

2019. 6. 4

황선명
Analyst
sm8.hwang@samsung.com
02 2020 7515

알리바바(Alibaba) (BABA US)

유통의 미래를 제시하다

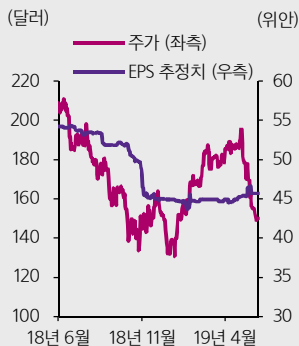
AT A GLANCE

현재주가	149.9 USD
블룸버그 평균목표주가	218.2 USD
시가총액 (달러)	387.6 십억 달러
시가총액 (원)	457.9 조원
52 주 최저/최고	129.8 / 211.7 달러
90 일-평균거래대금	2.8 십억 달러
국가	CH
상장거래소	New York
산업	Internet

ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Alibaba (%)	(23.2)	(5.3)	(28.3)
NYSE 대비 (%pts)	(17.9)	(6.3)	(25.6)

주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

WHAT'S THE STORY

전자상거래에서 첨단 기술 중심으로 진화: 알리바바는 중국 전자상거래 시장을 독과점하며 유통 공룡으로 성장. 동사의 IT 기술의 강화는 플랫폼 사용자 7억명의 온라인 구매를 증가시키고, 전자상거래 입점 기업의 마케팅 활동과 고객 관리를 강화시키는 촉매제로 작용. 오늘날 알리바바는 전자지급결제, 스마트물류, 빅데이터, AI, 클라우드, 반도체 등 다양한 첨단산업 영역에서 중국의 발전을 견인.

1) 흔들림 없는 전자상거래 1위의 아성: 알리바바는 전자상거래 시장의 C2C 독점, B2C 61%를 과점. 거대해진 기업 규모에도 불구하고 최근 트렌드에 맞춰 럭셔리, 해외직구, 가성비 등 세부 플랫폼을 유연하게 확장. 최근 Aliexpress와 동남아 Lazada를 통해 해외까지 영향력을 확대. 최근 소셜커머스 등 다양한 전자상거래 신규 플랫폼이 부각하고 있으나, 알리바바의 1) 압도적 시장점유율, 2) 전자상거래 세부 영역별 선두 플랫폼 구축을 감안한다면 1위의 아성은 흔들림 없다 판단.

2) New Retail, 오프라인 유통을 향한 진격: 알리바바는 전자지급결제, 스마트물류, 오프라인 매장, 공유경제, 엔터테인먼트 등 전자상거래 생태계를 완비. 2016년부터 New Retail 전략 추진으로 전자상거래의 한계를 뛰어넘어 소비자가 온·오프라인을 자유롭게 활용하는 유통 환경을 구축. 오늘날 알리바바는 전자상거래 선두기업에서 유통의 강자로 전환 추진.

3) 첨단 기술 중심으로 사업구조 전환: 알리바바는 글로벌 클라우드 4위 기업으로, 중국의 빅데이터, AI, 로봇 등 첨단기술 발전을 주도. 작년 반도체 사업부를 통합하여 자회사 핑도우거(平頭哥)를 설립하며 첨단기술 사업 강화 의지를 강조. 알리바바의 오늘은 전자상거래 사업부가 이끈다면, 내일은 클라우드와 반도체 등 첨단 기술이 견인할 것으로 기대.

밸류에이션 및 투자 의견: 알리바바는 투자 및 연구개발비 확대에도 불구하고 향후 2년간 30%의 실적 성장이 기대됨. 반면 최근 주가 조정으로 2019년 예상 P/E 밸류에이션은 23배 수준으로 과거 대비 부담이 낮아짐. 현 시점은 동사의 주력사업이 전자상거래에서 첨단기술로 확대되는 전환기로 투자 매력이 존재한다고 판단.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2018	2019	2020E	2021E
매출액 (십억위안)	250.3	376.8	511.8	667.0
순이익 (십억위안)	64.1	87.9	120.7	158.3
EPS (adj) (위안)	24.5	33.4	45.7	58.5
EPS (adj) growth (%)	43.0	35.5	36.8	28.2
EBITDA margin (%)	36.5	22.0	28.9	28.9
ROE (%)	19.9	20.4	16.4	17.5
P/E (adj) (배)	45.1	58.3	22.7	17.7
P/B (배)	8.1	6.4	4.3	3.6
EV/EBITDA (배)	32.0	37.0	17.5	13.0
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 삼성증권

Part 1 - 전자상거래에서

중국 첨단 기술 선구자로 진화

알리바바는 중국 전자상거래 시장을 독과점하며 유통 공룡으로 성장했다. 플랫폼 사용자 7억명의 온라인 구매를 촉진시키고, 전자상거래 입점기업의 마케팅 활동과 고객 관리를 강화하면서 IT 기술이 발전하였다. 오늘날 알리바바는 전자지급결제, 스마트물류, 빅데이터, AI, 클라우드, 반도체 등 다양한 첨단산업 영역에서 중국의 발전을 견인하고 있다.

E-commerce에서 E-Business 기업으로 도약

중국 전자상거래 산업의 선구자

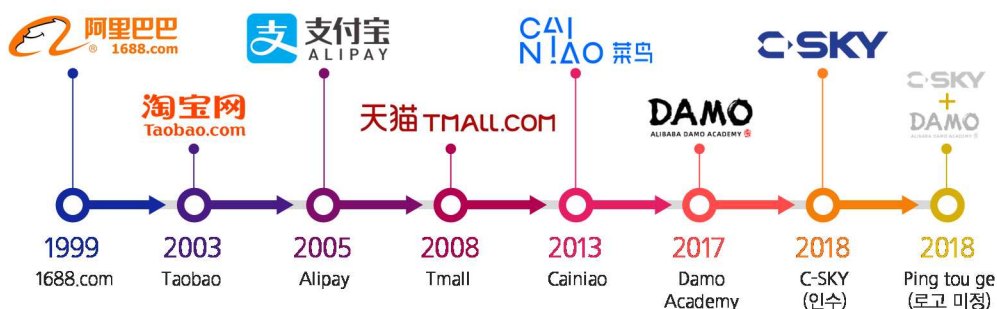
알리바바는 1999년에 설립된 중국 전자상거래 시장점유율 1위 기업이다. B2B 전자상거래 시스템인 1688.com 런칭을 시작으로 사업을 확대했다. 이후 출시한 Taobao(C2C)와 Tmall(B2C)의 성공으로 중국 전자상거래 시장의 67%를 점유한 절대 강자로 자리잡았다.

동사의 성장 비결은 소비자의 니즈 파악 및 빠른 플랫폼 반영이다. 전자상거래 결제의 신뢰 제고를 위해 2005년 알리페이를 출시하며 시장 확대를 선도했다. 온라인 배송의 신뢰도를 위해 2013년 차이나이오를 설립하며 국내 배송업체들을 통합, '국내 24시간, 해외 72시간' 배송 시스템을 구축하고 있다.

New Retail, 오프라인 침투 확대로 시장점유율 확대 추구

2016년, 창업자 마윈은 E-commerce 시대의 종료와 E-business 시대의 도래를 예고하며 첨단기술 역량을 강화시키는 장기 비전을 제시했다. 동시에 온·오프라인의 통합으로 소비자 편의성을 제고하는 New Retail 모델을 제시하며, 오프라인 시장 공략을 통한 시장 침투 확대를 공식화했다. 알리바바의 전자상거래 시장점유율은 64%이지만, 전체 리테일 시장점유율은 15%로 향후 New Retail의 성공은 추가 시장점유율 확대의 도약점이 될 것이다.

알리바바 주요 연혁



자료: 회사자료, 삼성증권

알리바바의 New Star, 첨단 기술 사업

New Retail 시대는 첨단 기술을 기반으로 온·오프라인을 통합하여 고객의 소비 편의를 도모한다. 알리바바는 전자상거래 사업에 빅데이터, 인공지능, 클라우드, 무인배송/로봇 등의 기술을 접목하여 수익성을 강화하고 있다. 일례로 모바일 타오바오앱 사용자 7억명의 사용 패턴, 구매 기록을 빅데이터로 분석하여 인공지능(AI)로 타겟 광고의 적중률을 높이는데 활용된다.

첨단기술 중에서도 동사의 클라우드 사업은 중국 시장점유율 1위, 글로벌 4위로 고성장하며 실적에 기여하고 있다. 향후에도 중국 클라우드 산업의 확대에 따라 지속적인 고성장이 기대된다.

