



INDUSTRY
2019년 5월 27일

유통/운송

유통/물류시장에서 일으키는 쿠팡의 메기효과

“ 온라인 시장의 성장세가 매섭습니다. 높은 성장에도 불구하고 온라인 업체들은 상품매입력 확대를 위해 증가시켰던 직매입을 오히려 축소시키고 있습니다. 이는 고정비 증가에 따른 수익성 악화로 전략적 방향을 수정한 것으로 판단합니다. 하지만 쿠팡은 직매입을 더욱 확대시키고 있습니다. 또한, 유통과 물류시장의 결합을 통해 새로운 부가가치 창출도 모색하고 있습니다. 쿠팡은 경쟁 온라인 업체와 달리 사업 초반부터 직매입에 적합한 인프라투자가 이루어졌고, 아마존을 벤치마킹하며 물류산업 진입에도 적극성을 보여왔습니다. 이러한 쿠팡의 전략적 방향으로 인해 오프라인 유통채널과 택배산업은 큰 변화가 나타날 것으로 예상합니다. 동 보고서는 이러한 변화의 방향성을 점검하는데 초점을 맞추었습니다. ”

| Contents |

I. 투자아이디어 및 요약	03
II. 온라인 시장	05
1. 온라인시장 구조적으로 성장	05
2. 온라인시장 성장 동력 3가지	06
3. 오픈마켓에서 소셜커버스로 성장의 축 이동	10
4. 온라인 업체들의 수익구조는?	15
5. 소셜커머스 업체들의 직매입 비중 확대 이유는?	21
6. 온라인 업체들의 직매입 전략은 지속 가능할까?	24
7. 주요 온라인업체 직매입 비중 감소는 필연적	25
III. Coupang은 어떨까?	27
1. Coupang 직매입 비중 전략은 지속될 전망	27
2. Coupang은 유통과 물류시장의 결합을 목표	31
IV. 오프라인 업체들의 반격, 옴니채널의 활성화 전망	33
1. 옴니채널 구축은 오프라인 업체들이 더 유리	33
2. 월마트 Jet.com 인수를 통해 옴니채널 구축	34
3. 옴니채널 선결조건은 기 운영되고 있는 오프라인 채널	36
4. 국내 옴니채널 전략은 더욱 발전된 모델로 성장 기대	36
V. Coupang의 물류산업 진입, 상위업체 중심의 재편 가속화	38
1. Coupang의 물류에 대한 힌트는 아마존(Amazon)에	38
2. 아마존(Amazon)의 현재는?	39
3. Coupang은 지금 어디쯤 와있나	44
4. 지속적으로 운임이 낮아져 왔던 한국 택배산업	47
5. 일본 택배업계는 어떻게 단가를 인상하게 되었을까?	50
6. 한국 택배업계, 운임인상 초입단계	54
7. 점진적인 택배 단가인상은 Coupang의 진입문턱을 낮출 것	57
VI. 분석대상 종목	59
1. CJ대한통운(Buy, TP 180,000원)	60
2. 쿠팡(비상장)	64

I. 투자 아이디어 및 요약

2018년 온라인 유통 시장
괄목할 성장세 시현

온라인 유통 시장의 성장세가 매섭다. 2018년 온라인 유통 시장 규모는 113.7조 원으로, 전년 대비 약 20.7% 성장했다. 같은 기간, 소매 유통 시장 규모가 464조 원 (YoY +5.6%) 수준이라는 점을 감안할 시, 온라인 시장의 성장세는 더욱 두드러진다.

온라인 유통 업체의
직매입 비중 축소는 필연적

온라인 유통시장의 성장을 견인한 동력은 1) 스마트 폰 보급 확대로 확보된 편의성, 2)1인가구의 증가, 3) 오프라인 시장 대비 가격경쟁력 이라고 판단한다.

초기 온라인 유통 시장은 판매자의 시장 진입 장벽을 낮춰, 다수의 판매자들 간의 가격 경쟁을 유도해 구매 수요를 증가시키는 ‘오픈마켓’ 형태가 주류를 이루었다. 오픈마켓 대표 업체로는 옥션, G마켓, 11번가 등이 있으며 최근에는 쿠팡, 티몬, 위메프 등의 ‘소셜커머스’ 업체가 상대적으로 높은 성장세를 보이고 있다. 소셜커머스는 목표 수량 확보 시 할인을 제공하는 ‘공동구매’ 방식이 주요 비즈니스 모델이다.

온라인 유통 업체의 수익은 대부분 중개수수료에서 나온다. 중개거래 특성 상 총거래금액의 증가가 규모의 경제로 이어지지 않기 때문에, 온라인 유통업체의 실적이 성장하기 위해서는 공헌이익이 고정비를 커버할 수 있어야 한다. 그러나 현재 온라인 유통업체들은 직매입 물량을 늘리며 수익구조가 더욱 나빠진 상황이다. 당사는 주요 온라인 업체들의 직매입 비중 축소가 필연적이라 판단한다. 직매입 품목의 대부분이 식품인 상황에서 기존 오프라인 업체 대비 규모의 경제 실현을 통한 경쟁력 확보가 쉽지 않아 보이기 때문이다.

쿠팡은 직매입 물량
확대할 것으로 전망

그렇다면 최근 가장 공격적으로 사업을 추진 중인 쿠팡은 어떨까? 오히려 쿠팡은 직매입 물량을 확대할 것으로 전망한다. 그렇게 생각하는 근거는 1) 경쟁업체들과 달리 사업 초반부터 인프라 투자가 이루어졌고, 2)유통뿐만 아니라 물류사업에도 적극성을 보이고 있기 때문이다.

쿠팡의 목표는
유통과 물류의 결합

쿠팡은 사업 초기부터 유통과 물류를 결합한 형태의 사업구조를 계획했던 것으로 보인다. 쿠팡은 3자 물류, 풀필먼트를 새로운 성장 동력으로 삼고 있다. 풀필먼트란 물류를 필요로 하는 셀러들을 대상으로 상품 재고를 물류센터에 보관, 운영, 배송, 반품, CS(Customer Satisfaction)까지 대행해주고 일정 수수료를 받는 사업이다. 유통업에서 물류는 비용으로 계상되지만, 물류산업에서는 매출액으로 인식된다.

Jet.com 인수를 통해
옴니채널을 구축한
월마트

옴니채널이란 온라인과 오프라인을 연계해 상품을 판매하는 방식을 말한다. 2016년 월마트가 인수한 제트닷컴은 개별배송에 드는 간선비용을 줄여 고객에게 할인을 제공하는 방식으로 성장한 회사다. 월마트는 해당 비즈니스 모델을 자사 유통망에 적용해 아마존과 경쟁하기 시작했다.

국내 옴니채널은
더욱 발전된 모델로
성장 기대

국내의 경우 더욱 발전된 형태의 옴니채널이 안착할 수 있을 것으로 보인다. 최근 주요 유통업체들은 옴니채널을 구축함과 동시에 배송 서비스까지 함께 제공하는 구조를 고민하고 있는 것으로 알려졌다. 이러한 구조가 가능한 이유는 1) 국토면적이 넓지 않아 간선 물류가 상대적으로 수월하고, 2) 라이더 배송 서비스가 발달해 있기 때문이다.

아마존의 가장 큰 경쟁력을 바로 '물류'	아마존이 온라인커머스 시장에서 eBay를 넘어서는 압도적인 지위를 확보할 수 있었던 가장 큰 요인은 물류 경쟁력이었다. 아마존은 프라임 멤버에게 자체상품과 '풀필먼트 바이 아마존(Fulfillment By Amazon, 이하 FBA)'을 이용하는 셀러의 제품에 대해 무료배송을 제공하면서 두 서비스를 연결시켰다. FBA를 이용하는 셀러가 늘어날수록 무료배송상품이 늘어났고, 무료배송 상품이 늘어나면 멤버십 가입자 수 증가로 이어지면서 아마존의 매출액은 급격히 성장할 수 있었다.
쿠팡은 풀필먼트와 멤버십을 통해 아마존의 성장모델을 그대로 벤치마크하는 중	쿠팡의 전략은 아마존이 성공적으로 밟아온 '무료배송 혜택을 통한 멤버십 고객과 로켓상품 및 풀필먼트 셀러의 상품을 연결 → 판매량 증가 → 전체 외형성장 및 수수료수의 확대'라고 예상된다. 쿠팡은 물류인프라 투자를 공격적으로 집행하는 과정에서 비용이 기하급수적으로 늘어나고 있음에도 불구하고, '쿠팡풀필먼트서비스'와 '쿠팡로지스틱스 서비스'라는 자회사를 설립하고 멤버십 서비스 '로켓와우'를 런칭하고 있기 때문이다.
국내 택배업계는 운임 인상이 시작되는 변곡점 진입	쿠팡이 물류산업 진입을 준비하는 가운데, 한국 택배업계는 점진적인 운임인상이 시작되는 변곡점에 진입을 했다고 판단한다. 지난 수년간 1) 업계재편으로 상위업체 집중도가 높아지면서 점유율 확대경쟁이 마무리됐고, 2) 업체별로 제값받기와 운임을 높이기 위한 노력을 본격적으로 시작했기 때문이다.
운임 인상은 택배업체 수익성개선에 긍정적이나 쿠팡이 물류산업으로 진입하는 문턱을 낮출 것	택배운임의 인상은 택배사들의 수익성 개선에 분명 긍정적이다. 다만 택배단가가 오르면 오를수록, 배송단가가 높은 쿠팡의 3자물류 시장으로의 진입문턱은 낮아질 것으로 판단한다. 게다가 쿠팡이 기존 택배사업자와 같은 방식이 아닌 풀필먼트와 결합한 형태로 물류시장에 진입한다면, 현재 택배단가 수준으로도 충분히 물류시장에 진입할 수 있다고 판단한다. 그렇게되면 손익분기가 맞지 않더라도 비용으로만 인식되던 배송부분을 조금이라도 수익을 창출할 수 있는 부분으로 바꿀 수 있기 때문이다.
대형화주를 다수 확보하고 허브물류센터를 보유한 상위업체 중심으로 재편은 더욱 빨라질 것	택배업계는 쿠팡의 시장진입으로 상위사 중심의 재편이 한번 더 가속화 될 것으로 전망한다. 쿠팡이 풀필먼트 서비스를 중심으로 소규모 화주를 유치해 나갈수록, 소규모 화주 비중이 높은 하위업체들에겐 위협요인으로 작용할 것이기 때문이다. 결국 대형화주를 다수 확보하고 있고, 대형허브물류센터를 통해 단위비용을 낮출 수 있는 업체를 중심으로 재편되는 속도가 더욱 빨라질 것으로 판단한다. 또한, 아마존의 풀필먼트에 대응하기위해 FedEx나 UPS 같은 업체들도 풀필먼트 서비스를 시작하고 있는 만큼, 현재 풀필먼트를 구축했거나 구축할 여력이 있는 업체에 주목할 필요가 있다.
CJ대한통운이 가장 유리한 고지에 있다고 판단 투자의견 Buy 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시	국내 택배시장에선 CJ대한통운이 이러한 구조적 변화에서 가장 유리한 포지션에 위치해 있다고 판단한다. CJ대한통운은 국내 점유율 1위 업체로 대형화주 비중이 높고 곤지암 허브물류센터에 자체 풀필먼트 센터를 이미 구축했기 때문이다. 현재는 CJ오쇼핑 등 캡티브 물량과 일부 외부물량에 대응하는 정도지만, 중장기적으로 시장변화에 따라 동사의 지위는 더욱 공고해질 것으로 판단한다. CJ대한통운에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 180,000원으로 커버리지를 개시한다.

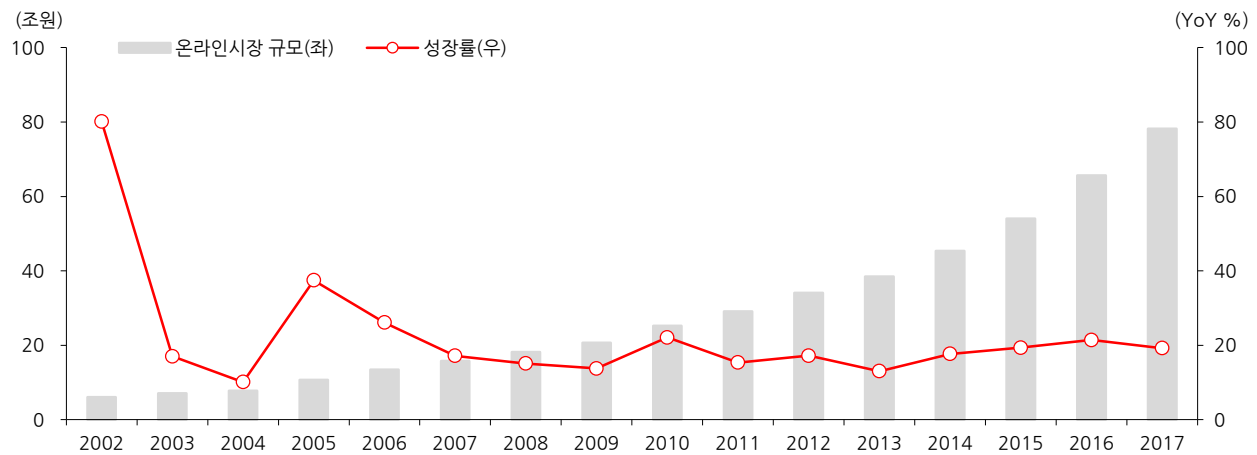
II. 온라인시장

1. 온라인시장 구조적으로 성장

2018년 온라인시장 규모는
113.7조원

온라인시장 성장세가 무서울 정도다. 2018년 온라인시장규모는 113.7조원으로 2017년 대비 약 +20.7% 성장하였다. 동시기 소매유통 시장규모가 약 464조원(전년대비 +5.6%)에 달한다는 점에서 차별화된 실적 성장세를 보이고 있는 것이다. 2019년에도 이러한 성장 추세는 유지되고 있다. '19년 1~2월 누적 매출액은 20.3조원으로 전년동기 간대비 약 +17.5% 성장하였다. 1~2월의 경우 설연휴 시점차이에 따른 선물세트 수요가 급증한 영향이 있겠지만, 내수경기를 감안할 경우 두 자릿수 이상 성장세를 기록하고 있다는 점은 차별적인 것으로 분석된다.

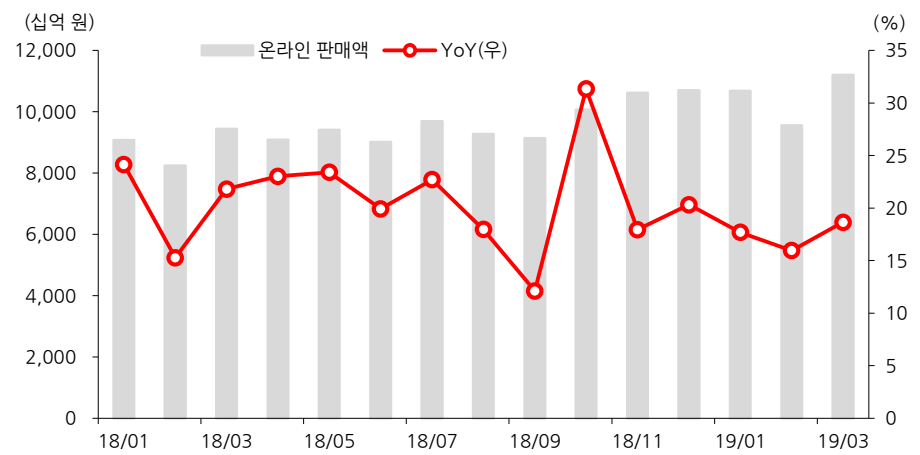
[그림1] 표본개편 전 온라인시장 규모 및 성장률 추이



주: 2018년 부로 해외직구 관련 표본 추가

자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 표본개편 후 온라인시장 규모 추이



주: 2018년 부로 해외직구 관련 표본 추가

자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2. 온라인시장 성장 동력 3 가지

1) 편의성: 스마트폰 보급 확산에 따른 편의성 증대

온라인 시장 성장 요인

온라인시장이 성장한 이유는 크게 3가지로 꼽을 수 있다.

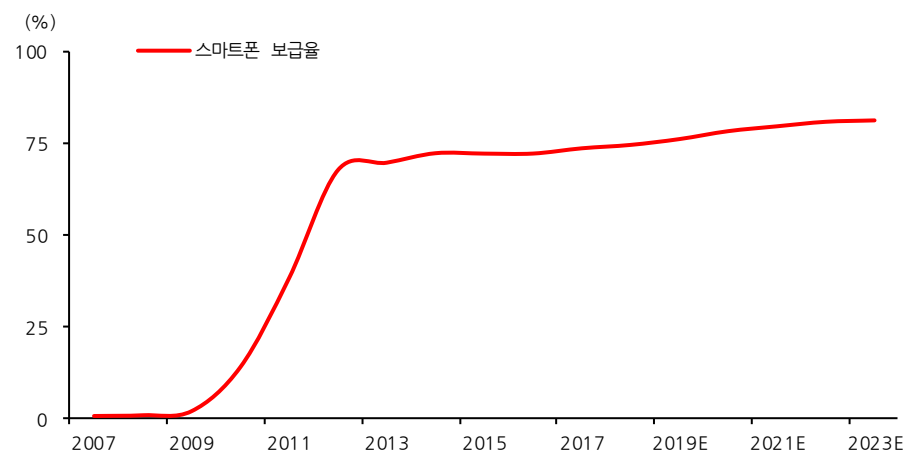
1) 편의성: 스마트폰 보급률 증가로 온라인 시장 성장

첫째, 편의성이다. 너무나 잘 알려진 부분이지만, 소비자들이 직접 매장을 방문할 필요가 없어 쇼핑에 대한 편의성을 제공하는 장점을 제공한다. 현대사회구조가 한정된 시간 및 공간을 활용하는 것이 중요해지면서 효율적인 생활환경을 구축할 수 있는 온라인쇼핑에 대한 관심이 성장으로 이어진 것으로 볼 수 있다. 다만, 구조적 성장은 스마트폰 보급률 확대가 이루어진 이후로 판단한다. 과거 온라인 시장은 PC를 통한 접근이 유일한 수단이었다. 오프라인 쇼핑에 비해 접근성은 상당히 좋았으나, 1) 온라인 접근이 PC에 한정되어 있었고, 2) 여러가지 복잡한 결제과정(현금입금 및 신용카드 결제 등)을 거쳐야 하는 불편함을 수반해야 했다. 하지만, 스마트폰은 이러한 점을 보완해주면서, 소비자들의 접근성을 개선시켰다. 물류의 혁신까지 이루어지면서 편의성은 더욱 확대되었다.

2017년 국내 스마트폰
보급률 73.5%

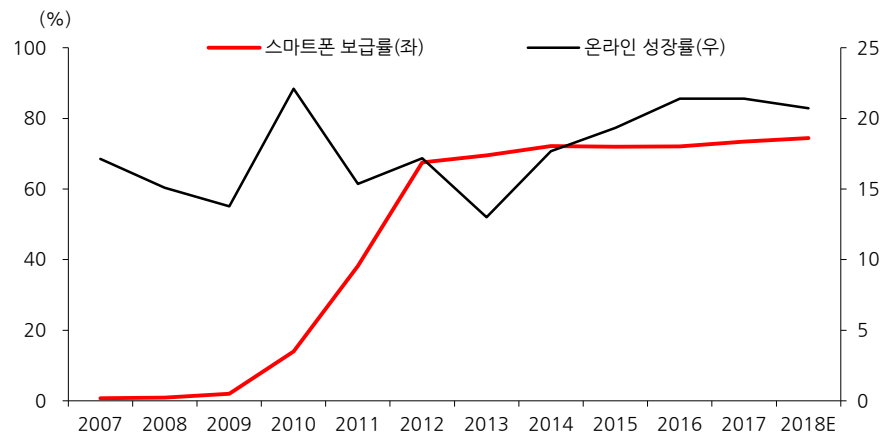
2017년 기준 국내 스마트폰 보급률은 73.5% 수준이다. 2007년이 0.7%라는 점을 감안하면 상당히 빠르게 증가하고 있다. 특히, 2009년 이후 아이폰과 국내제조사들의 출시로 2009년 2.0%였던 보급률은 2010년 14.0%로 상승하였다. 이후 2014년 72.1%까지 증가하는 추세가 나타난다. 동시기 국내 온라인시장 규모는(온라인 쇼핑몰 취급거래액 기준) 약 25조원 이상 증가하며 CAGR 성장률은 +17.0%를 기록하였다. 온라인시장 규모가 집계된 2001년에서 2009년까지 증가한 절대 규모가 17조원이라는 점에서 스마트폰 보급이 미치는 영향이 상당하다는 것을 알 수 있다. 이외에도 물류시장 변화도 영향을 미친 것으로 판단한다. 새벽배송과 당일배송 등 확산으로 편의성이 개선되었기 때문이다.

[그림3] 국내 스마트폰 보급률 추이. 2010년 아이폰 보급 이후 급격하게 성장



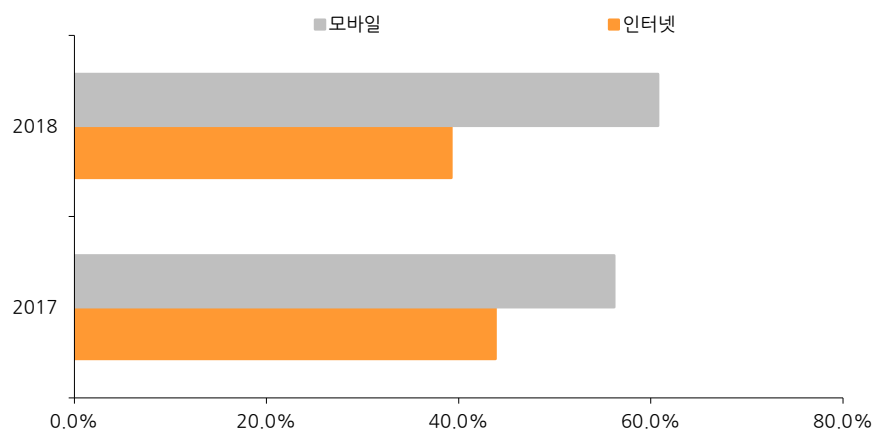
자료: SA, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 스마트폰 보급률과 온라인시장 성장률 추이



자료: SA, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 디바이스별 온라인쇼핑 비중 변화

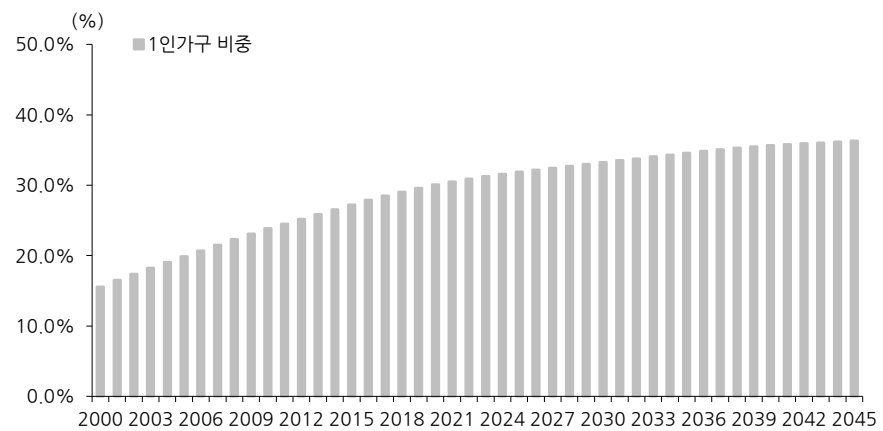


자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

2) 1인가구 증가: 온라인 소비 비중 오프라인에 비해 높음

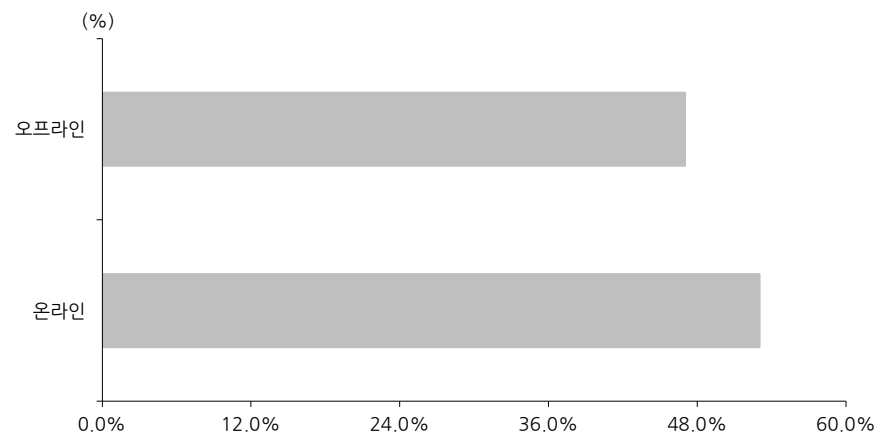
- 2) 1인 가구 확산 둘째, 1인 가구 확산이다. 국내 1인 가구는 구조적으로 증가하는 추세이다. 2017년 기준 1인 가구수 비중은 약 28.6%로 추산되며, 증가 추세는 2035년까지 증가할 것으로 추정한다. 1인 가구 증가에 따라 소비트렌드는 변화하고 있다. 특히, 편의성, 가성비, 그리고 가심비라고 불리는 가치 중심의 합리적으로 소비를 추구하는 경향이 높아지고 있다. 1인가구 월평균 소비 규모는 약 103만원을 사용하며, 이 중 온라인 소비 비중은 약 53% 수준이다. 오프라인에 비해 약 7%p 높은 수치이다.

