 타 플랫폼 이용 제한 여부 - 판매 중 발생한 손해 분담 기준	21년 상반기 법 제정
	- 중개서비스 이용을 위한 별도의 서비스, 상품, 용역 구매 여부 - 판매상품 반품, 환불, 교환 등 절차와 기준 등 ※ 계약 내용 변경 시 최소 15일 이전 사전 통지 ※ 위반 시 최대 10억원 과징금 부여	
소비자보호	온라인쇼핑몰 사업자의 불공정행위 심사지침 제정 입점업체, 소상공인 대상 불공정행위 적발 및 시정 - 판매가격 간섭, 판촉비용 전가 등 거래상지위 남용행위 감시 강화	20년 12월 지침 제정
	플랫폼 사업자의 책임 강화 소비자권익을 침해하는 불공정약관 시정 전자상거래의 소비자피해 예방	20년 12월 법 개정
독과점 예방 및 감시 강화	플랫폼 분야 단독행위 심사지침 제정 - 경쟁 플랫폼 간 법위반 소지가 높은 행위 유형, 위법성 판단기준 구체화 플랫폼의 독과점 남용행위 시정 - 독과점 플랫폼의 끼워팔기, 차별취급, 배타조건부 거래 등 중점 감시 신산업 특성을 고려한 M&A 정책 추진 - M&A로 인한 수수료 인상 우려, 정보독점 등 경쟁제한효과와 효율성 증대효과를 종합 검토하여 심사	21년 6월 지침 제정

자료: 공정거래위원회, 삼성증권

글로벌 플랫폼 사업 규제 리스크 점검

* **EU:** EU는 가장 앞서 플랫폼의 영향력을 견제해 왔다. 2018년 5월 "일반개인정보보호법(GDPR)"으로 플랫폼 기업의 데이터 이용에 제한을 가하기 시작하였으며, 2019년 6월 플랫폼 기업의 거래조건 공정한화, 투명성 제고를 주요 골자로 한 "온라인플랫폼 시장의 공정성 및 투명성 강화를 위한 이사회 규칙"을 제정해 2020년 7월부터 시행 중에 있다.

EU: 플랫폼법 개요

분야	추진과제	비고
거래조건 공정화	플랫폼을 통한 판매업체의 상품공급을 제한, 유료, 중단하거나 약관을 변경할 경우 이용자(판매업체)에게 사전 고지해야 하고 이용자의 계약해지권을 약관에 명시해야 함	
투명성 강화	검색결과 상품이나 업체가 화면에 노출되는 순위를 결정하는 알고리즘 주요 매개변수의 공개, 특정 이용자에게 대한 차별적 대우 등에 대한 약관상 근거 명시 의무	
피해구제의 실효성 확보	이용자가 무료로 활용할 수 있는 내부 고충처리시스템을 마련, 이용자와 분쟁조정 절차에서 적정 조정비용을 플랫폼 사업자가 부담해야 함	

자료: 유럽연합진행위원회, 삼성증권

* **미국:** 지난 10월 미국 하원의 반독점 소위원회에선 'Investigation of competition in digital markets' 보고서를 발표하였다. 위원회에 의하면 2019년 6월부터 아마존, 애플, 페이스북, 구글 등 미국의 대표적 빅테크 4개 기업들이 디지털 시장에서 독점적 지위를 남용했다 주장하였다. 한 예로 보고서에 따르면 4개사는 지난 10년간 수백 개의 기업을 인수하였는데, 일부는 경쟁 완화를 위해 인수하였으며 또 일부는 킬러 M&A도 있었던 것으로 조사되었다. 위원회는 이러한 행위가 소비자의 선택권을 제한하고 혁신을 저해하는 등 악영향을 끼치고 있다 판단된다고 밝히며 사업 분할 등 강도 높은 권고사항을 제시한 상황이다.

미국: 미국하원 반독점 보고서 - 요약

기업	쟁점사항	주요 위반사항	기업 반발 내용	권고사항
Facebook	소셜 네트워킹 시장 독점	독점 지위 확보를 위한 인수 합병 - Instagram, 왓츠앱 인수, 킬러 M&A 등	"기업 인수는 모든 산업 분야에서 발생하고 있는 현상"	
Google	온라인 검색 및 광고 시장 독점	경쟁기업 방해, 반경쟁적 강제 계약 - 경쟁기업들을 약화시키기 위한 캠페인 - 구글 검색엔진 수집 정보의 광고 활용 - 스마트폰 제조사에 검색엔진 선택권 강요	"보고서 내용은 우리 경쟁사에서 제기한 잘못된 주장"	구조적 분리 및 인접사업 금지 - 구글 - 유튜브 강제분리 - 페이스북 - 왓츠앱 강제분리
Amazon	온라인 리테일 시장 독점	제3자 판매자 착취 - 자신들의 제품을 우선 판촉 - 제3자 판매자들의 데이터와 정보를 자신들의 경쟁력 강화를 위해 활용 - 자사 상품 Alexa를 적용한 스마트 스피커를 자사 플랫폼에서 타사 대비 크게 할인된 가격에 판매	"기업 성공이 독점의 결과라는 추정은 옳지 않음"	킬러 M&A 불허 - 스타트업 인수 통한 경쟁 제거 방지 - 합병 시 경쟁 미 저해 입증 요구
Apple	모바일 운영 생태계 독점	경쟁기업 방해, 개발자 착취 - ios 및 애플 스토어에 대한 통제권 강화 (소프트웨어 독점 배급) - 앱 개발자들에게 막대한 수수료 부과	"시장을 과점한 사업 부문 없음. 애플스토어의 최대 수혜자도 외부 개발자"	자사 서비스 강요금지 - 검색시 자사 서비스 우선 노출 금지 - 경쟁사업자와 서비스 호환

자료: 미 하원 반독점 소위원회, 삼성증권

보고서는 미국 민주당 하원의원들에 의해 작성되었지만 공화당 의원들마저 빅테크 4개 기업이 독점적 시장 지배력을 행사하고 있음에는 동의하고 있기에 정도의 차이만 있을 뿐, 향후 빅테크 기업의 활발한 신규 사업 진출과 대형 M&A에 제약이 있을 것은 자명해 보인다.

미국: 미국하원 반독점 보고서 - 주요 권고사항

분야	추진과제	비고
디지털 경제 경쟁력 복원	구조적 분할 및 독점적 플랫폼의 인접 사업 영역 진출 금지	
	플랫폼 자체 서비스 선호 방지. 동일 제품 및 서비스에 대한 동일 조건 제공	
	경쟁사와의 서비스 호환 및 콘텐츠/사용자 데이터 전송이 가능하도록 요구	
	플랫폼 기업 인수합병시 반독점 기관이 반독점 위반 여부를 조사하는 것이 아니라 합병 당사자가 해당 내용 입증	
반독점 법률 강화	자유롭고 다양한 언론을 보호하기 위한 뉴스 퍼블리셔의 Safe harbour 조항	
	우월한 협상력과 지배적인 지위를 계약 관행에 남용 금지	
	민주주의 보장을 위한 반독점 법률의 목표 및 중심성 재확인	
	수직합병에 대한 법률 강화	
반독점 규제 강화	지배력 남용, 독점 레버리지, 약탈적 가격 책정, 거래거부 등에 대한 금지 도입	
	독점 금지 판례법에서 문제가 되는 선례무시 등 추가 강화 요소 도입	
	연방거래위원회에서 정기적으로 데이터 수집 및 연방거래위원회, 법무부 반독점 부서 예산 증액	
	강제 중재 조항 및 집단 소송 제한을 제거해 사적 집행 강화	

자료: 미 하원 반독점 소위원회, 삼성증권

*** 중국:** 중국 역시 최근 11월 '플랫폼 기업의 반독점 지침(의견수렴안)'을 내놓으며 플랫폼 기업에 대한 규제의 강도를 높일 것을 시사하였다. 기존의 오프라인 업체를 대상으로 한 반독점법과 별개로 처음으로 온라인 기업을 겨냥해 내놓은 반독점법 개정안은 플랫폼의 폐단으로 지목되는 독점적 거래요구, 끼워팔기, 빅데이터 우위성 이용 등을 규범화하고 규제할 예정이다. 빠르면 1~2년내 시행될 것으로 예상되는 이번 개정안으로 소비자의 쇼핑 이력이나 프로필에 근거해 다른 가격을 제시하는 행위, 판매업자에게 자사 플랫폼에서만 거래하라고 요구하는 행위 등 대부분의 중국 온라인 기업들이 행해오던 관행이 금지되며 플랫폼 기업들의 독과점식 지배력에 제동이 걸릴 예정이다.

