

쿠팡, 의심보다는 믿음을 가질 때

김명주 myoungjoo.kim@miraeeasset.com

경민정 minjeong_kyeong@miraeeasset.com

쿠팡, 상장 가시화

높아진 상장 가능성

- 한국 언론에 따르면 쿠팡은 나스닥 상장을 위한 예비 심사 승인을 받은 것으로 알려짐
- 언론에서 언급되는 가치는 250~400억 달러. 당사 추정 21년 기준 PSR 1.7배~2.8배
- 아마존 흑자전환 (03년도) 시 PSR 3.95배 수준 (02~04년 평균 PSR 2.8배)
- 쿠팡은 1) 지속적인 수수료 수익 증가와 2) 물동량 증가에 따른 택배단가 하락으로 21년도부터 본격적인 손익 개선 기대 가능
- 소매시장 내 점유율 상승 등을 고려 시 밸류에이션 부담 없음

온라인 시장 재편 시작

쿠팡 중심의 한국 온라인 시장 재편 시작

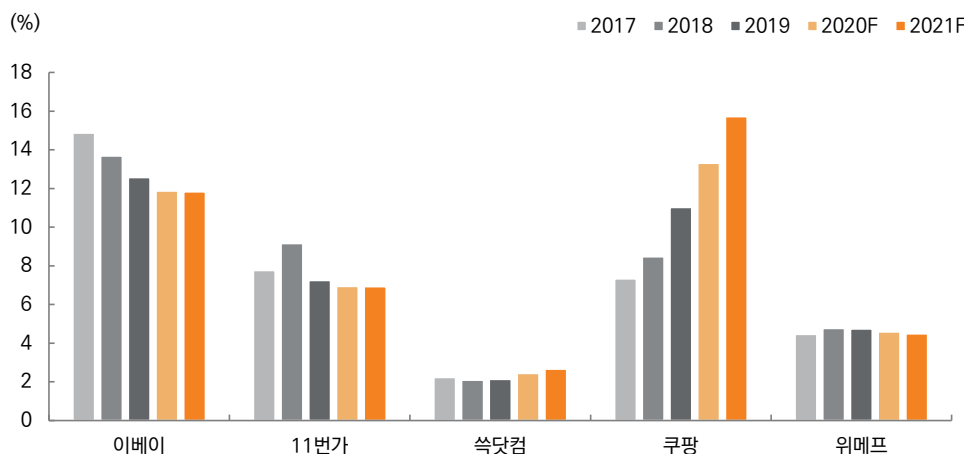
- 쿠팡, 택배 라이선스 재취득. 21년도 1) 플랫폼 카테고리 경쟁력 강화 및 2) 수수료 수익 확보 등을 위해 풀필먼트 서비스 본격 확대할 것
- 1) 패션 중심의 직매입 카테고리 강화 및 2) 풀필먼트 서비스 제공을 통한 오픈마켓 부문 거래 금액 상승에 따라 온라인 시장 내 M/S 증가 예상
- 21년도 점유율 15.7%(+2.4%p), 22년도 점유율 19.3%(+3.6%p) 예상

소매시장 내 점유율 상승

온라인을 넘어 유통의 강자로

- 소매시장 내 쿠팡 점유율 21년도 5.8%(+1.4%p), 22년도 7.8%(+2.0%p) 예상
- 쿠팡의 로켓배송센터 수(물류센터 및 거점캠프 등)는 19년 기준 168개
- 21년 이후 건립 예정인 쿠팡의 대규모 물류센터는 6개 이상 (언론 기반 당사 추정)
- 한국 뿐 아니라 글로벌 유통 내 온오프라인 인프라 융합 증가
- 향후 쿠팡 또한 글로벌 온라인 유통사처럼 소매시장 내 점유율 확대를 위해 물류센터 이상의 오프라인 인프라 확보 가능성 존재

21년 한국 온라인 시장 주요 플레이어 점유율 추정



자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

21년/22년 손익 추정

- 20년도 코로나19 관련 1) 원가 부담 및 2) 방역 비용 등 발생 가정
- 20년도 물동량 55.9% YoY 증가. 21년도 물동량 28.3% YoY 가정
- 택배 라이선스 취득 및 OTT 서비스 개시, 상장 본격화 등에 따라 기존 추정치 대비 21년도/22년도 인건비 증가 가정
- 3PL 사업 확장 등은 반영하지 않음