[그림6] 1인 가구수 비중 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 1인 가구 월평균 소비 규모 및 쇼핑 형태별 비중



자료: 언론보도 재인용, 한화투자증권 리서치센터

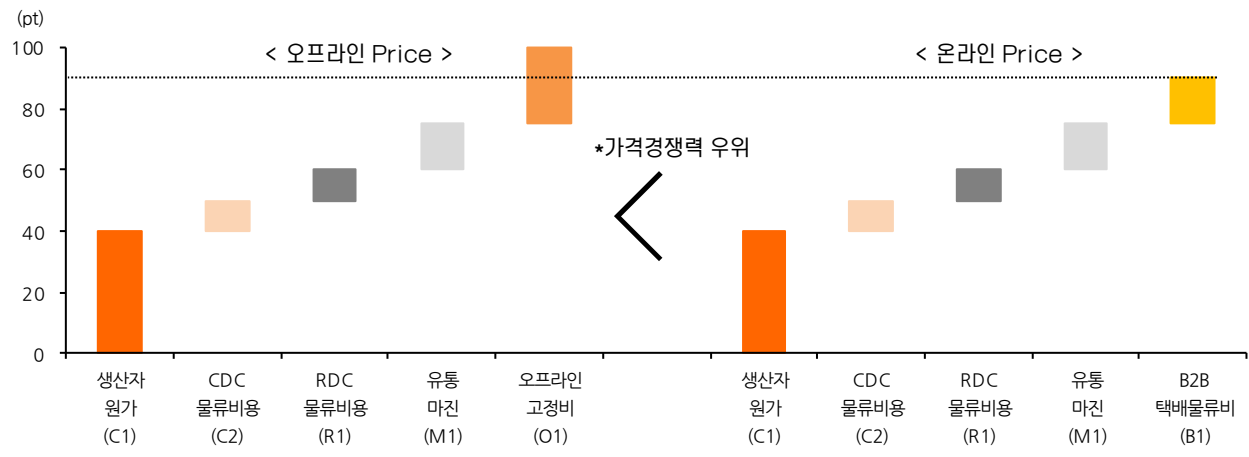
3) 가격 경쟁력: 구조적으로 가격 경쟁력 우위

3) 가격 경쟁력 셋째, 가격이다. 오프라인에서 온라인으로 점유율이 넘어간 가장 큰 이유이다. 온라인시장 가격은 오프라인에 비해 경쟁력을 가지고 있다. 그러한 이유는 오프라인의 경우 매장을 운영하기 위한 임대료 및 인건비 등에 대한 부담이 있기 때문이다. 물론 오프라인의 경우 규모의 경제에 따른 상품매입력이 더욱 높다. 하지만, 구조적으로 오프라인 유통망을 운영하는 비용을 상쇄시켜 주지는 못한 것으로 분석된다.

온라인 제품 가격 경쟁력은
구조적으로 우위

이를 단순화해서 설명해보자. 오프라인 가격은 생산자원가(C1) + CDC 물류비용(C2) + RDC 물류비용(R1) + 오프라인(O1) + 유통마진(M1)이 합쳐져서 결정된다. 온라인의 경우 여기서 생산자원가(C1) + CDC 물류비용(C2) + RDC 물류비용(R1) + B2B 택배 물류(B1) + 유통마진(M1)이 합산된 결과로 볼 수 있다. $O1 > B1$ 보다 크기 때문에 오프라인에서 판매되는 가격이 높게 측정될 수 밖에 없는 것이다. 즉, 오프라인에서 판매되는 제품의 가격 경쟁력은 구조적으로 경쟁열위에 있을 수 밖에 없는 것이다.

[그림8] 가격결정모형 도식화



자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 오픈마켓에서 소셜커머스로 성장의 축 이동

1) 초기 온라인시장은 오픈마켓형 사업자들이 이끔

초기 온라인 시장은
오픈마켓형 업체들이 주도

초기 온라인시장을 이끌었던 업체들은 오픈마켓형 비즈니스 모델을 구축했던 사업자들이다. 1) 인터넷 쇼핑물에 비해 가격 경쟁력을 구축할 수 있었고, 2) 판매자와 구매자에게 모두 열려 있어 자유롭게 상품을 거래할 수 있었고, 3) 상대적으로 다양한 상품군에 대한 공급이 가능하였기 때문이다.

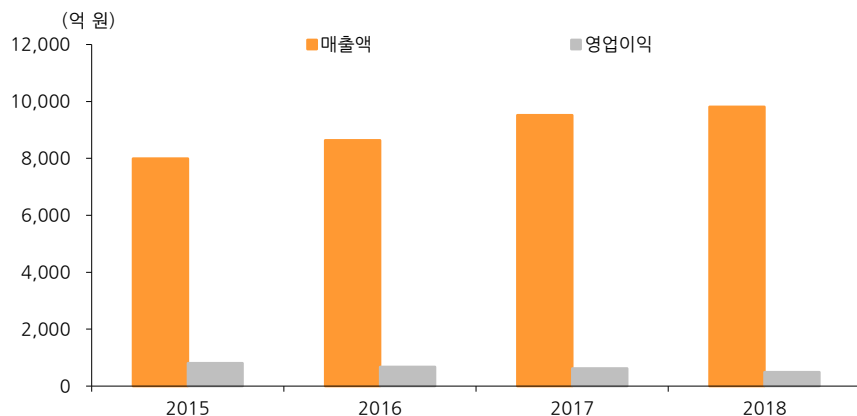
공급업자 입장에서 온라인은 오프라인에 비해 진입장벽이 낮은 장점이 있다. 그러한 이유는 오프라인 매장에 소요되는 자금을 가격 경쟁력으로 활용할 수 있고, 고객들을 유인하기 위한 다양한 마케팅 비용을 절감할 수 있기 때문이다. 소비자 입장에서는 다양한 제품군을 비교할 수 있고, 동일한 제품군에 대한 가격 이점도 가지고 있어 구매요인은 충분했던 것으로 판단한다. 이에, 온라인 시장은 오프라인 시장을 서서히 잠식하면서 빠르게 성장할 수 있었다.

[그림9] 주요 오픈마켓 업체들 이미지



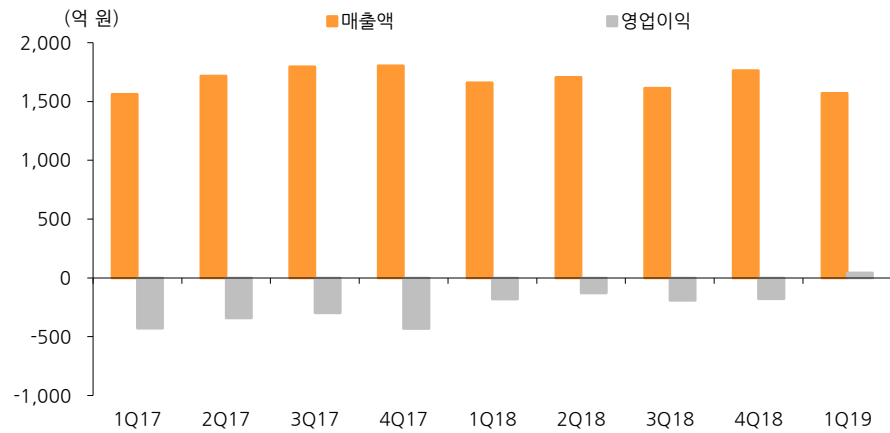
자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 주요 오픈마켓 업체들 실적 추이(이베이코리아)



자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 주요 오픈마켓 업체들 실적 추이(11 번가)



자료: SKT, 한화투자증권 리서치센터

2) 소셜커머스 업체들 등장

오픈마켓 성장과 동시에
온라인 시장 빠르게 성장
이후 소셜커머스
업체들 등장

오픈마켓은 소셜커머스 업체들이 등장하기 이전까지 온라인을 이끈 가장 강력한 사업자였다. 앞서 언급했듯이 구매자와 판매자를 원활하게 연결해주는 플랫폼을 기반으로 시장 지배력을 확대하였다. 오픈마켓 성장과 동시에 온라인 시장은 빠르게 성장하였고, 소셜커머스 업체들이 적극적으로 시장에 참여하면서 다양한 온라인 사업자가 등장하기 시작하였다. 소셜커머스 업체들은 상품 공동구매라는 컨셉으로 시장에 진출하였으며, 이후 안정적인 트래픽을 기반으로 여행/서비스와 패션/잡화 상품군을 확대하면서 성장의 틀을 마련하였다.

소셜커머스 업체들이 성장할
수 있었던 이유는?

오픈마켓은 일반적으로 11번가, G마켓, 옥션 등을 지칭하고, 소셜커머스 업체들은 쿠팡, 티몬, 위메프 등을 일컫는다. 그렇다면 이들의 차이는 무엇일까? 그리고 유사한 사업모델임에도 불구하고 소셜커머스 업체들이 빠르게 성장할 수 있었던 이유는 무엇일까?

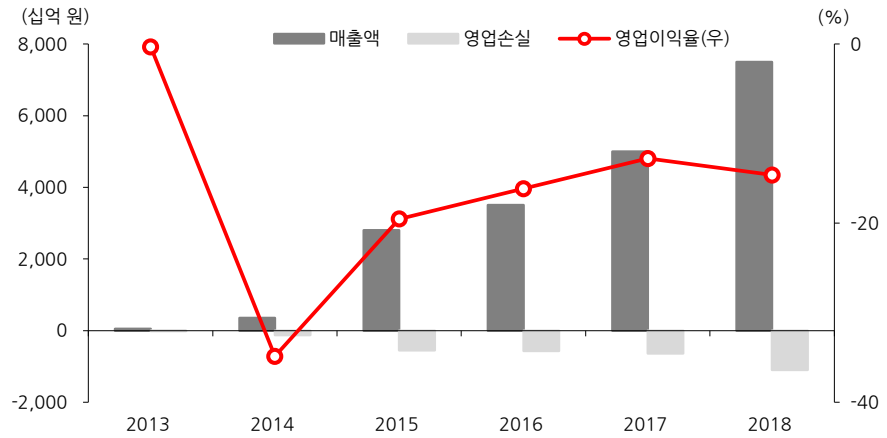
오픈마켓과 소셜커머스의 가장 큰 차이는 판매 주체가 누구냐에 따라 구분된다. 즉, 단순히 판매자와 구매자를 연결해주는 중개거래에 국한되면 오픈마켓, 판매주체가 플랫폼 사업자가 이루어지면 이는 소셜커머스이다. 소셜커머스는 온라인 판매업자로 오픈마켓은 온라인 중개업자로 등록되어 있다는 의미이다.

[그림12] 주요 소셜커머스 업체들 이미지



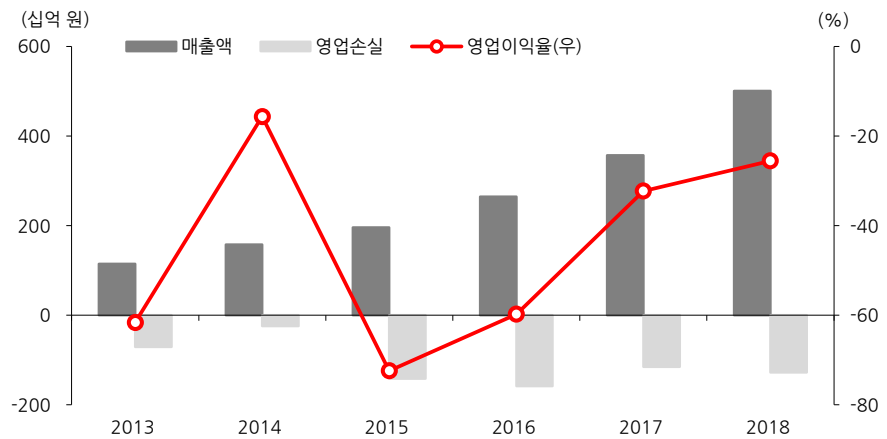
자료: Google, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 쿠팡 영업실적 추이



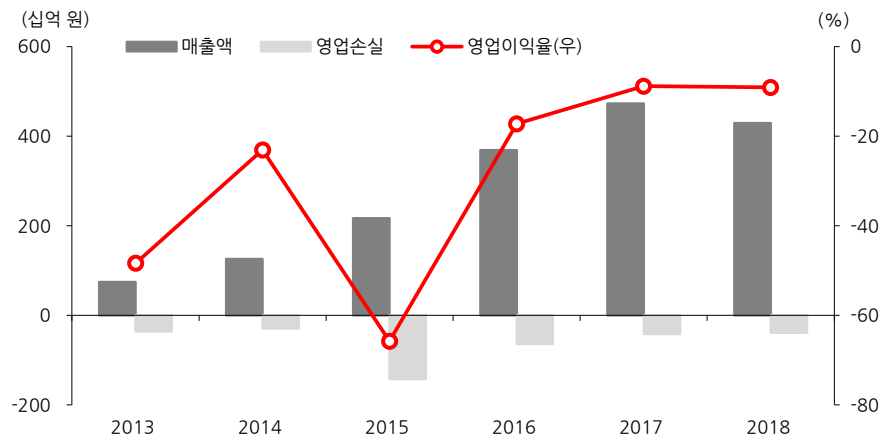
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 티몬 영업실적 추이



자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 위메프 영업실적 추이



자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

오픈마켓 단순 중개
소셜커머스 책임 중개
소비자들 입장에서 구매
신뢰성이 높은 소셜커머스

이는 상당한 차이를 가져온다. 왜냐하면 문제가 발생할 경우 책임소재 여부가 나누어지기 때문이다. 오픈마켓은 성장하는 과정에서 여러가지 문제점이 노출되었다. 일례로 모조품이 거래되기도 하고, 원활한 상품 전달이 이루어지지 않아 피해자들이 발생하기도 하였다.

오픈마켓은 중개업자로 등록되어 있다 보니 판매자와 구매자간의 문제에 대해서 책임을 지지 않는 형태였다. 이에 따라 소비자 피해에 따른 문제점을 원만하게 해결해주지 못하였다. 반면, 소셜커머스는 온라인 판매업자이기 때문에 판매자의 상품을 사입 또는 MD승인 후 소셜커머스 업체가 판매하는 구조로 판매자와 소셜커머스가 동시에 책임을 지는 구조이다.

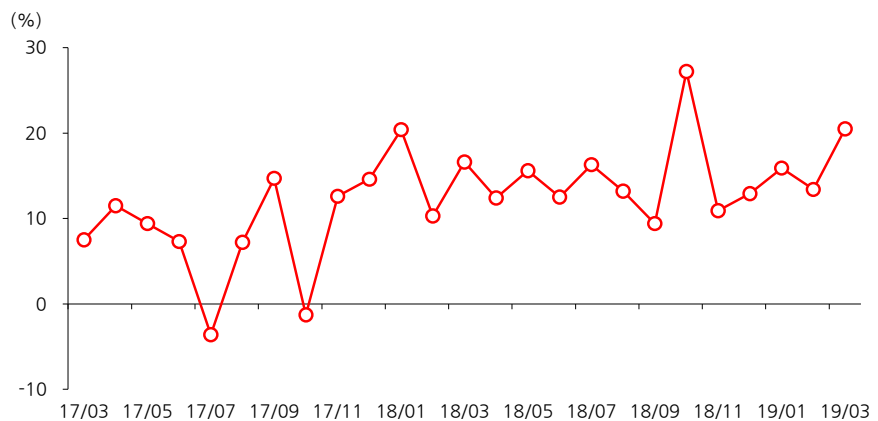
즉, 소비자들 입장에서 소셜커머스의 구매신뢰성이 오픈마켓보다 높을 수 밖에 없는 것이다. 이러한 차이로 인해 온라인 시장의 패권은 과거 오픈마켓에서 소셜커머스 업체들로 넘어가는 흐름이 이어졌던 것으로 판단한다.

[표1] 오픈마켓과 소셜커머스의 차이

비고	오픈마켓	소셜커머스
대표업체	옥션, G마켓, 11번가 등	쿠팡, 티몬, 위메프 등
법적 분류	통신 판매 중개업자	통신 판매업자
책임 소재	판매자	판매자, 소셜커머스(통신판매업자)
특징	판매자 진입장벽 낮춰 가격경쟁 유도해 구매 수요 증가시킴	목표 수량 확보 시 할인 제공하는 공동구매 방식에서 MD가 개입하는 소셜 딜로 진화

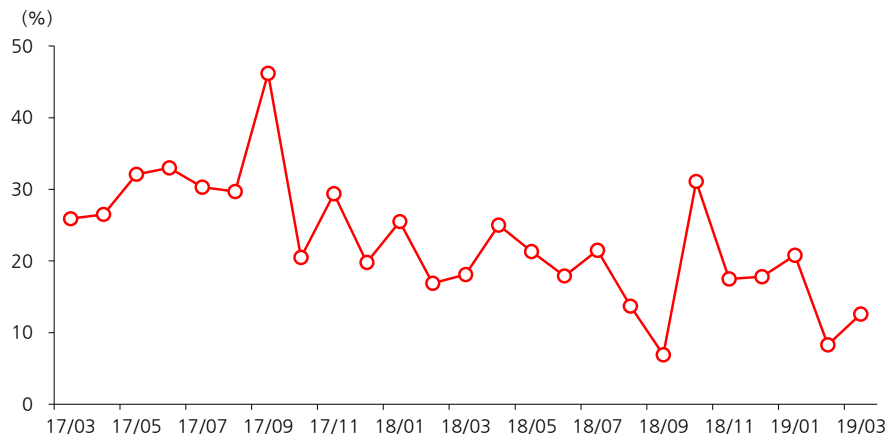
자료: 언론자료 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 온라인판매중개 월별 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 온라인판매 월별 성장률 추이



자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

4. 온라인 업체들의 수익구조는?

1) 수익구조 대부분은 중개수수료

온라인업체 수익은
거래수수료와 광고수수료

온라인시장을 더욱 정확하게 이해하기 위해서는 수익구조를 면밀하게 살펴볼 필요가 있다. 온라인업체들은 거래금액대비 협의된 수수료율을 취하는 거래수수료와 배너광고 및 광고수수료가 수익이다. 즉, 총거래금액(GMV)이 커질수록, 방문객수가 증가할수록 매출액은 확대되는 구조인 것이다. 이 두 가지 수익 중에서 절대적인 볼륨을 차지하는 것은 거래수수료이다.

총거래금액에 따른
영업레버리지 효과가 높음

온라인업체들은 유통망을 확대할 필요성이 없기 때문에 총거래대금 증가에 따른 수익은 영업레버리지 효과로 작용한다. 즉, 외형이 커지면 커질수록 수익성이 올라가는 구조인 것이다. 여기에 부가적인 광고수익도 발생하니 외형 성장에 집중할 수 밖에 없는 것으로 판단한다.

총거래대금을 올리기 위해서는 소비자들에게 어필할 수 있는 경쟁력이 필요했다. 온라인쇼핑이 가지고 있는 편의성 이외 차별적인 경쟁력을 가지고 있어야 트래픽을 유도시키고 이를 통해 구매까지 이어지는 프로세스를 구축할 수 있다.

총거래금액 증가가 규모의
경제로 이어지는 않음

하지만, 이러한 부분이 구조적인 경쟁력을 높이지는 못하는 것으로 판단한다. 그러한 이유는 중개거래 특성상 총거래대금 증가가 규모의 경제로 이어질 수 있는 부분이 아니기 때문이다. 온라인업체들이 의미있는 실적을 기록하기 위해서는 공헌이익이 고정비를 커버하는 구간에 진입해야 하는데, 상품매입을 통한 규모의 경제를 실현하지 못하기 때문에 BEP를 달성하기 위한 외형매출액 규모는 상당히 높을 수 밖에 없다.

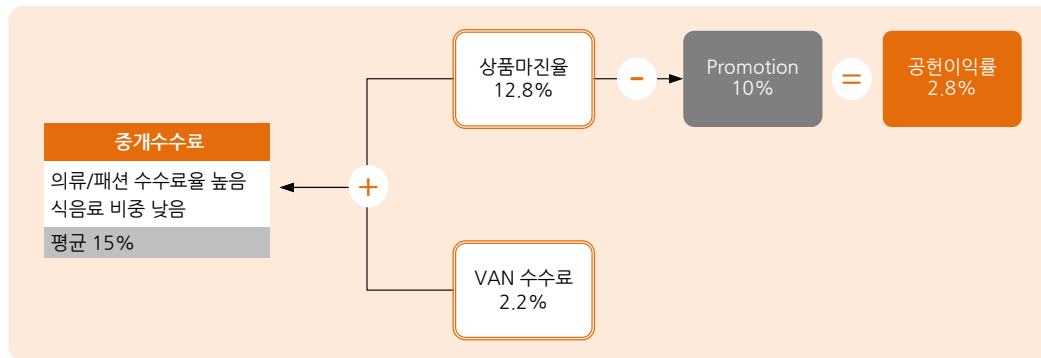
주요 온라인 업체들은 앞서 언급했듯이 중개거래를 기본으로 한다. 이에 총거래금액 증가가 무엇보다 중요한 부분이되며 이를 달성하기 위해서는 지속적인 프로모션이나 할인 정책이 수반될 수 밖에 없는 것이다. 즉, 순수하게 거래수수료만으로 고정비를 커버해야 하는 것이다.

온라인업체 공헌이익은
약 2~3% 수준
이에 영업이익 흑자를
달성하기란 쉽지 않은 구조

온라인업체들의 상품수수료율은 평균적으로 약 15%로 수준으로 알려져 있다. 이중 Van 수수료 2~3%를 제외한 금액이 수익으로 인식되며, 10% 정도를 프로모션으로 활용한다. 즉, 15% 매출에서 2~3%를 제외한 약 12~13% 수수료 중 10%를 차감한 2~3%가 중개수수료에 따른 공헌이익(판관비 배분 전) 된다.

취급고를 약 1조원 이상 달성하면 약 250억 원의 공헌이익이 발생하는 것이다. 판관비까지 감안할 경우 영업이익 흑자를 달성하기란 쉽지 않은 것이다.

[그림18] 주요 소셜커머스 중개수수료 사업구조 요약



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 오픈마켓 품목별 수수료

(단위: 억원, %)

구분	패션/잡화		도서/음반		식품/건강		생활용품		가전/컴퓨터		
지마켓	가방/패션잡화		도서/음반		가공식품		화장지/세제		노트북/PC		
	12	9	10~12	8	10~12	7~9	8~12	6~9	4~8	3~6	
	(오픈마켓)	(특가마켓)	(오픈마켓)	(특가마켓)	(오픈마켓)	(특가마켓)	(오픈마켓)	(특가마켓)	(오픈마켓)	(특가마켓)	
	여성의류				휘트니스/수영				대형가전		
옥션	12	9	10~12	8	12	9			6~8	5~6	
	(오픈마켓)	(특가마켓)	(오픈마켓)	(특가마켓)	(오픈마켓)	(특가마켓)			(오픈마켓)	(특가마켓)	
	여성의류				즉석/간식/가공식품				대형가전		
	12	9			12	8~9			6~8	5~6	
11 번가	여성의류		12		건강식품		12		PC 부품/ 주변기기		8
	브랜드 신발/ 가방/잡화		12		건강기기		8		TV/냉장고/ 세탁기		6
인터파크	최소	최대	최소	최대	최소	최대	최소	최대	최소	최대	
	12	12	10	12	12	12	10	12	6	8	

2) 공헌이익이 상당히 낮은 구조

온라인업체들은 사업 안정화 단계까지 적자를 감수 자본조달은 필수적인 요건

중개수수료를 수취하는 온라인업체들은 공헌이익이 상당히 낮은 구조라 밝혔다. 그렇기에 외형매출이 어느 정도 달성되더라도 영업흑자를 장담하기는 쉽지 않다. 이에 온라인 업체들은 사업 안정화가 지속되는 과정까지 적자를 감수해야 하고, 지속적인 경영을 운영하기 위해서는 자본조달이 필수적인 요건이 될수밖에 없었던 것으로 분석된다.

