

Issue Report: 유통/소비재

전자상거래, 승자의 저주?

주요 전자상거래 4사 2018년 실적 점검

유통/소비재 주영훈
Tel. 02)368-6156
jyh5683@eugenefn.com



Glossary

용어	정의
e-commerce	전자상거래. 인터넷 웹사이트상에 구축된 가상의 상점을 통해 제품과 서비스를 사고 파는 모든 행위
소셜커머스(social commerce)	소셜 네트워크 서비스(SNS)를 통하여 이루어지는 전자상거래. 일정 수 이상의 구매자가 모임 경우 파격적인 할인가로 상품을 제공하는 판매 방식이다. 할인성사를 위해 사람들이 공동 구매자를 모으는 과정에서 주로 소셜 네트워크 서비스를 이용하는 데서 유래.
직매입(direct buying)	유통되는 상품을 직접 구매하고 재고까지 책임지는 운영 방식
SKU(stock keeping unit)	스톡 키핑 유닛. 유닛 컨트롤을 전제로 한 상품단위로 재고품이 선반에 진열될 때의 단위. 재고관리코드를 의미하며 개별적 상품에 대해 재고 관리 목적으로 추적이 용이하도록 하기 위해 사용되는 식별 관리 코드
로켓프레시	'쿠팡'에서 제공하는 배송서비스로, 채소, 고기, 유기농식품 등 다양한 신선식품을 새벽시간 동안 빠르게 문 앞까지 배송하는 직매입 서비스
로켓와우클럽	'쿠팡'의 멤버십 제도로, 2,900원의 가입비를 내고 '와우클럽' 멤버십에 가입하면 구입금액 상관없이 로켓상품을 주문할 수 있게 되는 서비스
쿠팡플렉스	'쿠팡'이 선보인 신개념 배송 서비스. 누구든 자신의 스케줄에 따라 원하는 날짜를 근무 일로 설정해 자유롭게 일할 수 있는 배송 시스템
포괄임금제	근로계약 체결 시 연장, 야간, 휴일근로 등을 미리 정하여 예정된 수당을 지급하는 방식. 즉, 실제 근로시간을 따지지 않고 매월 일정액의 시간외근로수당을 지급하거나 기본임금에 제수당(諸手當)을 포함해 지급하는 임금산정방식
신선생	'쿠팡'의 '로켓프레시'와 유사한 '위메프'의 신선식품 직매입 서비스
슈퍼마트	'쿠팡'의 '로켓프레시'와 유사한 '티몬'의 신선식품 직매입 서비스
GMV(Gross Merchandise Volume)	총거래액. 전자상거래 업체에서 주어진 기간 동안 이뤄진 총 매출액. 이는 전자상거래업체의 규모를 측정하는 방법 가운데 하나로, 업체의 기업가치 평가 시 중요 지표로 사용됨

Summary

〈보고서 작성 취지〉

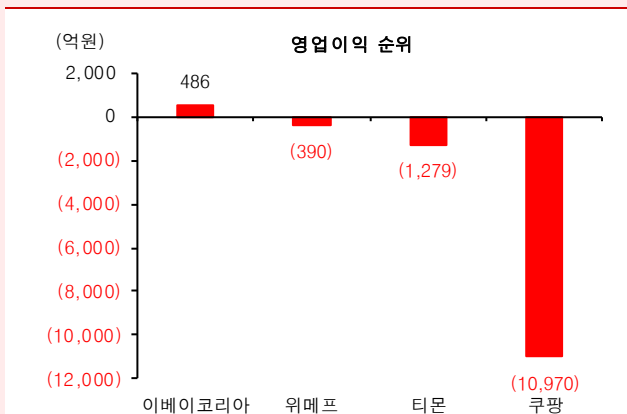
주요 전자상거래 업체들의 2018년도 감사보고서가 발표되었다. 주요 전자상거래 4社の 합산 매출액은 +41.8%yoy 증가한 가운데, 영업손실 규모는 1조 2,154억원으로 확대되었다. 특히 이목이 집중되었던 쿠팡의 영업손실은 시장 예상치(8,000억원 수준)를 큰 폭으로 넘어선 1.1조원을 기록하며 승자의 저주(Winners Curse)란 단어를 떠올리게 만들기도 했다. 당사는 주요 전자상거래 4社の 감사보고서 분석을 통해 2018년 실적을 평가해보고 향후 방향성을 점검해보고자 한다.

4社 합산 매출액 +41.8%yoy 증가, 영업손실 1조 2,154억원 기록

(십억원)		coupang 쿠팡	TMON 티몬	위메프 위메프	AUCTION.Gmarket 이베이코리아
매출액	2015A	1,134	196	217	799
	2016A	1,916	264	369	863
	2017A	2,685	357	473	952
	2018A	4,423	501	429	981
영업이익	2015A	(547)	(142)	(142)	80
	2016A	(565)	(158)	(64)	67
	2017A	(639)	(115)	(42)	62
	2018A	(1,097)	(128)	(39)	49
매출액성장률(%yoy)	2015A	225.3	24.4	72.0	8.9
	2016A	69.0	35.0	70.5	8.0
	2017A	40.1	35.1	28.2	10.3
	2018A	64.7	40.1	(9.2)	3.1
영업이익율(%)	2015A	(48.2)	(72.4)	(65.8)	10.0
	2016A	(29.5)	(59.8)	(17.2)	7.8
	2017A	(23.8)	(32.3)	(8.8)	6.5
	2018A	(24.8)	(25.5)	(9.1)	5.0
자산	2018A	1,838	118	292	1,801
부채	2018A	1,835	553	571	722
자본	2018A	3	(435)	(279)	1,079

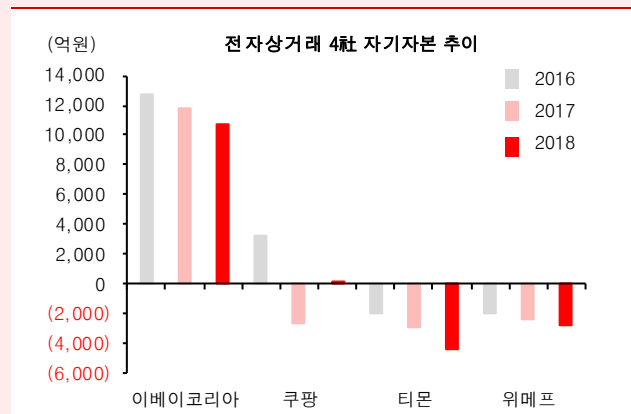
자료: 각 사, 유진투자증권

승자의 저주? 외형성장 순위와 영업이익 순위는 정반대



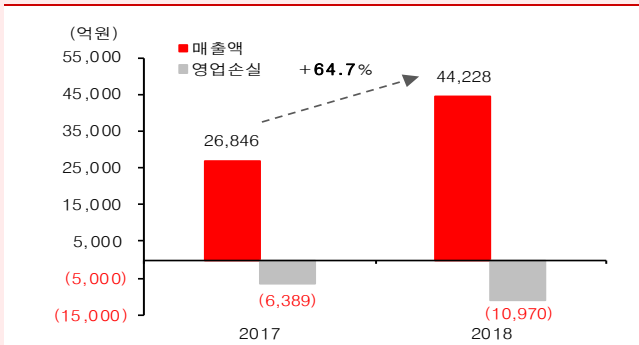
자료: 각 사, 유진투자증권

지속적인 자금조달이 필요한 상황



자료: 각 사, 유진투자증권

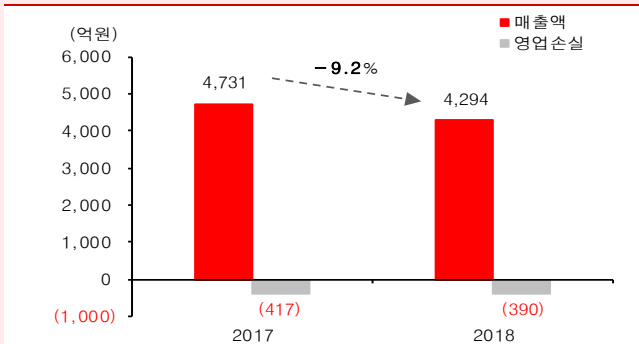
coupang 시장 예상을 넘어서는 영업손실 규모



자료: 쿠팡, 유진투자증권

- 2018년 매출액: 4조 4,228억원(+64.7%yoy)
- 2018년 영업손실: 1조 970억원(적자확대)
- 주요 주주: 쿠팡LLC(100%)
- 주요 특징
 - 직매입 비즈니스 확대를 위한 투자 진행 중
 - 배송 강화에 초점을 맞추고 있음(ex: 로켓배송)
 - 투자 유치가 계속될 수 있는지가 초점

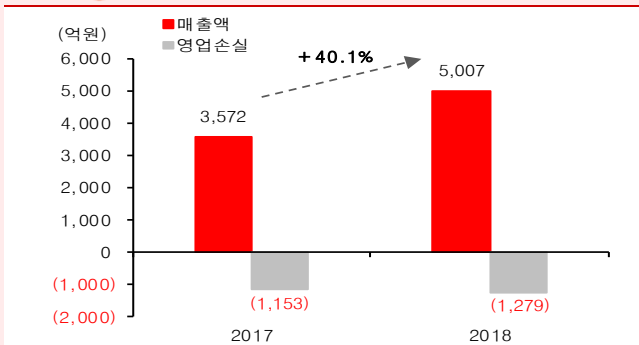
위메프 수익성 개선으로 전략 방향성 변경



자료: 위메프, 유진투자증권

- 2018년 매출액: 4,294억원(-9.2%yoy)
- 2018년 영업손실: 390억원(적자축소)
- 주요 주주: 원더폴딩스(88.7%)
- 주요 특징
 - 수익성 개선에 초점을 맞추고 있음
 - 직매입, 직배송 서비스 축소&수수료 매출 비중 높임
 - 매출액 규모가 티몬에게 역전된 점은 아쉬움

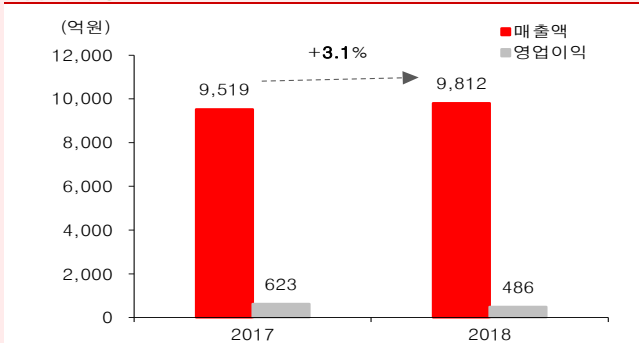
TMON 직매입 비즈니스 지속, 외형성장을 목표로 함



자료: 티몬, 유진투자증권

- 2018년 매출액: 5,007억원(+40.1%yoy)
- 2018년 영업손실: 1,279억원(적자확대)
- 주요 주주: 몬스터홀딩스(98.4%), NHN엔터(1.6%)
- 주요 특징
 - 미디어콘텐츠 및 유명인을 활용한 티비온 서비스 제공
 - 신선식품을 중심으로 한 슈퍼마트를 중심으로 내세움
 - 마케팅 관련 비용은 축소해나가는 중

AUCTION, Gmarket 가장 부진한 성적표



자료: 이베이코리아, 유진투자증권

- 2018년 매출액: 9,812억원(+3.1%yoy)
- 2018년 영업이익: 486억원(-22.1%yoy)
- 주요 주주: eBay KTA(UK) Ltd.(100%)
- 주요 특징
 - G마켓, 옥션, G9 브랜드를 보유하고 있음
 - 비상장 E-commerce 업체 중 유일한 흑자
 - 배송 및 물류를 위탁처리. 관련 투자를 진행하지 않음

Contents

I. 주요 E-commerce 업체들 실적 점검8

1. 합산 매출액 +41.8% 증가, 영업손실 1조 2,154억원 기록
2. 쿠팡: 시장 예상을 넘어서는 영업손실 규모
3. 위메프: 외형성장 보다는 수익성 개선으로 전략 방향성 변경
4. 티몬: 직매입 비즈니스 지속, 외형성장을 목표로 함
5. 이베이코리아: 가장 부진한 성적표

II. 종합평가 및 생각해볼 점.....21

1. 승자의 저주? 외형성장과 손익 순서는 정반대에 해당한다
2. E-commerce 산업, 마케팅 경쟁강도는 어떠한가?
3. 쿠팡의 대규모 영업손실, 올해는 극복이 가능할까?
4. 승자의 조건, 지속 가능한 투자자원 확보 능력



I. 주요 E-commerce 업체들 실적 점검

1. 합산 매출액 +41.8% 증가, 영업손실 1조 2,154억원 기록

2018년 주요 E-commerce 업체들의 실적이 발표되었다. 국내 E-commerce 시장이 빠르게 성장하며 소비시장에서 차지하는 위상이 높아지고 있으나, 비상장사인 관계로 매년 한번씩 발표되는 감사 보고서를 통해서만 대략적인 흐름을 파악할 수 있다는 아쉬움이 남는다. 당사는 이번 보고서를 통해 2018년 주요 전자상거래 업체들의 실적을 분석 및 평가해보고 향후 방향성을 점검해보고자 한다.