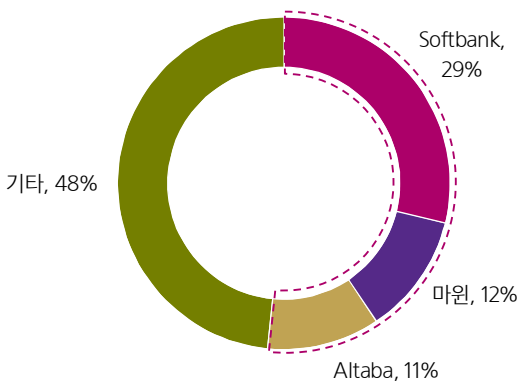
오늘날 알리바바의 첨단기술 역량은 중국의 4차 산업혁명을 선도하고 있다. 작년에 알리바바는 산하의 반도체 사업부를 통합하여 자회사 핑도우거를 설립하고, 비메모리 반도체의 내재화를 준비 중이다. 향후 알리바바의 빅데이터, 인공지능, 클라우드, 무인배송/로봇 등의 유연한 발전을 지원할 맞춤형 반도체칩의 생산이 기대된다.

알리바바 주가 차트



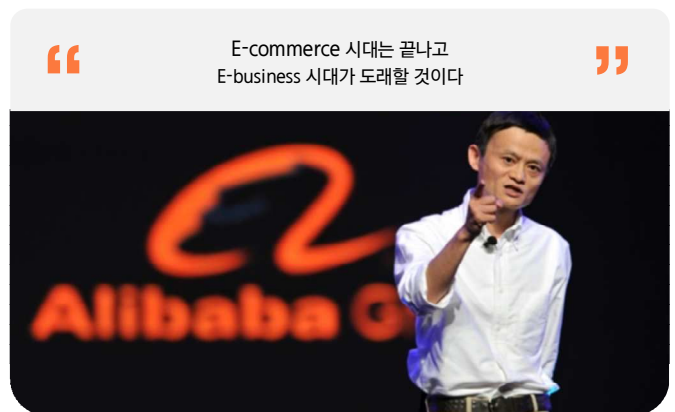
자료: Bloomberg, 삼성증권

대주주는 소프트뱅크와 CEO 마윈



자료: Wind, 삼성증권

알리바바 마윈의 E-business 시대 도래 선언































자료: Baidu 이미지, 삼성증권

매출 비중: 전자상거래 88% > 클라우드 5.6% > 미디어 5.5%

알리바바의 FY2019년 매출 비중은 전자상거래 86%(중국 68.4%, 글로벌 7.4%, 차이나아오 4%, 기타 6.2%), 클라우드 6.6%, 미디어 6.4%, 기타 혁신사업 1%이다. 핵심사업인 전자상거래는 국내의 Taobao와 Tmall이 캐시카우 역할을 하는 가운데, Lazada를 통해 동남아시아 중심의 해외 사업을 확대시키고 있다. 클라우드 및 미디어엔터 등의 신규 사업부는 중국 내 수요 확대 및 핵심 사업부와의 시너지를 통한 고성장이 기대된다.

알리바바 사업별 매출 비중 (FY2019)

대분류	중분류	계열사	매출액 (십억 위안)	매출 비중 (%)	성장률 (전년동기대비, %)		
Core commerce	China Commerce retail	        	247.62	65.7	40.2		
		China Commerce wholesale		9.99	2.7	39.4	
		International commerce retail	 	19.56	5.2	37.6	
		International commerce wholesale		8.17	2.2	23.3	
		Cainiao logistics services		14.89	3.9	120.2	
		Local consumer services		18.06	4.8	n/a	
		기타		5.13	1.4	90.2	
		Total		323.40	85.8	51.1	
		Cloud computing			24.70	6.6	84.5
		Digital media and entertainment		        	24.08	6.4	23.1
Innovation initiatives and others	  		4.67	1.2	41.7		
합계			376.8	100	50.6		

자료: 알리바바, 삼성증권

Part 2 - 흔들림 없는

전자상거래 1위의 아성

소비자 수요의 다양화와 정보통신, 물류 인프라의 발달로 중국 전자상거래 산업의 무게중심이 생산자에서 소비자로 변화하고 있다. 소셜커머스 플랫폼이 전자상거래 산업의 변화를 주도하는 가운데, 대장인 핀둬둬의 가입자수가 징동닷컴을 추월하며 위협적인 존재로 부각하고 있다. 이에 일각에서는 알리바바의 선두지위에 대한 우려의 목소리도 존재한다. 하지만 알리바바의 1) 압도적 시장점유율, 2) 전자상거래 세부 영역별 선두지위 구축, 3) 기존 노하우 기반의 신규 시장 진입 시너지를 감안하면 이는 기우에 불과하다 판단한다.

투자포인트 1) 중국 전자상거래 플랫폼의 절대 강자

중국은 글로벌 경제 대국 중 리테일 소비규모가 크면서도 성장률이 높은 국가이다. 중국 리테일 시장은 모바일 보급 확대, 배송 인프라 성장, 전자지급결제의 발달로 전자상거래 기업들이 선두를 점하고 있다. 알리바바의 2018년 GMV 규모가 아마존의 2.6배에 달하는 것을 감안하면 중국 전자상거래 활성화를 실감할 수 있다. 알리바바의 2018년 기준 모바일 가입자수는 7억명, 연간 구매고객 수는 6.4억명으로 동종업계에서 압도적인 우위를 점하고 있다.

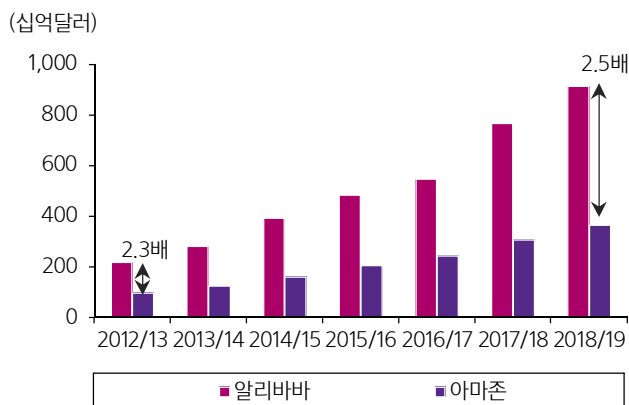
알리바바는 2018년 GMV 기준으로 중국 전자상거래 시장의 64%, 리테일 소비시장의 15%를 차지한다. 브랜드 선호도 증가로 중국 전자상거래 시장의 B2C 비중이 확대되고 있는 가운데, 알리바바의 B2C 시장점유율은 61%에 달한다. C2C 시장은 텐센트 위챗 메신저의 웨이상(微商, 개인 중개상)을 제외하면 알리바바의 타오바오가 독점하고 있다. 알리바바의 해외 사업 역량 추세도 주목할만 하다. 해외직구 전용인 AliExpress와 동남아 시장을 공략하는 Lazada를 바탕으로 FY2019년 해외 매출 기여도는 7%로 증가했다.

중·미·한 리테일 소비 성장률 비교

국가	항목	2016	2017	2018
중국	전체 리테일 소매 (조원)	5,483	6,043	6,286
	소매 성장률 (전년대비, %)	10.4	10.2	9
	온라인 비중 (%)	15.5	19.6	23.6
	온라인 (조원)	851	1,184	1,486
	온라인 성장률 (전년대비, %)	33	39.2	25.5
미국	전체 리테일 소매 (조원)	5,423	5,691	5,963
	소매 성장률 (전년대비, %)	2.5	4.9	4.8
	온라인 비중 (%)	8.0	8.8	9.6
	온라인 (조원)	435	502	573
	온라인 성장률 (전년대비, %)	14.4	15.6	14.2
한국	전체 리테일 소매 (조원)	424	440	465
	소매 성장률 (전년대비, %)	3.9	3.7	5.5
	온라인 비중 (%)	15.5	20.7	24.1
	온라인 (조원)	66	91	112
	온라인 성장률 (전년대비, %)	21.6	39.1	22.6

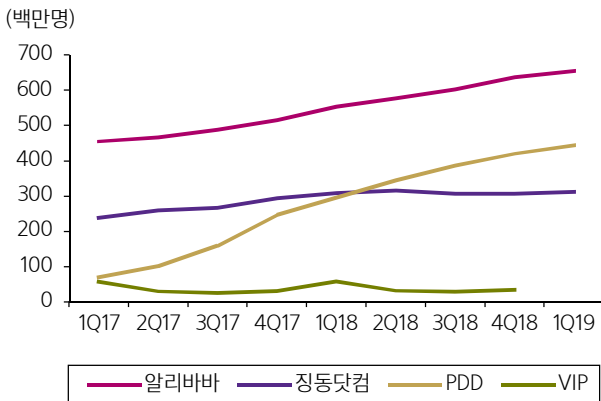
참고: 달러/원 환율 1,120원/달러, 위안/원 환율 165원/위안 기준
 자료: WIND, Datastream, 삼성증권