이러한 구조하에서 영업이익을 달성하기 위해서는 1) 외형매출액을 급격하게 상승시키거나, 2) 기존 사업과 연계된 또 다른 수익모델을 구축하거나, 3) 비용구조를 차별적으로 감소시켜야 한다. 이래야만, 구조적인 저마진 사업구조를 탈피할 수 있다. 오프라인은 외형이 커질수록 매입력 증가에 따른 규모의 경제가 실현되는 구조를 가지지만, 온라인은 그렇지 못하기 때문이다.

외형확대를 통한 고정비
커버에 집중
하지만, 2016년 이후 수익성
위주 전략으로 선회

국내 주요 온라인업체들은 앞서 언급한 방법 중에서 외형확대를 통한 고정비 커버에 집중하였다. 수직적 사업부 확장 혹은 비용구조 차별적 감소보다는 프로모션을 통한 외형 확대에 역량을 쏟은 것이다. 하지만, ▶ 대형유통업체들의 온라인시장 진출 본격화, ▶ 추가 자본조달의 어려움, ▶ 온라인 소비품목군 변화가 나타나면서 기존 전략에 대한 고민이 필요해지기 시작했다. 이에 따라 2016년 이후 주요 온라인업체들은 수익성 위주로 전략을 선회하였으며, 쿠팡을 제외한 주요 업체들의 수익성은 개선되기 시작하였다.

2017년 쿠팡을 제외한 주요
소셜커머스 업체 적자폭은
감소

2017년 각사의 영업실적은 위메프가 매출액 4731억 원(전년대비 +28.2%), 영업손실 -417억 원(전년대비, 적자폭축소)을 티몬이 매출액 3,572억 원(전년대비 +35.1%), 영업손실 1,152억 원(전년대비, 적자폭축소)을 기록하였다. 매출액은 3社 모두 높은 성장률을 보여주었지만, 쿠팡을 제외한 두 업체의 경우 적자폭이 완화된 결과가 나타난 것이다.

위메프와 티몬에 적자폭이 감소한 부분을 보면 외형확대에 따른 공헌이익 절대금액이 증가한 요인이 있겠지만, 판관비에 대한 통제도 동시에 진행된 것으로 분석된다. 위메프의 경우 광고선전비 및 판촉비, 티몬의 경우 인건비 및 전체적인 수수료 부분에 대한 노력이 있었던 것으로 판단한다.

주요 온라인업체들은
2014년부터 직매입 매출을
증가시키는 방향으로 선회

주요 온라인업체들의 비즈니스 모델에 변화는 2014년부터 본격화되면서 과거 중개거래 중심에서 직매입 매출을 증가시키는 방향으로 전환되기 시작하였다. 2013년부터 쿠팡은 점진적으로 직매입 비중을 늘려가기 시작하였으며, 2017년 동 매출액은 2.5조원 수준까지 확대되면서 관련 비중은 약 50%까지 증가하였다.

이와 같은 현상은 위메프와 티몬에서도 동시에 나타났다. 절대금액은 차이가 나지만, 2017년 기준 위메프 직매입은 약 2,550억 원(전년대비 +25.0%), 티몬은 2,052억 원(전년대비 +52.9%)까지 확대되었다. 여기서 우리가 생각해야 할 부분은 크게 두가지 이다. ① 소셜커머스 업체들이 직매입 비중을 늘리고 있는 이유는? ② 이러한 전략의 지속 가능성은?

[표3] 쿠팡 판관비 세부항목 비교(2016년 ~ 2018년) 표

(단위: 억원)

	2016년	2017년	2018년
인건비	5,664.0	6,554.9	9,866.2
서비스 이용수수료	1,076.1	1,651.3	2,700.2
세금과공과	228.2	174.4	292.8
운반 및 임차료	1,293.6	1,467.8	2,366.6
소모품 등 매입	277.3	348.9	537.1
감가상각비와 무형자산상각비	411.9	524.7	572.3
광고선전비	323.5	538.0	1,548.4
기타	205.2	206.2	587.8

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 위메프 판관비 세부항목 비교(2016년 ~ 2018년) 표

(단위: 억원)

	2016년	2017년	2018년
지급수수료	894.9	1,210.0	1,280.0
급여	434.1	493.3	765.4
광고선전비	411.8	365.2	496.0
운반비	156.0	219.2	65.5
판매촉진비	166.2	208.1	474.5
임차료	74.4	74.9	73.6
복리후생비	48.4	56.5	84.1
퇴직급여	36.7	47.2	87.7
소모품비	31.9	46.6	9.4
감가상각비	30.3	32.6	49.7
주식보상비	26.3	26.3	31.2
기타	64.8	1,210.0	1,280.0

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 티몬 판관비 세부항목 비교(2016년 ~ 2018년) 표

(단위: 억원)

	2016년	2017년	2018년
지급수수료	829.3	823.1	861.4
급여	536.5	536.5	581.5
판매촉진비	448.8	532.3	575.2
운반비	341.7	360.0	441.4
광고선전비	376.9	269.0	259.5
무형자산상각비	39.1	65.2	17.8
복리후생비	63.9	63.1	68.5
퇴직급여	45.4	55.5	52.7
지급임차료	57.7	54.8	55.6
감가상각비	27.3	29.5	37.7
주식보상비용	97.1	20.7	9.9
기타	80.0	85.1	5.5

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

3) 직매입 증가에 따라 수익구조는 더욱 악화

직매입 증가에 따라
적자폭 확대

중개를 통한 매출의 경우 공헌이익은 2~3% 수준에 불과하고 지속적인 투자를 하였던 온라인업체들의 경우 판관비를 상쇄하기란 쉽지 않은 구조였다. 프로모션을 하지 않으면 가격 경쟁력을 구축할 수 없고, 매출을 상승시키기 위해서는 추가적인 투자가 필요했던 만큼 적자가 확대되는 것은 어찌보면 당연한 흐름으로 이해된다.

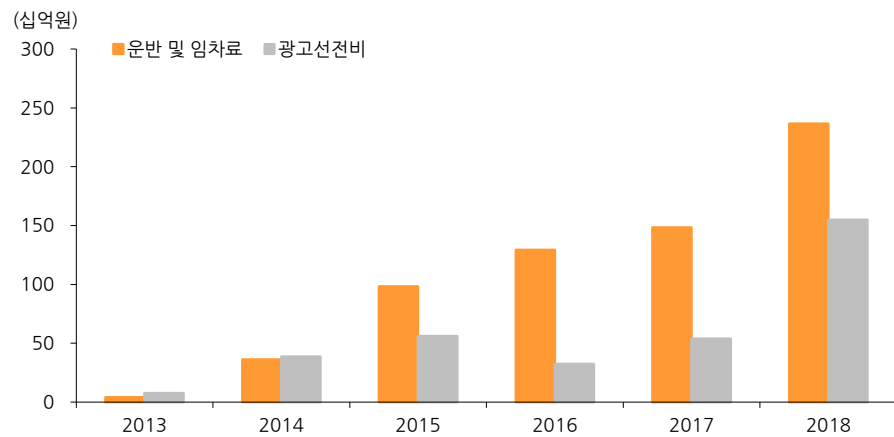
하지만, 이러한 구조는 결국 외형이 성장하면서 어느정도는 해결될 수 있는 부분이다. 공헌이익률이 낮지만, 온라인사업 특성상 일정 수준의 취급고를 구축하게 되면 변동비를 제외한 추가 비용이 제한되어 수익으로 전환될 수 있기 때문이다.

직매입 비중 확대에 따라
수익 전환 쉽지 않을 전망

하지만, 직매입을 늘리게 됨에 따라 이러한 수익 전환은 더더욱 수 밖에 없었던 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 근거는 1) 직매입 중 상당 부분이 식품부문이라는 점에서 수익성이 기존 사업대비 낮고, 2) 보관비 및 운반비 등 추가적 비용 증가가 수반되기 때문이다. 2017년 쿠팡의 운반 및 임차료는 약 1,467억 원으로 2014년 대비 +304%가 증가하였고, 광고선전비에 약 3배 수준에 근접한다.

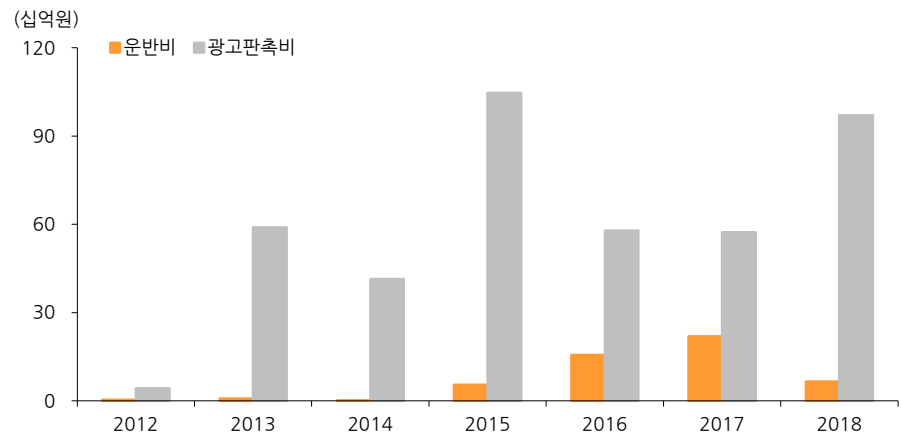
만약, 직매입한 상품이 차별적인 매입력을 구축할 수 있었다면, 이러한 부분은 크게 문제가 되지 않을 수도 있다. 하지만, 직매입 상품 중 상당수가 식품부문인 상황에서 기존 오프라인 업체들의 구매력을 상회하기란 쉽지 않았던 것이 현실이다. 이에 직매입 증가를 통한 효익은 제한되는 것으로 판단한다.

[그림 19] 쿠팡 운반비+임차비 및 광고선전비 추이



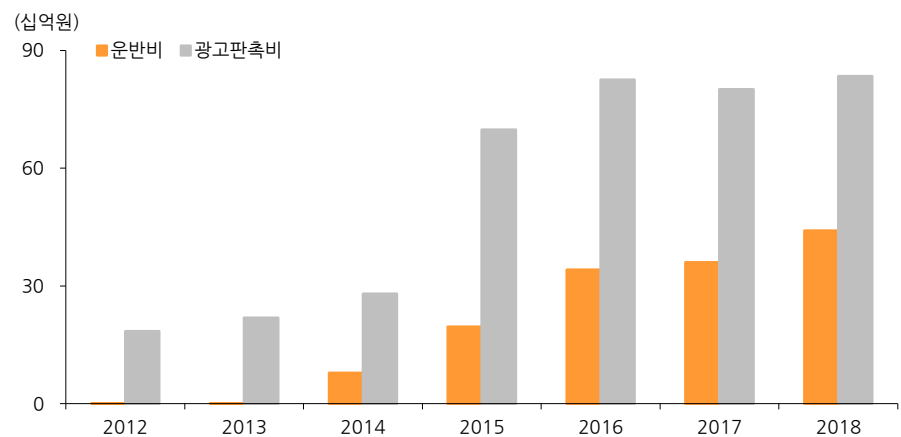
자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 위메프 운반비 및 광고선전비+판매촉진비 추이



자료: 위메프, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 티몬 운반비 및 광고선전비+판매촉진비 추이



자료: 티몬, 한화투자증권 리서치센터

5. 소셜커머스 업체들의 직매입 비중 확대 이유는?

- 1) 구매력 증가를 통한 규모의 경제 구축

직매입 비중을 늘려야하는 이유는 크게 3가지로 판단한다.

첫째, 매입을 통한 구매력 증가로 해석한다. 전통적인 온라인 업체들의 사업구조는 상품 판매자와 구매자를 연결시켜주는 플랫폼을 제공하고 수수료를 수취하는 구조이다. 초기에는 트래픽을 통한 외형성장이 이루어지기 때문에 시장점유율 확대가 용이하나 상품매입을 직접적으로 하지 않는다는 점에서 규모의 경제를 통한 가격 경쟁력 구축은 쉽지 않다. 이에 시장점유율을 확대하기 위해서 온라인업체들은 프로모션을 지속해왔고, 이를 통한 경쟁력을 제공하였다. 하지만, 상품공헌이익이 크지 않은 구조에서 경쟁력을 구축하기 위해서는 규모의 경제를 통한 원가 경쟁력 확보가 반드시 필요한 부분으로 판단한다.
- 2) 온라인시장 상품군 확장

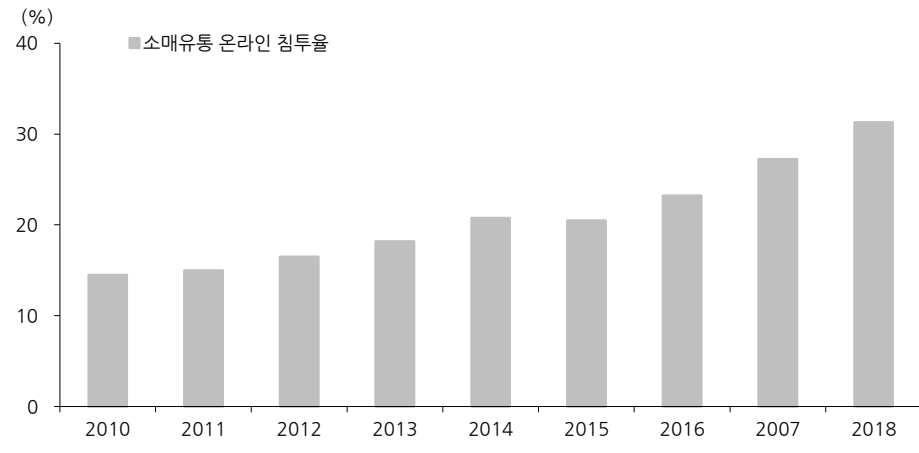
둘째, 온라인시장에서 상품군 확장이 이루어졌다는 점이다. 2015년 이후 온라인시장에서의 식품군 성장은 차별적으로 나타나기 시작하였다. 2017년에 들어서 산업 성장률을 앞서가기 시작하였고, 최근까지 동 추세는 유지되고 있다. 초기 온라인 시장은 의류/패션/잡화 등 범용화된 제품 위주로 성장하였다. 이후 소비자들의 구매영역이 확대되면서 식품까지 확대되는 흐름이 나타나고 있다. 식품군 판매의 경우 이미 규모의 경제를 보유한 오프라인 업체들에게 상대적으로 유리하였다. 그러한 이유는 1) 오프라인 매장을 가지고 있어 이미 규모의 경제를 구축할 수 있었고, 2) 식품을 관리할 수 있는 인프라 구축이 마무리 되었기 때문이다.

식품의 경우 상대적으로 규모의 경제와 재고관리 등이 중요하기 때문에 중개거래를 기반으로 한 업체들의 경쟁력은 한계성을 가질 수 밖에 없었던 것으로 해석한다. 이에 온라인 업체들의 상품직매입은 선택이 아닌 필수적인 부분으로 판단한다.
- 식품온라인 시장 확대에 따라 오프라인 업체들의 온라인 진출 가속화

식품온라인 시장이 확대되기 시작하면서 오프라인 업체들의 온라인 진출은 가속화 되었다. 이마트의 경우 관련 매출액 중 약 60~70%가 식품으로 구성되어 있으며, 연간 매출액은 약 12~15조원에 육박하는 것으로 알려져 있다. 주요 온라인 업체들의 취급고가 약 5조원에서 ~10조원 수준이고, 이마저도 비식품부문 매출액이 대부분이라는 점을 감안하면 상품매입력 및 관리노하우 측면에서 오프라인 업체들에 비해 열위에 있는 것은 사실이다. 이에 따라 식품부문 경쟁력을 확보한 오프라인 업체들의 시장 진입이 한결 더 수월해졌던 것으로 판단한다.
- 3) 물류효율성 증대를 통한 고객층 확보

셋째, 물류 효율성을 통한 고객층 확보이다. 중개거래는 소비자 입장에서 다양한 제품군을 한번에 구매하는 효과가 제한되는 특성이 있다. 예를들어 장난감과 의류를 동시에 구입한다고 해보자. 소비자는 장바구니 기능을 통해 한번에 상품을 결제하지만, 실질적인 배송은 두 업체에서 나누어서 발송하게 된다. 이러한 구조는 1) 배송시점이 상이하고, 2) 배송비용이 개별적으로 붙는다는 단점을 가진다. 이는, 소비자 입장에서 실질 구매비용이 올라가는 효과를 가져오기 때문에 치명적인 약점으로 작용한다. 일부 온라인 업체들은 연관상품 묶음을 통해 이러한 단점을 극복하려고 하고 있다. 하지만, 구조적으로 직매입 비중을 늘리지 않는 한 이에 대한 해결책을 제시하기 쉽지 않다는 판단이다.

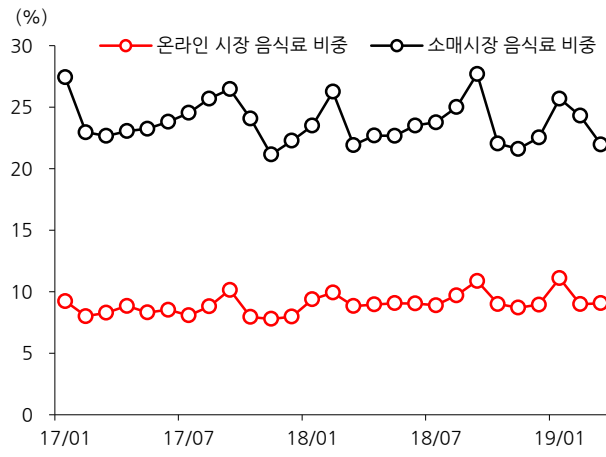
[그림22] 소매유통시장 중 온라인시장 침투율 추이



주: 온라인시장규모 개정변경 소급적용

자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

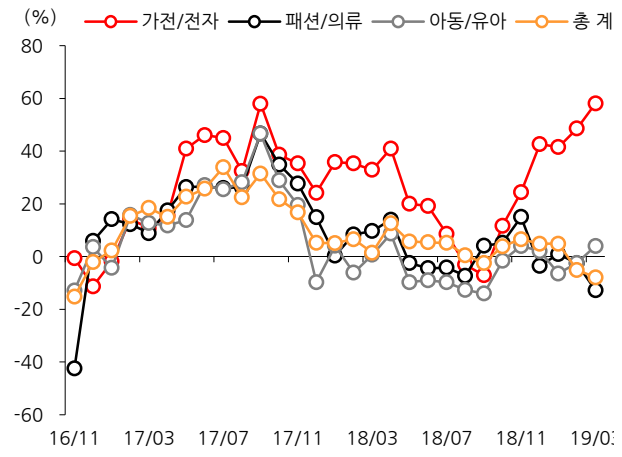
[그림23] 온라인 시장 식품 비중은 더욱 증가할 것으로 전망



주: 19년 1분기는 SSG.com 실적

자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

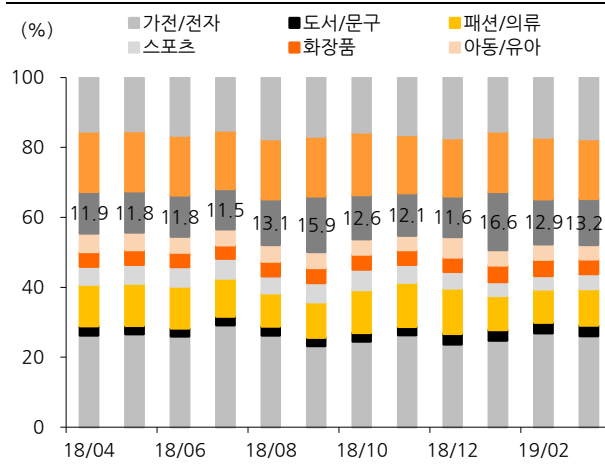
[그림24] 온라인 판매 차별적 성장이 식품 외 품목으로 확대



주: 온라인 판매 성장률 - 온라인 판매 중개 성장률

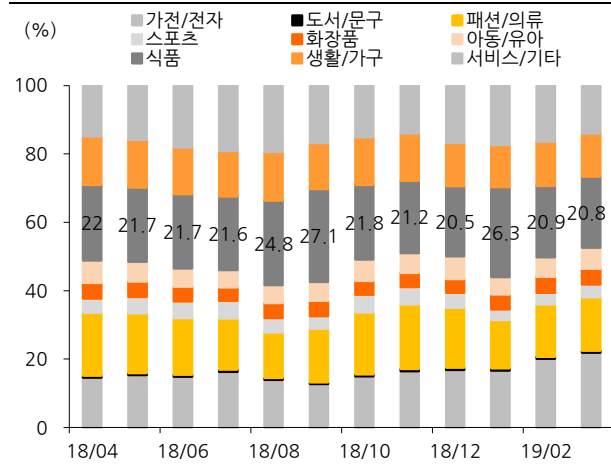
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 2018~2019 온라인판매 식품관련 매출 비중



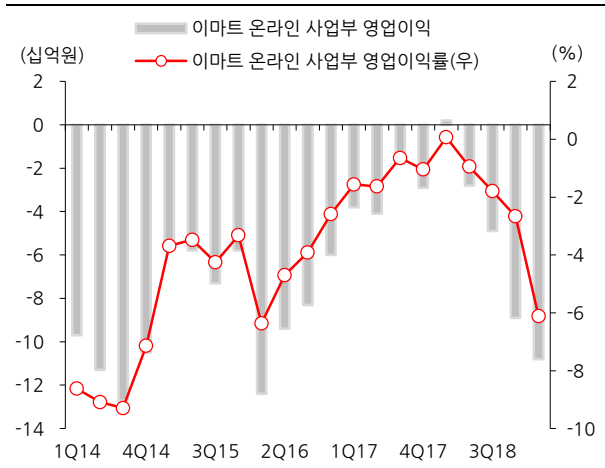
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 2018~2019 온라인판매중개 식품관련 매출 비중



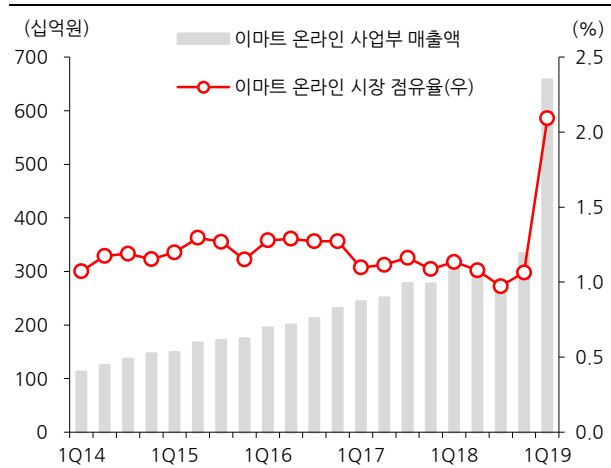
자료: 산업통상자원부, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 이마트몰 영업실적 추이



자료: 이마트, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 온라인시장 중 이마트몰 점유율 추이



주: 1Q19 부로 SSG.com과 합병 효과 반영

자료: 통계청, 이마트, 한화투자증권 리서치센터

6. 온라인 업체들의 직매입 전략은 지속 가능할까?

직매입을 늘리기 위한
물류센터 구축에 따라
온라인업체 수익성은
더욱 악화

직매입을 늘리기 위해서는 우선, 상품을 보관/운송할 수 있는 물류센터가 필요하고, 효율적인 판매를 위한 물류시설이 구축되어야 한다. 식품을 구매하는 소비자들이 단일 제품보다는 다수의 제품을 한번에 구매하는 경향이 크기 때문에 상품의 집하 → 운송 → 배달에 이르는 과정을 직접적으로 수행해야 한다. 물류센터의 경우에도 전국구 유통망을 커버하고 간선비용을 줄이기 위해서는 다수의 RDC(Regional Distribution Center)도 필요하다. 이외에도 신선식품 보관창고 및 구매를 위한 MD 인력 충원도 반드시 필요한 부분이다. 이러한 인프라를 구축하기 위해서는 막대한 자금이 소요되는데, 어찌보면 시장지배력을 확대하기 위해서 프로모션을 지속해야 하는 온라인업체들이 구축하기란 상당히 어려운 과제이다. 즉, 직매입을 늘리게 되며 온라인업체들의 수익성이 전환되는 시점은 더더욱 수 밖에 없는 것이다.