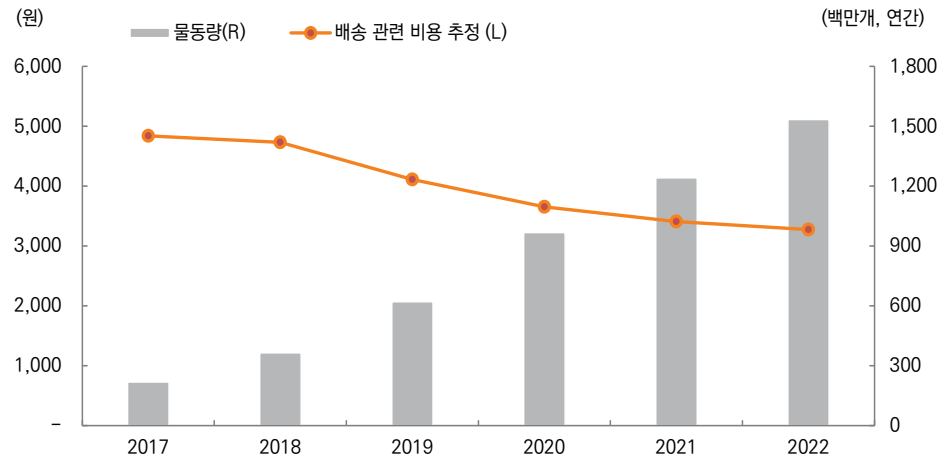
표 1. 쿠팡 손익 추정

(억원)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출	11,338	19,159	26,846	43,546	71,531	114,435	159,042	211,202
YoY	225.3	69.0	40.1	62.2	64.3	60.0	39.0	32.8
상품 매출	9,904	17,047	24,592	40,164	64,767	100,907	131,987	162,502
YoY	408.2	72.1	44.3	63.3	61.3	55.8	30.8	23.1
수수료 및 기타 매출	1,434	2,112	2,255	3,382	6,764	13,528	27,055	48,700
YoY	-6.7	47.3	6.8	50.0	100.0	100.0	100.0	80.0
매출원가	9,891	15,263	21,665	41,428	59,500	94,434	128,094	168,681
매출 원가율%	87.2	79.7	80.7	95.1	83.2	82.5	80.5	79.9
상품 관련 매출 원가				36,512	51,424	82,268	112,746	149,722
배송관련 원가 등				4,916	8,076	12,166	15,348	18,959
판매비	6,917	9,549	11,570	13,398	19,236	26,282	32,496	40,556
YoY	146.3	38.1	21.2	15.8	43.6	36.6	23.6	24.8
인건비	3,627	5,664	6,555	5,202	6,170	7,318	8,782	10,538
YoY		56.16	15.7		18.6	18.6	20.0	20.0
서비스이용수수료	884	1,076	1,651	2,700	4,065	6,503	8,243	10,946
% of 매출	7.8	5.6	6.2	6.2	5.7	5.7	5.2	5.2
세금과 공과	185	228	174	351	408	652	906	1,203
% of 매출	1.6	1.2	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
운반 및 임차료	983	1,294	1,468	2,262	2,606	3,556	4,255	5,076
% of 상품 매출	9.9	7.6	6.0	5.6	4.0	3.5	3.2	3.1
소모품 등 매입	243	277	349	542	945	1,473	1,926	2,372
% of 상품 매출	2.5	1.6	1.4	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
감가상각비	192	412	525	572	1,806	1,896	1,991	2,090
YoY		115.0	27.4	9.1	215.5	5.0	5.0	5.0
광고선전비	560	323	538	1,513	2,934	4,400	5,720	7,436
YoY		-	42.3	66.3	93.9	50.0	30.0	30.0
기타	242	274	310	255	303	485	674	895
% of 매출	2.1	1.4	1.2	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4
영업이익	-5,470	-5,653	-6,389	-11,280	-7,205	-6,282	-1,548	1,964

