글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

Issue Comment
2020.4.6

[유통]

김명주
02-3774-1458
myoungjoo.kim@miraeasset.com

경민정
02-3774-1437
minjeong_kyeong@miraeasset.com

유통
(중립/Maintain)

마켓컬리 2019년 실적 코멘트

- 마켓컬리 19년 매출 4,290억원(173%YoY), 영업적자 -986억원(적자확대) 기록
- 향후 마켓컬리는 공격적인 확장보다는 손익 개선 및 차별화에 나설 가능성 높다고 판단
- 이는 이마트(ssg.com), 지어소프트(오아시스마켓)에게 긍정적

2019년 실적

- **마켓컬리 19년도 매출 4,290억원(173%YoY), 영업적자 986억원(적자확대) 기록**
- 매출 증가 이유는 1) 참여자 증가에 따른 시장 성장과 2) 공격적인 프로모션 때문
- 2019년 이마트, 롯데쇼핑 등 유통 대기업뿐 아니라 쿠팡 또한 새벽배송 강화
- 2019년 식품 26.3%, 신선식품(농축수산물) 20.2% 성장 (vs 시장 19.4%)
- 영업적자 확대 이유는 1) 공격적 확장에 따른 원가율 훼손 및 광판비 증가 2) 물류센터 확장에 따른 임차료 및 인건비 증가 3) 배송 관련 비용 증가 때문

상세 분석

- 공격적인 프로모션에 따라 누적 가입자 수 및 포장 단위 출고량 크게 증가
- 온라인 식품 시장 내 점유율 또한 18년도 1.2%->19년도 2.5%로 증가. 온라인 신선식품 시장 내에서는 18년도 2.1%->19년도 4.9%로 크게 증가한 것으로 추정
- **M/S가 크게 증가했음에도 불구하고 적자폭이 크게 확대**된 이유는 **마켓컬리 판관비 내 매출 연동 변동비 비중이 83%**(배송관련 비용+광고선전비+기타)**로 매우 높기 때문**
- 이중 **배송 관련 비용이 47%로 가장 큰 부담**을 차지
- 1건당 배송 관련 비용 또한 외형 성장 대비 감소폭이 5.2% 수준으로 크지 않음 (당사추정)
- **매출 연동 변동비 비중이 높기 때문에 향후 마켓컬리는 단순 외형 성장만으로는 손익 개선 어려울 것**

향후 마켓컬리 행보는?

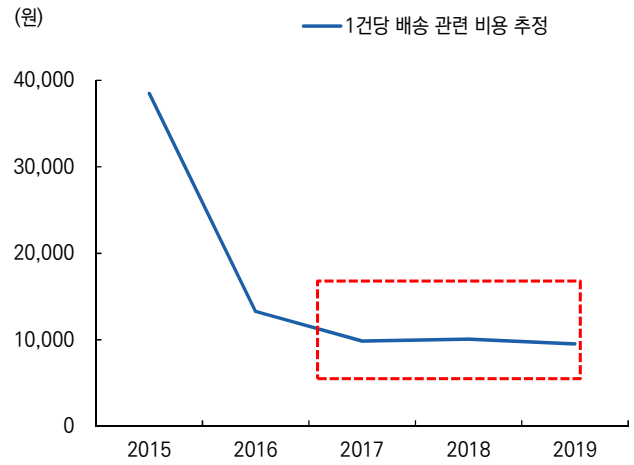
- 최근 언론에 따르면 마켓컬리는 기존 투자자인 DST, 힐하우스, 세콰이어로부터 1억 5,000만 달러(약 1,850억원) 투자 유치를 사실상 확정
- 기업가치는 작년 5월 투자 받은 6,000억원을 크게 상회한 9,000억원 중반대 수준을 인정받은 것으로 알려짐. 19년 기준 PSR 2.1배 (vs 19년 기준 추정 쿠팡 1.3~1.5배)
- 향후 **마켓컬리는 과거와 같은 공격적인 확장보다는 1) 제품 차별화를 통한 소비자 충성도 상승 및 객단가 상승과 2) 플랫폼 비즈니스 강화(오픈마켓 및 광고) 초점을 둘 것으로 예상**
- 1) 과거와 대비 경쟁자가 증가하여 새벽배송 자체만으로는 차별화가 힘들고 2) 매출 연동 변동비 비중이 높아 외형 성장만으로는 손익 개선이 힘들기 때문
- 지난 9월 자회사인 **프레시솔류션이 택배 라이선스를 받은 것도 손익 개선을 위한 것**이라 판단
- 마켓컬리가 1) 손익 개선 및 2) 차별화 강화 전략을 펼칠 경우 이는 소비자 및 SKU가 중복되는 **SSG.COM에게 긍정적**
- 유기농 신선식품으로 차별화를 이룬 **오아시스마켓에게도 일부 긍정적**일 것으로 판단