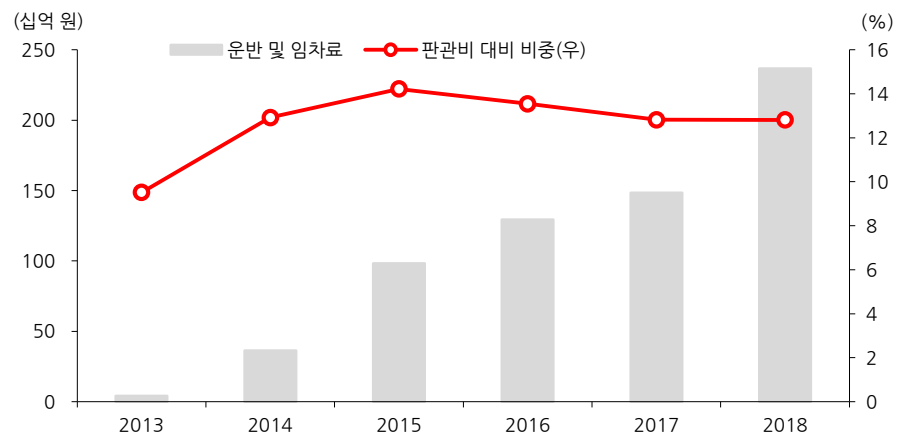
물류센터 구축한 쿠팡의
운반 및 임차료는 경쟁업체
대비 높은 수준

2017년 쿠팡의 운반 및 임차료는 2014년대비 약 +304% 증가한 약 1,467억 원으로, 광고선전비에 약 3배 달하는 수준까지 증가하였다. 반면, 위메프와 티몬의 경우 각각 220억 원, 360억 원 수준에 불과하다. 최근 발표된 쿠팡의 운반 및 임차료는 약 2,363억 원으로 경쟁업체와의 동 격차는 더욱 확대되고 있는 분위기이다. 물론, 취급고가 급격하게 성장하는 과정에서 간접비 항목이 증가하고 있다고 판단할 수 있지만, 쿠팡이 경쟁업체에 비해 취급고가 높다는 점을 감안하더라도 상당히 높은 비용이 발생하고 있는 것으로 분석된다.

쿠팡의 광고선전비 집행은
경쟁업체와 유사한 수준

또 하나의 특징은 광고선전비 측면에서 보면, 쿠팡의 금액이 크지 않다는 점이다. 2018년의 경우 공격적인 점유율 확대를 위해 광고선전비 집행에 집중하였지만, 일반적으로 매출총이익 대비 약 10% 수준의 판촉비를 사용했다는 점에서 과도하다고 해석할 수 없다는 판단이다. 그럼에도 불구하고 쿠팡의 적자가 확대되고 있는 것은 앞서 언급했듯이 직매입을 확대하고 이를 위한 인프라 투자가 진행되기에 발생하는 당연한 현상으로 해석된다.

[그림29] 쿠팡 운반 및 임차료 비용 및 비중 추이



자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

7. 주요 온라인업체 직매입 비중 감소는 필연적

2018년 일부 사업자를
제외한 업체들의
직매입 비중 감소할 전망

당사에서는 장기적으로 전망할 때, 주요 온라인 업체들의 직매입 전략의 성공 가능성은 높지 않은 것으로 판단하고 있다. 그러한 이유는 1) 직매입 중 상당수가 식품인 상황에서 기존 업체들에 비해 규모의 경제를 구축하기란 쉽지 않고, 2) 자금확보가 원활하지 않아 직매입을 위한 인프라 구축이 어려우며, 3) 기존 사업을 통한 수익성 전환이 단기 간에는 어려울 것으로 예상되기 때문이다. 이에 일부 사업자를 제외한 업체들의 직매입 비중은 구조적으로 감소할 것으로 추정한다.

쿠팡과 티몬
직매입 비중 증가
위메프 감소

2018년 주요 소셜커머스 업체들의 실적을 보면, 티몬과 쿠팡의 직매입 비중은 증가한 것으로 알려져 있다. 반면, 위메프의 경우 수익성 개선에 집중하기 위해 직매입 비중을 급격하게 낮춘 것으로 판단한다. 직매입 비중 증가에 따라 쿠팡과 티몬의 영업손실액은 각각 1조 970억 원(2018년 6,389억 원 적자), 1,278억 원(2018년 1,190억 원 적자) 확대되었고, 위메프는 390억 원(2018년 417억 원)으로 감소하였다.

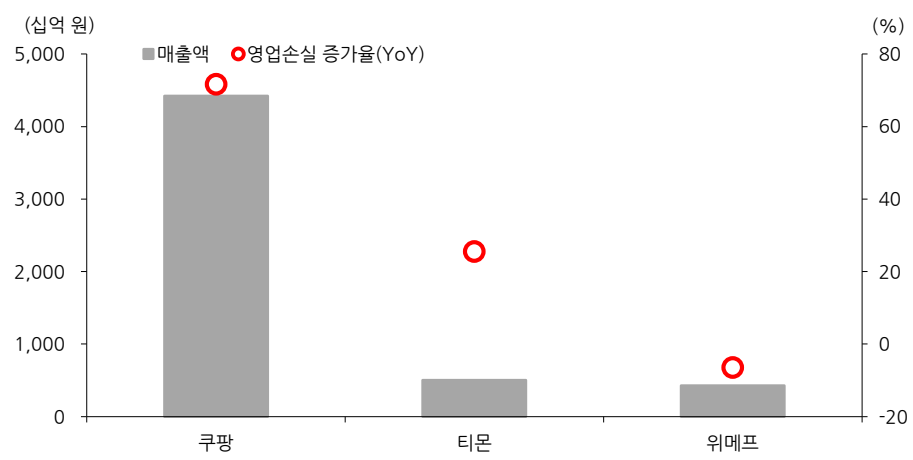
직매입 비중 차이와
매출액의 상관관계

매출액은 이와 반대되는 현상이 나타났다. 2018년 쿠팡의 취급고는 약 7조원 중반 수준으로, 2017년대비 약 50% 가까운 성장을 한 것으로 추정한다. 회계적 매출액도 약 4조 4,228억 원으로 전년대비 +64.7% 증가하였다. 티몬도 매출액은 약 5,007억 원으로 전년대비 +40.1% 성장하였다. 반면, 위메프 매출액은 전년대비 -9.2% 하락한 4,294억 원을 기록하였고, 상품매출은 1,258억 원으로 2017년대비 약 -50.4% 감소하였다. 직매입 제품 축소를 통해 수익성 관리가 이루어진 것으로 판단한다.

직매입 효익 제한으로 관련
비중은 구조적으로 감소
다만, 물류센터 구축한
업체는 다른 방향 기대

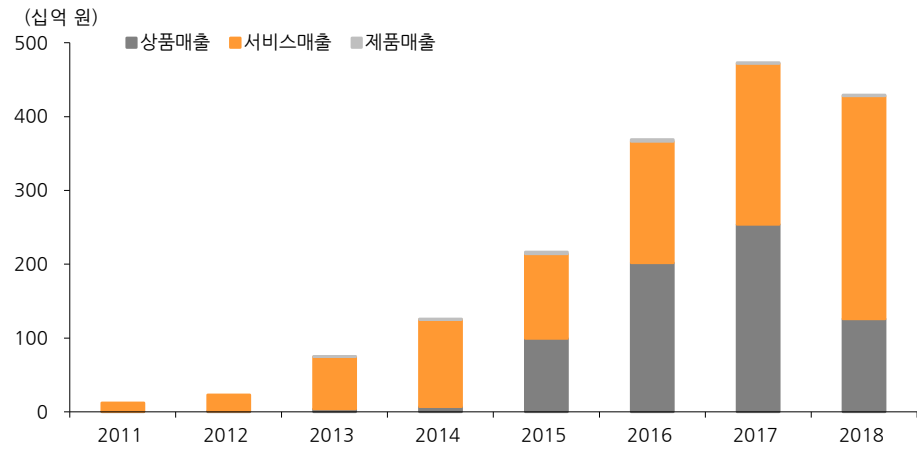
직매입에 대한 효익이 제한, 아니 수익성을 악화시킴에 따라 주요 온라인 업체들의 직매입 비중은 구조적으로 감소할 가능성이 높은 것으로 판단한다. 다만, 직접물류센터를 구축한 업체의 경우 상대적으로 효율적 비용 통제가 가능하다는 점에서 직매입 비중을 증가시키는 전략을 지속할 가능성이 높다.

[그림30] 2018년 소셜커머스 3사 매출액 및 영업손실액 증가율 비교



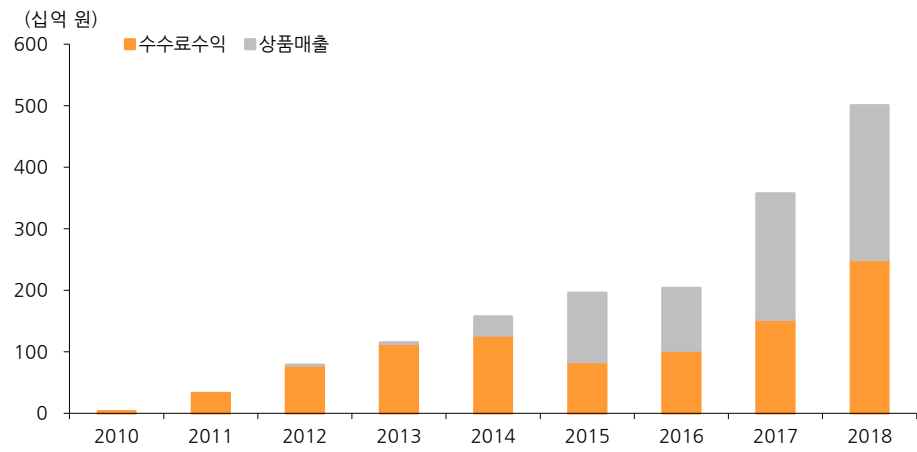
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 위메프 매출액 구성내역 변화



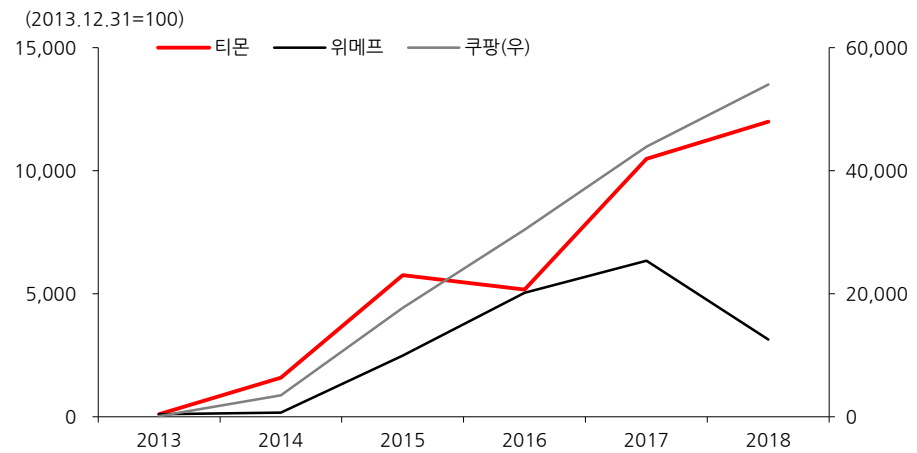
자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 티몬 매출액 구성내역 변화



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 일부업체를 제외한 온라인업체들의 직매입 규모 감소할 것으로 예상



주: 업체별 직매입 규모 지수화 (2013.12.31=100)

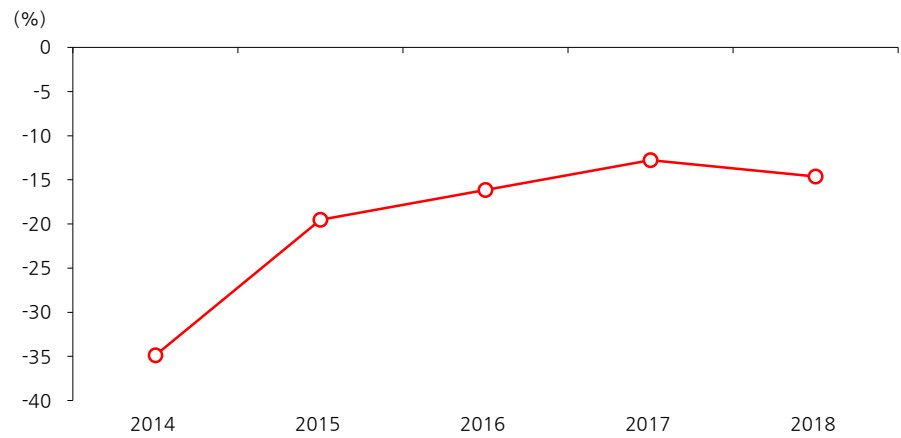
자료: 한화투자증권 리서치센터

III. Coupang 은 어떻게?

1. Coupang 직매입 비중 전략은 지속될 전망

쿠팡의 직매입 비중은 지속적으로 증가	그렇다면 가장 공격적으로 사업을 진행하고 있는 쿠팡은 어떻게? 아이러니하게도 쿠팡은 직매입 전략을 고수할 것으로 전망한다. 아니, 오히려 더욱 확대할 것으로 예상한다. 쿠팡의 지난해 손실액은 약 1조원으로 영업손실률은 무려 -13.3%에 달한다. 그럼에도 불구하고 직매입 전략을 고수할 것으로 판단한다. 그렇게 생각하는 근거는 크게 2가지이다.
첫째, 인프라 투자 마무리	첫째, 경쟁업체와 달리 초반부터 인프라 투자가 이루어졌다는 점이다. 2018년 재무제표 기준 쿠팡의 유형자산금액은 약 4,000억 원 수준이다. 취득원가는 5,470억 원, 상각누계액은 1,470억 원에 달한다. 토지/건물/차량 운반구 등 물류와 관련된 투자가 지속적으로 이루어지고 있음을 알수 있는 부분이다.
	유형자산이 급격하게 증가한 시점을 보면 2014년도이다. 2013년 약 93억원 불과했던 유형자산은 2014년 591억 원까지 증가하였고, 2015년 1,665억 원, 2018년 4,000억 원까지 증가하는 추세를 보여주었다. 상각금액을 가지고 판단할 때 재무제표상의 유형자산보다 훨씬 더 큰 투자가 이루어진 것으로 볼 수 있다. 쿠팡의 직매입 비중은 2014년부터 본격적으로 증가하였다. 동사 유형자산 규모가 커졌다는 점을 감안할 때 적극적인 인프라 투자가 이루어진 것으로 볼 수 있다.
티몬과 위메프 인프라 투자는 제한적	그렇다면 경쟁업체는 어떻게? 티몬의 2014년 유형자산 규모는 52억 원, 2018년은 130억 원 수준에 불과하다. 위메프도 이와 유사하다. 2014년 유형자산은 67억 원, 2018년 144억 원 수준이다. 그 동안의 영업실적 악화의 주요 원인이 근본적으로 다름을 알 수 있는 부분이다. 티몬은 2018년에도 직매입 비중을 확대하였다고 밝혔다. 하지만, 물류 및 인프라 투자가 이루어지지 않은 것으로 판단되어 근본적인 경쟁력 확대에 집중하고 있다고 보기는 어렵다.
쿠팡의 적자폭 확대는 인프라 투자에 따른 고정비 증가 상품할인을 근본적인 영향으로 해석할 수 없음	일반적으로 쿠팡의 실적 악화의 주 원인으로 프로모션을 생각한다. 할인판매 비중이 높아 영업실적이 하락하였다고 보는 것이다. 하지만, 근본적으로 물류인프라 투자에 따른 고정비 부담이 증가하였다는 점을 감안할 때 프로모션의 영향보다는 인프라 투자에 따른 영향이 더욱 크게 미쳤다고 봐야 할 것이다. 물론, 무료 서비스 배송은 일종의 프로모션으로 판단할 수 있다. 하지만, 실질적인 상품 할인으로 보기 어렵다는 점에서 경쟁업체와의 차이를 인지해야 할 것이다.

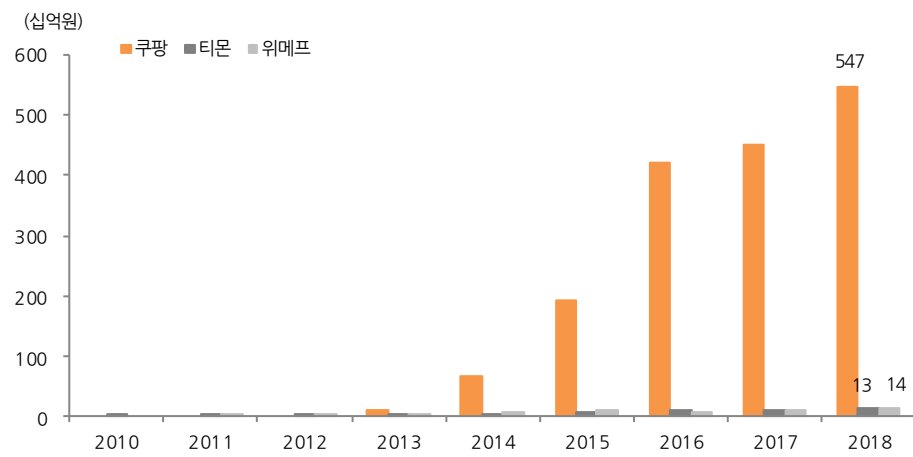
[그림34] 쿠팡 영업손실률 추이



주: 영업손실률= 영업손실액/취급고

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 쿠팡, 티몬, 위메프의 유형자산 추이



주: 쿠팡은 유형자산+감가상각누계액 합산 기준

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

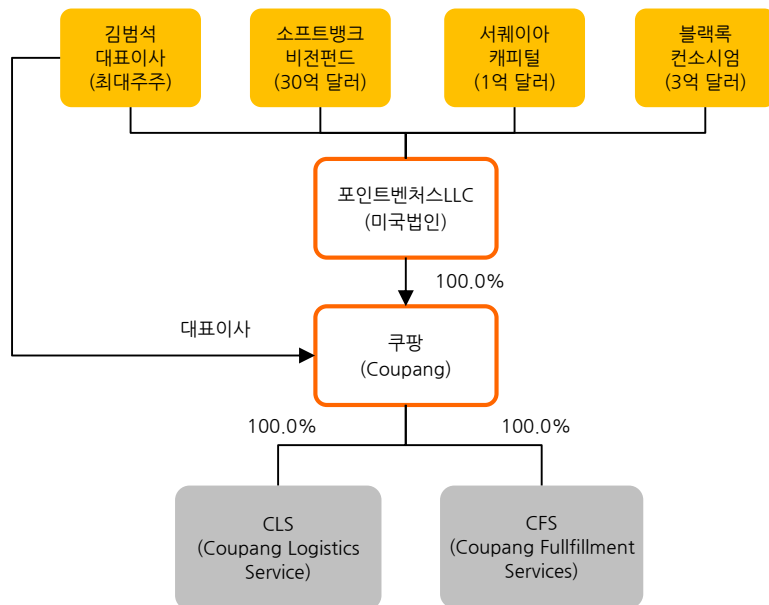
둘째, 적극적인 물류사업부

- ① 쿠팡풀필먼트
- ② 쿠팡로지스틱스

둘째, 유통이 아닌 물류사업에도 적극적인 모습을 보이고 있다는 점이다. 2018년 기준 쿠팡은 사업부문 현황을 보면 쿠팡로지스틱스서비스 유한회사를 신규로 편입되었다. 총 자산 규모는 31.5억 원, 총자본은 15.7억 원에 불과하며, 지난해 매출액은 4.2억 원을 달성하였다. 지난해 신설된 사업부라는 점에서 자본금이나 영업실적은 미미하다.

또한, ‘쿠팡풀필먼트서비스 유한회사도’ 가지고 있다. 언론보도에 따르면 2014년 로켓배송을 런칭한 이후 2018년까지 축구장 약 151개, 약 30만평 이상의 물류센터를 구축한 것으로 알려져 있다. 지난해 ‘쿠팡풀필먼트서비스’ 매출액은 약 4,326억 원(전년대비 +298%), 당기순이익 61억 원(전년대비, 흑전)을 기록하였다. 2017년대비 매출액과 당기순이익 모두 급격한 개선 흐름이 이어졌다.

[그림36] 쿠팡 지배구조도



자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 쿠팡 종속기업 요약 재무정보

(단위: 백만 원)

	피투자회사명	총자산	총부채	총자본	매출액	순이익	포괄이익
2017	쿠팡 풀필먼트서비스	33,714	40,376	-6,662	108,489	-16,430	-16,581
	떠나요	7,534	5,179	2,355	4,540	911	893
2018	쿠팡 풀필먼트서비스	83,744	82,497	1,247	432,561	6,147	6,360
	떠나요	9,419	7,407	2,012	10,411	-395	-386
	쿠팡로지스틱스서비스	3,149	1,576	1,573	416	-737	-806

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 쿠팡풀필먼트서비스 언론내용 취합

비고	내용
설립	2016년 쿠팡의 물류 전담 자회사 '킴서브'로 설립
사명 변경	2018년 10월 '쿠팡풀필먼트서비스'로 사명 변경
예상 전략 1	셀러들에게 풀필먼트 서비스를 제공함으로써 전 품목 로켓배송 완성
예상 전략 2	타사 물류까지 위탁받아 전문 물류회사로 성장

자료: 언론 자료 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 쿠팡 풀필먼트센터 전경



자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터

2. Coupang 은 유통과 물류시장의 결합을 목표

쿠팡은 3자 물류, 풀필먼트를 성장 동력으로 삼고 있음

유통과 물류를 결합한 형태의 사업구조를 계획

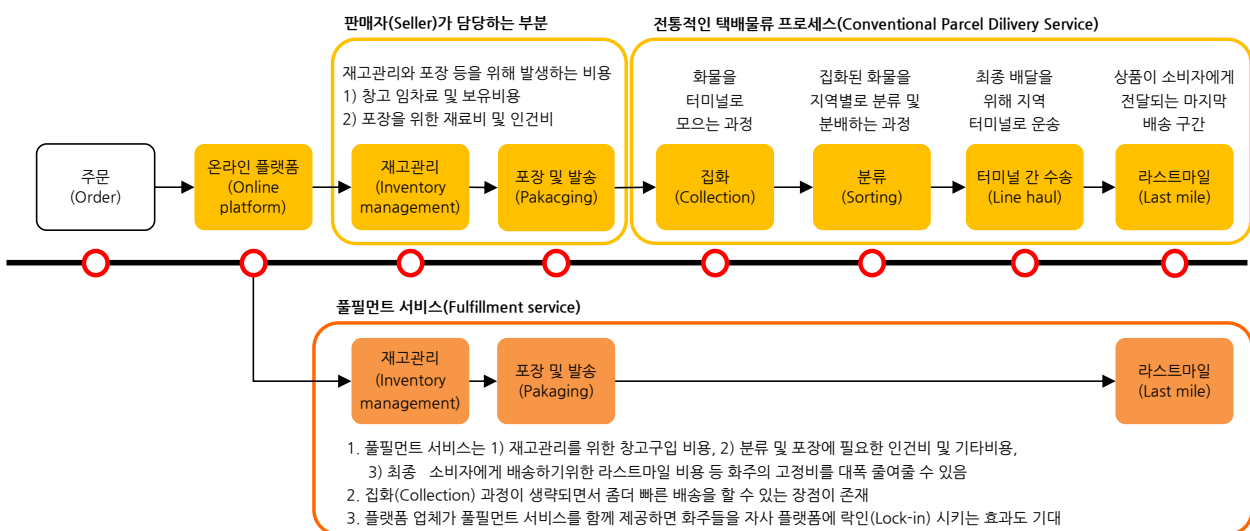
풀필먼트는 물류를 필요로 하는 셀러들을 대상으로 본인이 판매하고 있는 상품 재고를 물류센터에 보관, 운영, 배송, 반품, CS(Customer Satisfaction)까지 대행해주고 일정 수수료를 받는 사업을 일컫는다. 온라인유통이 아닌 물류와 관련된 사업인 것이다. 쿠팡은 3자 물류, 그리고 풀필먼트를 새로운 성장 동력으로 삼고 있다.

결론적으로, 쿠팡은 유통과 물류를 결합한 형태의 사업구조를 모색하고 있는 것으로 생각된다. 아니처음부터 이러한 구조를 계획했던 것으로 판단한다. 구조적으로 온라인 사업이 가지고 있는 단점을 보완하기 위해 물류인프라 투자를 통해 이를 보완하고 경쟁력을 구축하려는 의도가 깔려있는 것으로 해석한다.

온라인과 물류는 분리해서 판단할 수 있는 영역은 아니다. 온라인 사업이 직매입 구조로 전환되기 시작하면서 물류 비용은 기하급수적으로 증가할 수 밖에 없고, 이를 규모의 경제로 해소하기에는 기존업체보다 경쟁력이 크다고 볼 수 없다.