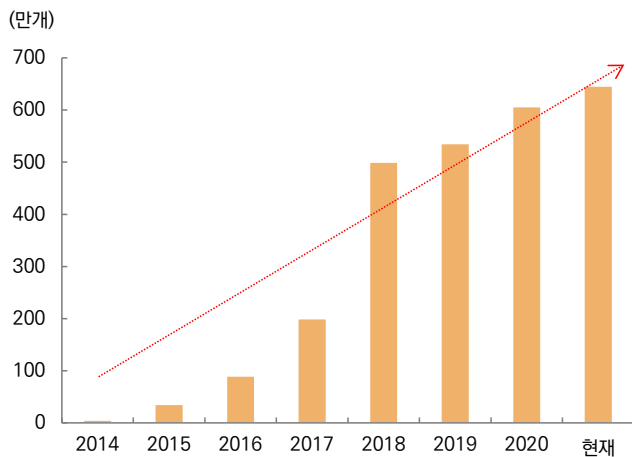
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 쿠팡 물동량 추정 및 1건당 택배 관련 비용 추정



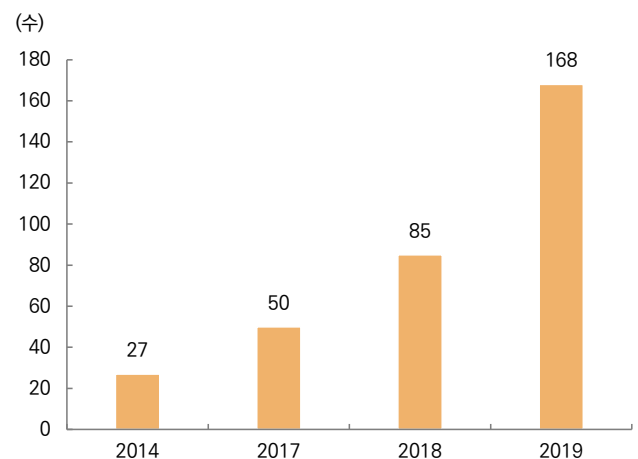
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 쿠팡 로켓배송 SKU 수 증가



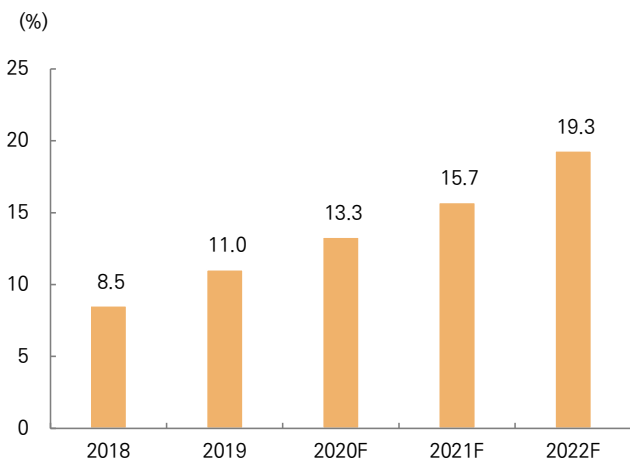
자료: 언론보도 기반 당사 추정치임, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 로켓배송센터 수 증가



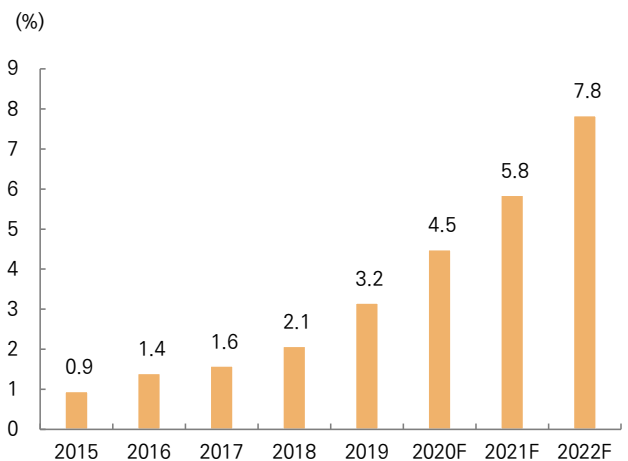
자료: 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 쿠팡 온라인 시장 내 점유율 추정