결론부터 말하자면 **4社の 합산 매출액은 전년 동기 대비 +41.8% 증가**하며 2017년(+30.9%) 대비 성장률이 더욱 확대되었다. 다만, 이에 대한 부작용으로 **4社の 합산 영업손실은 1조 2,154억원을 기록하며 전년 동기 대비 4,818억원이나 증가**했다. 영업손실폭이 큰 폭으로 확대된 주요 원인은 쿠팡의 영업손실이 당초 시장에서 예상하던 수준(8,000억원)을 크게 넘어섰기 때문이다.

외형성장률의 순위와 손익의 순서는 여전히 정반대로 나타나고 있다. 높은 외형성장률 자체는 긍정적이지만 이는 감내할 수 있는 수준이어야 하며, **승자의 저주(Winners Curse)에 빠지지 않기 위한 고민이 필요한 상황**이라고 생각된다.

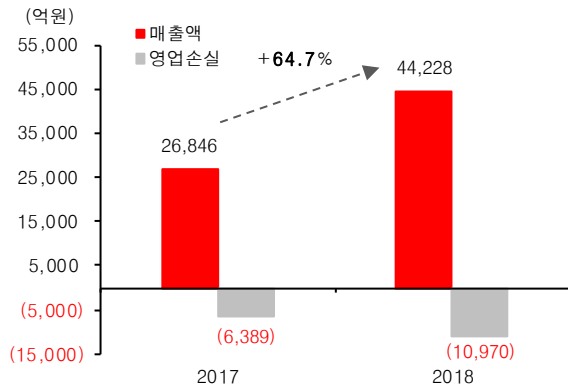
도표 1 4社 합산 매출액 +41.8%yoy 증가, 영업손실 1조 2,154억원 기록

					
(십억원)		쿠팡	티몬	위메프	이베이코리아
매출액	2015A	1,134	196	217	799
	2016A	1,916	264	369	863
	2017A	2,685	357	473	952
	2018A	4,423	501	429	981
영업이익	2015A	(547)	(142)	(142)	80
	2016A	(565)	(158)	(64)	67
	2017A	(639)	(115)	(42)	62
	2018A	(1,097)	(128)	(39)	49
매출액성장률(%yoy)	2015A	225.3	24.4	72.0	8.9
	2016A	69.0	35.0	70.5	8.0
	2017A	40.1	35.1	28.2	10.3
	2018A	64.7	40.1	(9.2)	3.1
영업이익율(%)	2015A	(48.2)	(72.4)	(65.8)	10.0
	2016A	(29.5)	(59.8)	(17.2)	7.8
	2017A	(23.8)	(32.3)	(8.8)	6.5
	2018A	(24.8)	(25.5)	(9.1)	5.0
자산	2018A	1,838	118	292	1,801
부채	2018A	1,835	553	571	722
자본	2018A	3	(435)	(279)	1,079

자료: 각 사, 유진투자증권

coupang → 시장 예상을 넘어서는 영업손실 규모

도표 2 쿠팡 2018년 실적



자료: 쿠팡, 유진투자증권

- 2018년 매출액: 4조 4,228억원(+64.7%yoy)
- 2018년 영업손실: 1조 970억원(적자확대)
- 주요 주주: 쿠팡LLC(100%)
- 설립일: 2013년 2월 설립
- 대표이사: 김범석
- 주요 특징
 - 직매입 비즈니스 확대를 위한 투자 진행 중
 - 배송 강화에 초점을 맞추고 있음(ex: 로켓배송)
 - 투자 유치가 계속될 수 있는지가 초점

쿠팡의 2018년 순매출액과 영업손실은 4조 4,228억원(+64.7%yoy), 1조 970억원(적자확대)을 기록했다. 외형성장률만 놓고 보자면 경우 주요 E-commerce 업체들 중 가장 높은 +60% 이상의 성장을 거두었다는 점에서 긍정적이지만, 영업손실 규모가 당초 시장에서 예상하던 수준(8,000억원)을 상회하는 1.1조원으로 확대된 점은 문제점으로 볼 수 있다.

영업손실 규모가 커진 이유는 인건비 증가, 마케팅 관련 비용이 동시에 발생했기 때문이다. 타 전자상거래 업체들이 자금력의 한계로 인해 배송과 마케팅 중 한가지를 선택해 집중하는 모습을 보이는 것과 달리 쿠팡의 경우 두 마리 토끼를 한번에 잡으려는 행보를 보였다. 그 결과 쿠팡의 2018년 인건비는 9,866억원(+50.5%yoy), 광고선전비는 1,548억원(+187.8%yoy)로 큰 폭으로 증가했다.

도표 3 쿠팡 연간 실적 Table

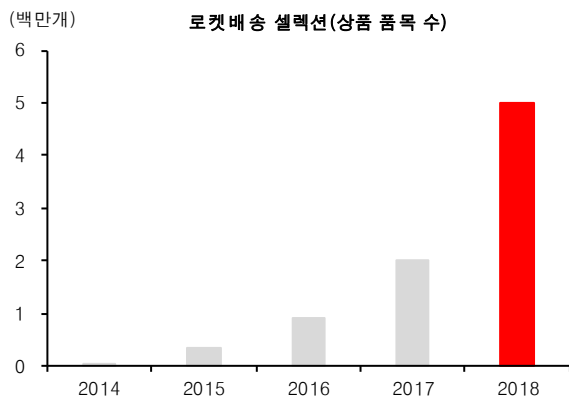
(백만원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	47,800	348,497	1,133,752	1,915,938	2,684,630	4,422,788
상품매출액	5,577	194,864	990,389	1,704,740	2,459,168	-
수수료 및 기타	42,222	153,634	143,363	211,198	225,462	-
(%yoy)		629.1	225.3	69.0	40.1	64.7
상품매출액		3,393.8	408.2	72.1	44.3	-
수수료 및 기타		263.9	-6.7	47.3	6.8	-
매출원가	5,195	189,221	989,083	1,526,328	2,166,504	3,672,678
매출총이익	42,605	159,276	144,669	389,610	518,126	750,110
gpm(%)	89.1	45.7	12.8	20.3	19.3	17.0
판매비와관리비	42,758	280,824	691,682	954,880	1,157,023	1,847,147
판매비율(%)	89.5	80.6	61.0	49.8	43.1	41.8
영업손실	(154)	(121,548)	(547,013)	(565,270)	(638,897)	(1,097,037)
opm(%)	-0.3	-34.9	-48.2	-29.5	-23.8	-24.8
기타손익	(229)	2,112	20,920	3,474	(34,616)	(13,717)
기타수익	34	72	1,081	180	405	436
기타비용	735	81	344	958	2,589	666
금융수익	483	2,773	20,407	18,129	9,386	19,339
금융비용	11	652	225	13,877	41,818	32,826
법인세비용차감전순손실	(382)	(119,436)	(526,093)	(561,796)	(673,513)	(1,110,754)
당기순손실	(1,264)	(119,436)	(526,093)	(561,796)	(673,513)	(1,110,754)

자료: 쿠팡, 유진투자증권

쿠팡은 현재 단기 영업손실을 고려하지 않는 막대한 투자를 진행하고 있다. 지난해 말 소프트뱅크의 비전펀드로부터 2.2조원의 자금수혈을 받은 뒤 더욱 공격적인 행보를 보이는 중이다. 쿠팡의 익일 배송 서비스인 '로켓 배송'이 취급하는 SKU 추이를 살펴보자면 **출범 당시(2014년) 5.8만개에 불과했으나 지난해에는 500만개까지 확대**되었다. 일반적으로 대형마트에서 취급하는 SKU가 평균 4~5만개 수준임을 감안했을 때 엄청난 규모가 아닐 수 없다. 지난해 10월 시작된 신선식품 새벽배송 서비스인 로켓프레시 또한 빠른 속도로 성장하고 있다. '로켓프레시' 서비스의 잠재 고객군으로 볼 수 있는 쿠팡의 유료회원 '로켓와우클럽' 가입고객수는 서비스 론칭 4개월만에 가입자수가 150만명을 돌파해 마켓컬리(가입자수 100만명)를 단숨에 뛰어넘은 것으로 파악된다.

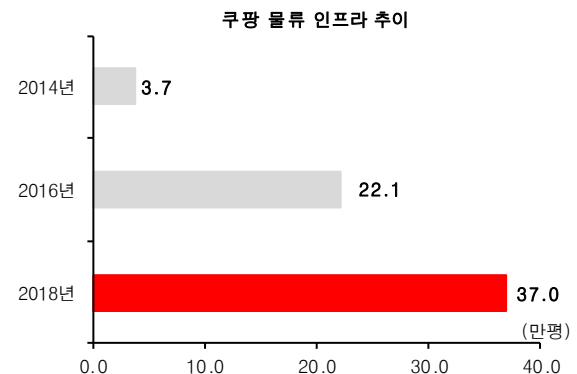
문제는 현재 운영하고 있는 배송시스템을 유지하기 위해서는 막대한 인건비와 더불어 물류창고 운영비 지출이 불가피하다는 점이다. 특히, 인건비가 문제인데 쿠팡맨을 정직원으로 고용하기 때문이다. **2017년(영업손실: 6,735억원, 인건비: 6,555억원)에 이어 2018년(영업손실 1.1조원, 인건비 9,866억원)에도 영업손실 규모가 인건비 지출과 유사했음을 참조**하면 된다. 최근 쿠팡플러스(일반인들이 자신이 원하는 날짜와 시간, 지역에서 제품 배송 업무를 하고 수입을 얻을 수 있도록 한 시스템)제도를 도입하며 인건비 부담을 덜기 위해 노력 중이나 워낙 인건비 부담이 큰 상황이기 때문에 근본적인 대책이 되기는 어려워 보인다.