중국: 플랫폼법(반독점법) 개요

분야	추진과제	비고
담합 협의 금지	소비자 민감 데이터 공유 금지, 소규모 경쟁사 배척 금지, 독점계약 금지	
시장 지배자 지위	불공정 가격 책정 금지, 원가 이하 판매 금지, 거래 거부/제한 금지,	
남용행위 금지	끼워팔기 등 부당거래 금지	

자료: 중국 시장관리감독총국, 삼성증권

2020. 11. 26

Platform Business Team

박은경
Analyst
eunkyung44.park@samsung.com

최지호
Research Associate
jihoh1.choi@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	224,000원	(46.4%)
현재주가	153,000원	
시가총액	4.3조원	
Shares (float)	27,875,819주 (68.2%)	
52주 최저/최고	97,900원/165,000원	
60일-평균거래대금	482.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
이마트 (%)	2.7	41.0	18.1
Kospi 지수 대비 (%pts)	-6.8	8.1	-3.6

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	224,000	224,000	0.0%
2020E EPS	5,374	5,374	0.0%
2021E EPS	10,555	10,555	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	19
Target price	214,158
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

이마트 (139480)

커머스 생태계의 중심으로 쓱(SSG)! 들어간다

- 목표주가 22.4만원 (SOTP 밸류에이션), BUY 투자의견, 유통업종 최선호주 유지
- 반복 구매 특성으로 고객 충성도가 높은 온라인 장보기 시장에서 선도 업체로 부상. 2021년에도 온라인사업의 높은 기저효과에 대한 부담보다 옴니채널 부상에 대한 기대감을 더 크게 가져야 할 때
- 빠르면 4Q20 SSG.com 흑자 기대. 2021년 SSG.com 흑자영업 지속에 대한 확신이 높아질 경우 SSG.com 재평가가 견인하는 이마트의 주가 강세 기대

WHAT'S THE STORY

SSG.com, 출발은 물음표...: 2014년초 신세계그룹의 통합온라인쇼핑몰로 출범, 이후 1Q19 이마트와 신세계가 각각 분할한 온라인사업부가 하나로 합쳐지며 오늘날의 SSG.com 출범. 코로나19 전까지 SSG.com을 바라보는 시장의 시각은 복잡했음. 거래대금 성장률이 프로모션 등의 마케팅에 영향을 많이 받은 탓에 외적성장과 내적성장이 반대방향을 향한다, 선도업체 대비 강점으로 여겨졌던 오프라인과의 시너지 효과도 보이지 않았기 때문.

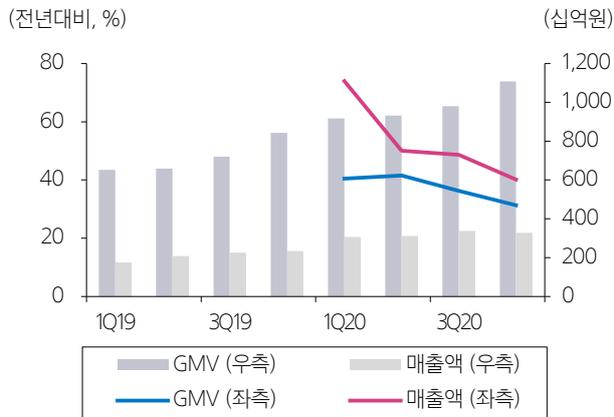
...그러나 이제는 느낌표: 코로나19로 상황 반전. 온라인 상품거래 시장이, 2019년 +17% y-y에서 2020년 10월ytd +27% y-y. 특히 동사가 강점을 보이는 식품 온라인 거래액은 동기간 +53% y-y. 마침 동사는 2019년 12월 물류능력을 기존 대비 30% 이상 끌어올릴 세번째 대형 물류창고를 완공했던 상황. 이것이 코로나19와 시너지를 일으키며 동사는 단숨에 온라인 장보기 선도업체로 도약. 3Q20ytd 거래대금은 +40% y-y, 매출액은 +56% y-y. 영업손실률은 4Q19 15.5%에서 3Q20 0.9%까지 대폭 축소. 한국판 광군제인 '쓱데이(10월31일)'를 성공적으로 마침에 따라 4Q20 흑자전환도 바라볼 수 있는 상황. 온라인 장보기 시장은 아직 오프라인과 같은 과점화가 진행되지 않아 경쟁이 치열한 것이 사실. 하지만 장보기의 반복구매 특성상 한 번 선두 자리를 차지하면 그 지배력이 더 쉽게 강화되는 시장이기도 함.

2021년의 복병, 옴니채널: 2020년 디지털 커머스 시장 성장의 중심에는 50대 이상의 신규 이용자가 있음. 구조적인 디지털 커머스의 성장은 의심할 여지가 없으나, 2021년 과격했던 변화를 일부 되돌림 하는 과정에서 온·오프라인 채널을 함께 보유한 커머스 업체의 점유율 확대가 나타날 가능성을 주시하고 있음.

2021년 이마트 주가 재평가의 핵: SOTP 밸류에이션으로 이마트의 가치를 평가했을 때, 2019년말까지 SSG.com의 기여도는 20%에도 미치지 못함. 낮은 매출 성장률, 턱어라운드 에 대한 낮은 기대 때문. 하지만 현재 이마트 적정가치 산출시 SSG.com이 차지하는 비중은 30%에 육박. 이는 2021E 거래대금을 4.9조원(+25% y-y)으로 보고 여기에 0.75배를 적용한 가치 3.7조원에 지분율 50.1%를 감안한 결과. 당사가 기대하고 있는 최상의 시나리오, 기저효과와 2020년 일단락된 구조조정 효과로 오프라인 사업부가 cash cow 역할을 해주는 가운데 SSG.com이 매출 고성장세를 동반한 흑자전환에 성공하는 것. SSG.com의 re-rating은 이마트의 re-rating으로 귀결되기에 충분.

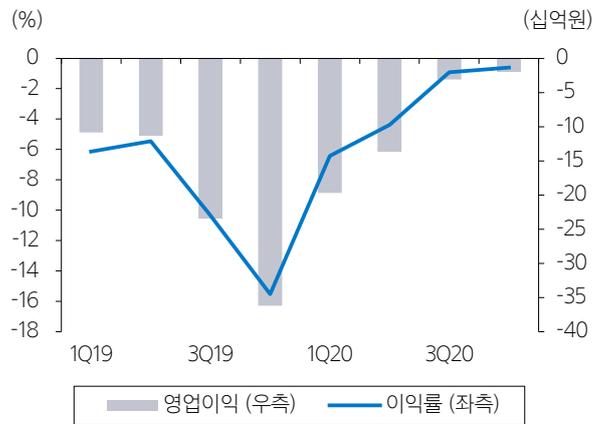
유통업종 최선호주: 목표주가 224,000만원 (SOTP 밸류에이션), BUY 투자의견 유지. 이는 '21~'22E P/E 21배, 16배 수준. '22E년까지 2년 CAGR 매출액과 영업이익 성장률 5%, 52% 전망. 온·오프라인 시너지, 온라인 부가사업(오픈마켓, 광고 등)으로 수익성 회복이 주도하는 실적 성장 기대.