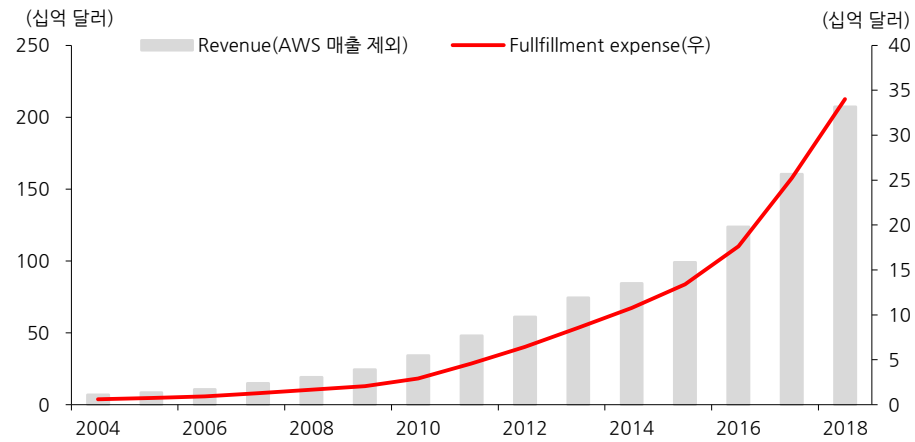
이에 물류비용을 구조적으로 감소시킬 수 있는 방안을 동시에 모색했을 가능성이 높다. 유통업에서 물류는 비용으로 계상되지만 물류산업에서는 매출액으로 인식된다는 것을 인지해야 할 것이다.

[그림38] 풀필먼트 사업구조 정리



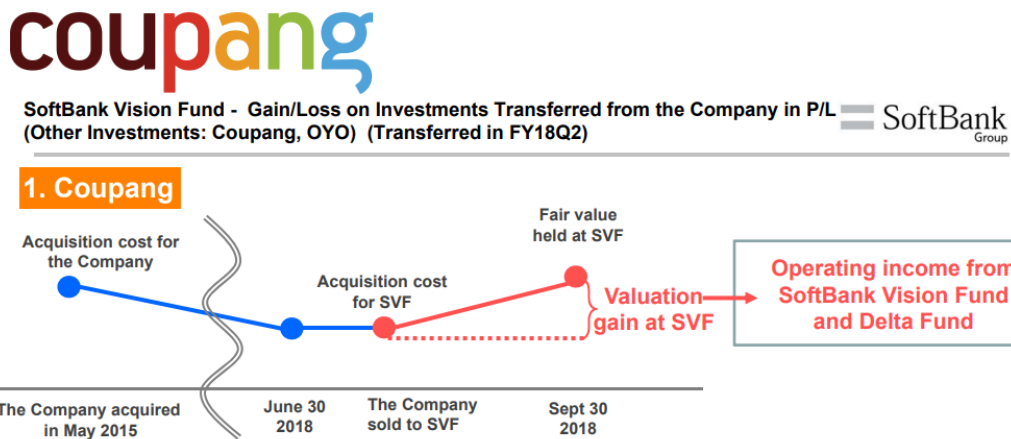
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 아마존 풀필먼트 투자액과 매출액 추이 비교



자료: Amazon, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 소프트뱅크 비전펀드에서 밝힌 쿠팡의 가치



자료: Softbank Vision Fund, 한화투자증권 리서치센터

IV. 오프라인 업체들의 반격, 옴니채널의 활성화 전망

1. 옴니채널 구축은 오프라인 업체들이 더 유리

오프라인 업체들은 옴니채널
구축에 집중할 가능성 높음

오프라인 업체들은 단순히 온라인사업부 확대에 집중할까? 아니 오프라인업체들은 지금과는 다른 사업구조를 구축할 가능성이 높아 보인다. 우선 가격에 대한 구조를 다시 한번 되짚어볼 필요가 있다.

오프라인 가격: 생산자원가(C1) + CDC 물류비용(C2) + RDC 물류비용(R1) + 오프라인(O1) + 유통마진(M1), 온라인 가격: 생산자원가(C1) + CDC 물류비용(C2) + RDC 물류비용(R1) + B2B 택배물류(B1) + 유통마진(M1)이 합산된 결과로 볼 수 있다. 오프라인을 유지하는 비용보다 택배물류 비용이 상대적으로 저렴하기 때문에 온라인 업체들의 경쟁력은 유지될 수 있었던 것으로 판단한다. 그렇다면, 구조적으로 온라인 사업구조가 가격 경쟁력이 가장 높을까?

오프라인과 온라인을 연결할
경우 가격 경쟁력 우위 가능

결론적으로 그렇지 않다는 판단이다. 왜냐하면 오프라인과 온라인을 동시에 활용할 경우 가격 경쟁력을 높게 가져갈 수 있을 것으로 분석되기 때문이다. 즉, 옴니채널 구축을 통해 가격 경쟁력을 구축할 수 있다는 의미이다. 오프라인은 상대적으로 구매원가(C1)에 대한 경쟁력은 높지만, 오프라인을 운영하는 고정비 비중이 높아 가격경쟁력을 가지고 못하는 것이 일반적인 논리이다. 이러한 상황에서 주요 온라인 업체들이 직매입 비중을 늘리게 되면 그나마 유지되고 있던 원가경쟁력 매력도도 사라질 수 밖에 없다. 하지만, 오프라인 업체들이 온라인과 연계한 옴니채널을 구축할 경우 가격경쟁력은 오히려 더욱 확대될 가능성이 높다.

2. 월마트 Jet.com 인수를 통해 옴니채널 구축

가격경쟁력 구축 가능한
이유는?

- 1) 물류비용 절감
- 2) 공간 활용 가능
- 3) 규모의 경제 실현

옴니채널은 온라인과 오프라인을 연계해 상품을 구매하는 방식을 말한다. 즉, Offline to Online 혹은 Online to Offline를 표방하며 온라인에서 상품을 구매하여 오프라인에서 수령하거나, 오프라인 매장에서 온라인으로 제품을 구매하는 형태이다. 옴니채널을 구축할 경우 가격경쟁력 구축이 가능한 이유는 1) 온라인에서 발생하는 B2B 택배물류(B1) 비용이 발생하지 않고, 2) 오프라인 매장의 디스플레이 공간 활용이 가능하며, 3) 오프라인 매장을 보유하고 있어 규모의 경제를 실현하는데 있어 한층 더 유리하기 때문이다. 정확하게는 소비자에게 다양한 제품가격을 제시함에 따라 선택의 폭을 넓혀주는 것이다.

월마트와 제트닷컴 주목

이러한 사례는 월마트와 제트닷컴에서 찾아볼 수 있다. 월마트는 2016년 약 33억 달러(약 3.6조원)를 지불하면서 제트닷컴을 인수하였다. 제트닷컴은 온라인쇼핑몰 벤처기업으로 소비자에게 다양한 가격을 제시하면서 급격하게 성장한 회사다. 제트닷컴의 전략은 온라인쇼핑몰이 가지고 있는 편의성(빠르고 편리한 배송 서비스)을 포기하는 대신 아마존보다도 저렴한 가격으로 상품을 제공하는데 주력하였다. 개별배송을 줄여 간선비용을 최소화하고 대량구매를 하는 고객들에게는 물류비용 절감을 가격으로 할인해주는 방식으로 영업을 전개하였다.

월마트는 제트닷컴을 인수한 이후 동일 비즈니스 모델을 자사의 유통망에 적용하였다. 고객에게까지 배송 서비스를 제공하는 대신에 근접지역 마트에서 상품을 수령하는 방식으로 확장한 것이다. 소비자 입장에서 편의성은 다소 떨어질 수 있지만, 간선비용을 제품가격에서 할인해줌으로써 온라인보다 저렴한 가격으로 상품을 제공하는 것이다.

2017년 월마트 가격 경쟁력
상승 증명

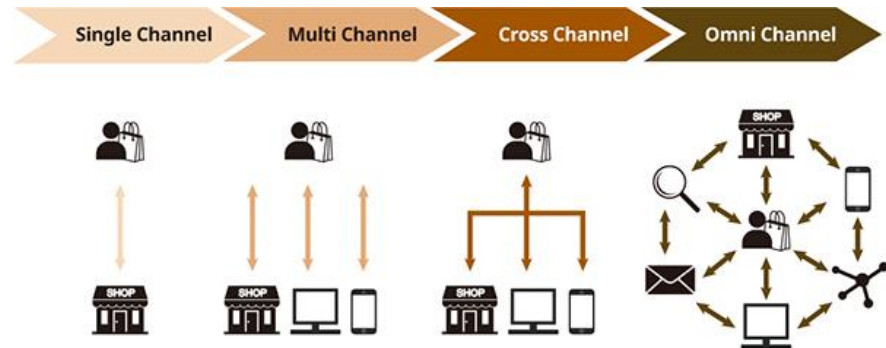
실제로 2017년 월마트 가격 경쟁력은 상당히 높아진 것으로 파악된다. Market Track 연구에 따르면 700일 기간 동안 월마트 온라인 가격은 아마존대비 평균 약 0.3% 높았던 것으로 조사됐다. 이는 2017년 연말대비 약 3%p 감소한 수치로 일부 상품군에 있어서는 오히려 가격이 더 낮았던 것으로 분석된다. 그 동안의 가격 격차를 감안할 경우 고무적인 수치로 판단된다. 이러한 가격 경쟁력 확보가 가능했던 이유에는 여러가지가 있지만, 4600개에 달하는 픽업 스토어를 활용한 온오프 연계 상품공급채널 구축이 가장 크게 작용한 것으로 분석된다.

[표8] 월마트의 제트닷컴 인수 개요

비고	내용
별칭	‘온라인 코스트코’
인수가액	24억 달러(영업권 17억 달러, 무형자산 6억 달러)
인수목적	월마트의 온라인 사업 강화 및 옴니채널 전략의 일환
설립 연도	2015.7(벤처캐피탈로부터 5억 달러 조달)
초기 전략	‘바스켓’ 개념을 도입, 대량구매 할수록 더 큰 할인 폭을 제공
비고	창립자 마크 로레를, 월마트 온라인사업부장으로 영입

자료: 언론자료 취합, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 옴니채널 이미지



자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 간선비용 감소로 온/오프 연계 비즈니스 모델 경쟁력 구축



자료: 한화투자증권 리서치센터

3. 옴니채널 선결조건은 기 운영되고 있는 오프라인 채널

온라인업체들의 옴니채널
구축은 쉽지 않을 것으로
판단

그렇다면 옴니채널을 적용하는 것은 수월할까? 온라인업체들도 이러한 방식으로 대응할 수 있지 않을까? 결론적으로 옴니채널을 적용하기 위해서는 여러가지 제약 조건이 따르기 때문에 쉽지 않다는 판단이다.

그렇게 생각하는 근거는, 1) 우선 다수의 오프라인 매장을 보유해야 하고, 2) 오프라인 매장이 단순히 Pick Up Center에 국한되면 안되며, 3) 상품보관을 해줄 수 있는 일정수준 이상의 규모를 갖추어야 하기 때문이다. 온라인업체들이 옴니채널 전략을 수행하기 위해서는 오프라인 매장을 구축해야 한다. 즉, 현 시점에 대규모 투자가 이루어져야 하는데, 현실적으로 현재 영업환경과 재무구조를 고려하면 불가능할 것으로 판단한다. 단순히, 상품수령 창고가 아닌 운영매장이 되어야 하기 때문에 막대한 자금과 운영실적을 동시에 달성해야 하는 것이다.

옴니채널 조건에 충족하는
유통망은 슈퍼마켓으로 판단

롯데그룹은 세븐일레븐을 통해 이러한 모델을 적용하려는 노력을 하였다. 하지만, ▶ 편의점의 경우 영업면적이 크지 않아 상품보관 능력이 떨어질 수 밖에 없고, ▶ 가맹본부 특성상 지속가능한 점포가 아니며, ▶ 신선식품과 같은 일부 상품군을 취급하기가 어려우며, ▶ 물류형태가 상이해 적용하기는 쉽지 않았던 것으로 분석한다. 당사에서는 이러한 조건을 충족시키는 유통망으로 슈퍼마켓이 적합한 것으로 판단하고 있다. 실제 월마트의 경우에도 자사의 할인점이 아닌 지역기반 슈퍼마켓에 동일한 모델을 적용한 것으로 알려져 있다.

4. 국내 옴니채널 전략은 더욱 발전된 모델로 성장 기대

국내의 경우 옴니채널
전략은 안착될 가능성 높음

국내의 경우 더욱 발전된 형태의 옴니채널 전략이 안착화 될 것으로 보인다. 최근 주요 유통업체들은 옴니채널을 적용하는 동시에 소비자의 편의성 즉, 배송까지 이루어지는 구조까지 고민하고 있다. 월마트의 옴니채널은 구조적으로 편의성을 배제하고 가격에 민감한 고객층을 흡수하기 위한 전략으로 봐도 무방할 것이다. 반면 국내 일부 업체들은 이러한 시장도 적극적으로 공략한다는 계획이다. 이러한 부분이 가능한 이유는 1) 국토면적이 넓지 않아 간선물류가 상대적으로 수월하고, 2) 라이더라는 특화된 배송서비스가 이미 발달하였기 때문이다.

라이더와 결합한 편의성
모델 제공 가능

롯데마트는 일부 매장에서 라이더를 통한 배송서비스를 시작하였다. 동네 대형슈퍼마켓에서 이루어지던 서비스를 대기업에 적용하면서 소비자의 편의성을 극대화시키고 있다. CJ그룹도 올리브영 매장을 통해 Pick Up Center 기능을 수행하기 시작하였고, GS리테일도 GS파크 인수 이후 발전된 모델을 제시할 것으로 예상된다.

현재까지 각 업체들의 구체적인 전략이 나와있지 않아 선부른 판단일 수 있지만, ▶ 온라인과 오프라인 매장을 연결하기 시작하였고, ▶ 오프라인 매장에서 배송으로 이어지는 구조가 확대되고 있다는 점에서 의미있는 변화로 해석된다. 특히, 최근 라이더 업체와의 사업구조 결합이 이루어지면서 이러한 흐름은 탄력을 받고 있다는 판단이다. 라이더 입장에서는 한정된 수익구조를 탈피할 수 있어 부가가치 창출이 가능하고, 오프라인 업체들 입장에서는 물류비 절감 효과를 기대할 수 있다는 점에서 이러한 사업적 결합은 확대될 것으로 전망한다.

[표9] 주요 라이더 업체와의 업무협약 정리

	올리브영	롯데마트	CU
서비스 명	오늘드림	30분 배송	-
제휴업체	메쉬코리아(VROONG)	-	요기요, 메쉬코리아
비고	2018.12.17 서비스 시작	안전 문제로 재검토 중	5/14 점포 1,000 개로 확대

자료: 언론자료 취합, 한화투자증권 리서치센터

V. 쿠팡의 물류산업 진입, 상위업체 중심의 재편 가속화

1. Coupang 의 물류에 대한 힌트는 아마존(Amazon)에

쿠팡은 아마존 비즈니스
모델을 벤치마킹

앞서 우리는 쿠팡(Coupang)이 다른 온라인 업체들과 달리 직매입 비중을 계속 확대해 나갈 것이라고 전망했다. 쿠팡이 공격적으로 물류인프라 투자를 계속하는 과정에서 비용이 기하급수적으로 늘어나고 있음에도 불구하고, 현재까지 아마존(Amazon)의 비즈니스 모델을 그대로 벤치마킹해오고 있기 때문이다.

쿠팡은 2010년 창업 당시에는 소셜커머스였다. 그러나 2014년 ‘로켓배송’을 시작하면서 ‘사입형 유통’ 모델의 비즈니스를 시작했다. 물류센터를 짓고 직매입한 상품을 재고로 보관하고 자체배송시스템을 구축을 시작했다. 아마존(Amazon) 역시 사업 초 시애틀에서 첫번째 물류센터를 짓고 ‘사입형 모델’로 사업을 시작했었다.

2년뒤인 2016년엔 쿠팡은 ‘아이템 마켓’이라는 오픈마켓 서비스를 시작하면서 소셜커머스 딱지를 떼다. G마켓이나 11번가와 같이 셀러에게 플랫폼을 제공하고 수수료를 받는 비즈니스 모델이다. 아마존도 1999년에 ‘아마존 옥션’을 시작하면서 현재의 오픈마켓 비즈니스인 ‘마켓플레이스’ 사업을 시작한 바 있다.

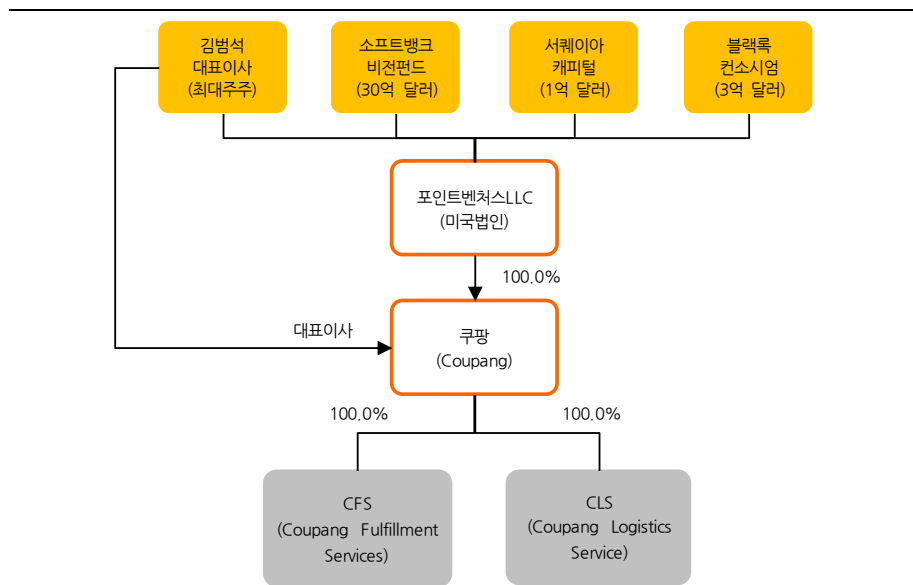
쿠팡풀필먼트 서비스와
쿠팡로지스틱스 설립목적은
아마존 모델의 완성

2018년 쿠팡의 감사보고서를 보면 ‘쿠팡풀필먼트서비스(CFS, Coupang Fulfillment Service)’와 ‘쿠팡로지스틱스서비스(CLS, Coupang Logistics Service)’라는 자회사를 보유 중이다. 쿠팡풀필먼트서비스는 재고보관, 관리, 포장, CS를 담당하는 회사로 2016년 컴서브로 설립되었다가 17년말 현재사명으로 변경했다.

쿠팡의 미래는
아마존의 현재에서
찾을 수 있을 것

쿠팡로지스틱스는 작년말 국토부로부터 택배사업자 면허를 취득하면서 새로 설립된 배송전문 회사다. 쿠팡은 풀필먼트와 자체배송 두 가지 사업을 통해 아마존 성장모델을 벤치마크하겠다는 의미로 해석된다. 그렇다면 쿠팡의 미래는 아마존의 현재에서 찾을 수 있다고 판단한다.

[그림43] 쿠팡 지배구조



자료: 쿠팡, 언론보도, 한화투자증권 리서치센터

2. 아마존(Amazon)의 현재는?

세계 1위의 전자상거래업체 아마존

아마존(Amazon)은 현재 애플과 마이크로소프트의 시가총액을 넘어서는 글로벌 시가총액 1위(9,000억 달러) 전자상거래 업체다. 1995년 온라인 서점으로 시작해 직매입 구조의 온라인 리테일러에서 오픈마켓 사업자로, 그리고 물류센터와 자체배송 등을 통해 물류산업으로도 사업영역을 지속적으로 확장해 왔다.

아마존의 가장 큰 경쟁력은 바로 물류

아마존이 온라인커머스 시장에서 eBay를 넘어서는 압도적인 지위를 확보할 수 있었던 가장 큰 요인은 바로 물류 경쟁력이었다. 아마존은 직매입 중심으로 사업을 확장하면서 물류센터와 배송서비스를 구축하는데 적극적인 투자를 했기 때문이다. 결과적으로 주문별로 재고를 피킹해 포장, 배송이 가능한 물류자동화 물류센터인 풀필먼트 센터(Fulfillment Center)를 구축해냈다.

풀필먼트 센터를 통해 재고관리 및 배송시간 예측 가능

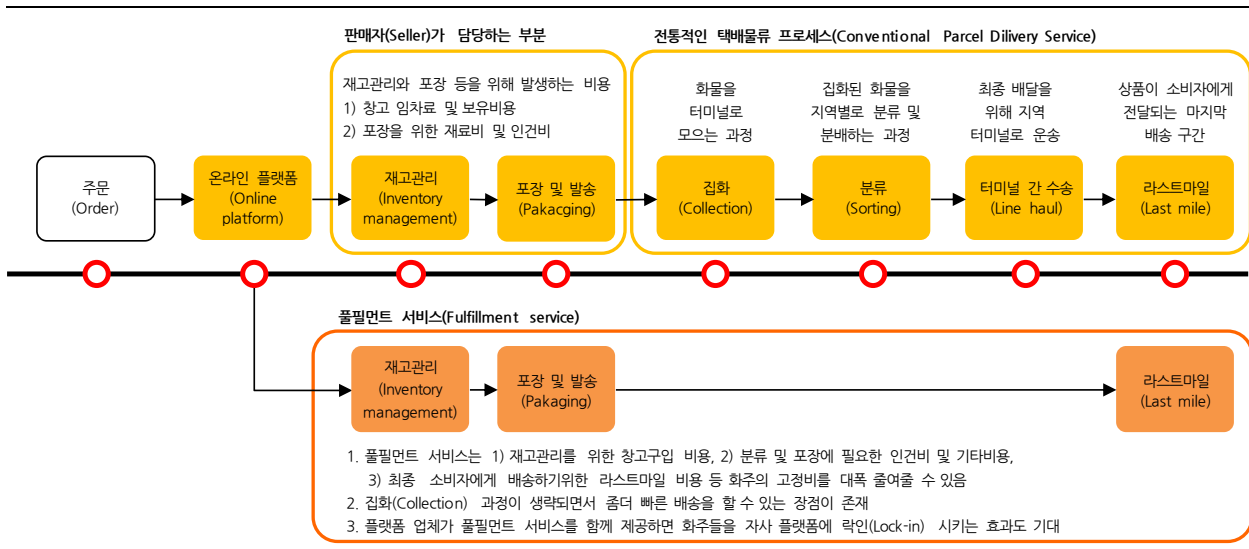
아마존은 풀필먼트 센터를 운영하면서 어느정도 배송시간을 예측할 수 있게 됐다. 다양한 물류데이터가 축적됐고, 고객의 구매패턴에 따른 효율적인 재고관리가 가능해졌기 때문이다. 이런 노하우를 바탕으로 2006년 자사의 마켓플레이스에 입점한 셀러들에게 일정 수수료(15%)를 받고 재고관리부터 이후의 물류 프로세스를 모두 대행해주는 새로운 서비스를 세상에 공개했다.

2006년 FBA 런칭으로 물류시장에 진입

‘풀필먼트 바이 아마존(Fulfillment By Amazon, 이하 FBA)’의 탄생이었다. 아마존은 기존에 보유하고 있던 창고의 일부를 셀러들에게 대여해주면서 물류시장에 진입했다. 또한 FBA를 통해 마켓플레이스에 입점한 셀러의 상품을 직매입 상품과 동일하게 관리할 수 있게 됐을 뿐만 아니라 수수료 수익을 창출하게 됐다.

FBA를 이용하는 셀러입장에서는 자체물류 프로세스를 구축하는 비용부담을 덜 수 있고, 전통적인 택배운송 프로세스의 집화와 분류 등의 과정을 생략해 배송시간을 줄일 수 있게 됐다. 최근에는 eBay와 같은 타 플랫폼을 통해서도 FBA를 이용할 수 있도록 하면서 온라인 셀러들을 대상으로 영역을 빠르게 확장해 나가고 있다.

[그림44] 전통적인 택배물류 프로세스 vs 풀필먼트(fulfillment) 서비스 프로세스



자료: 한화투자증권 리서치센터

아마존 프라임을 런칭해
이틀 내 무료배송
서비스 제공

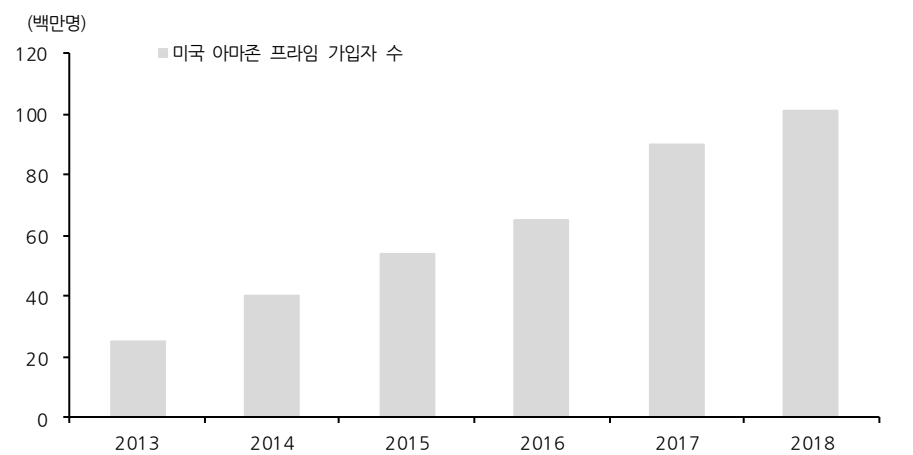
아마존은 FBA와 함께 2006년 멤버십 서비스인 ‘아마존 프라임(Amazon Prime)’을 런칭했다. 아마존 프라임은 연 119달러를 지불하면 멤버로 가입할 수 있는데, 아마존은 프라임 멤버십에 가입한 고객에게 ‘미국 전역 이틀 내 무료 배송’이라는 파격적인 배송 서비스를 제공하기 시작했다.