도표 4 2018년 로켓배송 셀렉션은 500만개에 육박



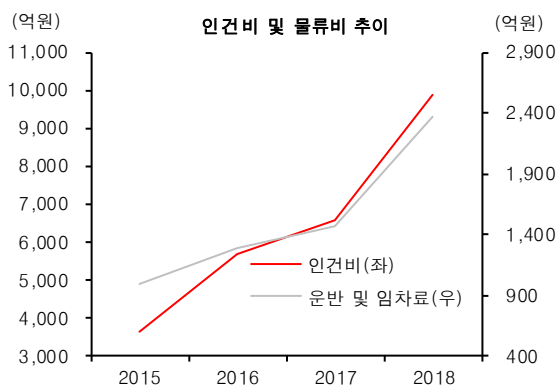
자료: 쿠팡, 유진투자증권

도표 5 물류 인프라에 대한 투자 지속



자료: 쿠팡, 유진투자증권

도표 6 인건비, 운반 및 임차료 모두 증가



자료: 쿠팡, 유진투자증권

도표 7 최근 쿠팡플러스를 도입

coupang 플러스

시간당 25,000원 이상 가능! 돈 많이 버세요.

내 차나 도보로 마트에서 쉽게 배송하세요.

1. 역대급 가성비: 최대 시간당 25,000원 이상 가능해요. - 반박은 반박, 일하고 싶을 때 일하세요. - 내 차를 배송하면 수익도 UP! - 내일부터 바로 가능해요.
2. 원하는 요일에 원하는 마트에서: - 일요일도 가능해요. - 당일, 주중, 야간 모두 하고 있어요. - 내 차를 직접 배달할 수 있어요.
3. 누구나 쉽게

자료: 쿠팡, 유진투자증권

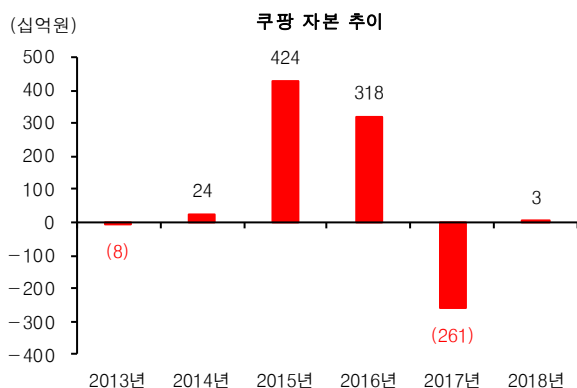
쿠팡의 2018년말 기준 자본총계는 31억원으로 자본잠식 상태에서 벗어났다. 다만, 지난해 말 소프트뱅크의 비전펀드로부터 2.2조원의 자금을 수혈 받았음에도 불구하고 1년만에 자본금이 바닥났다는 점을 긍정적으로 해석하기는 어렵다. 올해 영업손실폭이 줄어든다고 가정하더라도 다시금 완전 자본잠식 상태에 들어갈 수밖에 없는 구조다. 규모의 경제가 완성되어 자체적으로 영업이익을 창출하기 전까지 지속적으로 자금조달이 가능한지 여부가 무엇보다 중요한 이유다.

도표 8 쿠팡 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
자산	105	343	1,067	1,020	1,073	1,838
유동자산	85	256	868	638	681	1,389
현금및현금성자산	34	191	657	363	176	642
재고자산	5	30	105	148	289	457
기타	46	36	106	127	216	289
비유동자산	20	86	200	382	392	449
유형자산	9	59	166	360	350	400
기타	11	27	33	22	42	49
부채	113	319	643	702	1,334	1,835
유동부채	106	277	554	619	986	1,469
매입채무	2	34	197	248	449	644
미지급금	93	228	318	312	434	679
기타	12	15	39	58	104	145
비유동부채	7	42	88	84	347	365
장기차입금	0	18	49	42	296	297
기타	7	24	39	42	51	69
자본	(8)	24	424	318	(261)	3

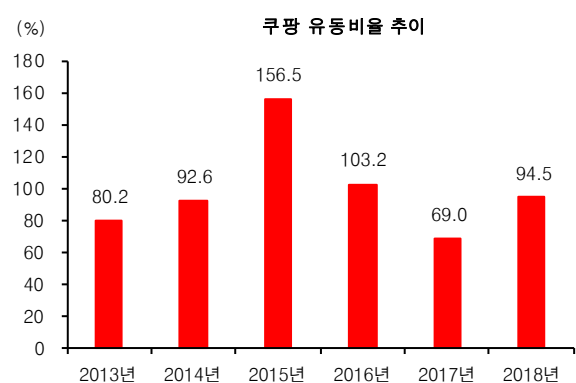
자료: 쿠팡, 유진투자증권

도표 9 2018년말 기준 자기자본은 31억원에 불과함



자료: 쿠팡, 유진투자증권

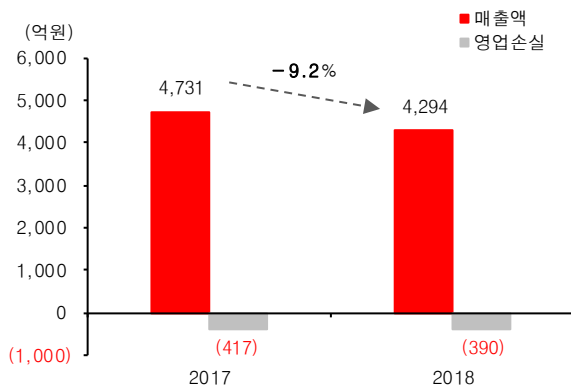
도표 10 유동성비율은 소폭 개선됨



자료: 쿠팡, 유진투자증권

위메프 → 외형성장 보다는 수익성 개선으로 전략 방향성 변경

도표 11 위메프 2018년 실적



자료: 위메프, 유진투자증권

- 2018년 매출액: 4,294억원(-9.2%yoy)
- 2018년 영업손실: 390억원(적자축소)
- 주요 주주: 원더폴딩스(88.7%)
- 설립일: 2010년 5월 설립
- 대표이사: 박은상
- 주요 특징
 - 수익성 개선에 초점을 맞추고 있음
 - 직매입, 직배송 서비스 축소&수수료 매출 비중 높임
 - 매출액 규모가 티몬에게 역전된 점은 아쉬움

위메프의 2018년 순매출액과 영업손실은 4,294억원(-9.2%yoy), 390억원(적자축소)을 기록했다. **비용 부담이 높은 직매입 구조를 버리고 수수료 수익 강화에 치중하는 모습**을 보였는데, 직매입에 해당하는 상품매출액이 전년 동기 대비 50.5% 감소하며 전체 순매출액 역성장을 기록한 배경이 되었다. 다만, 외형성장을 포기한 대신 분명한 수익성 개선은 달성한 것으로 판단된다. 지난해 6월 포괄임금제 폐지에 따른 인력 총원 및 초과근무 수당 지급으로 급여지출이 1년 사이 270억원 늘어났음에도 불구하고 손실 규모가 줄어들었기 때문이다. 2020년 월단위 흑자전환을 달성하겠다는 목표를 내세우고 있다.

도표 12 위메프 연간 실적 Table

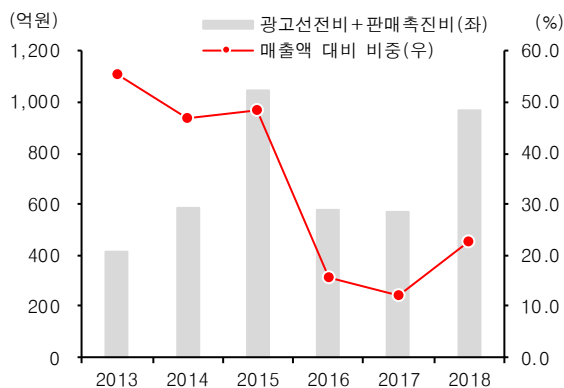
(백만원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	74,563	125,874	216,506	369,093	473,065	429,431
상품매출액	70,450	118,014	114,672	201,754	253,834	125,766
제품매출액	4,004	6,797	99,467	2,594	1,234	1,225
수수료 및 기타	109	1,063	2,367	164,744	217,996	302,440
(%yoy)		68.8	72.0	70.5	28.2	-9.2
상품매출액		67.5	-2.8	75.9	25.8	-50.5
제품매출액		69.8	1,363.4	-97.4	-52.4	-0.7
수수료 및 기타		877.9	122.6	6,860.3	32.3	38.7
매출원가	29,521	76,851	194,530	195,136	230,422	119,541
매출총이익	45,041	49,023	21,976	173,957	242,643	309,890
gpm(%)	60.4	38.9	10.2	47.1	51.3	72.2
판매비와관리비	81,110	78,065	164,423	237,587	284,361	348,912
판매비율(%)	108.8	62.0	75.9	64.4	60.1	81.2
영업손실	(36,069)	(29,042)	(142,448)	(63,630)	(41,718)	(39,022)
opm(%)	-48.4	-23.1	-65.8	-17.2	-8.8	-9.1
기타손익	(2,435)	(378)	(2,081)	(19,329)	(5,892)	(5,092)
기타수익	183	1,239	3,473	1,449	4,387	3,109
기타비용	2,129	2,527	5,733	20,105	9,147	8,545
금융수익	296	1,449	2,181	2,094	1,637	1,731
금융비용	786	539	2,002	2,768	2,769	1,386
법인세비용차감전순손실	(38,504)	(29,420)	(144,529)	(82,959)	(47,610)	(44,114)
당기순손실	(38,504)	(29,420)	(144,529)	(82,959)	(47,610)	(44,114)

자료: 위메프, 유진투자증권

위메프의 변화를 조금 더 구체적으로 살펴보자면 '빠른 배송'을 포기하고 '가격 경쟁력'을 확보에 주력하고 있는데, 신선식품 배송서비스와 공산품 직매 사업인 '신선생', '원더배송'을 대폭 축소하는 것이 이를 반증한다. 배송 경쟁에 초점을 맞추고 있는 타 전자상거래 업체들의 행보와는 정반대되는 행보다. 대부분의 전자상거래 업체들이 직매입 비중을 끌어올리는데 집중하는 이유는 상품에 대한 지배력을 강화해 빠른 배송으로 연결시키기 위함인데, 위메프의 경우 이 과정에서 발생하는 막대한 물류 비용 부담을 더 이상 감당하기 어렵다고 판단한 것으로 보여진다. 빠른 배송을 포기함으로써 절약되는 물류비용을 마케팅 비용으로 지출해서 가격 경쟁력을 확보하겠다는 것이다.

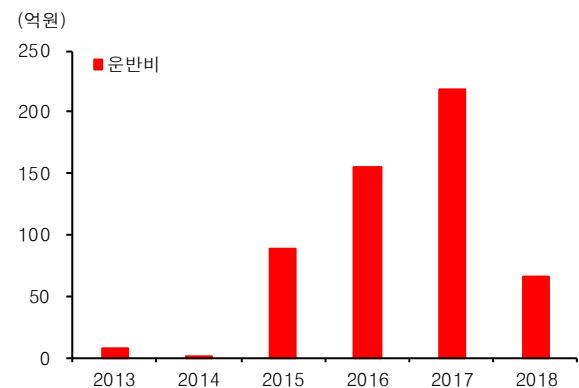
위메프는 차별화된 가격에 방점을 두고 투데이특가, 히든프라이스 등 날마다 다른 특가행사를 진행하고 있다. 각 이벤트는 시간대 및 품목별로 세분화되어 진행되며 소비자들은 인터넷 최저가 대비 최대 20%까지 저렴하게 상품을 구매할 수 있다. 2018년 판관비 지출내역을 살펴보면, 마케팅 관련 비용(광고선전비+판매촉진비)이 매출에서 차지하는 비중이 22.6%로 전년 동기와 비교했을 때 무려 +10.5%p나 증가했음을 확인할 수 있다. 마케팅 비용을 늘렸음에도 불구하고 전체 영업손실 규모가 줄어들었다는 점은 물류 경쟁이 얼마나 치열했는가를 의미한다고 생각된다.