SSG.com 매출액 추이



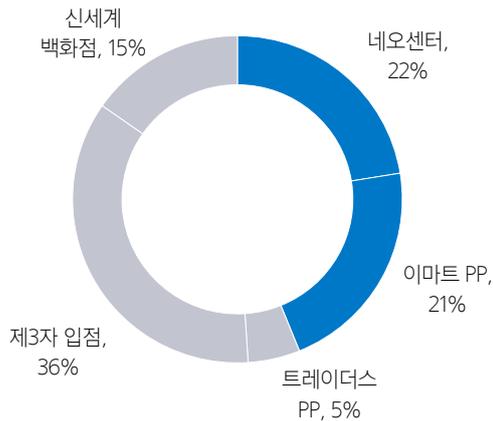
자료: 이마트, 삼성증권

SSG.com 영업손실 추이



자료: 이마트, 삼성증권

SSG.com의 매출 원천별 매출 비중 (3Q20)



참고: 회색 - 오프라인매장에서 처리되는 온라인 주문
자료: 이마트, 삼성증권

SSG.com의 물류처리 능력

일 처리능력 (건수/일)	위치	개시일	비고
네오 1 Max 12,000	용인	2014.09	
네오 2 Max 30,000+α	김포	2016.01	새벽배송 가능
네오 3 Max 35,000+α	김포	2019.12	새벽배송 가능
PP센터	탄력적	115개 점	3Q20 이마트, 트레이더스 합산 총 점포수 160점
계 *	120,000+α		새벽배송 25,000건/일

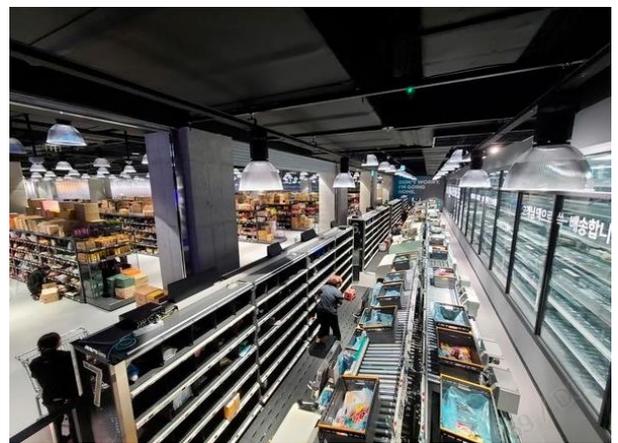
참고: 3Q20 기준
자료: 이마트, 삼성증권

SSG.com 온라인전용센터-네오센터



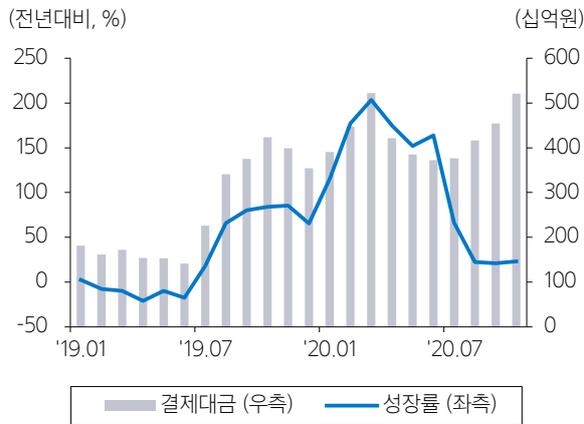
자료: 언론보도, 이마트, 삼성증권

이마트 PP (pick & packing) 센터



자료: 언론보도, 이마트, 삼성증권

SSG.com 결제대금 추이



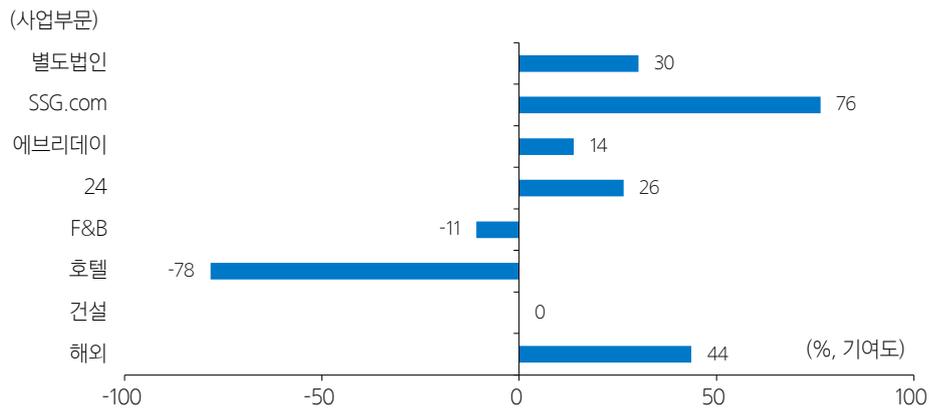
자료: WiseRetail, 삼성증권

쓱데이 (10월31일)- 한국의 광군제



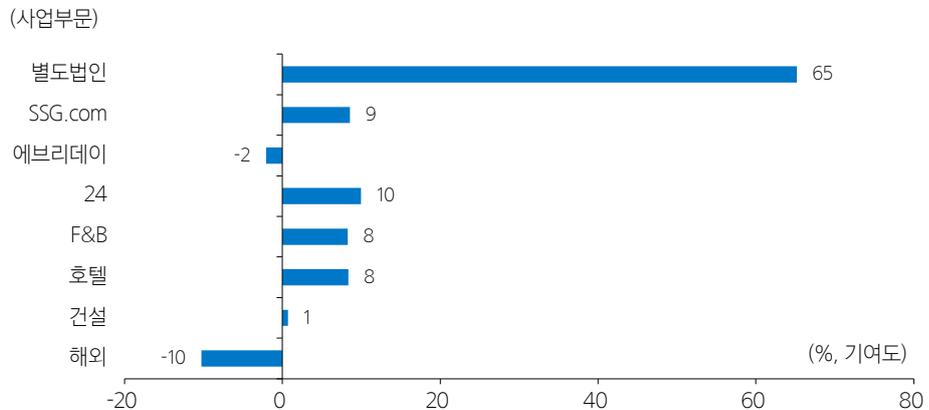
자료: 언론보도, 이마트, 삼성증권

2020E 사업부문별 영업이익 증가 기여도



자료: 이마트, 삼성증권

2021E 사업부문별 영업이익 증가 기여도



자료: 이마트, 삼성증권 추정

주요 계열사 실적 추이와 전망 (연결 기준)

(십억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	4,585	4,581	5,063	4,833	5,211	5,188	5,908	5,504	17,049	19,063	21,811	23,066
별도법인	3,323	3,086	3,517	3,228	3,466	3,237	3,860	3,471	13,148	13,155	14,034	14,845
SSG.com (50.1%)	176	208	227	233	307	312	337	327	0	844	1,283	1,603
에브리데이 (99.3%)	297	309	320	302	339	313	334	305	1,175	1,230	1,291	1,317
24 (100%)	282	338	364	369	354	403	444	432	1,038	1,355	1,634	1,849
F&B(신세계푸드 등)	357	352	369	377	341	344	358	366	1,401	1,455	1,409	1,500
호텔&리조트(조선호텔 등)	47	52	55	64	35	33	42	50	200	217	160	183
건설	218	265	265	268	228	265	265	259	608	1,016	1,016	1,016
해외	156	218	208	222	369	467	446	446	89	804	1,728	1,814
기타	(272)	(247)	(262)	(230)	(227)	(186)	(179)	(152)	(610)	(1,012)	(744)	(1,062)
매출원가	3,436	3,408	3,723	3,603	3,867	3,811	4,318	4,222	12,453	14,170	16,218	17,063
판매비	1,076	1,202	1,224	1,240	1,296	1,424	1,439	1,227	4,133	4,742	5,385	5,627
영업이익	74	(30)	116	(10)	48	(47)	151	55	463	151	207	376
별도법인	107	(7)	126	25	85	(15)	140	58	489	251	268	378
SSG.com (50.1%)	(11)	(11)	(23)	(36)	(20)	(14)	(3)	(2)	0	(82)	(38)	(24)
에브리데이 (99.3%)	2	5	7	2	11	6	5	0	5	15	23	20
24 (100%)	(9)	(6)	(6)	(6)	(8)	(5)	2	(2)	(40)	(28)	(13)	4
F&B(신세계푸드 등)	1	5	3	3	(6)	1	6	6	18	12	6	20
호텔&리조트(조선호텔 등)	(6)	(7)	(2)	1	(16)	(18)	(15)	(11)	(8)	(14)	(58)	(44)
건설	5	(2)	14	7	5	4	7	9	16	24	24	25
해외	(10)	(11)	(12)	26	(5)	3	9	10	(5)	(7)	17	0
기타	(5)	5	10	(32)	1	(9)	1	(14)	(12)	(21)	(22)	(3)
세전이익	93	(38)	132	95	64	520	146	57	585	282	787	403
당기순이익	70	(27)	112	68	45	315	120	37	476	224	516	302
이익률 (%)												
매출총이익	25.1	25.6	26.5	25.4	25.8	26.5	26.9	23.3	27.0	25.7	25.6	26.0
영업이익	1.6	(0.7)	2.3	(0.2)	0.9	(0.9)	2.6	1.0	2.7	0.8	1.0	1.6
별도법인	3.2	(0.2)	3.6	0.8	2.5	(0.5)	3.6	1.7	3.7	1.9	1.9	2.5
SSG.com (50.1%)	(6.1)	(5.5)	(10.4)	(15.5)	(6.4)	(4.4)	(0.9)	(0.6)	nm	(9.7)	(3.0)	(1.5)
에브리데이 (99.3%)	0.7	1.5	2.2	0.6	3.4	2.0	1.6	0.1	0.4	1.3	1.8	1.5
24 (100%)	(3.3)	(1.9)	(1.8)	(1.6)	(2.3)	(1.3)	0.4	(0.4)	(3.8)	(2.1)	(0.8)	0.2
F&B(신세계푸드 등)	0.3	1.4	0.8	0.8	(1.8)	0.2	1.5	1.5	1.3	0.8	0.4	1.3
호텔&리조트(조선호텔 등)	(12.8)	(12.9)	(4.0)	2.1	(44.4)	(55.2)	(34.9)	(21.1)	(4.0)	(6.3)	(36.2)	(23.9)
건설	2.3	(0.7)	5.5	2.5	2.1	1.3	2.5	3.6	2.6	2.4	2.4	2.5
해외	(6.4)	(5.0)	(6.0)	11.7	(1.3)	0.7	2.0	2.2	(6.1)	(0.9)	1.0	0.0
기타	1.7	(2.1)	(3.8)	13.7	(0.3)	4.6	(0.4)	9.0	2.0	2.1	3.0	0.3
세전이익	2.0	(0.8)	2.6	2.0	1.2	10.0	2.5	1.0	3.4	1.5	3.6	1.7
당기순이익	1.5	(0.6)	2.2	1.4	0.9	6.1	2.0	0.7	2.8	1.2	2.4	1.3