한국은 대부분의 배송이 익일이나 2일내에 도착하지만 미국에서 2일 배송이면 상당히 짧은 시간이다. 미국의 보통배송은 영업일 기준 5일~7일 정도 걸리는게 일반적이며, 2일 배송을 신청하면 10~20달러의 해외특송급의 비용이 추가로 발생한다. 2일 배송비를 20달러로 가정하면 프라임 회원은 아마존에서 6번만 구매하면 본전을 회수할 수 있다.

프라임 구독의 가장 큰
이유는 무료배송

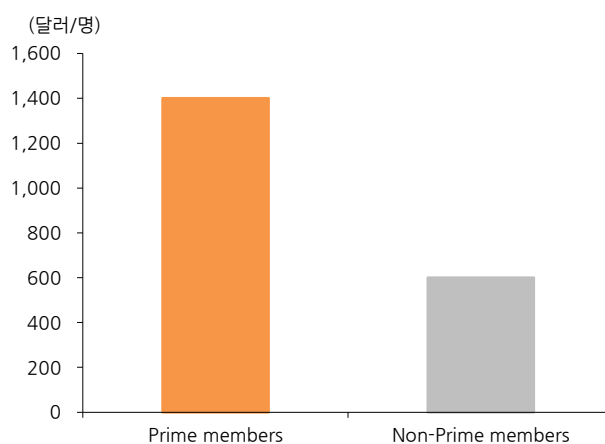
프라임 멤버십 구독자들을 대상으로한 서베이 결과에서 80%가 넘는 인원이 멤버십에 가입한 가장 큰 이유가 무료배송이라고 답할만큼 고객에게 주는 메리트는 컸다. 자연스럽게 프라임 고객의 주문빈도는 일반 고객보다 높을 수 밖에 없었고 인당 소비액 또한 약 1,400달러로 일반고객 평균(600달러) 보다 2배 많다. 이런 장점 때문에 아마존 프라임 가입자 수는 연평균 30%가 넘는 성장세를 보이며 2018년 기준 1억명을 돌파했다.

[그림45] 아마존 프라임 회원 수 추이



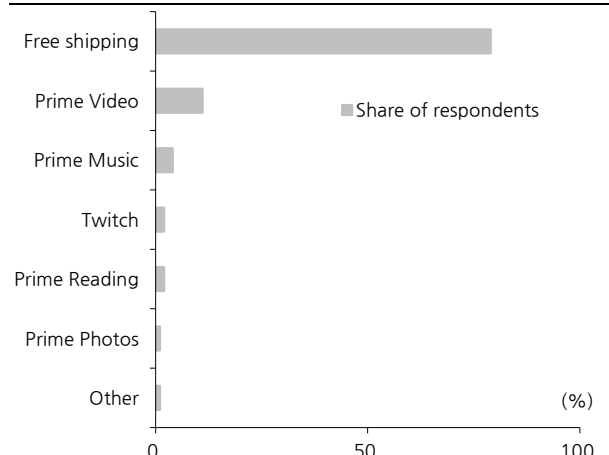
자료: Amazon, Digital Commerce 360; CIRP, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 프라임 회원과 일반회원의 인당 소비액 비교



자료: CIRP, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 아마존 프라임 구독 이유 서베이



자료: TDG, 한화투자증권 리서치센터

프라임 멤버십과 FBA를
연결해 시너지 창출

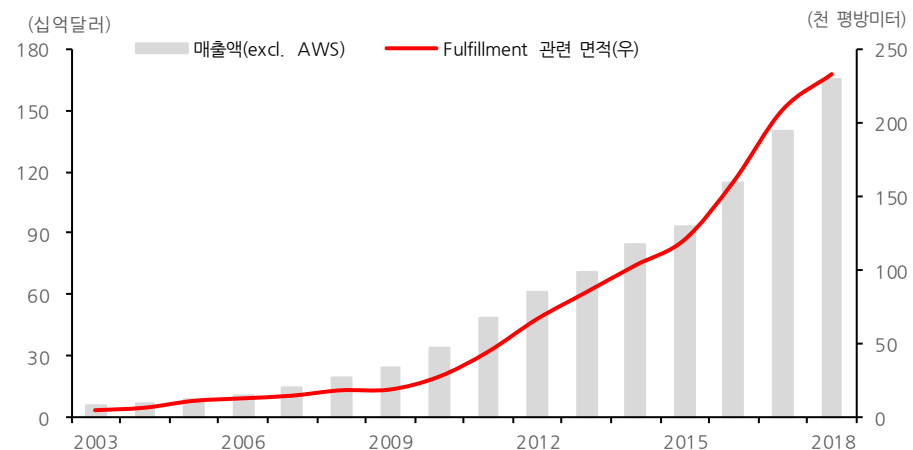
아마존은 프라임 멤버에게 자체상품과 FBA를 이용하는 셀러의 제품에 대해 무료배송을 제공하면서 FBA와 프라임 멤버십을 연결시켰다. FBA를 이용하는 셀러가 늘어날수록 무료배송상품이 늘어났고, 무료배송 상품이 늘어나면 멤버십 가입자 수 증가로 이어지면서, 아마존의 매출액은 급격히 성장할 수 있었다.

수수료 수익의 증가로
배송비용 부담 완화

이와 같은 선순환 구조는 결국 아마존의 수수료 수익의 증가로 이어지면서 배송비용 부담을 완화시켜줬다. 아마존의 배송비용은 2013년 66억달러에서 2018년 277억달러로 연평균 33%씩 증가했다. 하지만 동시에 프라임 멤버십과 풀필먼트 수수료는 연평균 40%가 넘는 속도로 늘어나면서, 순배송비용(배송비용-(프라임 멤버십 수수료 + 풀필먼트 수수료))은 연평균 19% 증가한 85억달러에 그친 것으로 추정된다.

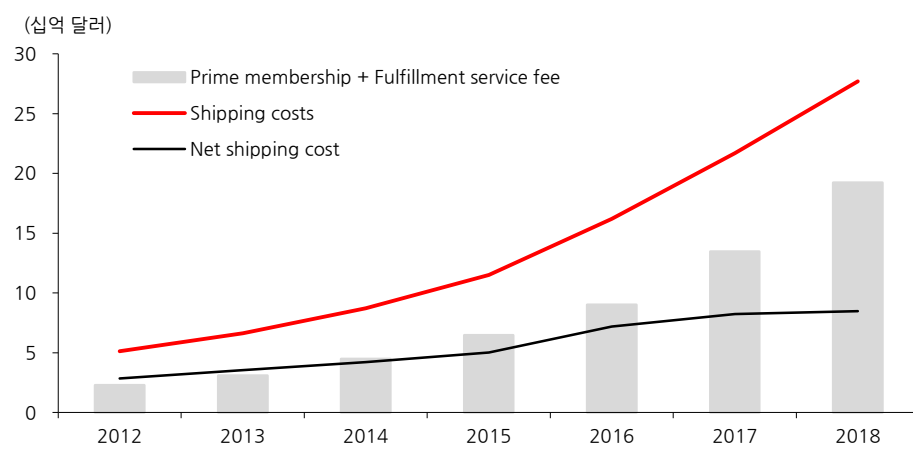
이처럼 아마존은 오픈마켓 플랫폼인 마켓플레이스(Market place)의 셀러와 아마존 프라임멤버를 FBA를 통해 연결시키면서 폭발적인 매출 성장을 만들어 냈고 동시에, 멤버십과 풀필먼트 서비스에서 발생하는 수수료 수익이 배송비용을 상쇄시켜 줄 수 있는 모델을 성공적으로 입증해냈다.

[그림48] 아마존 매출액과 풀필먼트 센터 면적 추이



자료: Amazon, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 순 배송비용 = 배송비용 - 아마존프라임 멤버십과 풀필먼트 서비스수익



자료: Amazon, 한화투자증권 리서치센터 추정

아마존은 택배서비스 SWA와 아마존플렉스를 통해 라스트마일 부분에서 변화를 추진

더 나아가 아마존은 Shipping with Amazon으로 명명한 택배서비스와 아마존 플렉스(Amazon Flex) 등 고객과의 접점인 라스트마일(Last-mile) 부분에서 구조적인 변화를 만들어 내는데 집중하고 있다. 아마존은 작년 자체배송 인프라를 통해 제 3자 배송(3rd party delivery) 서비스를 시작하겠다고 발표했는데 주로 직매입 상품이 아닌 외부고객 물량을 배송한다는 계획이다. 아마존은 3자물류 시장의 진출로 그동안 비용만 발생시켰던 배송사업부문이 수익을 창출하는 부문으로 탈바꿈하게 될 것이다.

기존 택배사업자 입장에서 고객사가 강력한 경쟁자로

기존 택배사업자 입장에서는 대형 고객사였던 아마존이 택배사업에 진입하면서 앞으로는 고객사이자 경쟁자로 상대해야하는 상황이 되어버렸다. FedEx와 UPS의 작년 매출은 각각 655억달러, 719억달러 수준인데, UPS 매출의 약 10%, FedEx 매출의 4% 정도가 아마존 물량에서 창출되는 것으로 알려져있다.

FBA와 결합한 아마존의 배송사업 진출은 택배사업자 입장에서 상당한 위협요인으로 판단

만약 아마존이 UPS와 FedEx향 물량을 모두 자체배송으로 흡수한다면 이론적으로는 120억 달러 이상의 신규매출이 발생할 수 있을 것으로 추정된다. 물론 아마존의 물량이 늘어나는 속도를 감안하면 모든 아웃소싱 배송물량을 자체배송으로 전환시키긴 어렵다고 생각한다. 하지만 택배산업에 진출을 했고, 현재까지 아마존의 경영 방식을 감안해볼 때, 기존 사업자보다 훨씬 낮은 가격으로 배송서비스를 제공할 가능성이 높다.

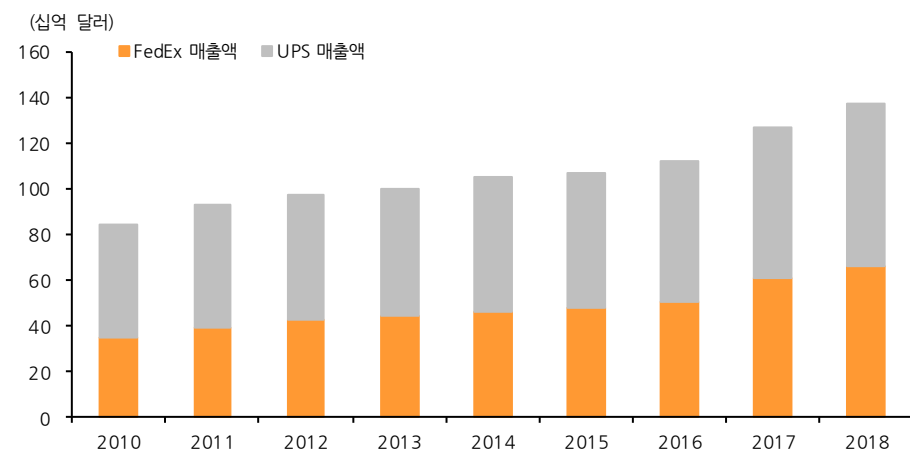
FBA 서비스를 이용하는 화주와 연계한 제 3자배송 서비스는 택배사업자인 FedEx와 UPS 입장에선 상당한 위협요인이라고 판단한다.

[그림50] Shipping with Amazon



자료: Amazon, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] FedEx와 UPS 매출 추이



자료: FedEx, UPS, 한화투자증권 리서치센터

아마존 플렉스는 일반인 배송 서비스

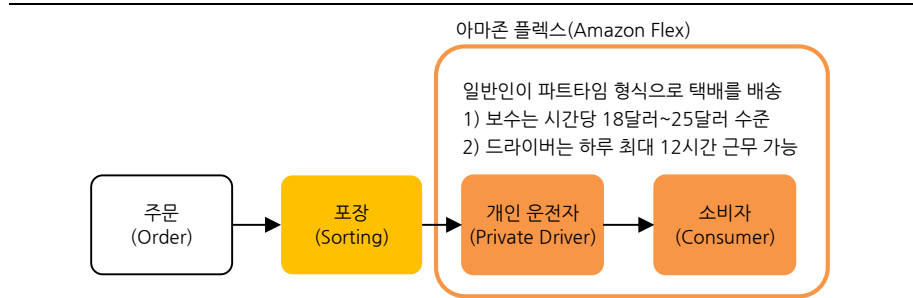
아마존 플렉스(Amazon Flex)는 한마디로 하면 ‘일반인 배송 서비스’인데 배송비용을 절감시켜주는 서비스라고 할 수 있다. 아마존 플렉스는 아마존이 제시하는 일정한 자격을 갖춘 일반인이 아마존 창고에서 소비자에게 직접 상품을 배송한다. 주문 후 1시간 내로 상품이 도착하면 7.99달러의 배송비를 내고, 2시간 이상 걸리게 되면 배송비가 무료다.

아마존 플렉스 배송기사(이하 아마존 플렉서)는 배송에 대한 전문적인 교육을 받은 인력은 아니다. 21세 이상의 운전면허가 있는 일반인이라면 누구나 아마존 플렉서로 일할 수 있고 최대 12시간 내에서 스스로 일하는 시간을 정할 수 있다. 시급은 시간당 18달러에서 25달러 수준이다.

UPS배송단가 대비 큰 폭의 비용 절감 가능

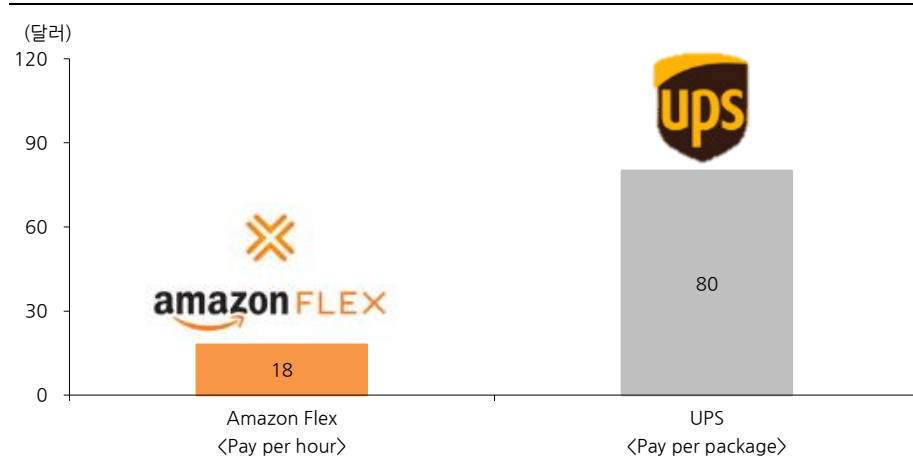
언론을 통해 알려진 바로는 UPS의 배송기사는 보통 한시간에 20박스를 배송하고, 박스당 4달러의 이익을 수취한다. 그럼 한시간에 UPS 배송기사가 가져가는 이익은 80달러라고 볼 수 있으며, 이는 UPS 회사입장에선 배송비용이 된다. 만약 아마존의 자체 배송비용이 UPS와 같다고 단순히 가정하면, 아마존 플렉스 배송기사에게 지불되는 비용은 시간당 18달러에 불과하기 때문에 기존 배송비용 대비 70%가 넘는 비용절감 효과를 누릴 수 있을 것으로 추정된다.

[그림52] 아마존 플렉스



자료: Amazon, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 아마존 플렉스 vs UPS 시간당 배송비용 비교



주: UPS 배송비용은 시간당 20개 pkg 수송, pkg당 배송비 4달러 기준

자료: Amazon, UPS, 산업자료, 한화투자증권 리서치센터

3. Coupng 은 지금 어디쯤 와있나

쿠팡은 물류인프라 구축에 공격적인 투자를 지속

쿠팡은 물류인프라를 구축하는데 공격적인 투자를 계속하고 있다. 작년기준 쿠팡의 물류센터 면적은 약 37만평 규모로 2014년대비 10배가 늘었으며, 2019년엔 전년대비 2배 더 늘어난 74만평 수준까지 확대하겠다는 계획을 밝혔다. 쿠팡이 물류센터를 공격적으로 늘리는 가장 큰 이유는 직매입을 계속 늘려 규모의 경제효과를 확대시키면서, 향후에 풀필먼트 서비스를 런칭하기 위한 준비과정이라고 판단한다.

로켓배송이 가능한 이유는 자체 물류인프라 덕분

쿠팡은 현재 직접 취급하는 직매입 상품(로켓상품)을 대상으로 자정 전까지 주문시 익일 배송을, 로켓배송 서비스를 운영하고 있다. 이처럼 빠르고 정확한 배송시스템이 가능한 가장 큰 이유는 자체적으로 재고를 보관하고 배송해주고 있기 때문이다.

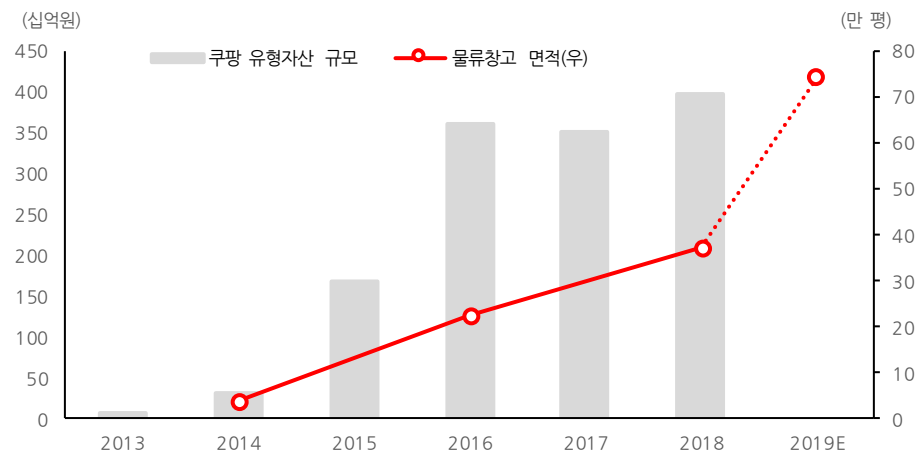
쿠팡의 아이템마켓을 이용하는 셀러의 경우 외부택배사가 대행하는데 1) 주문이 들어온 이후 셀러의 창고에서 제품을 픽업해 배송을 해야하기 때문에 배송시간이 길어지게 되고, 2) 셀러의 재고현황을 쿠팡이 파악하기가 어렵기 때문에 혹시 주문이 들어온 이후 재고가 부족해서 배송이 지연될 가능성도 존재한다. 이는 구매자가 11번가나 G마켓과 같은 일반 오픈마켓을 이용할 때 마찬가지로 발생할 수 있는 상황들이다.

쿠팡이 풀필먼트 서비스를 제공한다면 셀러들의 제품도 로켓배송 가능

하지만 쿠팡이 아마존처럼 자체 물류센터를 통해 아이템마켓을 이용하는 셀러들에게 풀필먼트 서비스를 제공한다면 어떨까? 쿠팡입장에서는 셀러들의 재고를 자체적으로 관리하면서 배송가능한 재고현황을 실시간으로 파악할 수 있게된다. 게다가 일정 수수료를 받고 서비스를 제공하면서 물류인프라 구축에 들어간 고정비 부담도 덜 수 있다.

셀러 입장에선 상품을 물류센터에 입고만 시켜놓으면 그 이후 프로세스를 신경쓸 필요가 없으며 물류인프라를 구축하는데 들어가는 고정비가 절감된다는 장점이 있다. 셀러와 쿠팡 모두 윈-윈 할 수 있는 전략이라는 판단이다. 보유중인 물류자회사 상호를 컴서브에서 '쿠팡풀필먼트서비스' 라고 변경한 점도 한국형 풀필먼트 서비스를 런칭하겠다는 강력한 의지로 해석된다.

[그림54] 쿠팡의 유형자산과 물류창고 면적 추이 및 전망



자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터

2018년 말
멤버십 서비스인
‘로켓 와우’ 런칭해
무료배송 제공

2018년 10월엔 멤버십 서비스 ‘로켓와우’를 런칭했다. 로켓와우에 가입하면 쿠팡의 직매입 상품들인 로켓상품을 자정전까지 주문시 익일 무료배송을 해준다. 현재 3개월 무료체험 기간을 제공하고 있으며 이후에는 월 2,900원(연 35,000원 수준)에 멤버십 유지가 가능하다. 최근 소비자가 지불하는 배송비 수준이 2,500원 정도인 점을 감안하면 연간 10회정도의 혜택을 받으면 본전을 찾을 수 있는 수준이다.

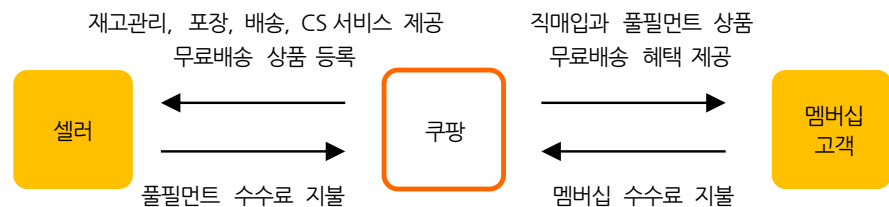
결국 쿠팡이 노리는 건
풀필먼트와 멤버십을 통한
아마존의 성장방식

쿠팡이 그리는 그림은 결국 아마존이 해왔던 것과 같이 ‘익일 무료배송 혜택을 통한 멤버십 고객과 로켓상품 및 풀필먼트 상품을 연결 → 판매량 증가 → 전체 외형성장 및 수수료수익 확대’를 목표로 사업을 추진하고 있다고 판단한다. 오픈마켓과 멤버십 고객 간의 선순환 구조를 풀필먼트를 통해 구축하게 되면 폭발적인 성장이 가능하다는 점을 아마존의 사례에서 확인했기 때문이다.

멤버십과 풀필먼트
서비스가 정착되면
비용 상쇄효과를
누릴 수 있을 것

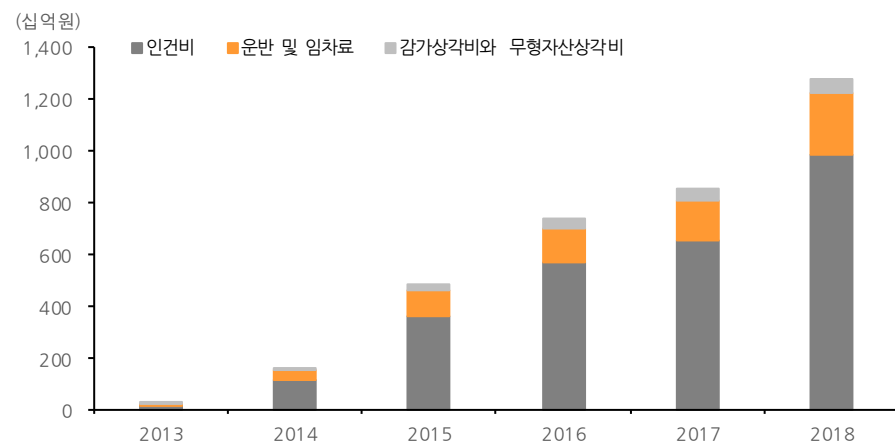
쿠팡의 물류관련 비용은 공격적으로 투자를 집행해온만큼 빠르게 늘었다. 쿠팡의 인건비, 운반비와 임차료, 감가상각비 등 물류센터와 관련된 비용들은 2018년 1.28조원으로 지난 4년간 연평균 60%가 넘는 증가세를 보였다. 앞으로도 쿠팡은 물류인프라 투자를 공격적으로 해 나가겠다고 밝힌만큼 관련 비용은 더욱 증가할 전망이다. 하지만 멤버십 서비스와 풀필먼트 서비스가 본격적으로 런칭이 되는 시점부터는 수수료 수익을 통해 비용상쇄 효과를 누릴 수 있을 것으로 기대한다.

[그림55] 셀러 vs 풀필먼트 vs 멤버십 고객



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 쿠팡의 물류관련 비용 추이



자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터

쿠팡은 풀필먼트를 중심으로
3자물류 사업을 추진해
나갈 가능성 높아

쿠팡이 운송사업자 면허를 받고 쿠팡로지스틱스를 신설한데는 풀필먼트와 연계한 3자 배송을 계획하고 있는 것이라고 판단한다. 일각에서는 쿠팡의 경우 택배사업에 진출하더라도 초대형 허브물류센터가 없어 가격경쟁력을 갖추기 어려울 것이라는 의견도 있다. 물론 쿠팡이 기존 택배사업자와 같은 방식인 '집화 → 분류 → 터미널 간 분배 → 배송' 형식으로 사업을 영위한다면 그럴 수 있다.