도표 13 마케팅 관련 비용 지출은 소폭 증가함



자료: 위메프, 유진투자증권

도표 14 직매입 축소로 운반비가 크게 줄어듦



자료: 위메프, 유진투자증권

도표 15 인터넷 최저가보다 20% 가격을 낮춘 비공개 특가 '히든프라이스' 서비스



자료: 위메프, 유진투자증권

무리한 외형성장보다는 손익 개선으로 방향성을 전환한 뒤 영업손실 규모 축소가 이루어지고 있음은 분명 긍정적이다. 하지만, 재무상태표를 살펴보자면 여전히 자본잠식 상태에서 벗어나고 있지는 못하다. 2018년말 기준 자본총계는 -2,794억원으로 전년 대비 소폭 악화된 상태다.

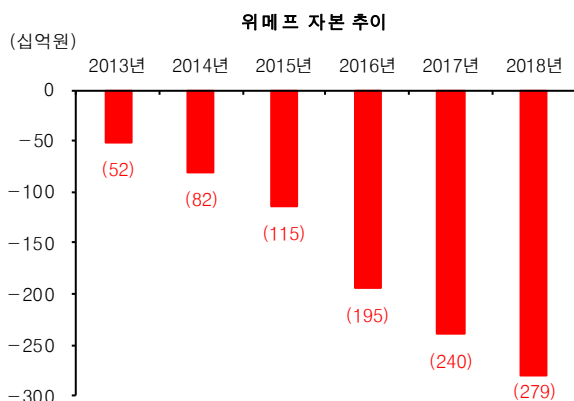
1) 영업손실률이 한 자릿수를 유지하고 있으며, 2) 3년 연속 영업활동 현금흐름 흑자(349억원)를 기록하고 있는 만큼 단기간에 문제가 발생하지는 않을 것으로 판단되나, 자본잠식 상태를 벗어나기 위해서는 추후 한차례 정도의 자금 수혈은 필요할 것으로 보여진다.

도표 16 위메프 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
자산	106	142	186	233	297	292
유동자산	96	119	159	213	274	266
당좌자산	95	115	137	195	255	259
현금및현금성자산	42	38	37	144	204	190
미수금	33	19	16	16	26	34
단기금융상품	6	44	58	19	12	14
기타	13	14	27	16	12	20
재고자산	1	4	21	18	19	7
비유동자산	10	23	27	20	23	26
유형자산	3	7	10	9	10	14
기타·보증금	5	6	7	5	9	9
부채	158	224	301	428	537	571
유동부채	144	218	255	381	527	554
미지급금	139	212	232	362	470	537
매입채무	0	1	17	13	10	6
유동성장기차입금	-	-	-	-	40	-
기타	5	6	6	7	7	11
비유동부채	14	5	45	47	9	17
장기차입금	12	2	40	40	-	-
퇴직급여충당부채	2	3	5	7	9	16
기타	0	0	0	0	0	1
자본	(52)	(82)	(115)	(195)	(240)	(279)

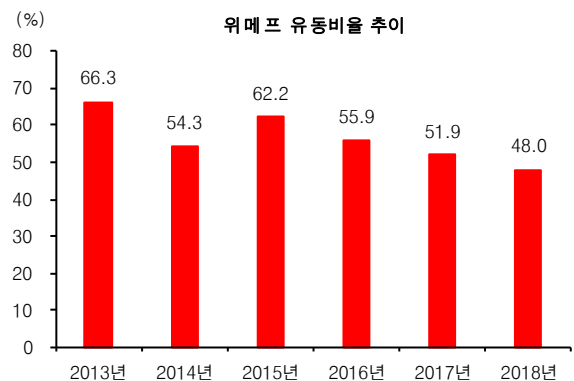
자료: 위메프, 유진투자증권

도표 17 자본잠식상태가 지속되고 있음



자료: 위메프, 유진투자증권

도표 18 유동비율은 조금씩 하락하고 있음

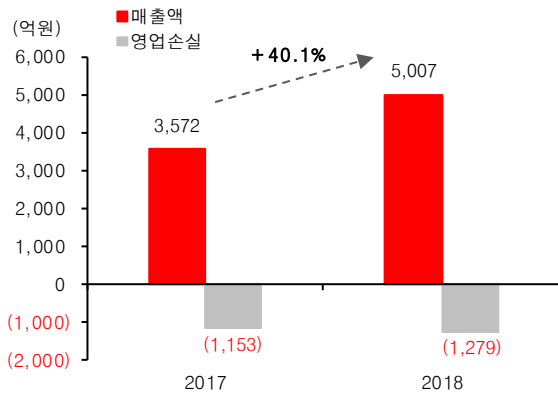


자료: 위메프, 유진투자증권



티몬 → 직매입 비즈니스 지속, 외형성장을 목표로 함

도표 19 티몬 2018년 실적



자료: 티몬, 유진투자증권

- **2018년 매출액: 5,007억원(+40.1%yoy)**
- **2018년 영업손실: 1,279억원(적자확대)**
- 주요 주주: 몬스터홀딩스(98.4%), NHN엔터(1.6%)
- 설립일: 2010년 2월 설립
- 대표이사: 유한익
- 주요 특징
 - 미디어콘텐츠 및 유명인을 활용한 티몬 서비스 제공
 - 신선식품을 중심으로 한 슈퍼마트를 중점으로 내세움
 - 마케팅 관련 비용은 축소해나가는 중

티몬의 2018년 순매출액과 영업손실은 5,007억원(+40.1%yoy), 1,279억원(적자확대)을 기록했다. 그 동안 티몬은 외형성장 혹은 손익개선이라는 선택지를 두고 고민해온 것으로 알려졌었는데, 이번 실적발표 내용을 살펴보면 외형 성장을 이어가겠다는 쪽으로 방향성이 맞춰진 것으로 보여진다.

이번에 기록한 외형성장률 +40.1%라는 수치는 2017년 쿠팡이 기록했던 것과 유사한 높은 수준이라는 점에서 의미가 있다. 절대적인 매출액 규모 또한 처음으로 위메프를 넘어섰다는 점에서 합격점을 줄 수 있겠다. 티몬은 직매입과 중개서비스의 매출액 비중을 따로 발표하고 있지는 않으나, 위메프와 달리 직매입 사업에 대한 비중을 축소시키지는 않은 것으로 추정해볼 수 있다. 온라인 판매중개 서비스는 총 거래액에서 수수료만을 매출액을 인식하기 때문에, 만약 직매입 사업 비중이 줄어들었다면 현재 수준의 높은 성장률이 나오기 불가능한 구조이다.

도표 20 티몬 연간 실적 Table

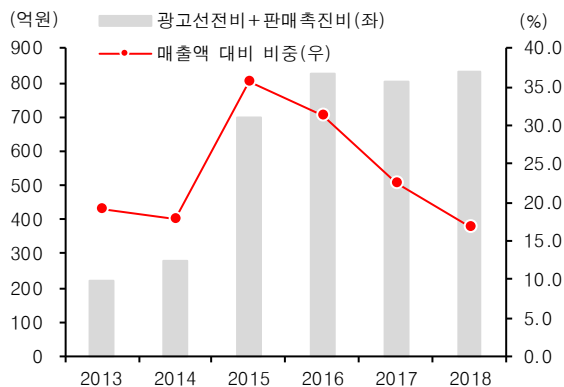
(백만원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
영업수익	114,884	157,498	195,887	264,388	357,240	500,656
(%yoy)		37.1	24.4	35.0	35.1	40.1
영업비용	185,650	182,121	337,743	422,439	472,504	628,520
영업손실	(70,767)	(24,623)	(141,856)	(158,051)	(115,264)	(127,863)
opm(%)	-61.6	-15.6	-72.4	-59.8	-32.3	-25.5
기타손익	(2,253)	258	(3,376)	3,398	(5,216)	(8,139)
기타수익	1,498	357	4,433	2,345	3,687	1,010
기타비용	2,636	244	5,389	496	1,169	3,304
금융수익	82	170	586	5,413	356	2,777
금융비용	1,197	26	3,006	3,864	8,091	8,622
법인세비용차감전순손실	(73,020)	(24,365)	(145,232)	(154,653)	(120,481)	(136,002)
당기순손실	(73,020)	(24,365)	(145,232)	(155,989)	(120,481)	(136,002)

자료: 티몬, 유진투자증권

티몬은 최근 콜버스크래비스로버츠(KKR) 및 앵커에쿼티 파트너스로부터 5,000만달러의 투자유치를 완료했다. 지난 2017년 시몬노자산운용으로부터 500억원 규모의 투자를 유치한 이후 2년만에 이루어진 추가 유치다. 티몬은 이번에 확보한 500억원의 자금을 플랫폼 및 물류 고도화를 위한 개발 비용으로 쓰겠다고 밝혔다. 일부 자금은 가격 경쟁력 강화를 위한 마케팅 비용에도 투입되었으나, 당사는 그 규모는 크지 않을 것으로 추정한다. 티몬 매출액에서 마케팅관련 비용의 지출비중을 살펴보면 2015년 정점을 찍은 이후 지속적으로 낮아지고 있었음을 확인할 수 있는데, 배송 관련 투자 확대와 마케팅 강화를 동시에 가져가기는 자금적으로 무리가 있다고 판단되기 때문이다.

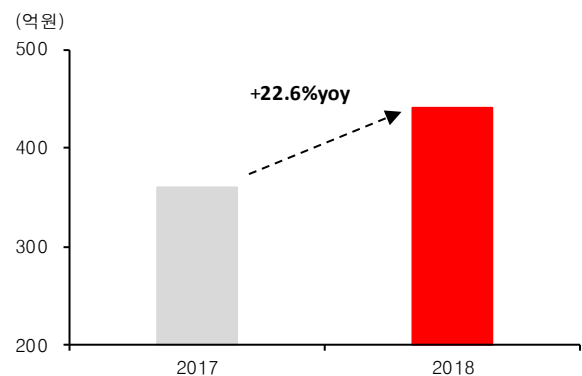
티몬이 직매입 비즈니스를 포기하지 않는 이유는 2017년부터 시작한 '슈퍼마트' 서비스 때문으로 보인다. 슈퍼마트는 생필품 모바일 쇼핑물에 해당하며 사업 특성상 직매입을 진행할 수 밖에 없는데, 사업 초기 이를 위한 막대한 물류비용을 투자해놓은 만큼 단기간에 방향성을 바꾸기란 어렵기 때문이다. 슈퍼마트에 대한 투자결과 신선식품 매출액은 1년 사이 +201%yoy 증가했으나 매출원가도 함께 늘어난 만큼(1,830억원 → 3,233억원) 향후 얼마나 슈퍼마트 사업 체질개선을 성공시키는지가 중요할 것으로 보여진다.