자료: 이마트, 삼성증권 추정

주요 계열사 실적 추이와 전망 (연결 기준): 전년대비 증감률

증감률 (% y-y)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	11.7	14.8	7.1	14.4	13.6	13.2	16.7	13.9	9.9	11.8	14.4	5.8
별도법인	1.1	(0.7)	(2.8)	2.9	4.3	4.9	9.7	7.5	5.6	0.0	6.7	5.8
SSG.com (50.1%)	nm	nm	nm	2,538.0	73.9	50.1	48.6	40.1	nm	nm	51.9	25.0
에브리데이 (99.3%)	6.5	5.3	1.9	5.2	13.8	1.2	4.4	0.9	3.7	4.6	5.0	2.0
24 (100%)	36.0	32.3	26.7	28.7	25.4	19.1	21.9	17.0	51.7	30.5	20.6	13.2
F&B(신세계푸드 등)	3.6	4.5	0.5	6.9	(4.7)	(2.3)	(3.1)	(2.7)	8.0	3.9	(3.2)	6.5
호텔&리조트(조선호텔 등)	5.8	7.0	8.0	12.1	(25.0)	(35.4)	(23.8)	(21.1)	6.1	8.4	(26.0)	14.3
건설	11.7	(5.8)	(7.6)	(16.5)	4.5	(0.2)	0.0	(3.5)	nm	67.2	0.0	0.0
해외	551.3	920.8	889.6	874.6	136.4	114.4	115.0	100.5	(51.0)	802.3	115.0	5.0
기타	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
매출원가	15.3	17.8	7.4	15.7	12.6	11.8	16.0	17.2	11.8	13.8	14.4	5.2
판관비	10.4	15.2	15.0	18.0	20.5	18.5	17.5	(1.0)	9.1	14.7	13.6	4.5
영업이익	(51.6)	nm	(40.3)	nm	(34.8)	nm	30.1	nm	(20.9)	(67.4)	37.7	81.2
별도법인	(33.9)	nm	(36.4)	(66.1)	(20.0)	nm	11.1	127.9	(23.4)	(48.7)	6.8	40.9
SSG.com (50.1%)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
에브리데이 (99.3%)	781.5	179.9	46.9	nm	466.4	36.4	(25.7)	(78.2)	145.2	191.3	51.1	(15.0)
24 (100%)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
F&B(신세계푸드 등)	(87.2)	23.9	(1.3)	24.4	nm	(88.1)	78.2	96.3	(29.4)	(32.5)	(51.4)	240.5
호텔&리조트(조선호텔 등)	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm
건설	272.4	nm	114.1	(28.0)	(4.9)	nm	(54.2)	38.9	nm	51.5	0.0	4.8
해외	nm	nm	nm	nm	nm	nm	nm	(61.4)	nm	nm	nm	nm
기타	nm	437.3	nm	nm	nm	nm	(92.5)	nm	nm	nm	nm	nm
세전이익	(44.3)	nm	(48.0)	118.2	(31.6)	nm	11.1	(40.4)	(26.9)	(51.8)	179.0	(48.9)
당기순이익	(44.0)	nm	(42.2)	9.6	(36.2)	nm	6.7	(46.3)	(24.2)	(53.0)	130.4	(41.4)

자료: 이마트, 삼성증권 추정

이마트: SOTP valuation

	지분율 (%)	밸류에이션	배수 (x)	(십억원, 원)	시장가치 (십억원)	참고
자산						
유통 (SSG.com 제외)	100.0	P/E	7.0	2021E NOPLAT	325	2,278
SSG.com	50.1	P/S	0.75	2021E 총매출	4,920	1,849
신세계푸드	46.9	시장가치		증가 기준	60,000	76
조선히텔	99.9	장부가치	30% 할인	3Q20	326	228
건설	42.7	시장가치	30% 할인	증가 기준	23,000	27
해외		장부가치	30% 할인	3Q20	672	470
지분법						
신세계I&C	35.7	시장가치	30% 할인	증가 기준	127,500	55
스타벅스코리아	50	P/E	20	2021E NOPLAT	173	1,731
기타 (스타필드 등)		장부가치	30% 할인	3Q20	552	386
처분가능 자산						
삼성생명	5.9	시장가치		증가 기준	76,000	894
부동산						
투자부동산		장부가치	30% 할인	3Q20	1,607	1,125
순현금		장부가치		2021E	(2,880)	(2,880)
기업가치						
					6,241	
유동주식 수 (천 주)						
					27,876	
공정가치 (원)						
					223,874	
증가 (원)						
					153,000	
상승여력 (%)						
					46.3%	

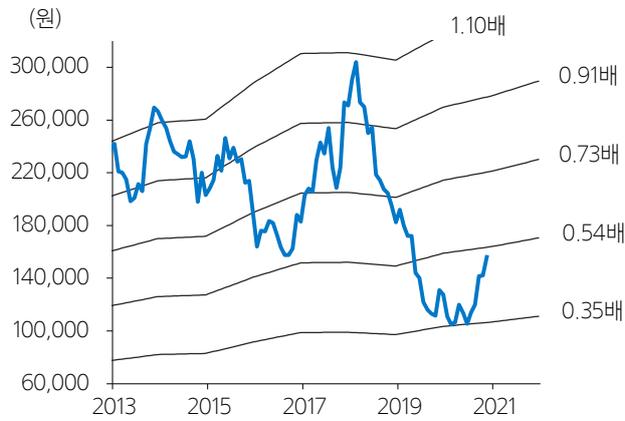
자료: 이마트, 삼성증권 추정

SSG.com 지배구조



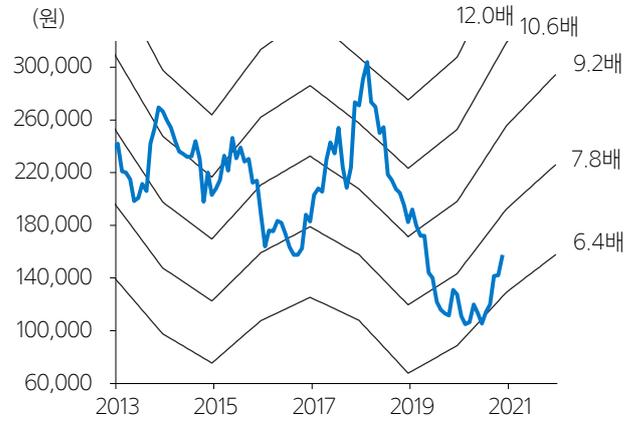
자료: 이마트, 삼성증권

Forward P/B band



자료: 이마트, 삼성증권 추정

Forward EV/EBITDA band



자료: 이마트, 삼성증권 추정

Valuation summary

12월 31일 기준	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전계속사업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)*	증감률 (%)	P/E (배)	P/B (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	순부채 (십억원)
2017	15,515	585	800	628	16,113	14.8	9.5	0.5	7.7	8.2	3,330
2018	17,049	463	585	476	13,892	(13.8)	11.0	0.5	5.5	8.8	3,346
2019	19,063	151	282	224	2,385	(82.8)	64.2	0.6	2.8	8.5	4,726
2020E	21,811	207	787	516	5,374	125.4	28.5	0.5	5.6	8.0	4,504
2021E	23,066	376	403	302	10,555	96.4	14.5	0.5	3.1	7.0	4,455
2022E	23,944	476	524	393	14,087	33.5	10.9	0.5	4.0	6.4	4,305