표 1. 마켓컬리 손익분석

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019	코멘트
매출	**30**	**174**	**466**	**1,571**	**4,290**	
YoY		487	168	237	173	
매출원가	**24**	**134**	**339**	**1,144**	3,237	
원가율	81	77	73	73	75	- 프로모션 및 공격적인 외형 확대에 따른 원가율 훼손
판관비	**59**	**128**	**250**	**764**	**2,039**	
인건비	15	31	50	84	193	
YoY		111	59	69	130	
감가상각비	2	5	6	14	32	
YoY		144	10	129	131	
지급임차료	2	15	29	50	111	
YoY		577	95	72	122	- 물류센터 확장(3개->6개)에 따른 임차료 증가
배송관련 비용	**26**	**54**	**107**	**368**	**952**	
YoY		102	99	245	159	- 물동량 증가에 따른 배송 관련 비용 증가
광고 선전비	**6**	**6**	**24**	**148**	**440**	
YoY		-2	278	520	197	- TV 광고 등에 따른 비용 증가
기타	7	17	35	100	310	
YoY		130	109	189	210	
영업이익	**-54**	**-88**	**-124**	**-337**	**-986**	

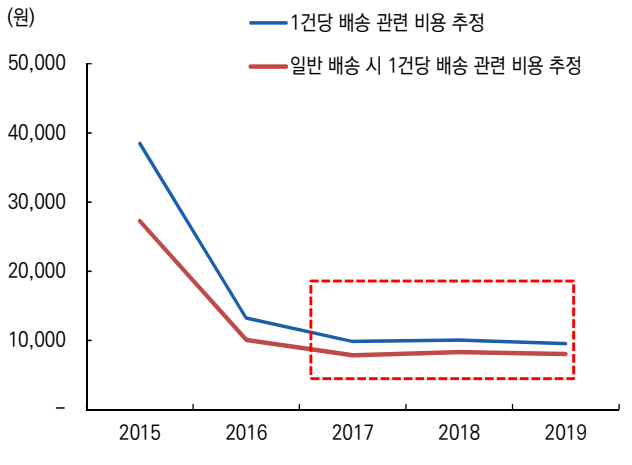
주: 배송 관련 비용은 차량 유지비, 운반비, 포장비, 지급수수료 중 외주 배달 비용 추정 (지급수수료 - PG 수수료 -기타 지급수수료)하여 산정
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 마켓컬리 1건당 배송 관련 비용 추정



주1: 상위 비용 추정은 1건 배송 관련 비용을 임의로 추정한 값이기 때문에 실제 값이 아님
주2: 배송관련 비용은 (차량유지비+운반비+포장비+지급수수료-PG 수수료 및 관리 수수료)로 산정하였기 때문에 단순 택배 단가가 아님
주3: 지급수수료 비용 중 PG 등 수수료 비용을 2.5%로 가정. 앱 등 관리 비용을 지급수수료 중 20%라 가정. 나머지 지급수수료 금액을 배송 관련 외주 비용이라 가정
주4: 정확한 물동량 추정은 힘들기 때문에 매출/43,000원으로 추정
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 마켓컬리의 일반배송 가정 시 배송 관련 비용 추정

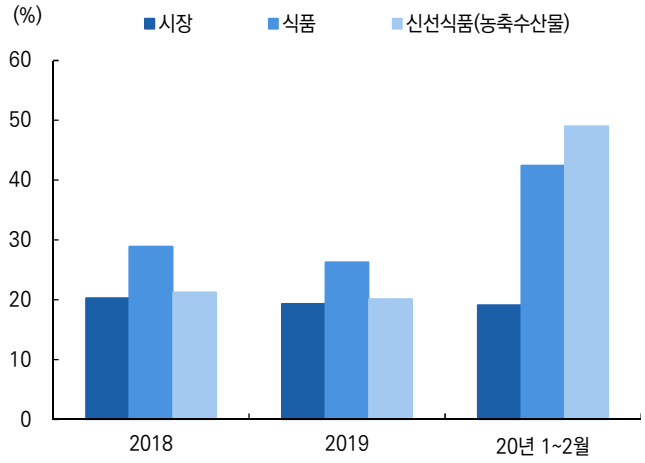


주1: 상위 값은 당사의 자의적인 추정이며 실제 값과 다름
주2: 새벽배송 비용이 일반배송 보다 1.5배 비싸다고 가정
자료: Dart, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 2019년 마켓컬리 성과

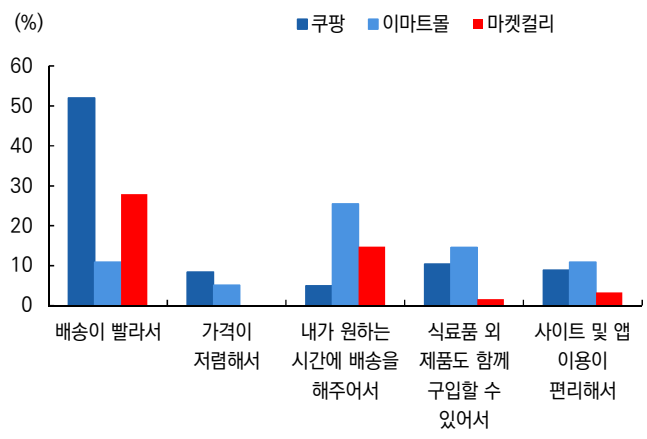
자료: 마켓컬리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 온라인 시장 vs 온라인 식품 vs 온라인 신선식품 시장 성장