하지만 우리는 쿠팡이 풀필먼트 서비스를 중심으로 택배사업을 추진해 나갈 가능성이 높다고 판단한다. 쿠팡이 풀필먼트 서비스를 자사 플랫폼을 이용하는 셀러뿐만 아니라, 외부 플랫폼을 이용하는 셀러에게도 제공할 수 있게된다면, 1) 수수료 수익이 발생하게 되고, 2) 일반적인 택배사가 거치는 집화와 분류과정이 필요없기 때문에 배송서비스 경쟁력 또한 충분히 갖출 수 있다고 판단한다.

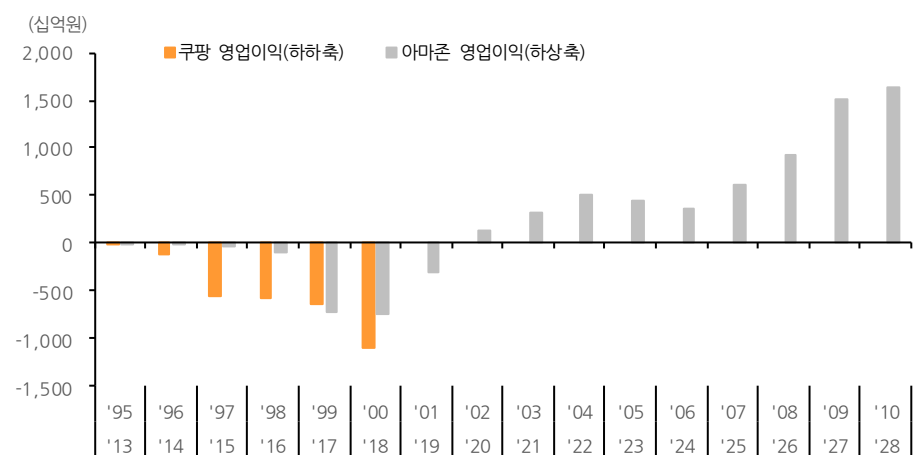
비용으로만 인식되던
배송서비스가 수익을
창출하는 부서로 탈바꿈

풀필먼트를 통해 3자물류 물량이 유입되면 아마존 사례에서 확인할 수 있었던 것처럼 비용으로만 인식되던 자체배송 시스템을 통해 수익이 창출되기 시작하면서 비용을 상쇄해 나갈 것으로 전망된다. 현재 시행하고 있는 쿠팡플렉스도 일반인 배송직원에게 건당 700원~2,500원의 배송료를 지불하는 것으로 추정된다. 현재 택배단가가 2,000원 정도 이고, 쿠팡의 배송단가는 사실 이보다 더 높은점을 감안하면 쿠팡플렉스도 쿠팡의 비용 부담을 완화시키는 하나의 요소로 작용할 전망이다.

쿠팡은 아마존과
유사한 로드맵을 밟아 나갈
것으로 기대

쿠팡은 아마존이 성장해온 방식인 풀필먼트, 멤버십, 라스트마일 서비스를 결합하는 과정을 차근차근 밟아 나가고 있다고 판단한다. 단순 차이점이라면 아마존은 이미 3가지 서비스를 통해 폭발적인 성장을 달성한 단계에 있고, 쿠팡은 아직 이를 준비하는 단계라는 점이다. 쿠팡의 풀필먼트서비스와 멤버십, 그리고 배송을 결합한 형태로 물류산업으로의 진입은 상당히 경쟁력이 있다고 판단되며, 반대로 기존 택배사업자에게는 상당한 위협요인으로 작용할 전망이다.

[그림57] 아마존과 쿠팡의 영업이익 추이



주: 아마존 영업이익은 해당년도 평균환율을 적용해 원화로 환산

자료: 쿠팡, 한화투자증권 리서치센터

4. 지속적으로 운임이 낮아져 왔던 한국 택배산업

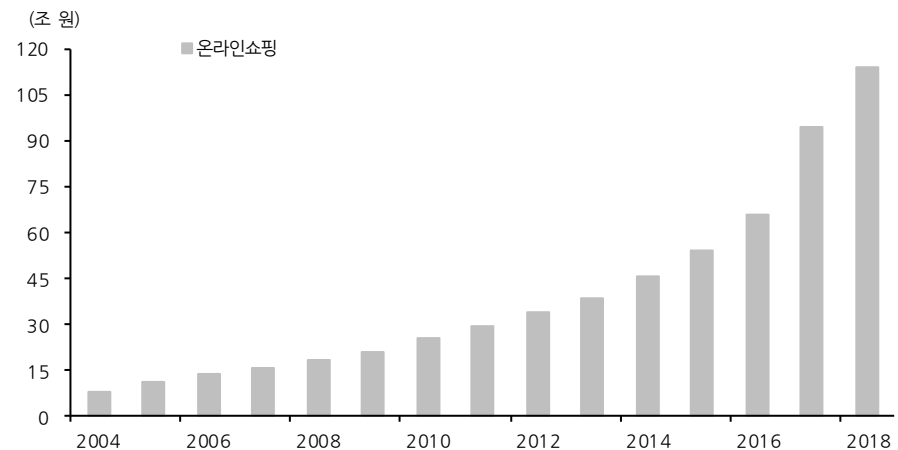
택배시장은 온라인쇼핑의
성장과 궤를 같이함

우리나라 택배시장은 전자상거래와 유통업체들의 온라인 판매 증가, 그리고 홈쇼핑 시장이 급격한 성장을 통해 빠르게 성장해왔다. 우리나라 온라인 쇼핑금액은 2003년 7조원에서 2018년 113조원 규모로 연평균 20%로 빠르게 성장해왔다. 온라인쇼핑에서 판매되는 상품의 대부분은 택배로 소비자에게 배달된다. 통계청이 발표한 온라인 쇼핑시장 증감률과 택배 물동량 증감률 추이는 매우 유사한 흐름을 보이고 있다. 온라인 시장과 택배시장은 밀접한 관계를 가졌다는 의미다.

택배물동량은 2010년
이후 연평균 10%를
상회해 성장

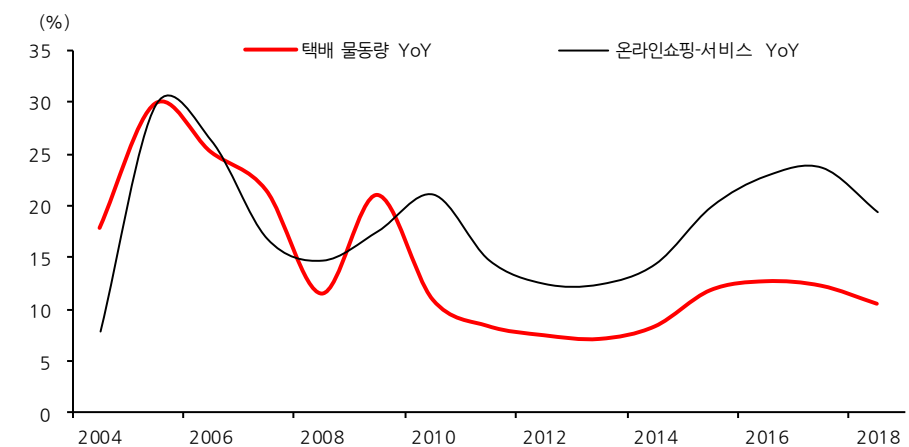
2018년 국내 택배물동량은 25.4억 박스로 전년대비 10.6% 증가했다. 택배시장은 스마트폰이 본격적으로 보급되기 시작한 2010년 이후로 연평균 10%가 넘는 성장세를 보여왔고, 인당 택배이용 횟수는 2010년 25회에서 2018년 49.1회까지 큰 폭으로 증가했다. 특히 경제활동인구의 택배이용 횟수는 92.2회로 집계되는 등 택배는 우리세대의 삶과 아주 밀접한 물류 서비스라고 할 수 있다.

[그림58] 국내 온라인쇼핑 시장 추이



자료: 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 온라인 쇼핑시장 증감률 vs 택배 물동량 증감률 추이



자료: 통계청, 한국통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터

택배시장의 한계는
지속적인 단가하락
이유는

그러나 빠르게 성장하는 택배물류 시장에도 한계가 있었다. 2018년 기준 택배시장이 5.7조원을 넘어섰지만 택배단가는 역대 최저수준을 기록하며 계속 낮아졌기 때문이다. 한국통합물류협회에 따르면, 택배단가는 2000년대 초반 3,500원에 달했었지만 2018년에는 2,203원까지 하락했다.

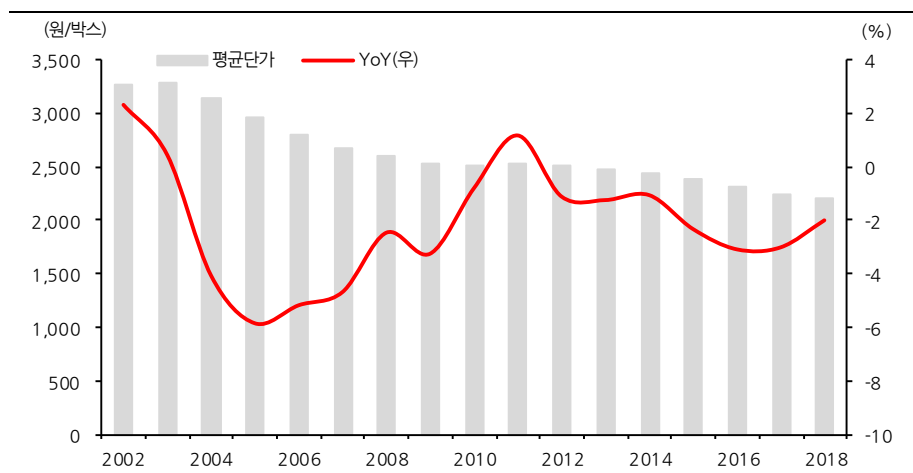
1) 수요자 우위
시장이 형성

택배단가가 계속 하락해왔던 이유는 두가지다. 먼저 수요자 우위의 시장이 형성되었기 때문이다. 2000년 이후로 온라인시장이 급성장하면서 C2C 물량 위주에서 대규모 물량을 보유한 B2C를 중심으로 변화하기 시작했다. 동시에 많은 신규업체들이 택배산업에 진입하기 시작했고, 서비스 차별화가 어려운 택배산업 특성상 최저가격을 제시하는 사업자를 선호하는 화주와의 가격교섭에서 열위에 있을 수 밖에 없었다.

2) 상위업체들간
M/S 경쟁심화

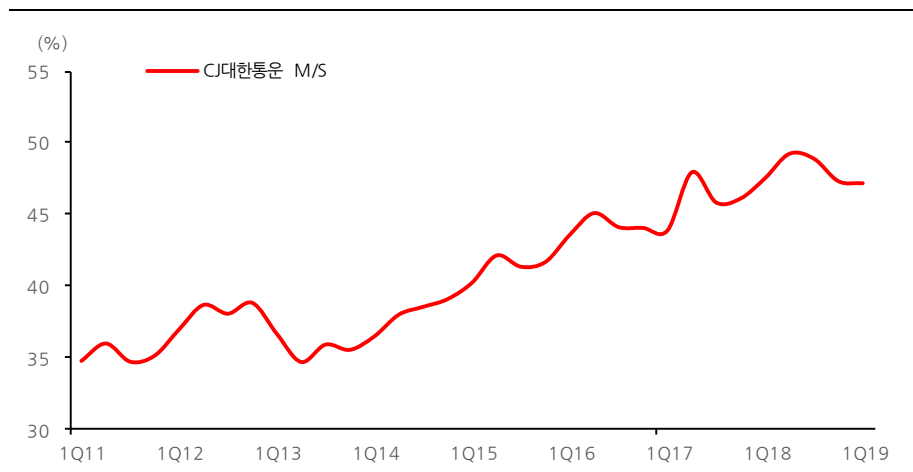
둘째, 주요 택배업체들이 공격적인 시설투자를 바탕으로 수익성보다 시장점유율(M/S) 확대에 집중했기 때문이다. 대한통운은 2011년 CJ그룹으로 편입된 이후 공격적인 가격 정책으로 점유율 확보에 주력해 나가기 시작했고, 그 결과 CJ대한통운의 시장점유율은 2011년초 35%에서 2018년 49% 수준까지 빠르게 상승했다.

[그림60] 택배 평균운임 추이



자료: 한국통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] CJ대한통운 시장점유율 추이



자료: 한국통합물류협회, 한화투자증권 리서치센터

최저임금은
지속적으로 인상

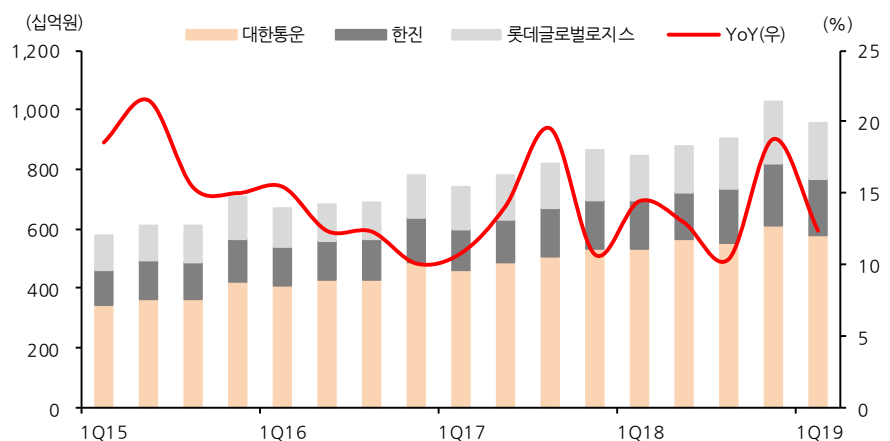
같은 기간 최저임금은 지속적으로 인상되면서 인건비 부담은 계속 늘어났다. 우리나라 최저임금은 2000년 1,600원에서 2019년 8,350원으로 연평균 9%씩 상승했다. 택배업체가 인건비 절감을 위해 자동화를 지속적으로 추진해왔지만, 상하차 작업과 배송과 관련된 업무는 여전히 사람이 필요한 부분이기 때문이다.

택배업체들이 수익성은
지속적으로 악화

택배산업은 물동량이 빠르게 성장했음에도 불구하고, 단가가 하락하고 비용이 늘어나면서 이익이 훼손되어 왔다. 2018년 기준 Big 3 택배회사인 대한통운, 한진, 롯데글로벌로지스의 매출액은 10%를 넘는 성장세를 기록했지만 영업이익률은 1% 수준에 머무른 점이 이를 방증한다. 심지어 3위 사업자인 롯데글로벌로지스는 2016년 이후로 계속 영업적자를 내고 있다.

이와 같은 상황을 벗어나기 위해선 단가 인상이 절실하게 필요한 상황이며, 현재 상위 업체 중심으로 단가인상을 위한 노력을 적극적으로 해나가고 있다. 국내업체들의 현황을 보기전에 우리보다 1~2년 정도 먼저 단가인상을 성공적으로 추진해 택배업체의 영업이익이 대폭 개선된 일본의 사례를 살펴보겠다.

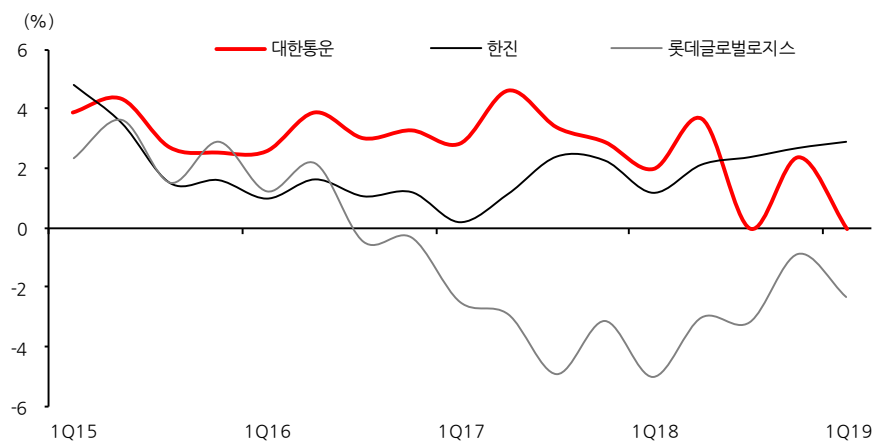
[그림62] 업체별 택배사업부 매출액 추이



주: 전년동기비 증감률은 3개사 합산 매출액 기준

자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 업체별 택배사업부 영업이익률 추이



자료: 전자공시, 한화투자증권 리서치센터

5. 일본 택배업계는 어떻게 단가를 인상하게 되었을까?

일본 택배업계는
1980년대부터
본격적으로 성장

일본의 택배산업은 40개 이상의 업체가 시장에 진입하기 시작한 1980년대부터 본격적으로 성장하기 시작했다. 택배사업은 안정적인 네트워크를 확보하는게 무엇보다 중요하다. 그 과정에서 토지, 물류센터, 창고, 인력 등 고정비가 많이 발생하기 때문에 일정수준 이상의 물량을 확보하지 못하면 이익을 내기가 쉽지 않다.

경쟁이 계속되면서
90년대 1차 재편
Big 5체제 구축

40여개 업체가 난립하던 일본택배 산업은 1990년대 들어서 먼저 경쟁우위를 잡하기 위해 본격적으로 전국 네트워크 구축경쟁이 시작되었다. 40개사 중 꾸준한 투자로 전국범위 네트워크를 구축한 업체는 4~5개 업체 정도였다. 경쟁열위에 놓인 업체들은 도태되기 시작하면서 상위 5개업체(아마토, 일본통운, Footwork, 사가와큐빈, 일본우정공사)가 전체 시장의 80%를 차지하게 되는 Big 5 시대로 접어들었다.

2000년대 온라인시장
발전으로 C2C에서 B2C
중심으로 산업구조 변화

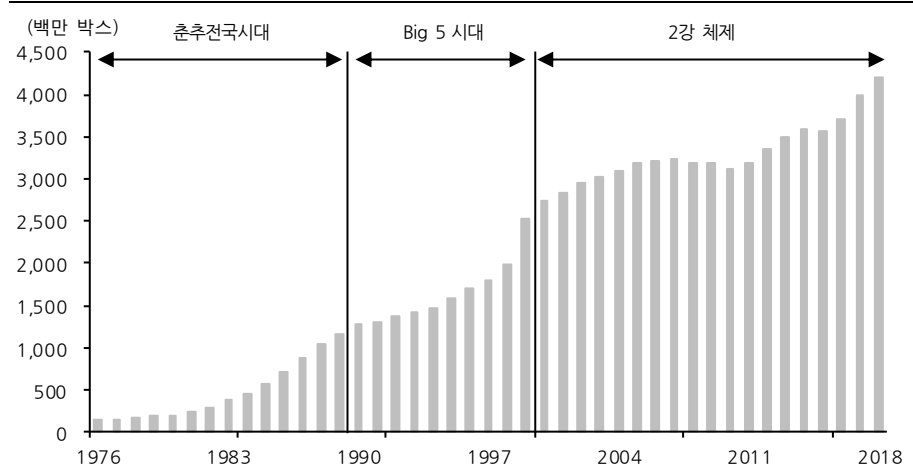
일본 택배산업은 2000년대부터 인터넷의 발전으로 전자상거래가 활성화되면서 C2C 물량 위주에서 B2C를 중심으로 변화하기 시작했다. C2C시장과 B2C시장의 가장 큰 차이는 화주의 물량 규모다. B2C 시장은 개인이 아닌 법인사업자의 물량을 수주하는만큼 C2C보다 물량이 많을 수 밖에 없기 때문이다.

화주는 대규모 물량을 바탕으로 배송단가를 낮추려했고, 5개 업체들은 대규모 물량을 수주하기위한 경쟁이 시장되면서 택배단가는 하락하기 시작했다. 택배서비스는 가격을 제외하곤 그 이상의 서비스 차별화가 어렵기 때문이다.

수요자 우위와 경쟁으로
단가인하 지속되며 2차 재편
Big 2 체제

이러한 경쟁구도가 지속되면서 상대적으로 열위에 있는 업체부터 도산하기 시작했다. 2001년 Footwork가 도산했고, 3위였던 일본통운은 일본우정공사에 합병되면서 택배시장에서 철수했다. 일본의 택배시장은 지난 수십년간 구조조정을 거쳐 현재 아마토택배와 사가와큐빈이 전체 시장의 80%를 점유하고 있는 2강체제를 구성하고 있다.

[그림64] 일본 택배시장 물동량 추이와 발전과정



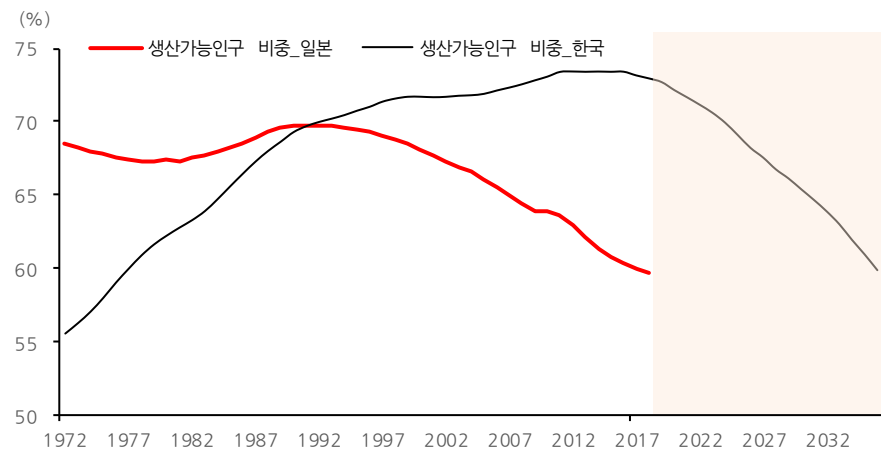
자료: 일본국토교통성, 한화투자증권 리서치센터

일본 택배업계의 첫번째 문제는 인력부족

일본 택배업계의 첫번째 문제는 인력부족이다. 일본은 생산가능인구가 1990년대부터 감소세에 진입하면서, 노동강도가 센 업종부터 영향을 받았기 때문이다. 2000년만해도 8,638만명이었던 일본의 생산가능인구(만 15세~64세)는 2018년 7,506만명으로 감소했다. 일할 사람이 18년 사이에 1,165만명이 줄어든 셈인데 같은 기간 택배화물량은 13억 박스에서 40억박스로 3배 넘게 증가했다.

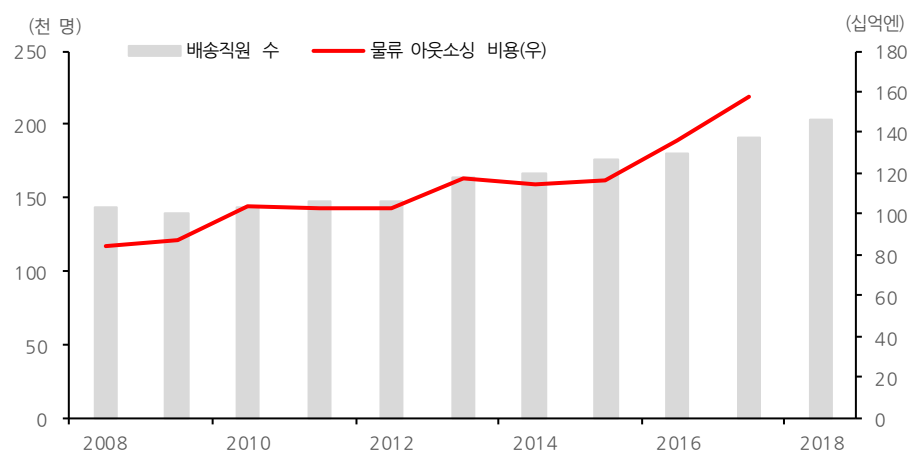
업계 1위인 아마토운수는 증가하는 배송물량에 대응하기위해 인력을 꾸준히 늘려나갔음에도 불구하고 택배물동량이 더 빠르게 늘어나면서 인력 부족현상은 계속 심화됐다. 결국 일부 배송물량을 아웃소싱 할 수 밖에 없었고 비용부담은 커져만 갔다. 아마토운수의 배송인력은 2008년 14.4명에서 2017년 19.1명으로 연평균 3.2%씩 늘어났지만, 같은기간 아웃소싱 비용은 844억엔에서 1,572억엔으로 연평균 7.2%로 증가했다

[그림65] 일본과 한국의 생산가능인구 추이



자료: 일본통계청, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 아마토운수의 배송직원수와 아웃소싱 비용 추이



자료: Yamato Holdings, 한화투자증권 리서치센터

두번째는 직접수령 제도로 인한 재배송 문제

두번째 문제는 ‘주문한 고객이 꼭 직접 수령해야되는’ 제도 때문에 수취인 부재로 인해 발생하는 재배송이 사회적 비용의 증가로 이어지고 있었다. 일본 국토교통성에 따르면, 일본 택배업계의 재배송물량이 전체 배송물량의 20%에 달하며 여기에 소비되는 노동력만 연간 9만명 수준으로 추정된다.