참고: * 일회성 항목 제외, 완전 회석됨

자료: 이마트, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	17,049	19,063	21,811	23,066	23,944
매출원가	12,453	14,170	16,218	17,063	17,637
매출총이익	4,596	4,892	5,593	6,003	6,306
(매출총이익률, %)	27.0	25.7	25.6	26.0	26.3
판매 및 일반관리비	4,133	4,742	5,385	5,627	5,830
영업이익	463	151	207	376	476
(영업이익률, %)	2.7	0.8	1.0	1.6	2.0
영업외손익	122	131	580	27	47
금융수익	93	142	160	128	139
금융비용	122	212	211	207	206
지분법손익	114	128	557	17	17
기타	37	74	73	89	97
세전이익	585	282	787	403	524
법인세	126	58	272	101	131
(법인세율, %)	21.6	20.7	34.5	25.0	25.0
계속사업이익	459	224	516	302	393
중단사업이익	17	0	0	0	0
순이익	476	224	516	302	393
(순이익률, %)	2.8	1.2	2.4	1.3	1.6
지배주주순이익	450	234	504	294	393
비지배주주순이익	26	(10)	12	8	0
EBITDA	993	1,033	1,090	1,258	1,359
(EBITDA 이익률, %)	5.8	5.4	5.0	5.5	5.7
EPS (지배주주)	16,150	8,391	18,063	10,555	14,087
EPS (연결기준)	17,082	8,030	18,497	10,832	14,087
수정 EPS (원)*	13,892	2,385	5,374	10,555	14,087

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동에서의 현금흐름	770	816	826	1,203	1,306
당기순이익	476	224	516	302	393
현금유출입이없는 비용 및 수익	372	757	422	952	949
유형자산 감가상각비	503	849	849	849	849
무형자산 상각비	27	33	33	33	33
기타	(158)	(126)	(461)	69	67
영업활동 자산부채 변동	(78)	(165)	(111)	(51)	(36)
투자활동에서의 현금흐름	(817)	(1,005)	(300)	(850)	(850)
유형자산 증감	(686)	(48)	(850)	(850)	(850)
장단기금융자산의 증감	241	(749)	0	0	0
기타	(372)	(207)	550	0	0
재무활동에서의 현금흐름	103	581	(526)	(353)	(356)
차입금의 증가(감소)	159	1,923	(222)	(49)	(50)
자본금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금	(82)	(104)	(54)	(54)	(57)
기타	25	(1,238)	(250)	(250)	(250)
현금증감	60	397	0	0	100
기초현금	223	284	681	681	681
기말현금	283	681	681	681	781
Gross cash flow	848	981	937	1,254	1,342
Free cash flow	(89)	(106)	260	115	218

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 이마트, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	2,286	3,650	4,114	4,105	4,455
현금 및 현금등가물	284	681	681	681	781
매출채권	596	684	783	828	859
재고자산	1,123	1,279	1,464	1,548	1,607
기타	283	1,006	1,187	1,048	1,208
비유동자산	14,468	17,445	17,446	17,746	17,747
투자자산	3,484	4,185	4,185	4,185	4,185
유형자산	10,404	10,004	10,004	10,305	10,306
무형자산	288	1,319	1,319	1,319	1,319
기타	292	1,937	1,937	1,937	1,937
자산총계	16,754	21,095	21,560	21,851	22,202
유동부채	4,998	5,406	6,056	6,085	6,090
매입채무	1,111	1,190	1,362	1,440	1,495
단기차입금	545	300	1,139	1,790	1,740
기타 유동부채	3,343	3,916	3,555	2,855	2,855
비유동부채	2,898	5,482	4,813	4,827	4,837
사채 및 장기차입금	2,120	2,456	1,756	1,756	1,756
기타 비유동부채	778	3,026	3,057	3,071	3,081
부채총계	7,896	10,888	10,869	10,912	10,927
지배주주지분	8,172	8,809	9,293	9,541	9,877
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	4,237	4,237	4,237	4,237	4,237
이익잉여금	2,773	2,794	3,256	3,504	3,840
기타	1,023	1,638	1,660	1,660	1,660
비지배주주지분	685	1,398	1,398	1,398	1,398
자본총계	8,857	10,207	10,691	10,939	11,275
순부채	3,346	4,726	4,504	4,455	4,305

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2018	2019	2020E	2021E	2022E
증감률 (%)					
매출액	9.9	11.8	14.4	5.8	3.8
영업이익	(20.9)	(67.4)	37.7	81.2	26.8
순이익	(24.2)	(53.0)	130.4	(41.4)	30.1
수정 EPS**	(13.8)	(82.8)	125.4	96.4	33.5
주당지표					
EPS (지배주주)	16,150	8,391	18,063	10,555	14,087
EPS (연결기준)	17,082	8,030	18,497	10,832	14,087
수정 EPS**	13,892	2,385	5,374	10,555	14,087
BPS	307,321	315,023	332,385	341,282	353,338
DPS (보통주)	2,000	2,000	2,000	2,100	2,200
Valuations (배)					
P/E***	11.0	64.2	28.5	14.5	10.9
P/B***	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA	8.8	8.5	8.0	7.0	6.4
비율					
ROE (%)	5.5	2.8	5.6	3.1	4.0
ROA (%)	2.9	1.2	2.4	1.4	1.8
ROIC (%)	4.5	2.4	4.0	2.6	3.1
배당성향 (%)	11.7	24.1	10.5	18.8	15.1
배당수익률 (보통주, %)	1.1	1.6	1.3	1.4	1.4
순부채비율 (%)	37.8	46.3	42.1	40.7	38.2
이자보상배율 (배)	5.7	1.0	1.3	2.4	3.1

2020. 11. 26

Platform Business Team

박은경
Analyst
eunkyung44.park@samsung.com

최지호
Research Associate
jjho1.choi@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	Not Rated
목표주가	n/a

쿠팡 (Not Listed)

쿠팡의 역사가 곧 한국 뉴커머스의 역사

- 지난 5년간 한국 디지털 커머스 업계의 주인공으로 군림. 2015년 이후 매출액 CAGR 58%의 초고속 성장세를 보이고 있는 디지털 커머스 2위 사업자이기 때문일 뿐만 아니라, 상식을 넘어서는 영업적자 기록을 매년 갱신하고 있기 때문. 뉴커머스의 지존이 될 것이라는 시각과 사업지속성에 대한 의심을 한꺼번에 받고 있는 업체
- 2019년 실적을 통해 시장의 비관론을 잠재우기 시작. 수요 강세 및 점유율 상승, 판매자 상대 가격협상력 강화, 광고 등 부가사업 매출 비중 확대로 2020년에도 영업손실 폭 의미 있게 축소될 수 있을 것으로 기대. OTT 등과 같은 신사업 진출 효과를 제거하면 2021년 영업 흑자전환 가능해 보임
- 당사 예상이 맞을 경우 이는 한국 디지털 커머스 업체 전체에 대한 재평가가 이뤄질 수 있을 정도의 사건이 될 것으로 전망

WHAT'S THE STORY

베일에 싸인 쿠팡의 가려지지 않는 매출 성장세: 소비가 부진했던 2019년에도 매출액이 64% y-y 성장하며 7.15조원 달성. 2016-2019년 매출액 CAGR 58%에 달함. 2020년 들어서도 10월 현재까지 거래대금 40% y-y 성장. 동기간 온라인쇼핑 시장 성장률이 19% y-y임을 감안하면 점유율 확장세는 현재진행형.