알리바바의 GMV는 아마존의 2.5배



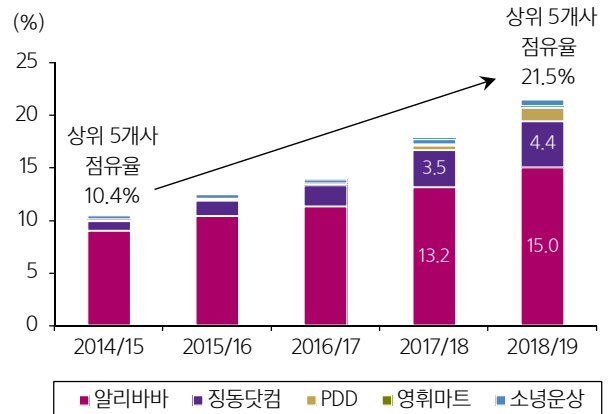
참고: 알리바바의 회계연도는 3월 말임 (FY2019 = 2018년 2분기 ~ 2019년 1분기)
 자료: 각 사, 삼성증권

전자상거래 기업별 고객수는 알리바바가 압도적 우위



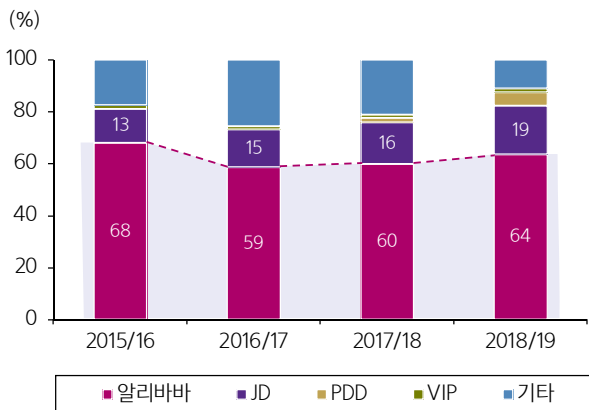
참고: 12개월 누적 구매고객 수
자료: 각 사, 삼성증권

리테일 시장의 선두기업 집중도 심화 (GMV 기준)



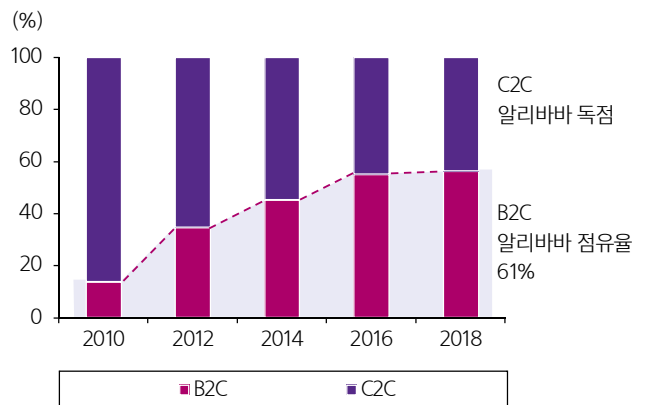
참고: 알리바바의 회계연도는 3월 말임 (FY2019 = 2018년 2분기 ~ 2019년 1분기)
자료: 각 사, 삼성증권

알리바바가 과점한 중국 전자상거래 산업



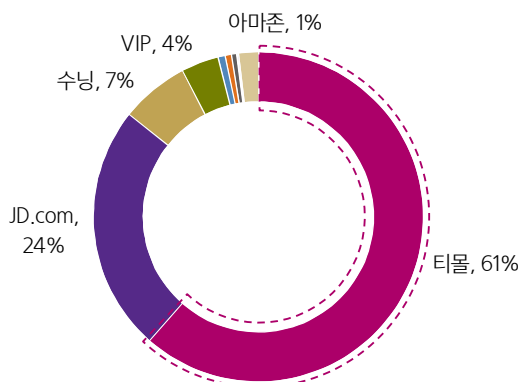
참고: 알리바바의 회계연도는 3월 말임 (FY2019 = 2018년 2분기 ~ 2019년 1분기)
자료: 각 사, 삼성증권

중국 전자상거래 C2C / B2C 비중 변화



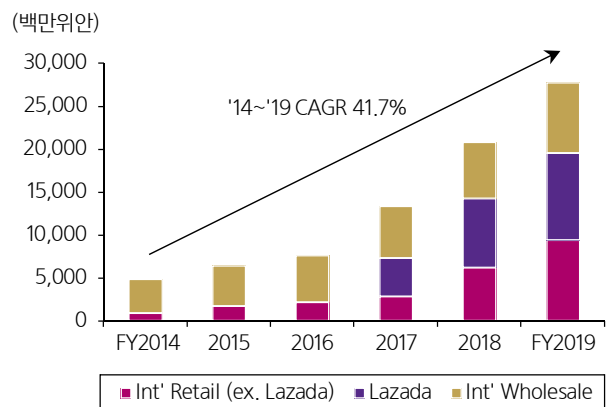
자료: WIND, 삼성증권

중국 B2C 전자상거래 시장점유율 (2018년)



자료: China Internet Watch, 삼성증권

고성장 하는 알리바바의 해외 전자상거래 매출



참고: 알리바바 회계연도는 3월 말 (FY2019 → 2019년 3월말 결산)
자료: 알리바바, 삼성증권

알리바바의 아성이 위협 받을 수 있을까?

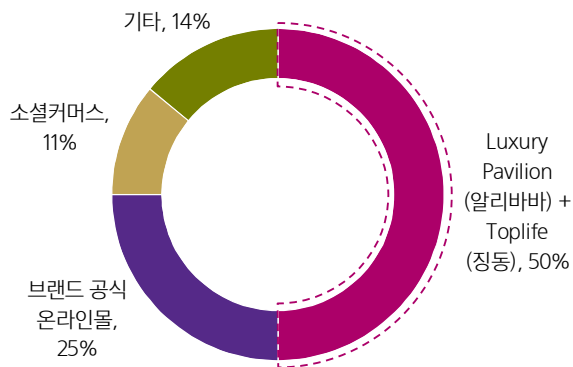
다양한 신규 기업의 등장에 따른 알리바바의 산업 경쟁력 약화 우려는 기우라 판단한다. 중국 전자상거래는 소비자 니즈에 따라 시장이 세분화되고 있으나, 큰 맥락에서는 소비 업그레이드와 가성비 추구의 양극화로 정리할 수 있다. 알리바바는 신규로 형성되는 시장에 후발주자로 진입 하더라도 기존 경쟁력을 바탕으로 단시간에 선두로 성장하고 있다.

중국인들의 소비 업그레이드는 사치품과 해외직구로 이어진다. 중국 럭셔리 플랫폼은 알리바바와 징동의 Toplife가 시장을 과점하고 있다. 알리바바는 '17년 8월에 럭셔리파빌리온(Tmall Luxury Pavilion)과 스페이스(Tmall Space)를 출시하였으며, 2019년 1분기 기준 Burberry, Hugo Boss 등 100여 개 브랜드가 입점해 있다. 해당 브랜드들은 티몰에 플래그십 스토어도 오픈하면서 고객 접점을 확대하고 있다. 해외직구 플랫폼은 2014년 중국 관세청이 역직구몰의 세계 합법성을 명시하자 티몰글로벌을 출시하여 2018년 상반기 시장점유율 22%의 2위로 성장하였으며, 동사 공시에 따르면 2018년 기준으로 업계 1위로 성장하였다.

소비자의 가성비 추구는 타오바오 심선(淘宝心选)과 타오바오 특가관으로 대응하고 있다. 타오바오 심선은 M2C(Manufacturer to Customer) 모델로 2017년에 가성비 추구 트렌드에 맞춰 출시했다. 타오바오 특가관은 권위자의 공격적 성장에 대응하여 출시했으나 브랜드 이미지 훼손, 자기잠식 효과가 있어 공격적으로 확장하지 않는 것으로 판단된다.

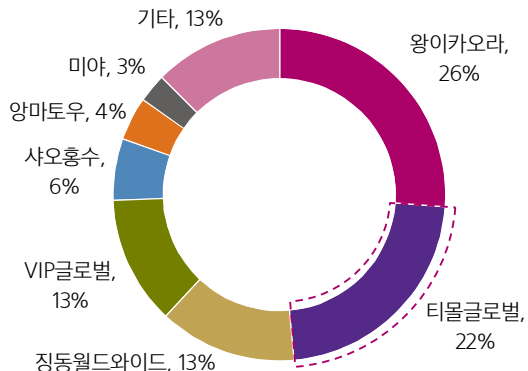
단, 이번 FY2019년 실적에서 알리바바의 저가시장에 대한 점진적인 영향력 확대 추이는 확인되었다. FY2019년 모바일 활성화 고객은 7.2억명으로 전년 대비 1.04억 명이 증가했다. 동사는 신규 고객의 70%가 3선 이하의 도시에서 유입되었으며, 매출 성장의 주요 동력으로 3선 이하 도시의 침투율 확대를 언급하는 등 저가 시장의 경쟁력이 강화되고 있음을 시사했다.