자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 쿠팡 소매시장 점유율 추정

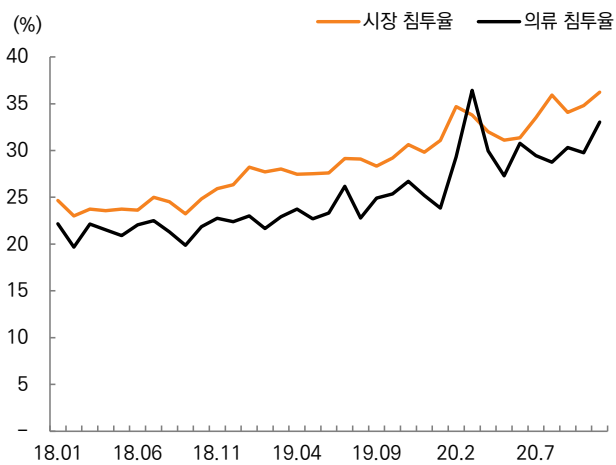


자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

21년 행보 예상 1: 패션 SKU 확대를 통한 로켓배송 카테고리 경쟁력 강화

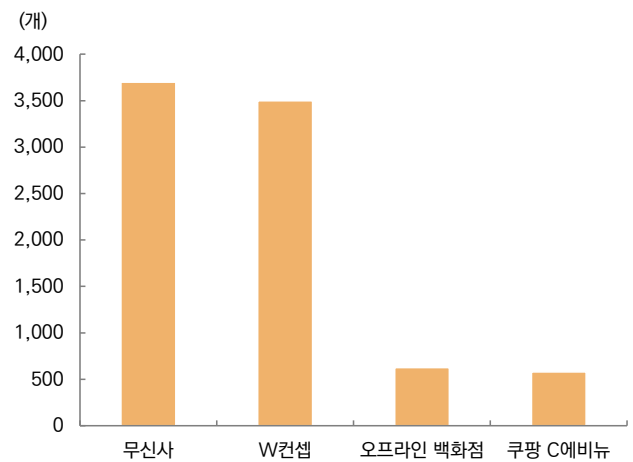
- 쿠팡은 20년 4월부터 C에비뉴 오픈 등을 통해 패션 카테고리 확대 중
- 21년도 또한 쿠팡은 1) 폐기 부담이 높고 2) 오프라인 인프라가 필요한 식품 보다는 패션을 통해 로켓배송 카테고리 경쟁력을 강화할 것
- 의류는 여전히 1) 시장보다 온라인 침투율이 낮고 2) 식품 대비 높은 마진 확보가 가능한 카테고리임
- 이는 일부 오프라인 유통 채널의 중저가 의류/잡화 매출 부진에 기여할 것

그림 6. 온라인 시장 침투율 vs 의류 침투율



자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 무신사 vs W컨셉 vs 오프라인 백화점 vs 쿠팡 입점 브랜드