도표 21 마케팅 관련 비용 지출비중은 하락 중



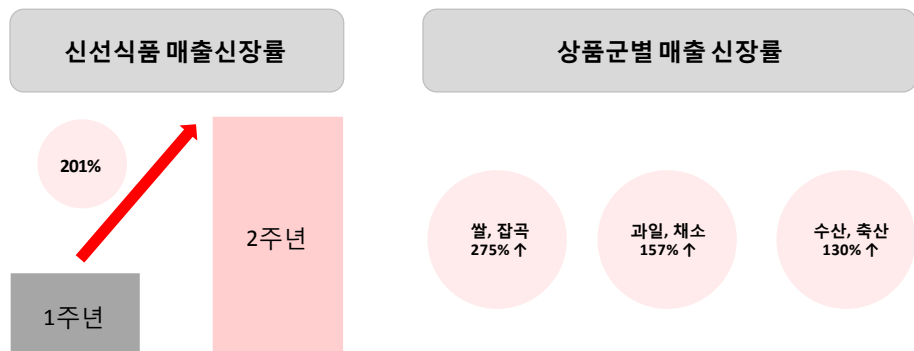
자료: 티몬, 유진투자증권

도표 22 직매입 확대로 운반비는 증가 추세



자료: 티몬, 유진투자증권

도표 23 슈퍼마트 사업 확대로 신선식품 관련 매출액은 크게 증가함



자료: 티몬, 유진투자증권



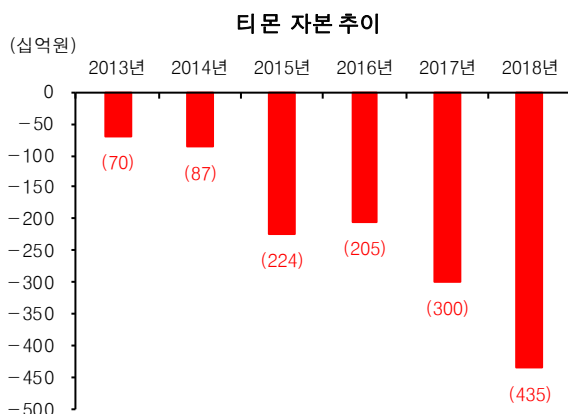
5,000만달러의 자금 유치에 성공하며 당장의 급한 불은 졌지만 티몬의 재무구조는 여전히 개선되고 있지 못하다. 자본잠식상태에 돌입한지 오래되었으며, 연간 1,000억원 규모의 영업손실이 지속적으로 발생하고 있는 만큼 단기적으로 개선을 기대하기도 어렵다. 3년 연속 영업현금흐름 흑자를 기록하고 있는 위메프와 달리 티몬은 아직까지도 영업현금흐름이 마이너스란 점도 문제점으로 지적된다. 즉, 티몬은 지속적인 자금 조달에 대한 필요성이 대두될 수 밖에 없어 보인다.

도표 24 티몬 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
자산	58	101	197	243	219	118
유동자산	48	91	177	206	184	93
현금및현금성자산	26	60	95	148	129	34
매출채권	16	12	17	24	23	19
재고자산		5	23	17	17	16
기타	6	13	43	16	14	24
비유동자산	10	11	21	37	36	25
관계기업투자주식			0		5	1
기타	10	11	21	37	31	24
부채	128	189	421	448	520	553
유동부채	123	181	324	434	469	476
매입채무	96	151	274	373	458	455
기타	27	31	50	61	11	20
비유동부채	5	7	97	14	50	77
비유동전환사채				0	35	55
확정급여부채				13	14	16
기타	5	7	97	1	1	5
자본	(70)	(87)	(224)	(205)	(300)	(435)

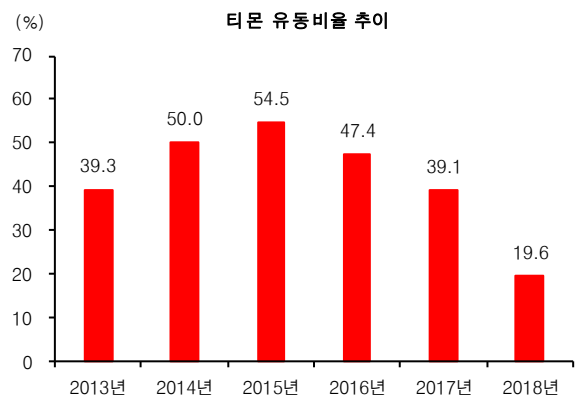
자료: 티몬, 유진투자증권

도표 25 자본잠식 상태 지속



자료: 티몬, 유진투자증권

도표 26 유동비율은 지속적으로 악화되는 중

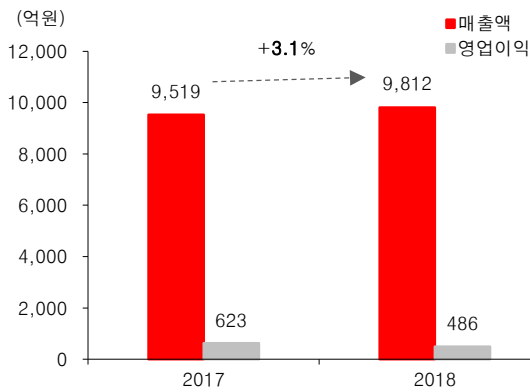


자료: 티몬, 유진투자증권

AUCTION. Gmarket

이베이코리아 → 가장 부진한 성적표

도표 27 이베이코리아 2018년 실적



자료: 이베이코리아, 유진투자증권

- **2018년 매출액: 9,812억원(+3.1%yoy)**
- **2018년 영업이익: 486억원(-22.1%yoy)**
- 주요 주주: eBay KTA(UK) Ltd.(100%)
- 설립일: 2000년 4월 설립, 2011년 8월 이베이옥션 합병
- 대표이사: 변광윤
- 주요 특징
 - G마켓, 옥션, G9 브랜드를 보유하고 있음
 - 비상장 E-commerce 업체 중 유일한 흑자
 - 배송 및 물류를 위탁처리. 관련 투자를 진행하지 않음

이베이코리아의 2018년 순매출액과 영업이익은 9,812억원(+3.1%yoy), 486억원(-22.1%yoy)을 기록했다. 2018년 성적표만 놓고 본다면 가장 부진한 실적을 기록했다고 볼 수 있다. 당초 2017년 매출액이 9,519억원에 달했기 때문에 2018년에는 연간 매출액 1조원 클럽 달성 전망이 지배적이었으나 산업 성장률을 크게 하회하며 실패했다. 손익 측면에서도 아쉬운데, 여전히 전자상거래 업체 중 유일하게 영업이익이 발생하고 있기는 하나 전년 동기과 비교하자면 22.1%나 감소했다. 치열한 전자상거래 산업 경쟁구도 속에서 뚜렷한 경쟁력을 보이지 못하고 있는 상황이다.

도표 28 이베이코리아 연간 실적 Table

(백만원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	662,247	733,943	799,367	863,357	951,867	981,151
(%yoy)		10.8	8.9	8.0	10.3	3.1
매출원가	261,348	294,285	321,182	376,661	471,843	526,926
매출총이익	400,899	439,658	478,185	486,697	480,024	454,225
gpm(%)	60.5	59.9	59.8	56.4	50.4	46.3
판매비와관리비	353,207	383,422	398,054	419,724	417,704	405,654
판관비율(%)	53.3	52.2	49.8	48.6	43.9	41.3
영업이익	47,692	56,237	80,131	66,972	62,321	48,571
opm(%)	7.2	7.7	10.0	7.8	6.5	5.0
기타손익	16,188	23,726	10,988	73,450	14,759	19,832
기타수익	1,939	10,026	543	56,728	8,094	11,567
기타비용	1,463	1,131	460	1,264	4,517	3,978
금융수익	15,712	14,831	10,905	17,986	11,182	12,243
금융비용	0	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순손실	63,880	79,963	91,119	140,422	77,080	68,403
당기순손실	31,814	45,511	54,030	93,000	39,691	36,916

자료: 이베이코리아, 유진투자증권

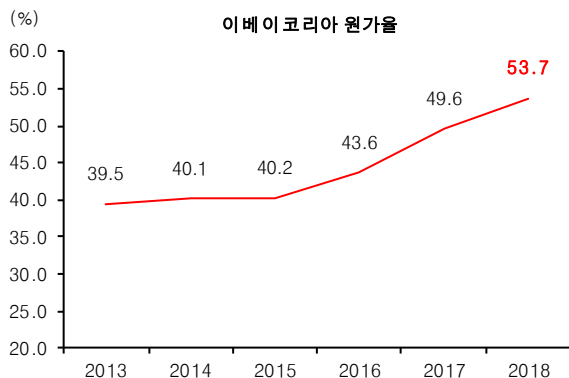


무엇보다도 문제는 마케팅 관련 비용을 크게 줄이면서도 영업이익 개선에 실패했다는 점이 문제다. 지난해 이베이코리아는 광고선전비와 판매촉진비를 각각 전년 동기 대비 -6.4%/-32.3% 축소시키는 등 손익 개선에 주력한 바 있다. 사측은 경기도 동탄 물류센터를 설립하면서 관련 비용들이 일시적으로 증가했으며 IT관련 인력을 대거 충원하며 인건비가 늘어났기 때문이라고 언급했으나, 근본적인 문제는 늘어난 비용을 극복할 만큼의 외형성장에 실패한 것에 있다고 보여진다.

산업통상자원부에 따르면 지난해 온라인판매중개업체 4社(이베이코리아, 11번가, 인터파크, 쿠팡)의 매출액은 +14.7%yoy 증가했다. 이베이코리아가 같은 기간 기록한 성장률(+3.1%yoy)은 산업 평균에 10%이상 뒤처지는 수치다. 외형 성장이 제자리걸음하는 사이 이베이코리아의 매출원가는 지난 2016년부터 연평균 751억원씩 증가했기에 수익성은 감소할 수 밖에 없었다.

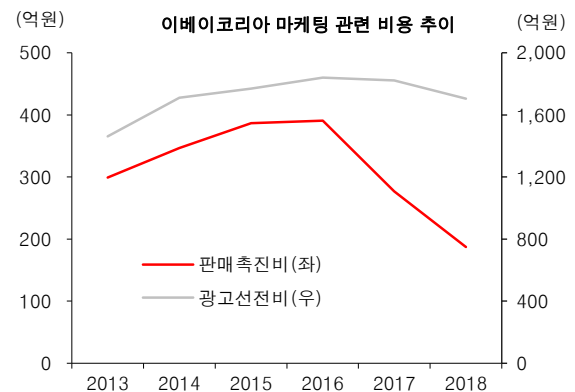
지난해 이베이코리아의 총거래액(GMV)는 16조원 규모로 추산된다. 여전히 총거래액만 놓고 보면 전자상거래 업체들 중 1위에 해당한다. 다만, 경쟁 업체들이 빠른 속도로 추격해오며 업계 1위의 입지가 흔들리고 있음을 감안할 때 전략적인 변화가 필요한 시점으로 판단된다.

도표 29 매출성장 정체 구간에서 원가를 상승중



자료: 이베이코리아, 유진투자증권

도표 30 마케팅관련 비용을 줄여가고 있음



자료: 이베이코리아, 유진투자증권



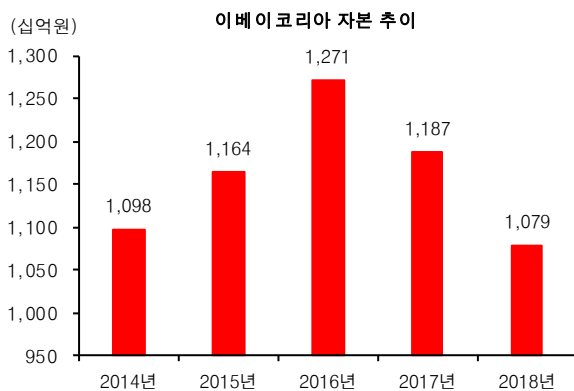
2018년 실적에는 분명 아쉬운 부분이 많으나 앞서 살펴본 소셜커머스 3社와는 다르게 안정적인 재무상태표를 보유하고 있다는 점은 분명한 강점이다. 2018년 말 기준 자본은 1조 791억원이며, 유동비율 역시 227%에 달한다. 물류 투자가 특별히 필요 없는 단순 중개서비스만을 영위하고 있기 때문에 단기간에 영업손실로 전환될 우려 또한 크지 않다. 추가적으로 눈여겨볼 만한 부분은 2018년의 경우 배당금이 없었다는 점이다. 2017년의 경우 주당배당금이 전년(1,700원) 대비 28% 증가한 2,175원으로 결정되며, 중간배당액까지 합산한 배당성향은 439%에 달해 논란이 된 적이 있었다. 현금및현금성자산을 여전히 8,000억원 이상 보유하고 있기는 하나, 본업의 부진이 심각해진 상황 속에서 배당자원으로 활용하기에는 무리가 있었던 것으로 보인다.