드러나는 진짜 실력, 2021년 영업흑자 기대: 당사는 쿠팡이 2020년에 매출액 11.1조원 (+55% y-y), 영업손실 2,150억원 (손실률 1.9%) 달성한 뒤, 2021년엔 매출액 15.1조원 (+36% y-y), 영업이익 3,000억원(이익률 2.0%)으로 흑자전환 할 것으로 전망. 다만 일부 언론에서 보도되고 있는 OTT 사업 등 신사업 진출 효과는 반영하지 않은 것. ① 점유율 상승에 따른 매입 가격협상력 향상; ② 매출 상승에 따른 영업 레버리지 효과; ③ 마켓플레이스, 광고, 풀필먼트 등 수익성 높은 수수료 매출 비중 확대 기대 때문.

NAVER도 아마존도 문제 없다: 2020년초 NAVER가 쇼핑 사업을 핵심 성장 동력으로 천명하고, 2020년말에는 SKT의 11번가와 미국 아마존이 협력할 것으로 알려짐에 따라 이것이 그동안 거침없이 성장하던 쿠팡에 어떠한 영향을 미칠지 시장의 이목이 집중되고 있음. 당사는 향후 3년간은 쿠팡이 NAVER와는 동반성장 관계를 유지할 것으로 전망. 양사는 서로 단시간 내에 좁히기 어려운 확실하고 중요한 강점을 하나씩 가지고 있기 때문. 쿠팡은 직매입 사업과 배송, 네이버는 판매자 모집 역량. 한편, 11번가-아마존 연합은 큰 위협이 되지 않을 것으로 예상.

쿠팡의 영업흑자 전환이 불러올 나비효과: 만약 실제로 쿠팡이 2020년에 영업손실을 대폭 축소한 뒤 2021년 흑자전환에 성공할 경우 이는 전체 디지털 커머스 업계의 가치 재평가를 끌어낼 수 있을 것으로 기대. 진입장벽이 낮은데다, 20년 역사의 NAVER 가격비교 서비스로 한국에선 의미 있는 수익을 창출하는 업체가 나오기 어려울 것이란 오랜 편견이 깨지는 사건이 될 것이기 때문. 커머스 시장의 소수 승자 중심의 산업재편에 대한 가치 재평가, 그리고 광고, 금융, 물류 등 유관산업으로의 사업영역 확장에 따른 탈-유통업 가치가 재조명 될 수 있을 것으로 기대. 참고로, 최근 1~2년새 발생한 pre-IPO 등의 거래에서 비상장 디지털 커머스 업체의 가치는 평균 12개월 선행 거래대금의 1배 내외 수준에서 결정.

(뒤 페이지에 계속)

회사 소개

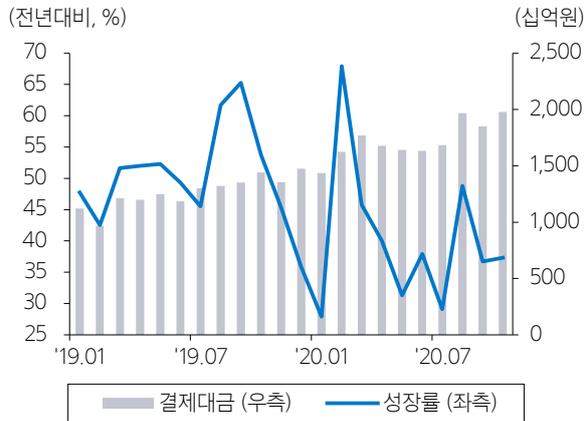
2010년 소셜커머스로 시작. 2015년 직매입 유통으로 전환하며 획기적인 익일배송 보장 로켓배송 서비스를 개시, 한국형 뉴커머스의 시작을 알림. 쿠팡 없는 삶을 상상조차 할 수 없는 세상을 만들겠다는 비전 아래, 역대급 영업손실을 거듭하면서도 매출 성장을 최우선 목표로 삼음. 그 결과 2019년 매출액 7.15조원을 기록하며 지난 4년간(2016~2019년) 연평균 매출 성장률 58%라는 놀라운 성과를 거둠. 2020년 현재 와이즈리테일 거래대금 기준 2위 디지털 커머스 사업자. 하지만 거래의 순도로 보면 명실상부 디지털 커머스 1위 사업자라 할 수 있음. 그리고 여전히 빠르게 점유율을 확대하고 있음.

회사 연혁



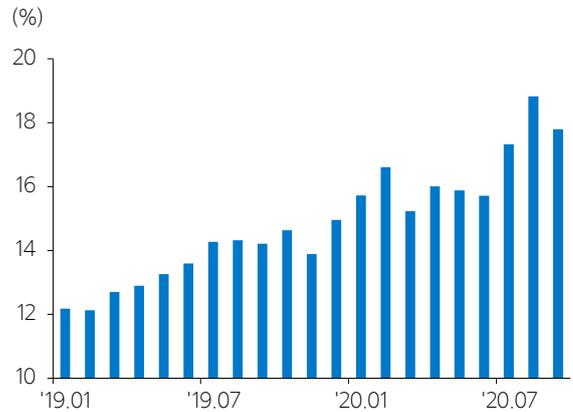
자료: 쿠팡, 삼성증권

거래대금 동향



자료: WiseRetail, 삼성증권

온라인쇼핑 시장내 점유율 추이



참고: WiseRetail 분류 홈쇼핑/인터넷쇼핑 업종에 네이버 거래대금을 더한 것을 온라인쇼핑 시장으로 정의

자료: WiseRetail, 삼성증권

기업가치 평가에 있어선 시장의 의견이 극단적으로 갈리는 회사. 하지만 당사는 쿠팡이 아마존의 best practice를 정확히 뒤따르는 한국의 뉴커머스 선구자라 평가함. 하지만 이는 소수의견에 불과. 상식을 뛰어넘는 계획된 적자 전략을 고수하는 위험한 회사라는 평가가 주를 이룸 (2019년말 기준 누적 결손금 3.8조원). 2014년까지 1,000억원 수준이던 영업손실이 (손실률 35%) 2018년엔 1.07조원까지 수직상승 했기 때문 (손실률 26%). 시장에서선 이를 과도한 경쟁의 결과로 보고 매출 확대와 영업손실 확대를 동일시함. 반대로 얘기하자면 실적을 개선하기 위해선 매출을 포기해야 할 것이라 본 것. 쿠팡은 결코

미국의 아마존이나 중국의 알리바바와 같이 빠르게 성장하면서도 수익을 창출하는 회사가 되지 못할 것이라 간주한 것. 여기엔 한국에선 온라인쇼핑 사업으로 수익을 내기 어렵다는 인식이 많은 사람들의 기저에 깔려 있기 때문인 영향도 있는 것으로 생각됨.

2019년 실적이 시사하는 2021년 영업흑자 전환의 가능성

시장의 비판론에 균열이 생기기 시작한 것은 2019년 실적을 확인한 이후. 쿠팡은 매출이 전년대비 64% 성장하는 가운데서도 영업손실을 7,200억원으로 전년대비 36%나 축소. 2019년 영업손실률은 10.1%로 2018년의 26.3% 대비 16.2%pts 개선. 매출원가율 개선 효과가 12.0%pts, 판관비율 개선 효과가 4.2%pts. 판관비율 개선 원인은 규모의 경제 효과 때문으로 그 이해가 어렵지 않음. 2016년 49.8%에 달하던 판관비율은 매출이 연평균 55%씩 고속성장하며 3년만에 26.9%까지 하락. 특히, 유통업계 경쟁심화로 광고선전비가 전년대비 100% 가까이 증가했음에도 전체 판관비 부담 하락 (매출대비 광고선전비 비중 5.9%).

실적 개선의 주요 원인인, 매출원가율이 획기적으로 개선된 이유는 정보의 제약으로 정확히 알기 어려움. 다만 당사가 짐작하는 이유는 다음 두 가지; ① 점유율 상승에 따른 매입 가격협상력 향상; ② 고수익 수수료 매출 비중 확대 (제3자 판매 수수료, 광고 등). 당사는 수수료 매출 등 기타 매출이 2019년 전체 매출 성장에 약 40%를 기여한 것으로 추정. 참고로, 동사의 영업적자 및 현금 부족의 원인으로 지목되어 온 물류 비용은, 배송센터를 2018년 85개에서 2019년 168개로 증설했음에도 불구하고, 전년대비 56% 증가하며 매출 대비 부담율이 6.2%로 전년대비 0.3%pts 하락.