주1: 백화점은 한 대형백화점의 오프라인 매장 입점 브랜드임

주2: 쿠팡은 C.에비뉴에 입점한 브랜드임

자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

21년 행보 예상 2: 풀필먼트 서비스 본격 확대

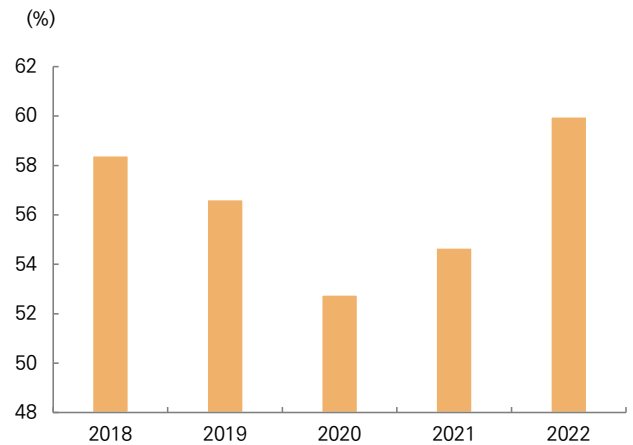
- 쿠팡은 이미 로켓제휴를 통해 실질적 풀필먼트 서비스 개시
- 로켓제휴는 오픈마켓 셀러의 1) 상품 보관 및 배송 2) 고객 서비스 응대 까지 대행해주는 서비스
- 1) 수수료 수익 확보 및 2) 택배 밀집도 향상을 통한 단가 하락 3) 플랫폼 내 카테고리 경쟁력 강화를 위하여 쿠팡은 입점 셀러 확보를 위한 풀필먼트 서비스 본격 강화/확대 할 것
- 쿠팡 택배 라이선스 재취득. 매입 부담 등이 없는 다양한 형태의 풀필먼트 서비스 제공
- 현재 로켓제휴 수수료는 기존 입점 수수료 대비 2배 이상 높은 것으로 추정

그림 8. 쿠팡 로켓제휴



자료: 쿠팡, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 거래금액 중 수수료 및 기타 매출 비중 추정



자료: 미래에셋대우 리서치센터

21년 행보 예상 3: 로켓와우 멤버십 서비스 강화

- 언론 등에 따르면 로켓와우 이용자 수 500만명 이상 (인구 중 약 10%, 20년 쿠팡의 온라인 시장 점유율 약 13.3%). 이탈률 또한 5% 이내로 굉장히 낮음
- 21년 쿠팡은 로켓와우 멤버십 경쟁력 강화를 위한 1) 콘텐츠 강화(로켓플레이 등) 및 2) 상품 차별화 등을 지속 할 것
- 쿠팡의 온라인 시장 내 점유율 상승과 함께 로켓와우 이용자 수도 증가 예상
- 22년 온라인 시장 내 쿠팡 점유율 19.3%. 22년 로켓와우 이용자 수 726만 수준 추정
- 로켓와우 이용자의 증가는 택배 밀집도 증가에 크게 기여

표 2. 한국 주요 OTT 서비스 비교

	쿠팡플레이	넷플릭스	웨이브	티빙	왓차
MAU(만명)	40(20.12 기준)	711	315	265	83
월 이용료	2,900원 (쿠팡 와우회원 전용 서비스)	9,500원~14,500원	7,900원~13,900원	7,900원~13,900원 (20.2월말 네이버플러스 혜택 추가 예정)	7,900원~12,900원