중국 럭셔리 이커머스 시장 점유율 (2017년 기준)



자료: Fung Business Intelligence

해외직구 플랫폼별 점유율 (2018년 상반기 기준)



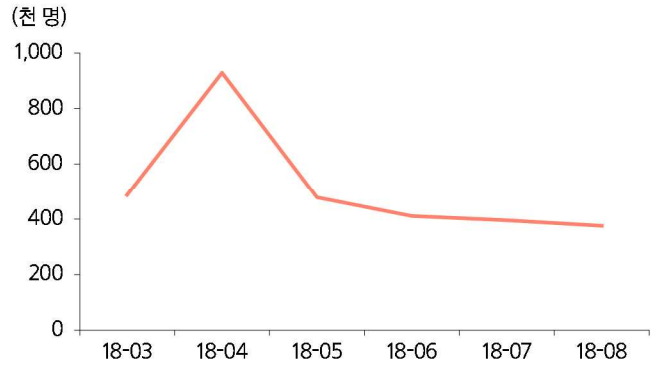
자료: iiMedia Research, 삼성증권

고전중인 타오바오 특가판

타오바오 저가몰 화면



타오바오 저가몰 MAU



타오바오 저가몰 vs PDD MAU

(단위:천명)	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08
PDD	143,729	145,266	155,559	167,507	178,630	182,809
타오바오 저가몰	487	929	478	411	395	375

자료: Questmobile, 타오바오 특가판, 삼성증권

Part 3 - 전자상거래 생태계 완성

New Retail, 오프라인 유통을 향한 진격

알리바바는 전자지급결제, 스마트물류, 오프라인 매장, 공유경제, 엔터테인먼트 등 전자상거래 플랫폼의 수직·수평적 생태계를 완비했다. 이를 바탕으로 New Retail 전략을 추진하며 전자상거래의 한계를 뛰어넘어 소비자가 온·오프라인을 자유롭게 활용하는 유통 환경을 구축하고 있다. 오늘날 알리바바는 전자상거래 선두기업에서 유통의 강자로 전환 중에 있다.

신규 진입자들이 복제 불가능한 전자상거래 생태계 완비



자료: 알리바바, 삼성증권

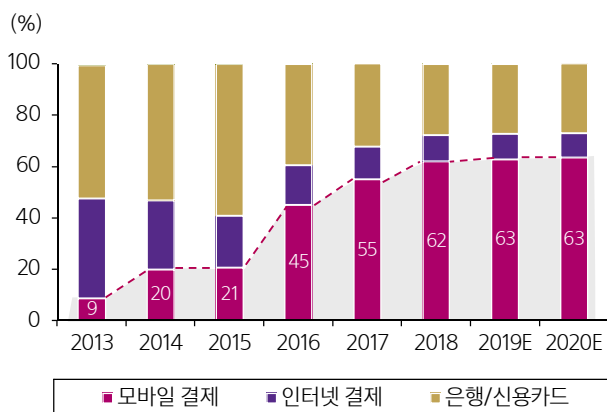
전자지급결제와 물류 사업의 압도적 1위

중국 전자상거래 성공의 3요소는 온라인 플랫폼과 전자지급결제, 배송 역량의 구축이다. 알리바바는 각 영역에서 업계 선두의 경쟁력을 구축했다.

소비자의 온·오프라인 상에서 모바일 결제 보편화에 따라, 중국 제 3자 결제시장에서 모바일 사용률은 2013년 9%에서 2018년 63%로 빠르게 증가했다. 모바일 결제에서 알리바바의 알리페이는 시장점유율 54%로 시장 성장을 선도하고 있다. 알리바바의 New Retail은 향후 알리페이 생태계를 확장시키며 시장점유율 추가 상승에 기여할 것이다.

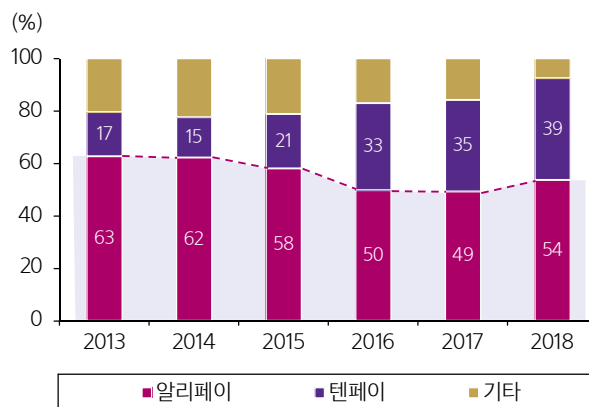
배송 분야에서는 알리바바는 비용 효율을 위해 플랫폼 형식을 채택하고, 2013년 5월에 인타이그룹, 순펑 등 물류 선두기업과 공동으로 차이나이오를 설립했다. 화물 집하, 배송 등 물류 관련 업무는 파트너십을 체결한 15개의 협력사들이 담당하고, 차이나이오는 데이터를 수집 및 분석하여 최적의 배송 경로와 물류관리시스템을 제공한다. 물류창고는 2013년 8월 '하이얼(Haier)' 투자(산하 물류업체 굿데이), 2015년 8월 쉰닝(Sunning) 지분 투자로 협력을 통해 확보했다. 오늘날 차이나이오는 국내 물동량의 50%를 처리하며 알리바바의 전자상거래 성장을 지원하고 있다.

제3자 결제 서비스 비중 - 소비자들의 모바일 결제 선호도 증가



자료: iResearch, 삼성증권

알리바바는 중국 모바일 결제 시장을 과점



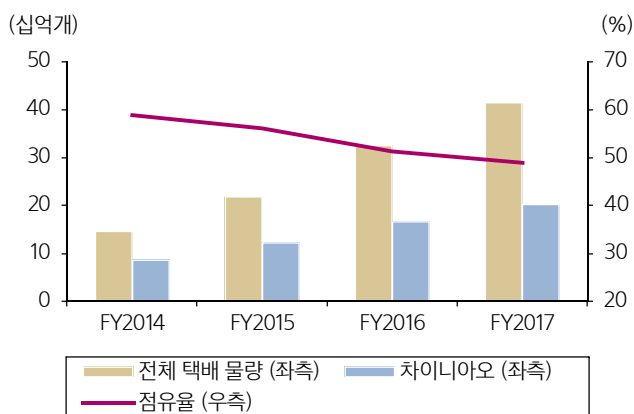
자료: iResearch, Analysys, 삼성증권

차이나이오 vs JD Logistics

	차이나이오	JD Logistics
설립일자	2013년 5월	2017년 4월
최대주주	알리바바 51%	징둥닷컴 81.4%
비즈니스 모델	데이터 플랫폼	물류 서비스 업체
배송	파트너사 담당	자체 배송
전략적 파트너십	15개사	-
글로벌 협력사 및 배송 가능 국가	60개사, 224개국	-
물류 센터	7개	7개
물류 창고	200개 이상	550개
당·익일 배송 가능 지역	1,500개 이상 현금 도시	1,752개 현금 도시
배송 목표	국내 24시간 국제 72시간	물류 비용 5% 미만 5년내 국제 48시간

자료: 차이나이오(2018년 8월 기준), 징둥닷컴(2018년 말 기준) 삼성증권

차이나이오 택배 물량 및 시장 점유율

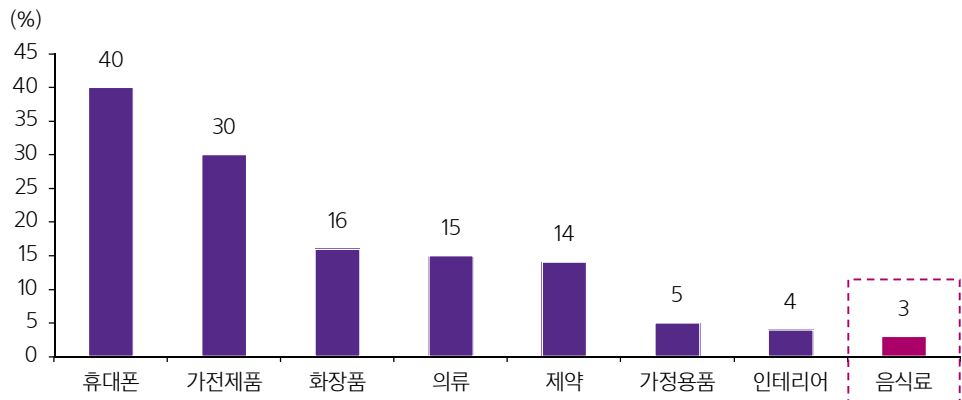


참고: 알리바바의 회계연도는 3월 말 (FY2019 = 2018년 2분기 ~ 2019년 1분기)
자료: WIND, 알리바바, 삼성증권

New Retail 2차 도약을 통한 온·오프라인 통합 본격화

마윈은 2016년에 New Retail 전략을 선언하고 소비자가 온·오프라인을 자유롭게 활용하는 유통 환경을 구축하는데 주력하고 있다. 이는 리테일 소비의 76%가 거래되는 오프라인 침투를 강화하는 전략으로, 전자상거래 선두기업에서 유통의 강자로 전환하는 디딤돌 역할을 하고 있다. 당시 알리바바는 E-commerce 품목별 침투율이 낮으면서 소비자의 생활에 밀접한 신선식품 매장을 공략했다. 3년이 지난 현재 신선마트 중심의 New Retail은 허마센성이 주도하는 가운데 영휘마트의 차오지우종과 징둥닷컴의 7fresh가 적극적으로 참여하고 있다.

New Retail 전략 전 E-commerce 품목별 침투율



자료: 회사자료

Alibaba vs Tencent(JD.com & 영휘마트) New retail 추진은 알리바바가 우세

구분	Alibaba: 허마센성	영휘마트: Super Species(차오지우종)	징둥닷컴: 7fresh
전경			
출시일	2016.1.15	2017.1.1	2018.1.4
점포수	135개(19년 3월)	61개(18년 11월)	13개(19년 3월)
목표 점포수	5년 내 2,000개	2018년 말 100개 목표	3~5년 내 1,000개
진출도시	상해, 북경, 심천, 소주, 항주 등	상해, 북경, 선전, 푸주, 청도 등	북경, 시안
매장당 면적	3,000~5,000㎡	500~1,000㎡	5,000㎡
구성	대형마트 + 푸드코트	푸드코트 + 마트(소형)	푸드코트 + 마트 + 물류센터
결제 & 배송	APP or 매장에서 구매 후 10분 내 포장 3km 이내 거리 30분 내 무료 배송 알리페이 이용	APP or 매장에서 구매 3km 이내 거리 30분 내 무료 배송 알리페이, 위챗플랫폼, 텐페이 이용	APP or 매장에서 구매 3km 이내 거리 30분 내 무료 배송 현금 및 카드, 안면인식 결제, 텐페이 이용
참고	알리바바 100% 자회사	징둥닷컴이 6.43%, 텐센트가 5% 지분 투자	텐센트가 최대 주주(지분 18.01%)

자료: 각 사, Analysys, iResearch, 삼성증권

최근 알리바바는 New Retail의 2차 도약기를 선언하며 시장의 변화를 선도하고 있다. 지난 3월 21일 중국 항저우에서 열린 2019년 련상왕 대회(联商网大会)에서 허후이(侯毅) 허마센성 CEO는 ‘허마센성을 기반으로 새로운 비즈니스 방식을 제시, 신유통 사업에 박차를 가하겠다’고 언급하고, 허마차이스(盒马菜市), 허마mini, 허마F2, 허마냐오잔(盒马小站) 등 4개의 자브랜드 론칭으로 1·2선 도시뿐만 아니라 3·4선 중소도시와 농촌지역까지 공략할 계획을 발표했다.

허마센성 자브랜드의 전국 확대는 향후 배송 풀필먼트 역할까지 가능하다는 점에서 매력적이다. New Retail 전략의 온·오프라인과 배송의 결합 차원에서, 향후 허마 자브랜드의 오프라인 역할과 여러마의 라스트마일 배송 시너지를 기대해 볼 수 있다.

허마센성 4개 자브랜드 론칭으로 뉴리테일의 전국화 추진

허마센성 자브랜드	사진	주요 특징
허마샤오잔(盒马小站)		<ul style="list-style-type: none"> - 허마센성의 축소판으로 기능 및 특징을 담아내되 기동성을 높이는데 주력 - 허마센성이 규모, 위치 등 이유로 입점이 어려운 1·2선 도시의 곳곳에 배치하여 대형마트인 허마센성의 공간적 제약 보완
허마차이스(盒马菜市)		<ul style="list-style-type: none"> - 허마센성의 가장 큰 특징인 즉석 조리식당을 없애고 차이스(야채시장) 역할에 집중 - 야채, 육류 등 판매 제품의 신선도를 높이는데 주력 - 도시의 주거지역 및 근교에 집중 분포 - 2019년 3월 28일 상해에 1호점 오픈
허마mini		<ul style="list-style-type: none"> - 중국 유통계에 확산되고 있는 ‘mini 매장’ 트렌드를 반영 - 500㎡ 이하의 매장에 과일, 야채, 육류 등 신선제품 위주로 주변 주거지역 공략 - 배송시스템 강화로 ‘집에서 장보기 서비스’ 제공 - 면 요리 등 매장에서 만들어 판매하는 간편식 확대 - 도시 근교, 지방 위주로 확장 - 장기적으로는 3·4선 중소도시 및 농촌지역 공략 - 언론 보도에 따르면 상하이에 오픈한 mini 1호점의 1일 평균 매출은 8만 위안 (약 1,400만원)이며 주말의 경우 12~13만 위안에 달함
허마 F2		<ul style="list-style-type: none"> - 매장별 무인택배함 설치, 온·오프라인 결합 추구 - 편의점 기능을 하는 신유통 모델로 오피스 상권에 집중 출점 계획 - 직장인들의 아침/점심 식사, 간단한 티타임을 위한 장소로 기획

자료: 언론 종합, 알리바바, 삼성증권

Part 4 - 장기 성장 동력

첨단 기술 중심으로 사업구조 전환

알리바바는 글로벌 클라우드 4위 기업으로, 중국의 빅데이터, AI, 로봇 등 첨단 기술 발전을 주도하고 있다. 특히 작년에 반도체 사업부를 통합하여 자회사 핑도우거(平头哥)를 설립하며 첨단 기술 사업의 강화 의지를 강조했다. 알리바바의 오늘은 전자상거래 사업부가 이끈다면, 내일은 클라우드와 반도체 등 첨단기술이 견인할 것으로 기대된다.

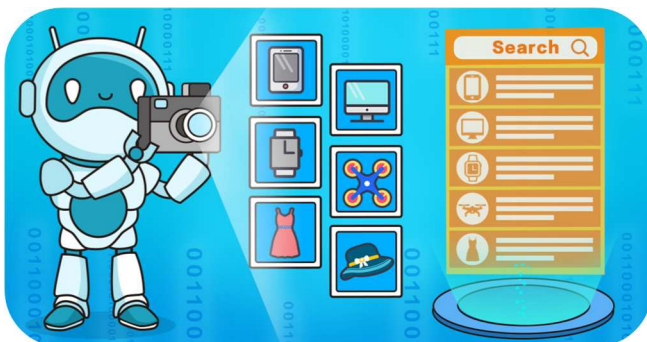
첨단기술과 전자상거래 사업의 시너지

전자상거래와 첨단기술의 결합은 고객관리, 입점 기업 관리, 배송 등 다양한 영역에서 시너지를 창출하고 있다. 이는 후발주자가 단시간에 추격하기 어려운 기술력으로 알리바바의 가치에 프리미엄을 부여하는 근거가 된다.

일례로 전자상거래 플랫폼에서 키워드 검색은 구버전이 되고 있다. 소비자가 길가다 마음에 드는 제품을 발견하고 타오바오, 티몰에서 사진으로 찍으면 AI 영상관독기가 식별하여 판매업자 리스트를 제시한다. 또한 알리바바에 축적된 고객 정보는 빅데이터 분석을 통해 타겟 광고에 활용되며 광고 효율성과 소비자 구매율을 제고시킨다.

배송 분야에서는 스마트 물류센터 구축, 무인 배송차 등이 운영 효율성을 향상시키고 있다. 알리바바의 물류자회사 차이나아오는 2017년 8월에 택배 분류 자동화와 무인 운반차, 드론, 작업용 로봇의 스마트 물류창고를 구축했다. 알리바바 산하의 구글맵과 같은 Autonavi(高德地图)는 실시간 교통 안내로 배송의 효율성과 무인 배송차 운영을 제고시킨다.

길가다 예쁜 제품을 사진으로 찍으면 판매자 리스트를 도출



자료: Damo Academy, 알리바바, 삼성증권

알리바바 어려머 드론 서비스



자료: Baidu 이미지, 어려머, 삼성증권

신성장 동력 클라우드 사업부

알리바바의 클라우드 사업부는 신성장 동력으로 부각되고 있다. 가트너에 따르면 중국 퍼블릭 클라우드 시장은 2019년 52억 위안에서 2022년 118.6억 위안으로 연평균 32.4% 성장할 것으로 전망된다. 이는 글로벌 퍼블릭 클라우드 시장의 연평균 성장률 16% 대비 압도적 성장세이다.

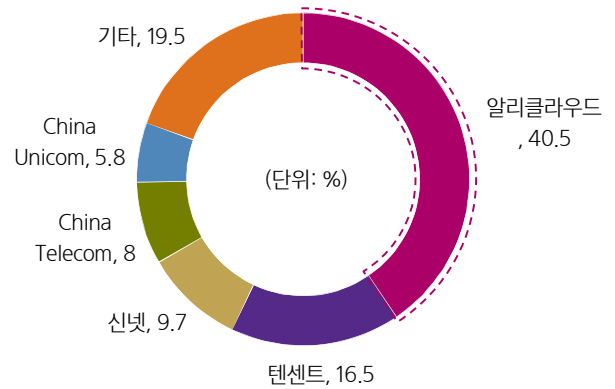
알리바바는 중국 클라우드 시장점유율 40.5%로 압도적인 1위, 글로벌 시장점유율 4%의 4위로 성장했다. 아직 미국 선두기업과의 편차가 크지만 FY2019년 85%의 성장률을 달성했으며, 고성장하는 중국 클라우드 시장을 선점하고 있어 성장 잠재력이 크다. 아시아 지역의 시장점유율이 1위 아마존의 24.1%에 이어 2위로 15.9%를 선점한 점도 매력적이다. 향후 알리바바의 아시아 전자상거래 사업 확대와 협력 기업 증가에 따른 클라우드 사업의 해외 고객 증대를 기대해 본다.

글로벌 클라우드 시장 점유율

Vendor	2018		2017		성장률 (전년대비, %)
	규모 (십억달러)	점유율 (%)	규모 (십억달러)	점유율 (%)	
AWS	25.4	31.7	17.3	31.5	47.1
Microsoft Azure	13.5	16.8	7.4	13.5	82.4
Google Cloud	6.8	8.5	3.5	6.4	93.9
Alibaba Cloud	3.2	4	1.7	3	91.8
IBM Cloud	3.1	3.8	2.6	4.7	17.6
Others	28.3	35.2	22.4	40.8	26.1
Total	80.4	100	54.9	100	46.5

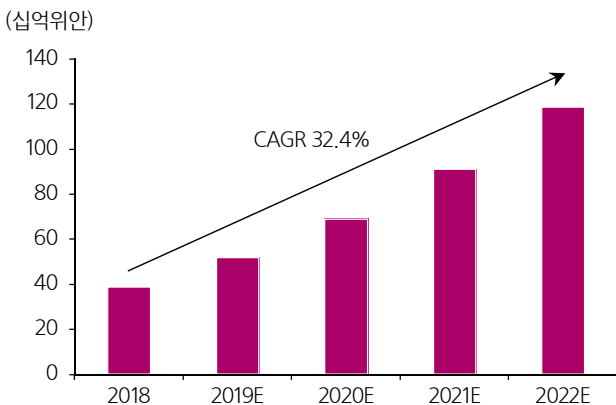
자료: Canalis, 삼성증권

중국 클라우드 시장 점유율 (2018년 4분기)



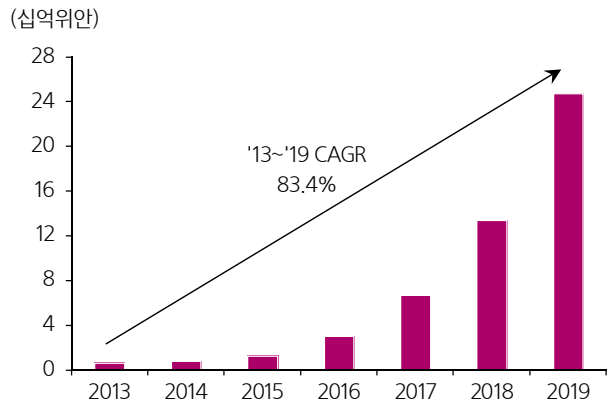
자료: Synergy Research, 삼성증권

고성장하는 중국 퍼블릭 클라우드 시장



자료: Gartner, 삼성증권

알리바바 클라우드 사업부 매출 및 성장률



참고: 알리바바의 회계연도는 3월 말임 (FY2019 = 2018년 2분기 ~ 2019년 1분기)
자료: 알리바바, 삼성증권

핑도우거(平头哥) 설립으로 첨단기술 기업으로 전환 추진

반도체 기술은 향후 알리바바가 꿈꾸는 AI, 클라우드 생태계의 안전과 발전에 중요한 요소이다. 알리바바는 '18년 9월 윈치대회(云栖大会)에서 반도체칩 전문 기업인 핑도우거(平头哥) 설립 계획을 발표했다. 이를 통해 '19년에 인공지능 추론 기능의 신경망칩(AiNPU)과 내장형칩(Embedded chip)을 출시, 2~3년 내에 양자칩(Quantum Chip)을 출시하는 포부를 밝혔다.

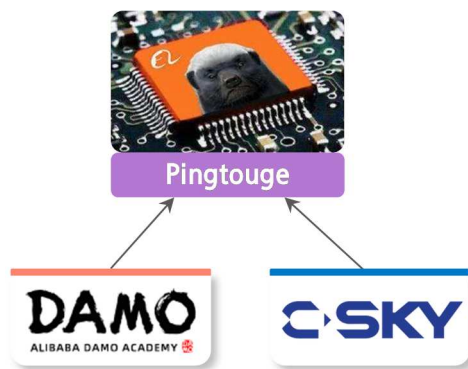
핑도우거는 알리바바의 다모(DAMO) 아카데미와 C-Sky Microsystem(中天微, CPU IP 보유)을 통합한 회사로 반도체칩 연구개발을 담당한다. 핑도우거는 기존에 알리바바가 투자해온 베어풋 네트워크스(Barefoot Networks), 캠브리콘(Cambricon), 나이닝(Kneron), Deephi Tech 등의 반도체 기업들의 시너지를 끌어내는 중심적 역할을 할 것으로 기대된다. 반도체 사업의 강화는 중국 첨단기술 산업을 선도하는 알리바바의 입지를 더욱 공고히 하는데 기여할 것이다.

알리윈(Aliyun)이 구축하는 IoT 세상



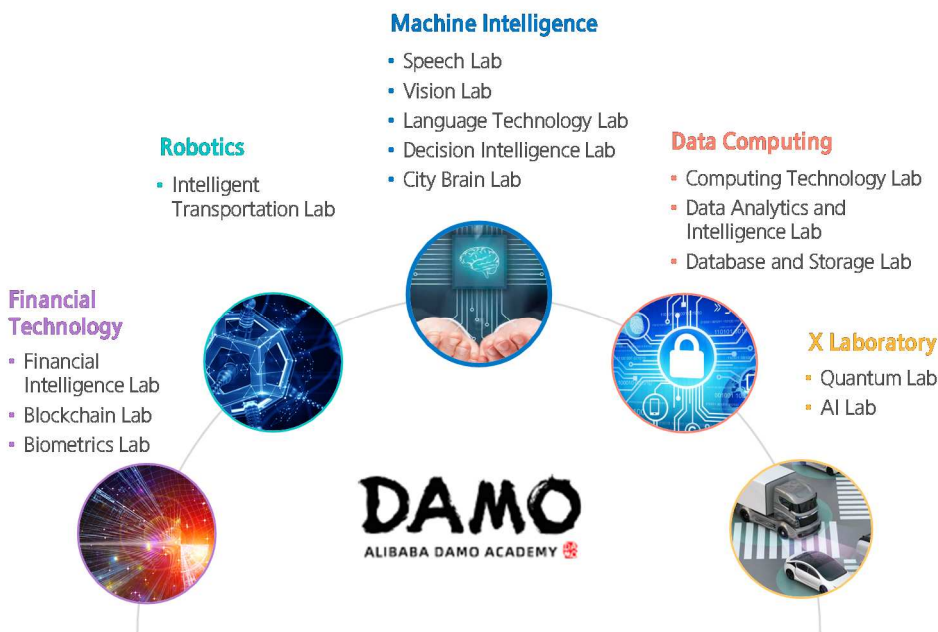
자료: Baidu, 2018 Cloud Computing Conferecne, 알리바바

첨단 기술 역량의 화룡정점이 될 핑도우거 설립



자료: 삼성증권

다모위안 5개 핵심 연구 영역



자료: Damo Academy, 삼성증권

Part 5 - Risk & Valuation

Risk 대비 Premium에 주목

알리바바의 고성장세는 투자에 기반한다. 온·오프라인을 통합하는 New Retail, 첨단기술 사업 강화 과정에서 알리바바의 투자 및 연구개발비 부담이 높아지고 있다. 그럼에도 불구하고 향후 2년간 30%의 실적 성장이 기대되는 측면에서 투자 가치가 높다. 중국 4차 산업혁명 첨단기술의 선봉장이라는 측면에서 프리미엄 부여가 가능하다.

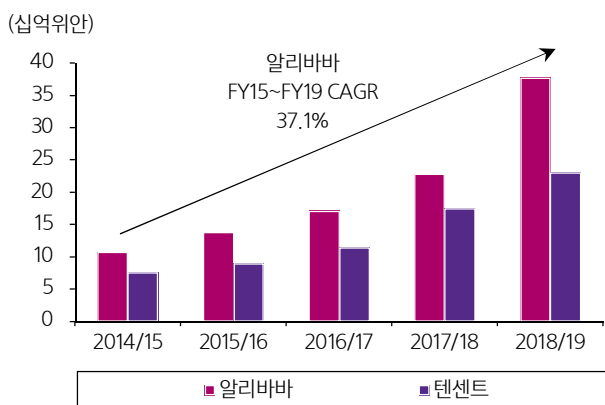
Risk 요인

동사의 리스크 요인은 1) 소셜커머스의 성장 등 신규 시장진입자의 위협, 2) 전자상거래 경쟁 심화로 마케팅 비용 증가, 3) 기저효과로 인한 실적 성장세 둔화, 4) 투자확대로 인하 마진율 둔화, 5) 중국 경기 둔화에 따른 소비 감소 등이 있다.

Valuation

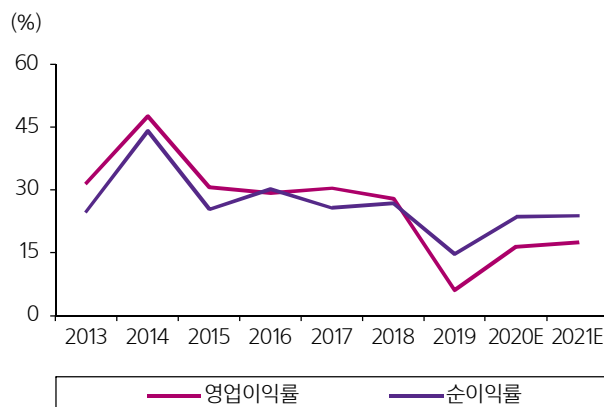
최근 중미무역 갈등 심화로 2019년(FY 2020) 예상 P/E 밸류에이션은 23배 수준으로 조정되면서 과거 고점인 50배 대비 부담이 낮아졌다. 하지만 경기 둔화 우려가 심화될수록 중국 정부의 강력한 소비부양 정책이 기대되고 있어 동사의 장기 성장에는 긍정적이다. 전자상거래 사업의 안정적 성장에 중국의 첨단기술을 선도하는 사업 청사진까지 고려한다면 현 주가 수준에서는 투자 매력에 존재한다 판단된다.

중국 경쟁사 대비 연구개발비용이 높음



참고: 알리바바의 회계연도는 3월 말임 (FY2019 = 2018년 2분기 ~ 2019년 1분기)
자료: 각 사, 삼성증권

영업이익률 및 순이익률 추이 (FY2013~FY2021E)



참고: 조정 영업이익, 조정 순이익 기준
자료: 알리바바, 삼성증권

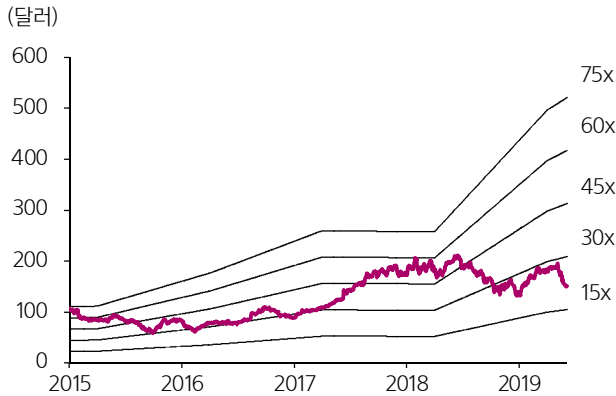
분기 및 연간 실적 (회계연도 기준)

(백만원)	FY 1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	FY 2018	2019	2020E	2021E
GMV (십억위안)	1,373	1,369	1,847	1,367	1,673	1,731	2,279	1,698	4,749	5,727	6,783	7,875
성장률 (% YoY)	28.2	22.0	24.2	20.0	21.8	26.4	23.4	24.2	26.1	20.6	18.4	16.1
실제 구매 고객수 (천명)	576,000	601,000	636,000	654,000	671,200	712,300	755,500	774,800	552,000	654,000	763,400	865,350
성장률 (% YoY)	23.6	23.2	23.5	18.5	21.6	29.0	36.9	40.4	21.6	18.5	16.7	13.4
매출액	80,920	85,148	117,278	93,498	111,535	115,351	155,730	123,910	250,266	376,844	506,426	660,957
성장률 (% YoY)	61.2	54.5	41.3	51.0	37.8	35.5	32.8	32.5	58.0	50.6	34.4	30.5
Core Commerce	71,869	72,475	102,843	78,894	95,428	97,574	135,379	102,370	214,020	323,400	431,533	558,476
성장률 (% YoY)	60.8	56.0	40.4	53.8	32.8	34.6	31.6	29.8	59.7	51.1	33.4	29.4
China Commerce	58,397	56,648	83,749	60,988	79,025	78,868	111,830	81,646	183,723	257,603	360,444	457,273
International Commerce	6,392	6,486	8,009	7,077	7,198	7,336	10,006	8,700	20,841	27,725	33,865	41,319
Cainiao Logistics Services	3,457	3,206	4,491	3,861	4,114	3,953	5,898	4,956	6,759	14,885	19,545	24,669
Consumer Services	-	5,021	5,159	5,266	5,653	6,431	6,677	6,714	-	18,058	26,395	35,950
Other Commerce	907	1,114	1,435	1,702	1,624	1,697	1,996	2,172	2,697	5,129	7,641	9,787
Ele.me	2,715	5,021	5,036	5,330	5,840	6,676	7,106	6,986	-	18,058	26,750	35,974
Cloud Computing and Internet Infrastructure	4,698	5,667	6,611	7,726	8,143	9,656	11,063	12,692	13,390	24,702	41,532	64,681
성장률 (% YoY)	93.3	90.5	83.7	76.2	73.3	70.4	67.3	64.3	100.8	84.5	68.1	55.7
Others	7,034.0	7,006.0	7,824.0	6,878	7,690	7,663	8,900	7,827	23,172	28,742	35,597	38,577
성장률 (% YoY)	48.8	23.2	26.5	9.9	9.3	9.4	13.7	13.8	30.6	24.0	23.8	8.4
Digital Media and Entertainment	5,975.0	5,940.0	6,491.0	5,671.0	6,752.3	6,987.2	7,734.0	7,054.8	19,564.0	24,077.0	27,699.9	32,525
Innovation Initiatives and Others	1,059.0	1,066.0	1,333.0	1,207.0	1,360.4	1,400.6	1,669.6	1,573.5	3,292.0	4,665.0	6,060.6	7,509
매출원가	43,720	46,786	60,813	55,610	62,339	66,336	83,215	73,390	107,044	206,929	283,726	369,604
매출총이익	37,200	38,362	56,465	37,888	49,196	49,015	72,515	50,520	143,222	169,915	222,700	291,353
성장률 (% YoY)	13.7	15.8	17.8	28.7	32.2	27.8	28.4	33.3	44.7	18.6	31.1	30.8
매출총이익률 (%)	46.0	45.1	48.1	40.5	44.1	42.5	46.6	40.8	57.2	45.1	44.0	44.1
영업이익 (non-GAAP)	24,398	20,544	33,758	15,900	28,200	26,189	44,765	22,868	90,621	98,561	124,909	168,786
성장률 (% YoY)	13.3	(3.4)	6.8	2.7	15.6	27.5	32.6	43.8	39.6	8.8	26.7	35.1
영업이익률 (%)	30.2	24.1	28.8	17.0	25.3	22.7	28.7	18.5	36.2	26.2	24.7	25.5
EBITA	26,502	23,155	36,567	20,757	29,325	27,467	45,912	26,637	97,003	106,981	133,273	175,509
Core Commerce	32,797	29,807	46,079	27,484	37,038	34,782	53,191	34,494	114,100	136,167	162,786	215,717
Cloud Computing and Internet Infrastructure	(488)	(232)	(274)	(164)	(262)	(135)	(112)	(9)	(799)	(1,158)	(718)	262
Others	(4,334)	(5,043)	(7,630)	(4,760)	(4,986)	(4,802)	(4,666)	(4,233)	(11,301)	(21,767)	(19,286)	(17,454)
세전이익(non-GAAP)	29,454	22,476	42,129	23,688	31,055	29,584	47,159	26,702	120,616	111,609	134,669	179,818
성장률 (% YoY)	46.7	7.0	(13.0)	117.8	5.4	31.6	11.9	12.7	57.4	(7.5)	20.7	33.5
세전이익률 (%)	36.4	26.4	35.9	25.3	27.8	25.6	30.3	21.5	48.2	29.6	26.6	27.2
순이익 (non-GAAP)	21,133	23,453	29,797	22,496	27,002	26,037	40,638	24,876	83,214	100,731	122,931	160,664
성장률 (% YoY)	13.0	4.9	2.1	61.6	27.8	11.0	36.4	10.6	43.6	21.1	22.0	30.7
순이익률 (%)	26.1	27.5	25.4	24.1	24.2	22.6	26.1	20.1	33.3	26.7	24.3	24.3
희석 EPS (위안, non-GAAP)	8.0	9.6	12.2	6.6	10.0	9.8	15.3	9.0	32.9	38.4	46.6	60.2

참고: 추정치는 컨센서스 기준, 알리바바의 회계연도는 3월 말 (FY2019 = 2018년 2분기 ~ 2019년 1분기)

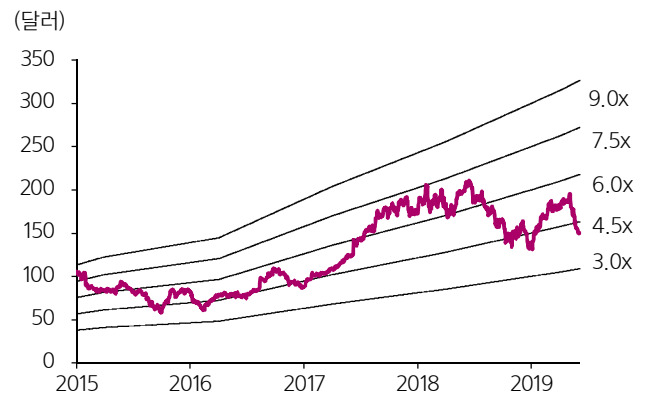
자료: 알리바바, FactSet, 삼성증권

P/E 밴드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

P/B 밴드 차트



자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 인터넷 플랫폼 기업 valuation

기업명	종목 코드	시가총액 (조원)	매출액 (십억 위안)		영업이익 (십억 위안)		EPS (위안)		P/E		P/S		EV/EBITDA	
			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
대형 플랫폼														
Alibaba	BABA US	457.8	511.7	666.3	83.8	116.2	45.7	58.5	22.7	17.7	5.2	4.0	17.5	13.0
Tencent	700 HK	469.9	396.5	502.5	122.7	144.3	9.8	12.2	29.5	23.6	6.9	5.5	20.4	16.3
Baidu	BIDU US	44.6	110.8	129.3	5.2	12.6	34.5	53.8	21.6	13.8	2.4	2.0	11.4	7.1
NetEase	NTES US	37.0	81.3	95.7	10.4	11.9	78.4	92.5	21.6	18.3	2.7	2.3	14.1	11.4
Sohu.com	SOHU US	0.6	2.0	2.1	(0.1)	(0.1)	(4.7)	(3.9)	n/a	n/a	0.3	0.3	49.4	12.9
온라인 광고														
Sina	SINA US	3.2	2.2	2.5	0.6	0.7	2.7	3.2	14.9	12.5	1.2	1.1	3.8	2.3
58.com	WUBA US	9.8	15.7	18.4	3.1	3.9	19.4	24.6	20.0	15.7	3.7	3.1	16.2	11.2
Sogou	SOGO US	2.0	1.3	1.4	0.1	0.1	0.2	0.3	17.3	12.7	1.3	1.2	8.7	5.4
Weibo	WB US	10.9	1.9	2.2	0.6	0.8	2.7	3.2	15.2	12.7	4.9	4.3	11.4	8.7
전자상거래														
JD.com	JD US	44.2	556.9	651.7	1.5	6.3	4.8	7.0	36.7	25.3	0.5	0.4	24.3	14.5
VIP	VIPS US	6.0	89.3	94.3	3.6	4.3	4.7	5.6	11.2	9.3	0.4	0.4	6.6	4.8
PDD	PDD US	26.1	28.5	47.7	(6.9)	3.6	(3.3)	4.1	n/a	32.1	5.4	3.2	n/a	133.7
Baozun	BZUN US	2.6	7.3	9.5	0.7	1.0	9.6	14.3	27.1	18.2	2.1	1.6	19.2	12.1
온라인 여행사														
Ctrip	CTRP US	22.2	36.8	43.7	6.4	8.7	10.0	12.4	23.4	19.0	3.5	3.0	26.6	17.2
게임&엔터테인먼트														
IGG	799 HK	1.7	0.8	0.9	0.2	0.3	0.2	0.2	7.2	6.5	1.7	1.6	4.4	4.2
YY	YY US	6.3	24.5	30.7	1.8	2.8	35.2	46.0	13.3	10.1	1.5	1.2	11.0	6.4
Momo	MOMO US	6.7	16.5	19.3	3.6	5.1	18.0	21.7	10.6	8.8	2.4	2.0	8.5	5.5
차량공유														
AutoHome	ATHM US	11.9	8.8	10.4	3.5	4.2	31.0	36.5	19.0	16.1	7.9	6.7	16.7	13.1
Bitauto	BITA US	0.9	11.5	12.9	1.2	1.5	10.0	12.4	7.5	6.0	0.5	0.4	31.2	25.4

참고: 6월 3일 기준, 알리바바는 3월말 결산으로 2019E→FY2020, 2020E→FY2021의 추정치

자료: 삼성증권

포괄손익계산서

3월 31일 기준(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	76,204	101,143	158,273	250,266	376,844
매출원가	23,834	34,355	59,483	107,044	206,929
매출총이익	52,370	66,788	98,790	143,222	169,915
판매관리비	16,313	20,512	28,553	43,540	64,669
R&D비용	10,658	13,788	17,060	22,754	37,435
기타영업비용	2,264	3,386	5,122	7,614	10,727
EBITDA	27,550	36,150	62,347	91,334	82,773
유무형자산상각비	4,415	7,048	14,292	22,020	25,689
영업이익	23,135	29,102	48,055	69,314	57,084
영업외손실	(9,191)	(52,366)	(11,974)	(31,089)	(39,137)
세전이익 (조정)	27,473	33,352	55,225	94,921	61,735
비경상손실	(4,853)	(48,116)	(4,804)	(5,482)	(34,486)
세전이익 (GAAP)	32,326	81,468	60,029	100,403	96,221
법인세비용	6,416	8,449	13,776	18,199	16,553
비지배지분귀속 순익	59	(171)	(2,449)	(2,681)	(7,652)
당기순이익 (GAAP)	24,261	71,460	43,675	64,093	87,886
EPS (GAAP, 달러)	10.3	29.1	17.5	25.1	34.0
희석 EPS (달러)	9.7	27.9	17.0	24.5	33.4

현금흐름표

3월 31일 기준(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동에서의 현금흐름	26,379	41,217	56,836	80,326	125,171
당기순이익	24,261	71,460	43,675	64,093	87,886
감가상각비&무형자산상각비	4,415	7,048	14,292	22,020	25,689
비현금항목	10,687	(28,625)	15,100	16,976	37,400
비현금 운전자본 변동	1,854	6,953	7,259	22,082	-
투자활동에서의 현금흐름	(53,454)	(42,831)	(78,364)	(83,890)	(151,060)
고정&무형자산 변동	(7,705)	(10,845)	(17,546)	(29,836)	(32,336)
인수&사업매각	(34,857)	(24,209)	(67,692)	(48,104)	-
기타	(10,892)	(7,777)	6,874	(5,950)	(118,724)
재무활동에서의 현금흐름	87,497	(15,846)	32,914	20,359	(7,392)
배당금	(104)	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	26,044	2,478	29,333	33,345	-
자본금의 증가(감소)	61,438	(19,102)	2,114	399	-
기타	119	778	1,467	(13,385)	-
현금증감	75,148	(1,375)	36,918	55,573	(4,232)
기초현금	33,045	108,193	106,818	143,736	202,726
기말현금	108,193	106,818	143,736	199,309	189,976
Free cash flow	33,512	45,991	62,780	95,335	118,639

참고: * 지배주주기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

3월 31일 기준(백만원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산 총계	142,109	134,070	181,864	256,855	270,273
현금 및 현금성자산	45,074	125,999	115,696	150,801	210,210
매출채권	1,067	1,209	4,388	7,284	-
비유동자산 총계	113,325	230,380	324,948	460,269	694,803
순 유형자산	9,139	13,629	20,206	66,489	92,030
기타 비유동자산	89,575	187,359	273,290	355,588	445,683
자산 총계	255,434	364,450	506,812	717,124	965,076
유동부채 총계	39,672	52,039	93,564	135,810	207,669
매입채권	22,567	30,124	53,104	94,854	135,396
단기차입금	1,990	4,304	14,897	6,028	22,466
기타 유동부채	15,115	17,611	25,563	34,928	49,807
비유동부채 총계	57,691	62,522	89,127	141,875	142,005
장기차입금	50,603	53,467	76,835	119,525	111,834
기타 비유동부채	7,088	9,055	12,292	22,350	30,171
부채 총계	97,363	114,561	182,691	277,685	349,674
보통주자본금/주식발행초과금	117,143	132,207	164,586	186,765	231,784
이익잉여금	24,842	78,752	108,558	172,353	257,886
자본 총계	158,071	249,889	324,121	439,439	615,402
부채 및 자본 총계	255,434	364,450	506,812	717,124	965,076

재무비율 및 주당지표

3월 31일 기준	2015	2016	2017	2018	2019
증감률 (%)					
매출액	120.8	32.7	56.5	58.1	50.6
영업이익	115.2	25.8	65.1	44.2	(17.6)
순이익	184.4	194.5	(38.9)	46.7	37.1
희석 EPS	171.7	187.5	(39.2)	44.4	36.2
주당지표					
희석 EPS	9.7	27.9	17.0	24.5	33.4
BPS	58.3	87.7	110.2	142.2	190.4
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E*	66.5	42.9	47.1	45.1	58.3
P/B*	8.9	5.8	6.7	8.1	6.4
EV/EBITDA	44.0	33.4	29.4	32.0	37.0
비율					
ROE (%)	27.6	39.4	17.6	19.9	20.4
ROA (%)	13.2	23.1	10.0	10.5	10.4
ROIC (%)	11.2	9.1	8.6	7.0	7.0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 6월 3일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 6월 3일 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.