도표 31 이베이코리아 재무상태표

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
자산	1,519	1,634	1,750	1,908	1,881	1,801
유동자산	1,150	1,306	1,481	1,678	1,679	1,634
현금및현금성자산	606	729	853	952	858	801
미수금	505	541	592	681	713	723
단기대여금	1	1	1	1	49	51
기타	38	35	35	44	59	59
비유동자산	368	328	270	231	202	167
유형자산	52	60	59	65	68	63
무형자산	298	245	191	137	85	31
투자자산-매도가능증권	2	5	0	12	32	52
기타-보증금	9	9	10	11	12	14
기타	7	9	10	6	6	7
부채	477	536	586	637	694	722
유동부채	467	535	585	637	694	722
고객예수금	353	373	407	481	534	542
미지급비용	41	42	40	43	52	56
선불전자지급수단예치금		30	30	29	35	49
미지급금	27	43	54	24	24	33
기타	46	47	53	59	49	41
비유동부채	10	1	1	1	0	0
자본	1,041	1,098	1,164	1,271	1,187	1,079

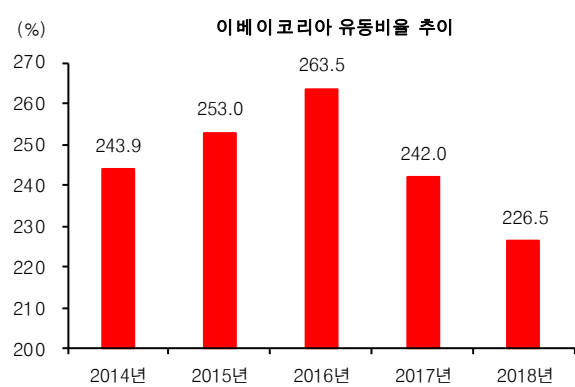
자료: 이베이코리아, 유진투자증권

도표 32 1조원 이상의 자본을 확보하고 있음



자료: 이베이코리아, 유진투자증권

도표 33 유동비율 역시 문제가 없음



자료: 이베이코리아, 유진투자증권



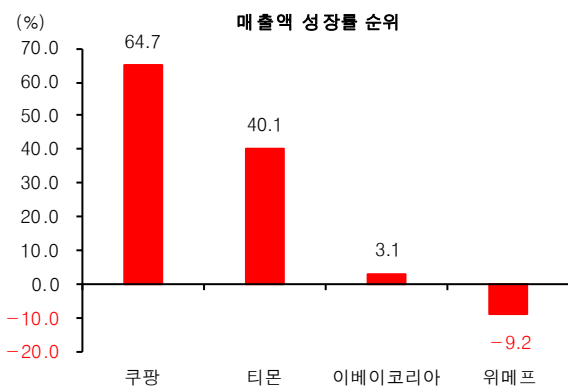
II. 종합평가 및 생각해볼 점

1. 승자의 저주? 외형성장과 손익 순서는 정반대에 해당한다

당사는 지난해 2017년 주요 전자상거래 업체들의 실적을 점검하며 외형성장률의 순위와 손익 개선 순위가 정반대로 이어지고 있음을 언급한 적이 있다. 2018년에는 이러한 기조가 더욱 명확히 드러났다. 외형 측면에서는 쿠팡이 전년 동기 대비 +64.7% 증가하며 압도적인 실적을 거둔 가운데 티몬, 이베이코리아, 위메프가 뒤를 이었다. 위메프의 매출액이 전년 동기 대비 감소한 것이 눈에 띄나, 이는 직매입 비즈니스를 축소시켰기 때문에 나타난 현상일 뿐 실제 총거래액 기준으로는 전년 동기 대비 +28.6% 증가한 3위로 보는 게 타당하다. 영업이익 순위는 성장률과는 정 반대다. 쿠팡은 외형 확대를 위해 배송 및 마케팅 관련 비용 지출을 공격적으로 확대했으며, 그 결과 시장 예상치(8,000 억원)를 크게 뛰어넘는 1.1조원의 대규모 영업손실을 기록할 수 밖에 없었다.

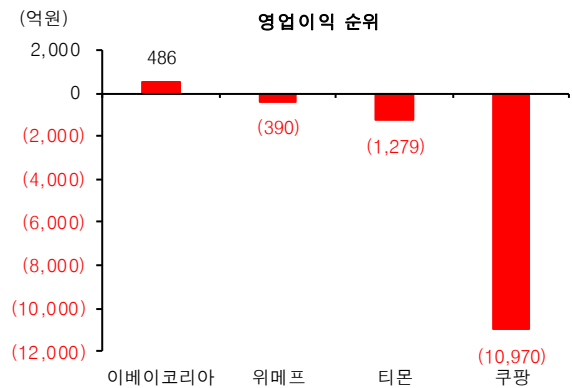
이러한 현상이 발생하는 이유는 아직까지 한국 E-commerce 산업은 성장 초기 단계이며 미국의 아마존(Amazon)과 같은 압도적인 시장지배자가 나타나지 않았기 때문이다. 즉, 외형 성장을 가속화시키기 위해서는 투자 부담이 지속적으로 늘어날 수 밖에 없는 구조다. 특히 최근에는 단순히 가격 할인을 통한 마케팅 보다 '배송' 관련된 경쟁이 치열하다. 문제는 배송 경쟁력을 강화하기 위해서는 상품에 대한 재고관리 능력이 중요해, 필연적으로 직매입 비중을 끌어올릴 수 밖에 없다는 점이다. 이에 따라 물류 투자 및 인건비 확대는 불가피한 상황이다.

도표 34 외형: 쿠팡 > 티몬 > 이베이코리아 > 위메프



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 35 손익: 이베이코리아 > 위메프 > 티몬 > 쿠팡



자료: 각 사, 유진투자증권

2. E-commerce 산업, 마케팅 경쟁강도는 어떠한가?

앞서 언급한 바와 같이 최근 E-commerce 업체들의 경쟁이 '물류'에 초점이 맞춰져 있다는 점은 생각보다 중요하다. 과거와 같이 단순히 가격 할인을 통한 최저가 경쟁이 중심이 아니라는 의미이기 때문이다. 실제로 2017년과 비교했을 때 2018년 어떠한 변화가 이루어졌는지를 살펴해보도록 하겠다.

마케팅 관련 비용으로 분류되는 대표적 계정은 광고선전비와 판매촉진비로 볼 수 있다. 2018년 주요 전자상거래 4社の의 합산 광고선전비와 판매촉진비를 합산한 금액은 5,246억이다. 전년 동기와 비교하자면 약 +30.8% 증가한 수준이다. 그러나 2017년 대비 마케팅 관련 비용을 3배나 증가시킨 쿠팡을 제외할 경우 증가율은 +6.5% 수준으로 떨어지며 2015년 이후 3,000억원 증반 수준에서 더 이상 늘어나고 있지 않은 모습이다. 즉, 쿠팡을 제외한 대부분의 업체들은 더 이상 과거와 같은 판촉 활동에 나서고 있지 않다. <도표 38>은 주요 전자상거래 업체들의 매출액에서 마케팅 관련 지출 비중 추이를 나타낸 것인데 지속적으로 우하향하는 모습을 확인할 수 있다.

도표 36 4社 합산 마케팅관련 지출 추이

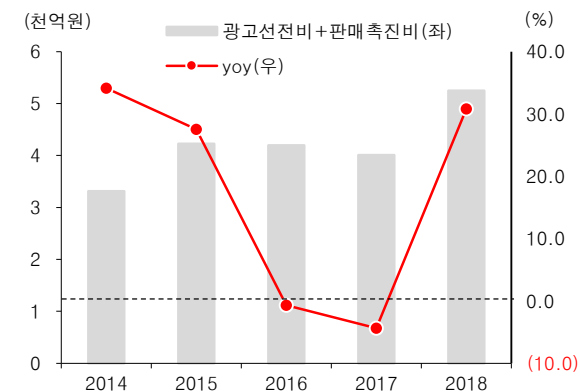


도표 37 쿠팡 제외 3社 합산 마케팅관련 지출 추이

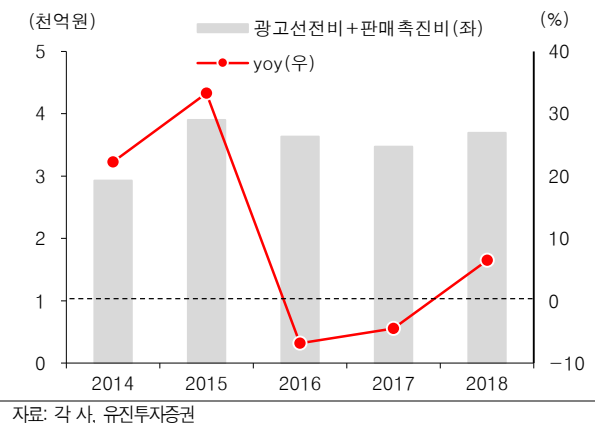
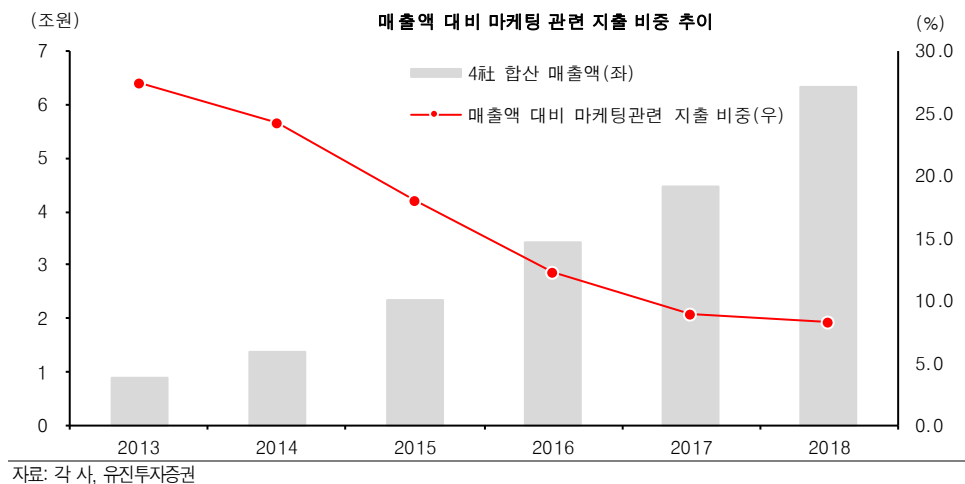


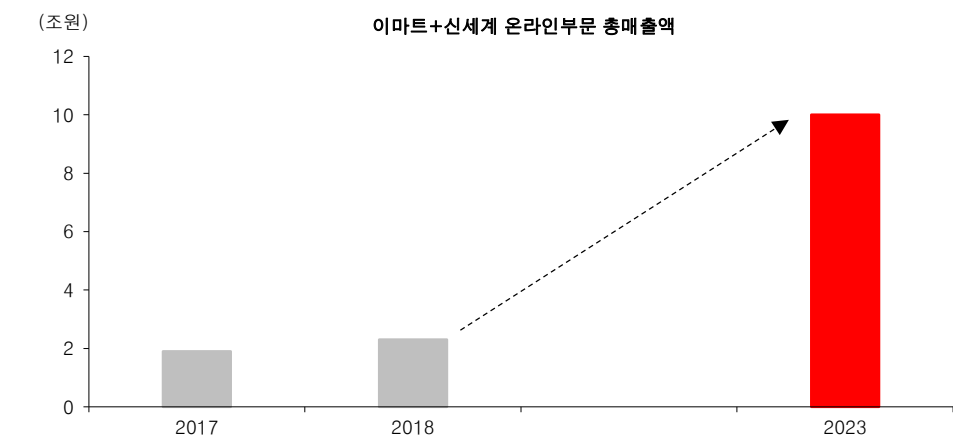
도표 38 매출액 대비 마케팅 관련 지출 비중은 지속적으로 하락하고 있음



전자상거래 업체들이 과거와 달리 마케팅 관련 비용 지출을 늘리지 않는 이유는 분명하다. 1) 단기간에 효과를 거두기에는 분명 효과적이나 아마존(Amazon)과 같은 1위사업자가 되기 전까지는 지속적인 비용부담이 불가피하며, 2) 경쟁 업체와 차별화가 되지 않는 치킨 게임(Chicken Game)에 돌입할 수 밖에 없는 구조이기 때문이다. 그렇기에 각 업체들간의 차별점을 명확하게 보여줄 수 있는 배송 관련 투자에 집중하는 것으로 보여진다.