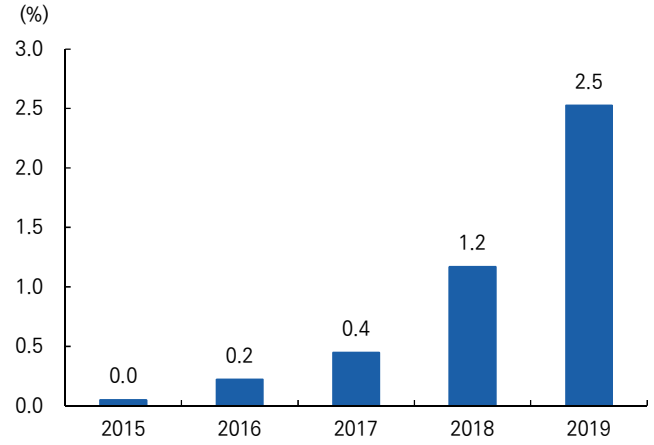
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 마켓컬리 vs 쿠팡 vs 이마트몰 이용 이유



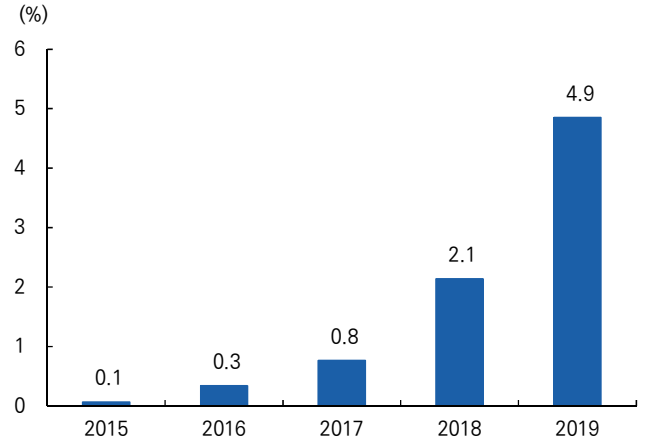
주: 국내 거주하는 20-49세 여성이며 1500명 표본임
자료: 오픈서베이 서베이자료(19.1.22), 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 온라인 식품 시장 내 마켓컬리 점유율



주: 식품은 온라인 농축수산물 + 음식료품 합임
자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 온라인 신선식품 시장 내 마켓컬리 점유율



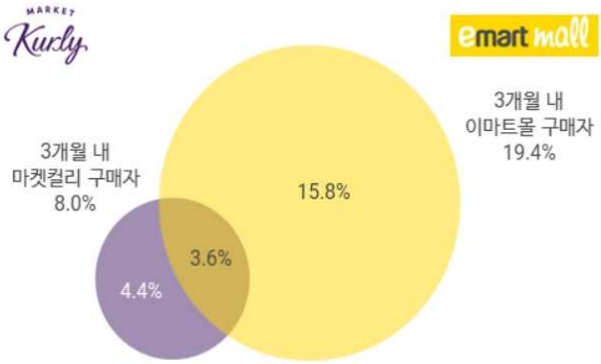
주: 마켓컬리 매출 중 40%를 신선식품으로 가정
자료: 국가통계포털, 마켓컬리, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 각 몰에서 자주 구매하는 물품

품목 (1+2+3순위)	Kurly	emart mall
간편식 - 요리류 (불고기, 닭갈비, 쭈꾸미볶음 등)	29.1%	9.1%
베이커리/빵 (식빵, 케익 등)	20.0%	0.9%
간편식 - 반찬류 (멸치볶음, 진미채무침, 김치 등)	10.0%	0.9%
수산물 (생선, 조개류 등)	10.9%	2.7%
간편식 - 국/탕/찌개류	14.5%	10.9%
유제품 (우유, 요구르트, 치즈 등)	23.6%	20.0%
냉장/냉동식품류 (두부, 햄, 만두 등)	30.9%	30.0%
조미료/장류/소스류 (설탕, 참기름, 오일, 드레싱 등)	8.2%	8.2%
정육 (소고기, 돼지고기 등)	13.6%	14.5%
과일	10.0%	10.9%
달걀류	8.2%	13.6%
가공식품류 (통조림, 즉석카레, 시리얼 등)	15.5%	23.6%
채소류	3.6%	11.8%
과자류 (스낵, 비스켓 등)	11.8%	27.3%
커피/차	2.7%	19.1%
생수/음료 (주스, 탄산음료 등)	5.5%	32.7%
라면/면류	0.9%	29.1%

주: 최근 3개월 내 구매 경험자 각각 110명 대상 오픈서베이 자체 설문(18.11월)
자료: 오픈서베이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 마켓컬리와 ssg.com의 이용자 및 중복 이용자



주: 최근 3개월 내 사용자 여성 1,500명을 대상으로 한 오픈서베이 자체 설문조사 (18.11월)
자료: 오픈서베이, 미래에셋대우 리서치센터

유통
마켓컬리 2019년 실적 코멘트

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 이마트을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.