이러한 분석을 기반으로 2020-2021년 쿠팡의 실적을 간략하게 전망해 봄 (참고로, 쿠팡의 극단적인 신비주의 전략으로 인해 실적 추정의 정확도는 낮음). 당사는 2020년 매출액 11.1조원 (+55% y-y), 영업손실 2,150억원 (손실률 1.9%) 달성한 뒤, 2021년에 매출액 15.1조원 (+36% y-y), 영업이익 3,000억원 (이익률 2.0%)으로 흑자전환 할 것으로 전망. 다만 여기엔 현재 일부 언론에서 보도하고 있는 12월 OTT 사업 진출 등 신사업 진출 효과는 반영하지 않음. 수익성 개선에 따른 영업흑자를 전망하는 이유는 2019년에서 얻은 힌트가 2021년에는 오히려 더욱 강화되면 강화됐지 약해지지 않을 것으로 전망하기 때문. ① **점유율 상승에 따른 매입 가격협상력 향상**: 코로나19가 초래한 가장 큰 변화는 소비자의 구매 태도 변화가 아니라 판매자의 판매 태도 변화라 판단. 디지털 커머스는 선택이 아니라 필수. 입점 수요가 디지털 커머스 업체들간의 경쟁 강도를 뛰어 넘을 것으로 전망. ② **매출 상승에 따른 영업 레버리지 효과**. ③ **마켓플레이스, 광고, 풀필먼트 등 수익성 높은 수수료 매출 비중 확대**: 2018년말 시작한 광고 사업이, 판매자들의 디지털 채널 비중 확대 노력으로 고성장하는 가운데, 2020년 중반 개시한 로켓제휴(판매자를 위한 풀필먼트 서비스)가 마켓플레이스 사업과 시너지를 낼 수 있을 것으로 기대.

쿠팡 실적전망

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
요약 손익계산서						
매출액	1,916	2,685	4,355	7,153	11,087	15,079
(전년대비, %)	69.0	40.1	64.7	64.3	55.0	36.0
매출원가	1,526	2,167	4,143	5,950	8,759	11,007
(매출대비, %)	79.7	80.7	95.1	83.2	79.0	73.0
매출총이익	390	518	212	1,203	2,328	4,071
판매비와관리비	955	1,157	1,340	1,924	2,544	3,772
(매출대비, %)	49.8	43.1	30.8	26.9	22.9	25.0
영업이익	(565)	(639)	(1,128)	(721)	(215)	299
(전년대비, %)	3.3	13.0	76.5	(36.1)	(70.1)	nm
(매출대비, %)	(29.5)	(23.8)	(25.9)	(10.1)	(1.9)	2.0
금융비용	14	42	33	54	nm	nm
세전이익	(562)	(674)	(1,142)	(724)	nm	nm
순이익	(562)	(674)	(1,145)	(723)	nm	nm
EBITDA	(524)	(586)	(1,071)	(721)	(158)	480
비용 요소						
인건비	566	655	1,012	1,425	2,137	2,992
지급수수료	108	165	270	406	630	857
운반 및 임차료	129	148	226	261	417	667
유무형 감가상각비	41	52	57	181	253	354
광고선전비	32	54	151	293	352	493
(전년대비, %)						
인건비	56.2	15.7	50.5	40.8	50.0	40.0
지급수수료	21.8	53.5	63.5	50.5	55.0	36.0
운반 및 임차료	31.5	14.7	59.5	15.2	60.0	60.0
유무형 감가상각비	115.0	27.4	9.1	215.5	40.0	40.0
광고선전비	(42.3)	66.3	187.8	93.9	20.0	40.0
(매출대비, %)						
인건비	29.6	24.4	23.2	19.9	19.3	19.8
지급수수료	5.6	6.2	6.2	5.7	5.7	5.7
운반 및 임차료	6.8	5.5	5.2	3.6	3.8	4.4
유무형 감가상각비	2.1	2.0	1.3	2.5	2.3	2.3
광고선전비	1.7	2.0	3.5	4.1	3.2	3.3

자료: DART, 삼성증권

쿠팡 재무상태

(십억원)	2016	2017	2018	2019	
요약 재무상태표					
자산총계	1,020	1,073	1,804	3,062	
유동자산	638	681	1,355	1,869	
현금및현금성자산	363	176	642	816	
비유동자산	382	392	449	1,192	
유형자산	360	350	400	594	
사용권자산	0	0	0	519	
부채총계	702	1,334	1,841	3,012	
유동부채	619	986	1,476	2,151	
단기차입금	25	64	57	163	
비유동부채	84	347	365	861	
장기미지급금	0	0	297	313	
장기차입금	46	296	0	436	
자본총계	318	(261)	(38)	49	
자본금	10	10	11	12	
주식발행초과금	1,574	1,661	3,014	3,805	
기타자본항목	(58)	(50)	(27)	(9)	
결손금	(1,209)	(1,882)	(3,036)	(3,759)	
순부채 (순현금)	(391)	34	(435)	(222)	
발행주식수	(천주)	198	200	227	243
	(% y-y)	4.8	1.0	13.5	7.0
액면가	(원)	50,000	50,000	50,000	50,000
유상증자액	(십억원)	450	86	1,355	792
증자가격/주	(백만원)	50.0	43.1	50.2	49.5

자료: DART, 삼성증권

쿠팡 현금흐름

(십억원)	2016	2017	2018	2019
요약 재무상태표				
영업활동 현금흐름	(486)	(445)	(761)	(209)
당기순이익	(562)	(674)	(1,145)	(723)
감가상각비	41	52	57	181
투자활동 현금흐름	(253)	(117)	(111)	(323)
Capex	238	40	88	246
재무활동 현금흐름	444	376	1,342	707
차입금 증가	(6)	290	(13)	(85)
자본금의 납입	450	86	1,355	792
현금의 변화	(295)	(185)	470	175
기말 현금	363	176	642	816

자료: DART, 삼성증권

2020년 7월 로켓제휴 프로그램 출시



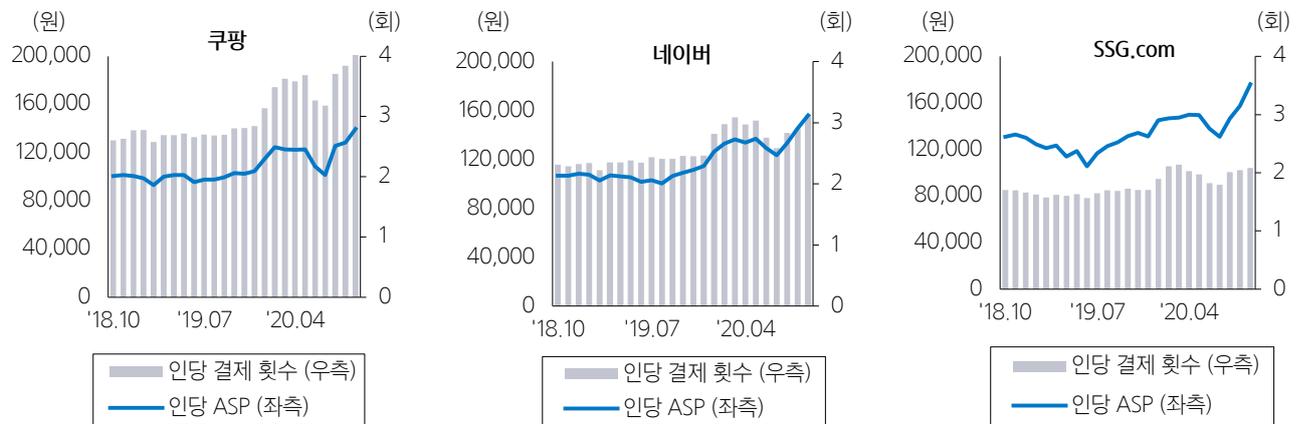
자료: 언론보도, 쿠팡, 삼성증권

NAVER와 아마존의 경쟁 참여 영향에 대한 생각

2020년초 NAVER가 쇼핑 사업을 핵심 성장 동력으로 천명하고, 2020년말에는 SKT의 11번가와 미국 아마존이 협력할 것으로 알려짐에 따라 이것이 그동안 거침없이 성장하던 쿠팡에 어떠한 영향을 미칠지 시장의 이목이 집중되고 있음.