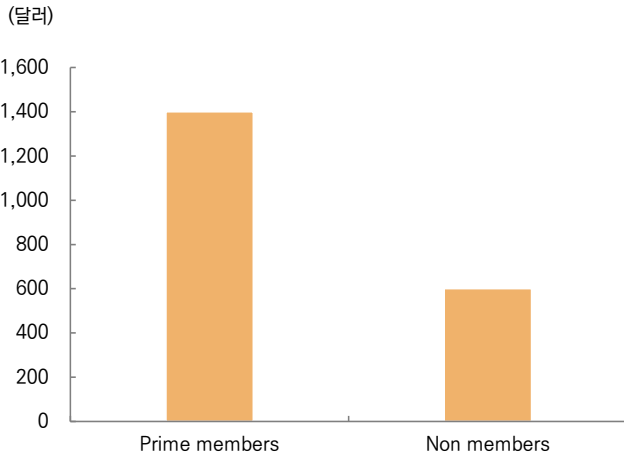
- 디즈니플러스 21년 중 서비스 시작 공식화

- 애플TV플러스, HBO맥스 21~22년 국내 출시 예상

주: MAU는 20.11월 닐슨코리아 보도자료 기준. 쿠팡플레이는 최근 언론 자료 기준

자료: 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

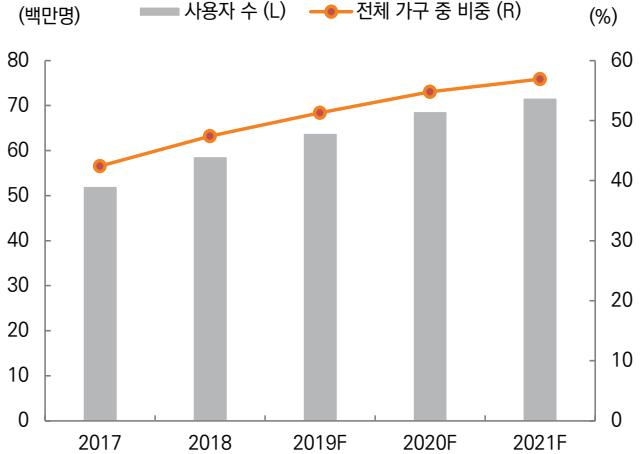
그림 10. 아마존 프라임 vs 비멤버 연간 지출 금액 비교



주: 2019년 기준

자료: Statista, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 미국 내 아마존 프라임 사용자 수



주: 2019.2월 기준

자료: eMarketer, 미래에셋대우 리서치센터

한국 유통 시장에 미치는 영향은?

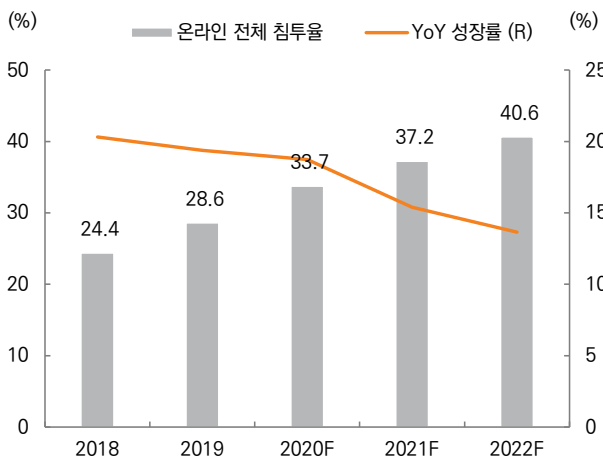
단기: 온라인 시장 재편의 주체가 될 것

- 21년 쿠팡의 플랫폼 차별화 경쟁력 더욱더 강화 될 것
- 기존 전통 오픈마켓 플랫폼 경쟁력 및 점유율 하락 지속
- 온라인 침투율 21년도 37.2%, 22년도 40.6%. 높아진 온라인 침투율에 따라서 쿠팡의 온라인 시장 내 M/S 확대가 오프라인 유통에 미치는 영향은 과거보다 제한적일 것
- 쿠팡의 플랫폼 경쟁력 강화는 오프라인 채널 부진보다는 온라인 시장 재편 요인으로 작용

중장기: 소매시장 내 쿠팡의 점유율 지속 상승 예상

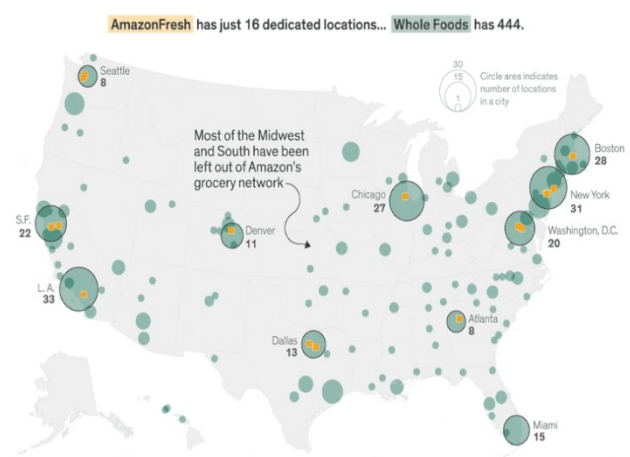
- 한국뿐 아니라 글로벌 유통 내 온오프라인 인프라 융합 증가
- 소매시장 내 점유율 확보를 위해서는 온오프라인 인프라 모두 필요
- 향후 쿠팡 또한 물류센터 이상의 오프라인 인프라 확보 가능성 존재
- 쿠팡의 소매시장 내 M/S 증가는 차별화가 부족한 전통 온오프라인 유통사의 M/S 하락을 가속화 할 것

그림 12. 한국 온라인 시장 침투율 및 성장률



자료: 국가통계포털, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 아마존 홀푸드 인수



자료: Barrons, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 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.