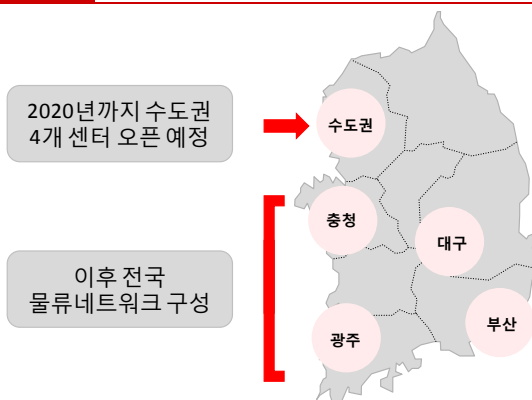
올해에도 이러한 기조는 이어질 것으로 보인다. 전자상거래 사업을 강화하겠다고 밝힌 오프라인 유통대기업(신세계그룹, 롯데그룹)들도 단순 판촉 보다는 배송 경쟁력 강화에 집중할 가능성이 높다. 최근 7,000억원 자금조달을 완료한 신세계그룹의 온라인 법인 에스에스지닷컴(SSG.COM)은 아직까지 구체적인 자금 사용처를 발표하지는 않았으나, 1)온라인 전체 주문량의 80%를 차지하고 있는 수도권 배송효율성을 높이기 위한 전용 센터 구축, 2)IT인프라 확충에 투입할 계획으로 알려져 있다.

도표 39 에스에스지닷컴, 2023년까지 온라인부문 총매출액 10조원 목표



자료: 이마트, 신세계, 유진투자증권

도표 40 온라인전용 물류센터 확대 계획



자료: 이마트, 유진투자증권

도표 41 김포 온라인 전용 물류센터(NEO.002)



자료: 이마트, 유진투자증권



3. 쿠팡의 대규모 영업손실, 올해는 극복이 가능할까?

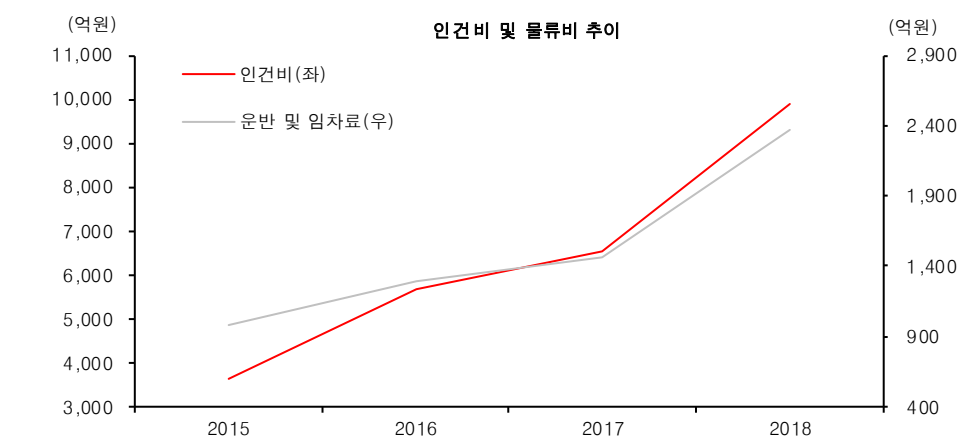
쿠팡은 지난해 말 추가 자금조달에 성공한 뒤 공격적인 행보를 이어가며 타 온/오프라인 유통업체들에게 가장 큰 위협으로 부상한 바 있다. 이미 수 차례 '예고된 적자'라는 표현을 통해 단기 영업손실에 신경 쓰지 않겠다는 의사를 밝혀왔으나, 문제는 예상보다도 영업손실 규모가 너무 크다는데 있다. 그렇다면 쿠팡은 2019년 영업손실폭 축소를 이루어낼 수 있을까? 당사는 쿠팡의 비용구조를 토대로 보았을 때 단기간에 개선되기는 어렵다고 판단한다.

먼저 쿠팡의 판관비 항목을 살펴보겠다. 2018년 쿠팡의 판관비율은 41.8%로 전년 동기 대비 -1.3%p 낮아졌다. 서서히 쿠팡이 주장하는 규모의 경제가 발생하고 있다고도 볼 수 있겠으나, 문제는 외형성장 속도에 비해 개선 속도가 너무 더디다는 점에 있다. 쿠팡의 비용을 성격별 분류로 살펴보면 그 이유를 알 수 있는데 바로 인건비 때문이다.

쿠팡의 지난해 인건비는 전년 동기 대비 +50.5% 증가한 9,866억원, 운반 및 임차료는 전년 동기 대비 +61.2% 증가한 2,367억원을 기록했다. 이는 매출액 증가율인 +64.7%와 크게 다르지 않은 수준으로 현재 운영하고 있는 배송시스템을 유지하기 위해서는 매출액 증가율만큼의 막대한 운반 및 임차료 지출이 불가피하다는 점을 의미한다. 2017년(영업손실: 6,735억원, 인건비: 6,555억원)에 이어 2018년(영업손실 1.1조원, 인건비 9,866억원)에도 영업손실 규모가 인건비 지출과 유사했음을 참조하면 된다.

최근 쿠팡은 이러한 상황을 타개하기 위해 정직원으로 구성되어있는 쿠팡맨을 늘리기보다는, 쿠팡 플렉스(일반인들이 자신이 원하는 날짜와 시간, 지역에서 제품 배송 업무를 하고 수입을 얻을 수 있도록 한 시스템)제도를 도입하며 인건비 부담을 덜기 위해 노력 중이나 워낙 인건비 부담이 큰 상황이기 때문에 근본적인 대책이 되기는 어려워 보인다.

도표 42 현재 배송시스템을 유지하기 위해선 인건비 및 물류비가 동반 증가해야 하는 구조



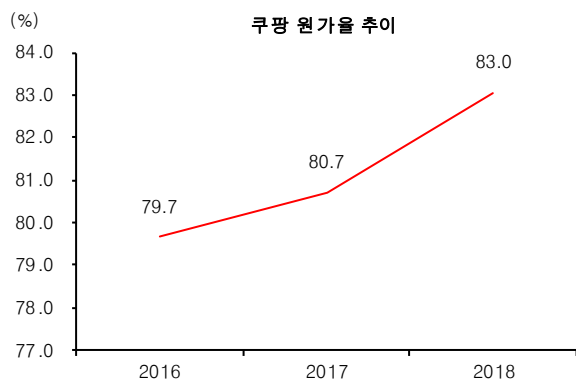
자료: 쿠팡, 유진투자증권



앞서 살펴본 비용구조를 감안할 때 쿠팡이 영업손실을 줄이기 위한 수단은 원가율 개선 밖에 없다. 문제는 **쿠팡의 원가율은 3년 연속 악화**되고 있다는 점(2016년: 79.7% → 2017년: 80.7% → 2018년: 83.0%)에 있다. 절대 수치만 놓고 보더라도 전통의 오프라인 유통업체들보다 원가율이 좋지 못하다. 통상적으로 유통업체 원가율에 영향을 미치는 요소는 크게 두 가지로 볼 수 있는데, 1) 상품 매출 규모에 따른 협상력 차이, 2) 역마진 마케팅을 펼칠 경우다. **쿠팡의 경우 높은 매출 볼륨 확보에 따른 협상력은 충분하다고 판단되기에 역마진 마케팅을 원인으로 추정해볼 수 있겠다.**

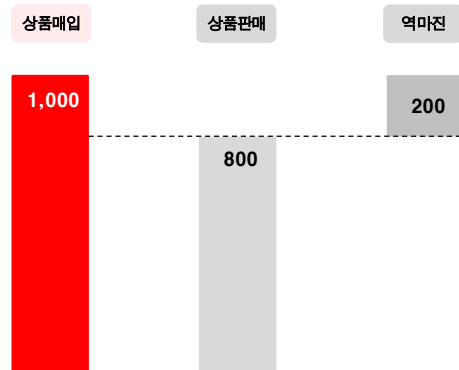
실제 쿠팡은 직매입 과정에서 경쟁력 확보를 위해 일부 제품을 제조사에서 매입하는 가격보다 싸게 파는 시스템(20% 역마진 정책)을 유지하고 있는 것으로 알려져 있다. 지난해 11월 투자금 유치 이후 이러한 행보가 더욱 강해진 것으로 파악되는데, 포털사이트를 중심으로 특가 상품 구매를 유도하는 배너 광고를 대대적으로 집행하고 있는 것이 그 예다. 해당 배너는 노출을 위한 마케팅 비용 지출에 더해 제품을 매입하는 가격보다 싸게 파는 특가 판매를 유도한다는 점에서 대표적인 역마케팅 사례로 볼 수 있다.

도표 43 원가율 부담은 지속적으로 올라가는 중



자료: 쿠팡, 유진투자증권

도표 44 쿠팡의 20% 역마진 정책



자료: 유진투자증권

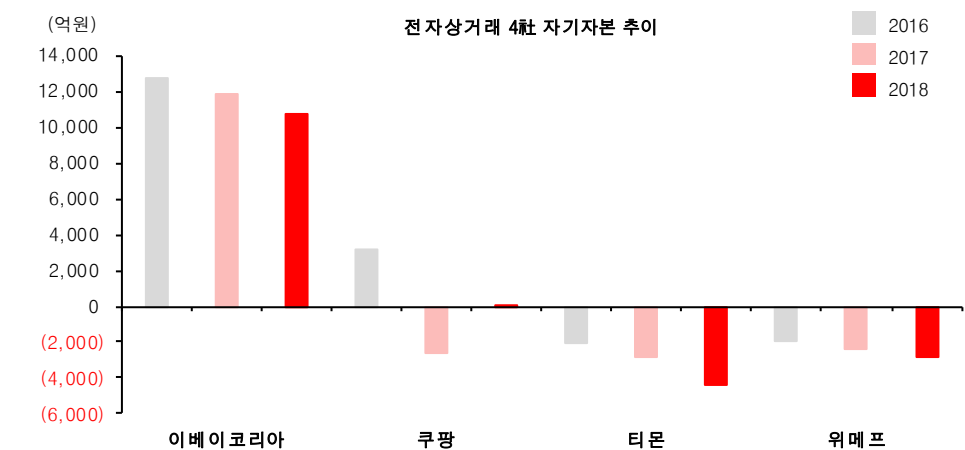


4. 승자의 조건, 지속 가능한 투자자원 확보 능력

2018년 주요 전자상거래 업체들의 실적을 점검해보았을 때 얻을 수 있는 최종적인 결론은 지금의 비즈니스 모델 하에서 자체적으로 자본잠식 탈피가 가능한 업체를 찾기 어렵다는 점이다. 대부분 업체들의 영업현금흐름이 마이너스를 기록하고 있는 만큼 위기를 넘어서기 위해서는 자금조달이 이루어져야만 한다. 문제는 이러한 자금조달이 일회성에 그쳐서는 안되고 최소 향후 몇 년간은 지속적으로 이루어져야 한다는 점이다.