당사는 향후 3년간은 쿠팡이 NAVER와는 동반성장 관계를 유지할 것으로 전망. 직매입과 직접 배송이 절대적으로 유리한 고빈도 품목에서의 쿠팡의 우위, 많은 판매자 확보가 절대적으로 유리한 다-SKU(재고 보관 단위) 품목에서의 네이버의 우위가 1~2년 사이 역전될 가능성은 낮게 보기 때문.

월간 1인의 결제횟수와 평균 결제금액: 고객 충성도 비교



자료: WiseRetail, 삼성증권

한편, 11번가-아마존 연합의 영향은 향후 경영전략이 아직 공개되지 않아 판단이 어려움. 하지만 기존 한국 뉴커머스 업체들에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 생각. 일단 드러난 정보에 따르면, 초기 사업 모델은 해외직구 플랫폼. 아마존의 상품조달 경쟁력, 11번가의 결제 및 배송 경쟁력의 시너지를 기대하는 것. 해외직구 시장은 전체 소매시장의 1%에도 미치지 못함. 아마존이란 이름만으로 이미 압도적 충성고객을 확보하고 있는 한국업체들의 위기를 논할 필요 없다 생각. 한편, 당사는 아마존이 직접진출이 아닌 11번가 지분참여를 통해 한국 진출한 이유가, 전세계에서 경쟁이 가장 치열하고, 소비자도 가장 까다로운 한국 커머스 시장을 R&D 기지로 삼기 위한 것일 것으로 추론.

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	1,134	1,916	2,685	4,355	7,153
매출원가	989	1,526	2,167	4,143	5,950
매출총이익	145	390	518	212	1,203
(매출총이익률, %)	12.8	20.3	19.3	4.9	16.8
판매 및 일반관리비	692	955	1,157	1,340	1,924
영업이익	(547)	(565)	(639)	(1,128)	(721)
(영업이익률, %)	(48.2)	(29.5)	(23.8)	(25.9)	(10.1)
영업외손익	21	3	(35)	(14)	(3)
금융수익	20	18	9	19	50
금융비용	0	14	42	33	54
지분법손익	0	0	0	0	0
기타	1	(1)	(2)	(0)	0
세전이익	(526)	(562)	(674)	(1,142)	(724)
법인세	0	0	0	2	(1)
(법인세율, %)	0.0	0.0	0.0	(0.2)	0.1
계속사업이익	(526)	(562)	(674)	(1,145)	(723)
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	(526)	(562)	(674)	(1,145)	(723)
(순이익률, %)	(46.4)	(29.3)	(25.1)	(26.3)	(10.1)
지배주주순이익	(526)	(562)	(674)	(1,145)	(723)
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	(528)	(524)	(586)	(1,071)	(540)
(EBITDA 이익률, %)	(46.6)	(27.4)	(21.8)	(24.6)	(7.5)
EPS (지배주주)	(2,783,561)	(2,837,354)	(3,367,565)	(5,042,454)	(2,976,296)
EPS (연결기준)	(2,783,561)	(2,837,354)	(3,367,565)	(5,042,454)	(2,976,296)
수정 EPS (원)*	(2,783,561)	(2,836,586)	(3,363,130)	(5,042,454)	(2,976,296)

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동에서의 현금흐름	(330)	(486)	(445)	(761)	(168)
당기순이익	(526)	(562)	(674)	(1,145)	(723)
현금유출입이없는 비용 및 수익	113	65	195	305	610
유형자산 감가상각비	16	38	49	54	178
무형자산 상각비	3	3	4	3	3
기타	94	24	143	248	429
영업활동 자산부채 변동	83	11	33	78	(54)
투자활동에서의 현금흐름	(168)	(253)	(117)	(111)	(323)
유형자산 증감	(106)	(238)	(37)	(88)	(243)
장단기금융자산의 증감	(11)	(2)	(12)	11	(33)
기타	(51)	(13)	(68)	(34)	(46)
재무활동에서의 현금흐름	957	444	376	1,342	707
차입금의 증가(감소)	43	(11)	293	(7)	420
자본금의 증가(감소)	1	0	0	1	1
배당금	0	0	0	0	0
기타	914	454	83	1,348	286
현금증감	460	(295)	(185)	470	216
기초현금	191	657	363	176	642
기말현금	650	361	178	646	859
Gross cash flow	(413)	(497)	(478)	(839)	(114)
Free cash flow	(532)	(749)	(616)	(1,081)	(812)

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 쿠팡, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	868	638	681	1,355	1,869
현금 및 현금등가물	720	451	319	781	988
매출채권	23	20	46	29	74
재고자산	105	148	288	423	712
기타	20	20	27	121	96
비유동자산	200	382	392	449	1,192
투자자산	23	13	30	34	68
유형자산	166	360	350	400	594
무형자산	8	8	11	12	12
기타	2	1	2	3	519
자산총계	1,067	1,020	1,073	1,804	3,062
유동부채	554	619	986	1,476	2,151
매입채무	197	248	449	644	924
단기차입금	0	0	57	49	0
기타 유동부채	357	371	481	783	1,227
비유동부채	88	84	347	365	861
사채 및 장기차입금	49	42	296	297	313
기타 비유동부채	39	42	51	69	549
부채총계	643	702	1,334	1,841	3,012
지배주주지분	424	318	(261)	(38)	49
자본금	9	10	10	11	12
자본잉여금	1,125	1,574	1,661	3,014	3,805
이익잉여금	(647)	(1,209)	(1,882)	(3,036)	(3,759)
기타	(63)	(58)	(50)	(27)	(9)
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	424	318	(261)	(38)	49
순부채	(649)	(391)	34	(435)	(222)

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017	2018	2019
증감률 (%)					
매출액	nm	69.0	40.1	62.2	64.3
영업이익	nm	nm	nm	nm	nm
순이익	nm	nm	nm	nm	nm
수정 EPS**	nm	nm	nm	nm	nm
주당지표					
EPS (지배주주)	(2,783,561)	(2,837,354)	(3,367,565)	(5,042,454)	(2,976,296)
EPS (연결기준)	(2,783,561)	(2,837,354)	(3,367,565)	(5,042,454)	(2,976,296)
수정 EPS**	(2,783,561)	(2,836,586)	(3,363,130)	(5,042,454)	(2,976,296)
BPS	2,202,085	1,568,465	(1,360,155)	(217,229)	153,947
DPS (보통주)	0	0	0	0	0
Valuations (배)					
P/E***	nm	nm	nm	nm	nm
P/B***	nm	nm	nm	nm	nm
EV/EBITDA	nm	nm	nm	nm	nm
비율					
ROE (%)	(124.0)	(176.6)	258.0	3,039.6	(1,469.6)
ROA (%)	(74.6)	(53.8)	(64.4)	(79.6)	(29.7)
ROIC (%)	245.0	316.3	441.8	308.8	194.6
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	nm	nm	nm	nm	nm
순부채비율 (%)	(152.9)	(123.1)	(13.2)	1,155.8	(450.8)
이자보상배율 (배)	(4,483.7)	(233.1)	(41.0)	(52.2)	(16.9)

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 11월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 11월 25일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

이마트												
일 자	2018/7/11	12/11	2019/7/11	8/12	10/14	11/15	2020/2/14	3/16	5/14	8/14	9/10	10/14
투자의견	BUY	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	BUY	BUY	BUY
TP (원)	290,000	245,000	154,000	127,000	107,000	129,000	127,000	112,000	120,000	167,000	190,000	205,000
과리율 (평균)	-28.74	-30.64	-19.39	-10.80	12.25	-4.65	-14.40	-1.44	-6.01	-26.01	-23.49	-26.55
과리율 (최대 최소)	-20.86	-18.57	-9.09	-8.27	4.21	-16.28	-7.87	7.59	4.58	-17.37	-20.00	-20.98
일 자	11/12											
투자의견	BUY											
TP (원)	224,000											
과리율 (평균)												
과리율 (최대 최소)												

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10%~ 10% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2020년 9월 30일 기준

매수 (76.5%) | 중립 (23.5%) | 매도 (0%)

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM