

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 비판론을 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

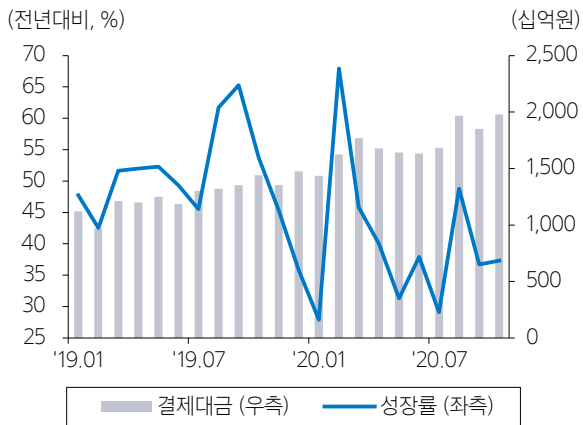
2010년 소셜커머스로 시작. 2015년 직매입 유통으로 전환하며 획기적인 익일배송 보장 로켓배송 서비스를 개시, 한국형 뉴커머스의 시작을 알림. 쿠팡 없는 삶을 상상조차 할 수 없는 세상을 만들겠다는 비전 아래, 역대급 영업손실을 거듭하면서도 매출 성장을 최우선 목표로 삼음. 그 결과 2019년 매출액 7.15조원을 기록하며 지난 4년간(2016~2019년) 연평균 매출 성장률 58%라는 놀라운 성과를 거둠. 2020년 현재 와이즈리테일 거래대금 기준 2위 디지털 커머스 사업자. 하지만 거래의 순도로 보면 명실상부 디지털 커머스 1위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

회사 연혁



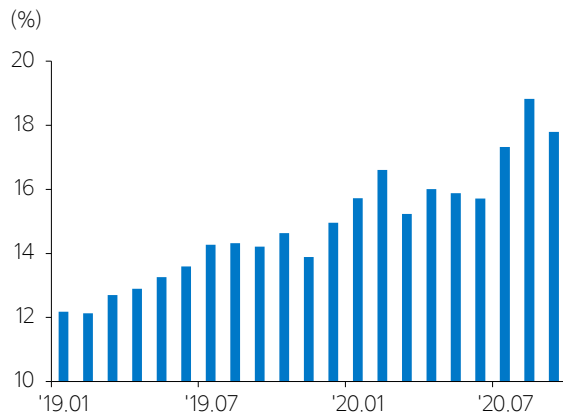
자료: 쿠팡, 삼성증권

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, 판매비율 개선 효과가 4.2%pts. 판매비율 개선 원인은 규모의 경제 효과 때문으로 그 이해가 어렵지 않음. 2016년 49.8%에 달하던 판매비율은 매출이 연평균 55%씩 고속성장하며 3년만에 26.9%까지 하락. 특히, 유통업계 경쟁심화로 광고선전비가 전년대비 100% 가까이 증가했음에도 전체 판매비 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 로켓배송(판매자를 위한 풀필먼트 서비스)이 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



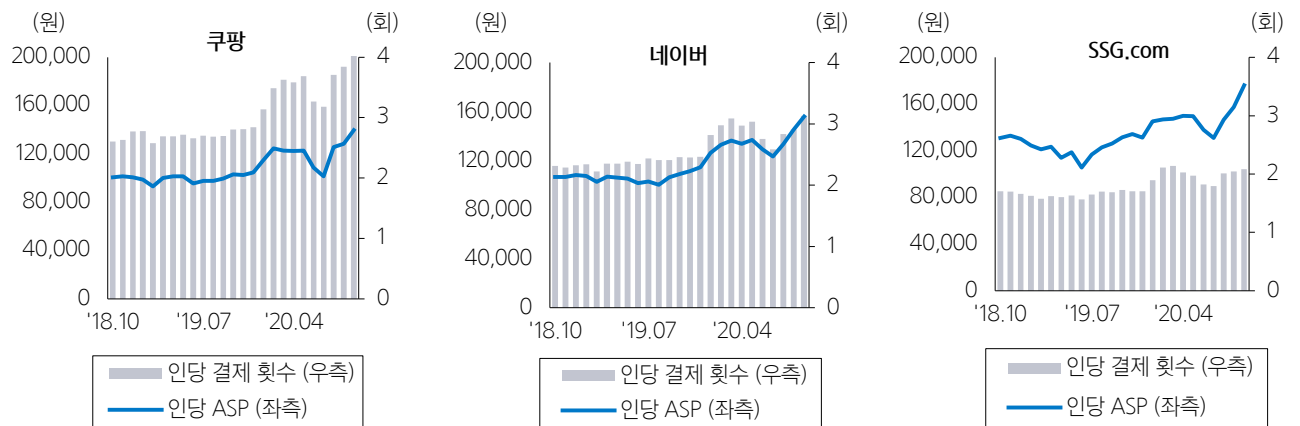
자료: 언론보도, 쿠팡, 삼성증권

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 이름 만으로 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.

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