소프트뱅크의 비전펀드로부터 2.2조원이란 대규모 자금조달에 성공했음에도 불구하고, 쿠팡의 2018년 말 기준 자기자본은 31억원에 불과하다. 형식상으로 자본잠식에서 벗어났을 뿐, 추가 자금조달 없이는 올해 다시 자본잠식 상태에 돌입할 것이란 사실은 명확해 보인다. 당사가 안정적인 투자자원 확보 여부를 전자상거래 산업의 승패를 가르는 핵심이 될 것이라 판단하는 이유도 여기에 있다.

도표 45 추가 자금조달 없이 자본잠식 상태 탈피는 불가능한 구조(2018년말 기준)



자료: 각 사, 유진투자증권

도표 46 주요 전자상거래 업체들의 투자 유치 현황

업체	투자주체	시기	금액
쿠팡	매버릭캐피털, 알토스벤처스	2011	2,000만달러
쿠팡	세쿼이아캐피털	2014	1억달러
쿠팡	블랙록 컨소시엄	2014	3억달러
쿠팡	소프트뱅크	2015	10억달러
쿠팡	블랙록, 피델리티, 웰링턴 등	2018	4억달러
쿠팡	소프트뱅크	2018	20억달러
티몬	콜버그크래비스로버츠-앵커캐피티파트너스 컨소시엄	2015	7.8억달러
티몬	nhn엔터	2016	4,000만달러
티몬	싱가포르투자청 등	2016	800억원
티몬	시몬느자산운용	2017	500억원
티몬	콜버그크래비스로버츠-앵커캐피티파트너스	2019	5,000만달러
위메프	NXC	2015	1,000억원

자료: 유진투자증권

당사는 아마존 역시 AWS(Amazon Web Service) 사업부문을 통한 지속인 투자재원 확보가 뒷받침되었기에 지금의 모습을 이룰 수 있었다고 판단한다. 현재는 아마존이 북미 전자상거래 시장의 점유율을 50% 가깝게 확보함에 따라 유통사업을 통해서도 충분한 수익을 창출해내고 있지만, 불과 몇 년 전까지만 하더라도 북미 유통사업부의 수익성은 2~3% 수준으로 매우 저조했다. 아마존이 신흥국 유통시장에 대한 선제적인 투자를 진행하며 발생한 해외 사업부문의 대규모 영업손실을 감안할 경우 실제 아마존이 유통사업을 통해 돈을 벌기 시작한지는 오래되지 않았다.

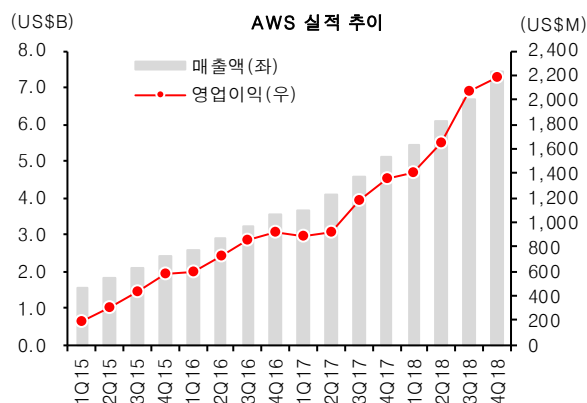
AWS사업부문의 안정적인 수익성을 바탕으로 아마존은 공격적으로 1) 인공지능, 2) 해외 전자상거래 시장진출 등에 대한 투자를 진행했으며, 이러한 공격적인 투자로 인해 아마존의 미래 성장동력으로 돌아오는 선순환 사업구조를 완성시킬 수 있었다.

도표 47 Amazon 실적 Table

(US\$M)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Net Sales	29,128	30,404	32,714	43,741	35,714	37,955	43,744	60,453	51,042	52,886	56,576	72,383
North America	16,996	17,674	18,874	26,240	20,992	22,370	25,446	37,302	30,725	32,169	34,348	44,124
International	9,566	9,844	10,609	13,965	11,061	11,485	13,714	18,038	14,875	14,612	15,549	20,829
AWS	2,566	2,886	3,231	3,536	3,661	4,100	4,584	5,113	5,442	6,105	6,679	7,430
yoy(%)	28.2	31.1	29.0	22.4	22.6	24.8	33.7	38.2	42.9	39.3	29.3	19.7
North America	26.8	28.1	25.8	22.0	23.5	26.6	34.8	42.2	46.4	43.8	35.0	18.3
International	23.5	30.1	28.3	17.9	15.6	16.7	29.3	29.2	34.5	27.2	13.4	15.5
AWS	63.9	58.2	55.0	47.0	42.7	42.1	41.9	44.6	48.6	48.9	45.7	45.3
Operating Income	1,071	1,285	575	1,255	1,005	628	347	2,127	1,927	2,983	3,724	3,786
North America	588	702	255	816	596	436	112	1,692	1,149	1,835	2,032	2,251
International	(121)	(135)	(541)	(487)	(481)	(724)	(936)	(919)	(622)	(494)	(385)	(642)
AWS	604	718	861	926	890	916	1,171	1,354	1,400	1,642	2,077	2,177
opm(%)	3.7	4.2	1.8	2.9	2.8	1.7	0.8	3.5	3.8	5.6	6.6	5.2
North America	3.5	4.0	1.4	3.1	2.8	1.9	0.4	4.5	3.7	5.7	5.9	5.1
International	(1.3)	(1.4)	(5.1)	(3.5)	(4.3)	(6.3)	(6.8)	(5.1)	(4.2)	(3.4)	(2.5)	(3.1)
AWS	23.5	24.9	26.6	26.2	24.3	22.3	25.5	26.5	25.7	26.9	31.1	29.3

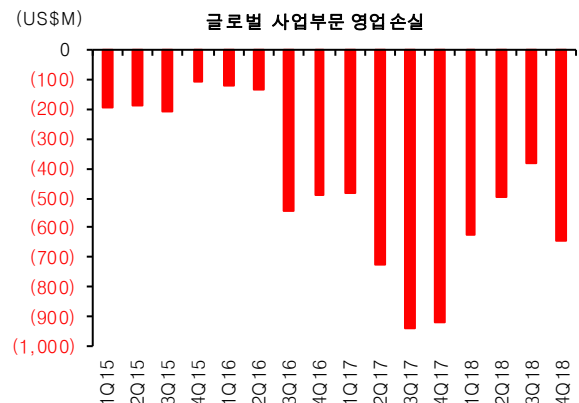
자료: AMAZON, 유진투자증권

도표 48 AWS부문이 아마존의 캐시카우 역할을 담당



자료: AMAZON, 유진투자증권

도표 49 아마존은 여전히 글로벌 투자 규모가 큼



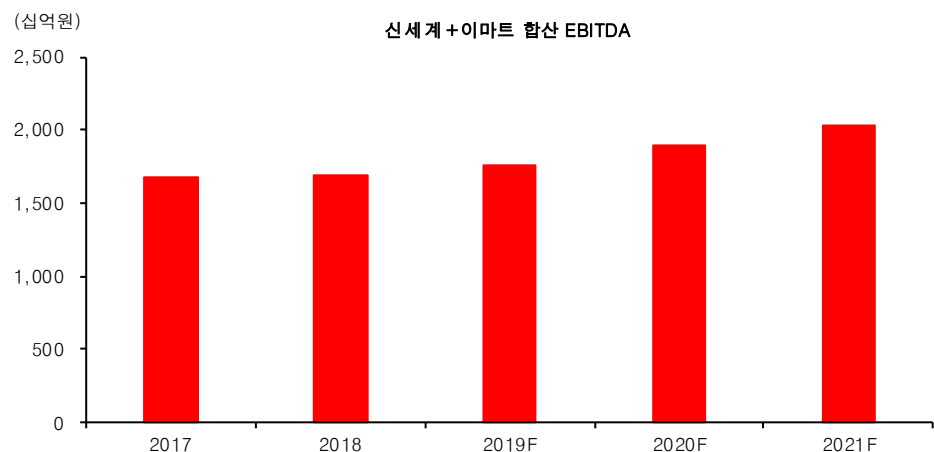
자료: AMAZON, 유진투자증권

당사가 전자상거래 사업의 궁극적인 승자가 기존의 오프라인 유통업체들이 될 것이라고 전망하는 근본적인 이유도 외부 자금조달 없이도 안정적인 투자재원 확보가 지속적으로 가능하다고 판단하기 때문이다.

에스에스지닷컴(SSG.COM)을 살펴보자면 최근 시장의 관심은 FI로부터 유치한 1조원 규모의 자금에 초점이 맞춰져 있으나, 신세계그룹사(이마트, 신세계)에서 발생하는 EBITDA 역시 고려되어야 한다. 양사의 합산 EBITDA는 연간 1.8조원 규모이며 2020년에는 2.0조원 이상 규모가 될 것으로 전망된다. **통상적으로 투자가 EBITDA 규모 안에서 이루어진다는 점을 감안했을 때 자체적으로도 투자재원을 확보**하고 있다고 볼 수 있다. 물론, 관련된 투자비용에는 기존 오프라인 매장의 유지보수, 토지매입, 신사업 투자가 상당 부분을 차지하는 만큼 온라인만을 위해 쓰인다고 볼 수는 없다. 그러나, 현재 국내 유통산업은 오프라인 매장 확대를 위한 투자가 이루어지는 상황이 아닌 만큼 여력은 충분하다고 판단한다.

롯데그룹 역시 2020년 3월경 7개 채널을 통합한 One App 오픈을 시작으로 향후 5년간 3조원 규모의 자금을 온라인 사업역량 강화에 투자하겠다고 밝힌 바 있다. 이는 롯데그룹의 규모를 생각했을 때 충분히 외부자금 조달 없이 자체적으로 해결 가능한 수준이라고 판단된다.

도표 50 신세계그룹의 연간 EBITDA 규모는 1.8조원 수준



자료: 이마트, 신세계, 유진투자증권

도표 51 롯데쇼핑, 향후 5년간 3조원 규모의 온라인 투자계획을 밝힘

e커머스 사업본부 '통합 APP' 개발 로드맵

- 현재 롯데그룹 유통계열사는 각 사별로 총 8개의 온라인 채널을 개별 운영중 (닷컴, 아이몰, 엘롯데 등)
- '19년 3월 롯데쇼핑 7개 채널을 연결하는 Together App 오픈, '20년 3월 7개 채널을 통합한 One App 오픈 예정 ※ 면세점을 제외한 7개 채널 통합 예정

구분	e커머스사업본부 운영 통합 (18. 8월)	Together App 오픈 (19. 3월)	통합 App 오픈 (20. 3월)
서비스 구조	"롯데쇼핑 7개 App 개별 이용"	"롯데쇼핑 7개 App 유기적 연결로 타 채널 자유롭게 이동 가능"	"닷컴을 전신으로 하는 롯데쇼핑 통합 App 모든 쇼핑 및 CS 해결 가능"
고객 가치	• 사별 기존 컨셉/서비스 유지 • 통합 운영으로 서비스 상향 (검색 품질, 안정성 등)	• 7개 App 중 하나의 App 로그인시, 추가 로그인 없이 다른 App으로 자유로운 이동 가능	• 통합 App 오픈, 통합 백오피스 운영 • 모든 롯데 상품들 하나의 App에서 구매 /CS 총괄

자료: 롯데쇼핑, 유진투자증권



Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	87%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	13%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2019.3.31 기준)