운수업 종사자들의 장시간 노동은 심각한 사회적 문제로 인식되던 상황

두가지 이유로 일본에서 운수업 종사자들의 장시간 노동은 이미 심각한 사회적 문제로 대두된 상태였다. 일본 택배배송 기사는 대부분 정규직이나 연봉계약직으로 개인사업자 형태 중심의 우리나라와 구조가 조금 다르다. 때문에 임금수준을 높여 인력을 충원하는 게 문제를 해결하는 가장 현실적인 방법이었고, 점진적으로 운임인상에 대한 사회적인 합의가 이루어지게 되었다.

운임 인상에 대한 사회적 합의가 이루어지며 야마토운수부터 단가인상

제일 먼저 인상을 시작합 업체는 야마토운수로 2017년 10월부터 개인용 택배뿐만 아니라 인터넷 통신판매 업체 등 1,000여 법인 고객 대상으로 평균 15% 이상 운임을 인상시켰다. 전체 취급물량의 10~20%를 차지하는 최대 고객사인 아마존재팬과도 운임인상에 합의해 수화물 개당 평균 280엔 정도의 배송비를 400엔대로 조정했다.

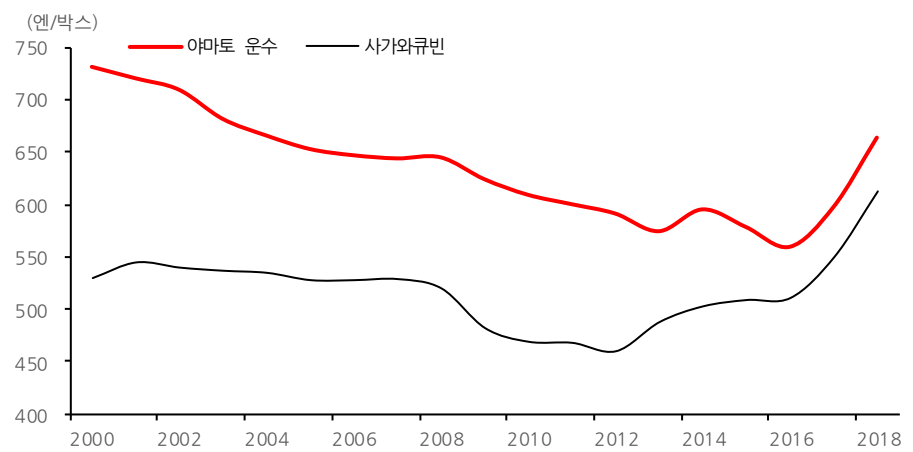
업계 2위인 사가와 큐빈도 이어서 인상

야마토운수에 이어 업계 2위인 사가와큐빈도 2017년 11월 개인용 택배 기본운임 인상을 인상했다. 사가와는 2013년 아마존과 계약을 해지한 이후 물량보다 수익을 중시하는 전략을 취하면서, 취급 화물의 90% 이상을 차지하는 법인고객에 대해서만 운임 인상을 진행해왔다. 하지만 일부 영업소에서 임금 체불 등 일손부족으로 인한 문제가 드러나면서 개인용 기본운임 인상도 더이상 미룰 수 없다고 판단했다.

지난 2년간 연평균 9% 운임인상으로 일본 택배사들 수익성 개선성공

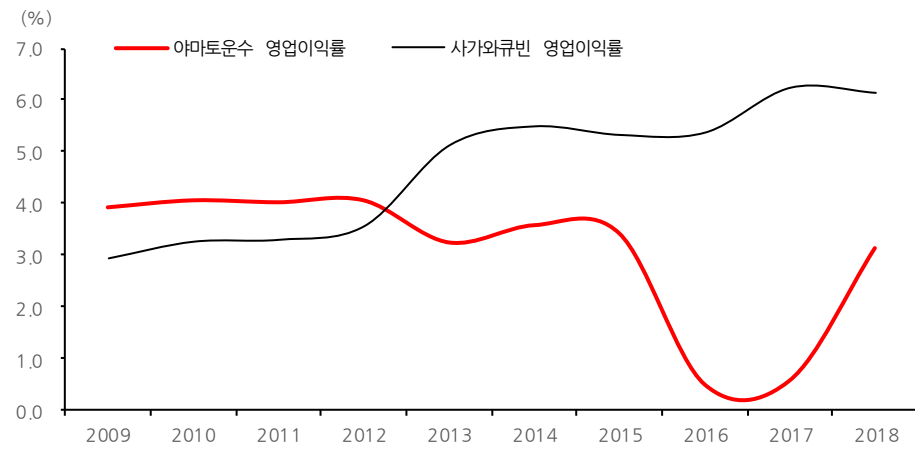
지난 2년간 연평균 9%의 운임인상 효과로 야마토운수의 2019년(2018년 3월~2019년 3월) 영업이익은 약 750억 엔으로 전년 동기 대비 두배 넘게 늘어났고, 사가와큐빈도 8%에 가까운 이익증가를 시현했다. 양사 모두 배송물량은 전년대비 감소했지만 영업이익은 개선되는 결과를 냈다. 운임 인상으로 확보한 재원은 신규인력을 채용 및 배송사원의 처우개선에 활용하겠다고 밝히는 등 일본의 택배업계는 업계에 만연된 열악한 근로환경개선에 적극 나서고 있다.

[그림67] 야마토 운수와 사가와큐빈 택배운임 추이



자료: Yamato Holdings, SG Holdings, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 아마토운수와 사가와큐빈 영업이익률 추이



자료: Yamato Holdings, 한화투자증권 리서치센터

[표10] 일본 택배 Big 2 실적 및 밸류에이션 추이

	2014	2015	2016	2017	2018
아마토 운수					
매출액	1,103	1,112	1,151	1,202	1,297
영업이익	40	38	6	7	41
영업이익률	3.6	3.4	0.5	0.6	3.1
YoY					
매출액	0.3	0.8	3.5	4.4	7.9
영업이익	10.7	-3.6	-85.2	19.9	503.5
Valuation					
P/E	28.2	27.3	24.5	52.3	66.8
P/B	1.8	1.8	1.7	1.7	2.2
EV/EBITDA	8.9	8.3	7.8	11.5	14.9
사가와큐빈					
매출액	713	722	738	824	904
영업이익	39	38	40	51	55
영업이익률	5.5	5.3	5.4	6.2	6.1
YoY					
매출액	0.4	1.3	2.3	11.6	9.6
영업이익	7.5	-1.8	3.2	29.6	7.9
Valuation					
P/E	-	-	-	24.8	23.5
P/B	-	-	-	2.5	2.6
EV/EBITDA	-	-	-	11.5	11.5

주1: 십억엔, %, 배 단위

주2: 각 년도는 해당년도 3월부터 익년도 3월까지 기준

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

6. 한국 택배업계, 운임인상 초입단계

한국 택배업계는 일본의 2년전과 상당히 유사

한국 택배업계는 일본의 2년전과 다른 것 같으면서도 상당히 비슷하다. 일본의 사례와 같이 인터넷상거래의 급격한 성장과 궤를 함께했고, 협상력 약화로 인한 단가인하가 오랜기간 지속되는 과정에서 상위업체 중심으로 재편이 진행되어 왔다. 배송인력 구인에 차질이 빚는 상황은 아니지만 최근 2년간 급격한 최저임금 인상에 따른 인건비 부담이 존재하는 상황이기도 하다.

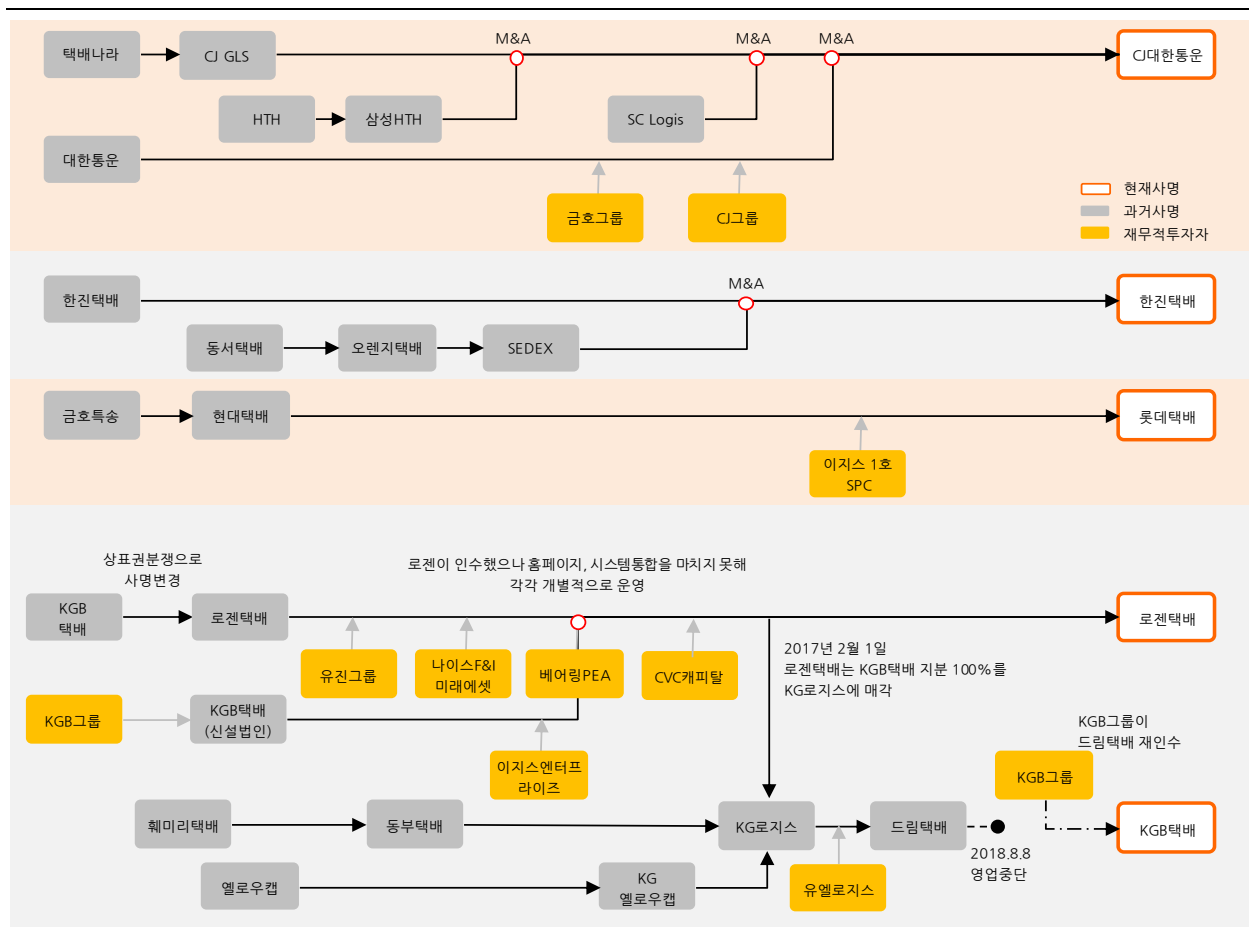
급격하진 않으나 점진적 운임인상 전망 이유는

결론적으로 우리는 한국 택배업계가 일본과 같은 급격한 단가인상은 아니겠으나 점진적인 운임인상이 시작되는 변곡점에 확실하게 진입을 했다고 판단한다. 1) 업계가 재편되면서 상위업체 집중도가 높아지면서 점유율 확대경쟁이 마무리됐고, 2) 업체별로 제값 받기와 운임을 높이기 위한 노력을 본격적으로 시작했기 때문이다.

1) 상위업체 집중도 확대로 M/S 경쟁 일단락

택배업계는 지속적인 단가하락으로 작년까지 경쟁열위에 있는 하위업체들이 도태되어 왔다. 작년 8월 드림택배가 출범 8개월 만에 영업을 중단한 점이 이를 방증하고 있다. 2000년대 초반 10개 정도 되었던 택배업체들이 현재는 5개사 정도가 남아있는 상황이며 CJ대한통운, 한진, 롯데택배 등 3개사 점유율이 80%를 넘어서면서 경쟁강도는 어느 정도 완화되었다는 판단이다.

[그림69] 택배업계 M&A History



자료: 한화투자증권 리서치센터

2~3위 업체 투자금액은 크게 늘어나지 않아

지난 수년간 어려운 구간을 지나면서 택배업체들의 투자여력도 크게 감소했다. 국내 택배 3사의 지난 3년간 평균 Capex를 살펴보면 CJ대한통운이 4,125억원, 한진 752억원, 롯데글로벌로지스 215억원으로 큰 차이가 나는 모습을 보인다. CJ대한통운은 작년에 오픈한 곤지암 허브항 투자가 지난 3년간 높은 Capex를 시현한 주 요인으로 판단하며 2~3위 업체들은 최근 3년간 물류센터 투자에 보수적인 모습을 보였다고 판단한다.

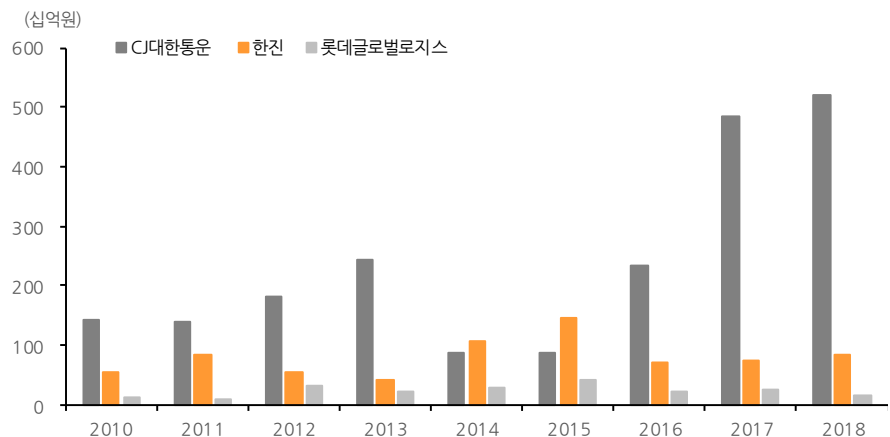
M/S 경쟁이 마무리되면서 단가인하에 대한 니즈 부재

택배업체의 Capex는 결국 물동량을 수용할 물류센터에 대한 투자금액이다. 택배물동량은 매년 두자리 수 성장세를 지속해왔는데 보수적인 투자를 하면서 2~3위 업체들의 물류센터들은 물량확보여력이 크지 않을 것으로 예상된다. 결국 이런현상이 지속되면서 택배사들의 교섭력이 많이 높아졌다는 판단이다.

1위 업체가 단가인상한다면 2~3위 업체 따라 올릴 것

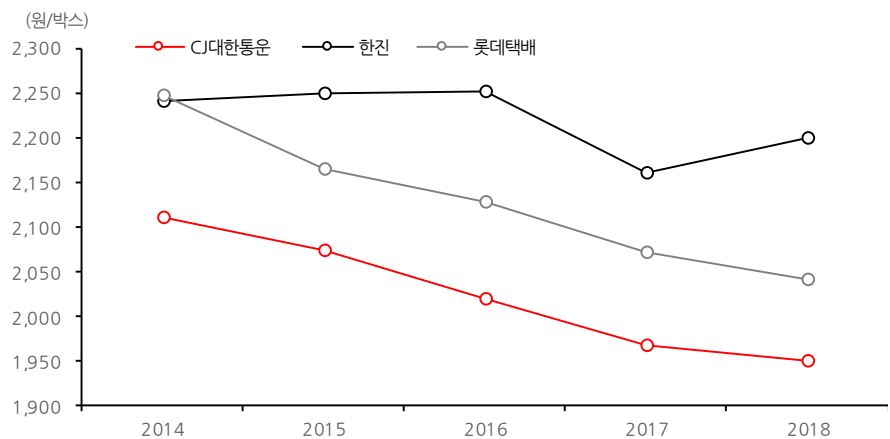
한진이나 롯데택배의 경우 이제 단가인하를 공격적으로 시행하더라도 큰 폭의 M/S 확대 가능성은 높지 않을 것으로 예상된다. 이와 같은 현재 택배업계 상황에서 1위업체인 CJ대한통운은 최근 적극적으로 단가를 인상을 추진하고 있다. 대한통운 단가가 인상된다면 2~3위업체들이 같이 단가를 높이지 않을 이유가 없다는 판단이다.

[그림70] 택배 3사의 Capex 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 택배 3사의 평균단가 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

대한통운은 두가지 방법으로 단가인상 추진 중

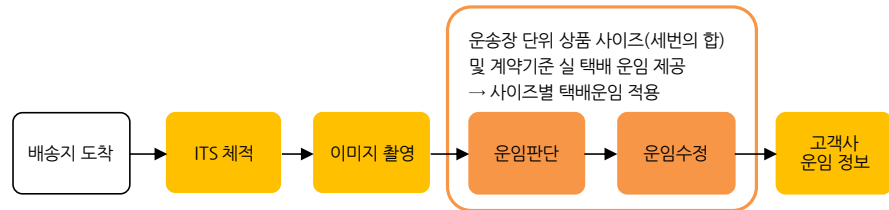
CJ대한통운은 두가지 방법을 사용해 올해부터 적극적으로 단가를 인상하려 하고 있다. 먼저 실제 물품 크기와 중량에 따라 택배단가를 다르게 책정하는 체적확인시스템(ITS)을 도입했다. 과거엔 화주들과 택배사가 '일정크기의 물품을 3,000원에 배송한다'와 같은 조건으로 계약을 맺었다.

- 1) ITS 도입
- 2) 새로운 단가표 도입

그러나 계약된 크기와 다른 큰 박스가 섞여서 배송되기도 했었는데 이를 판별하는 시스템이 부재했고, 인력을 투입해 크기별로 단가를 책정하자니 인건비가 더 들 수 밖에 없는 상황이라 암묵적으로 용인할 수 밖에 없는 상황이었다. 하지만 ITS 도입을 통해 기존에 제대로 받지 못했던 운임을 받을 수 있게 되었다.

두번째는 새로운 단가표를 통한 인위적인 단가인상이다. 대한통운은 지난 3월부터 평균 택배단가를 100~200원 인상한 새로운 운임단가표를 기준으로 재계약을 추진했다. 올해 CJ대한통운의 연평균 택배단가 인상률은 전년대비 약 4% 수준으로 추정되고 있으며, 사측은 당분간 꾸준히 단가인상 노력을 하겠다고 밝힌 만큼 운임 인상 추세는 지속될 전망이다.

[그림72] ITS 시스템 개요



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표11] CJ대한통운 택배운임 인상 시나리오별 민감도 metrix

구분	2018	2019				
		6%	5%	4%	3%	2%
택배물동량(백만 box)	1,224	1,381	1,381	1,381	1,381	1,381
YoY(%)	16.1	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8
택배단가(원)	1,847	1,958	1,940	1,921	1,903	1,884
YoY(%)	-2.1	6.0	5.0	4.0	3.0	2.0
택배사업부 매출(십억원)	2,262	2,704	2,678	2,634	2,627	2,602
OPEX(십억원)	2,217	2,564	2,564	2,564	2,564	2,583
영업이익(십억원)	45.2	140	115	70.4	64	38
영업이익률(%)	2.0	5.2	4.3	2.7	2.4	1.5

주: 음영은 올해 한화 추정치

자료: CJ대한통운, 한화투자증권 리서치센터

7. 점진적인 택배 단가인상은 Coupang의 진입문턱을 낮출 것

택배운임의 인상은
쿠팡의 진입문턱을
낮춰주게 될 것

쿠팡의 진입으로
소형화주 비중이 높고
인프라가 열악한 업체
타격 불가피할 전망

대형화주 비중이 높고,
대형허브와 풀필먼트를
보유한 CJ대한통운이
중장기적으로 유리

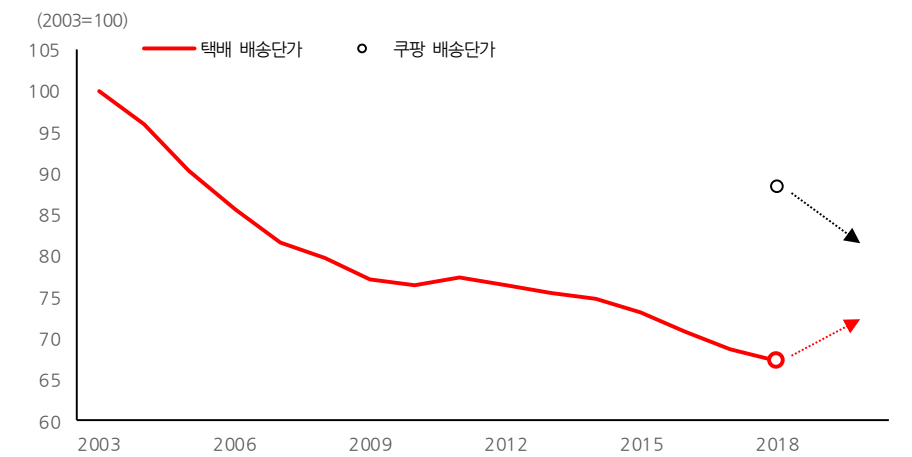
택배운임의 인상은 택배사들의 수익성 개선에 분명 긍정적이다. 다만 택배단가가 오르면 오를수록, 배송단가가 높은 쿠팡의 물류산업으로의 진입을 더욱 수월하게 만들어 주게 될 것으로 판단한다. 속도의 차이는 있을 수 있으나 택배운임이 지속적으로 상승하고, 쿠팡은 공격적인 투자를 지속하면서 배송단가를 지속적으로 낮추게 되면 멀지 않은 시일 내에 비슷한 단가로 택배시장에서 경쟁을 하게 될 가능성이 있다고 판단한다.

그리고 사실 쿠팡입장에선 손익분기보다 낮은 단가로 제3자 배송을 시작하더라도, 기존에 비용으로만 잡히던 자체배송부문이 조금이라도 수익을 창출하게 되기 때문에 비용절감 측면에서 상당한 이득이다. 게다가 풀필먼트 서비스를 통해 화주영업을 동시에 추진하게 된다면 소규모 화주가 많은 택배업체들의 타격은 불가피할 전망이다. 소형화주 비중이 높고 배송인프라가 열위에 있는 택배업체들은 화주의 이탈과 동시에 라스트마일 서비스에서 경쟁열위에 놓일 가능성이 높다는 의미이다.

반대로 풀필먼트 서비스의 니즈가 크지 않은 대형화주를 다수 확보하고 있고, 대형허브 물류센터를 통해 단위비용을 낮출 수 있는 업체들을 중심으로 재편되는 속도가 더욱 빨라질 것으로 판단한다. 또한 미국에선 아마존의 풀필먼트에 대응하기 위해 FedEx나 UPS 같은 업체들도 풀필먼트 서비스를 시작하고 있는 만큼, 현재 풀필먼트를 구축했거나, 또는 구축할 여력이 있는 업체가 유리하다고 본다.

국내 택배시장에선 CJ대한통운이 가장 이러한 구조적 변화의 유리한 위치에 위치했다고 판단한다. 대한통운은 국내 점유율 1위 업체로 대형화주 비중이 높고 곤지암 허브 물류센터에 자체 풀필먼트 센터를 구축했기 때문이다. 현재는 CJ오쇼핑 등 캡티브 물량과 소량의 외부물량에 대응하는 정도지만, 중장기적으로 시장변화에 따라 동사의 지위는 더욱 공고해질 것으로 판단한다. CJ대한통운에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 180,000원으로 커버리지를 개시한다.

[그림73] 택배 배송단가와 쿠팡 배송단가



주: 2003년을 100으로 지수화

자료: 한국물류총람, 쿠팡, 산업자료, 한화투자증권 리서치센터 추정

[표12] 곤지암 허브터미널 개요

구분	내용
대지위치	경기도 광주 초월읍 신월리 794 번지
대지면적	31,559 평
건축면적	18,888 평
건폐율	59.85%
연면적	89,588 평
용적률	140.91%
층수	지하 2 층, 지상 4 층
처리규모	12 시간에 170 만 Box
주차대수	
터미널동(간선)	795 대
보안동(일반)	288 대
임시대기_옥외	44 대
대형버스_옥외	26 대
일반차량_옥외	76 대
총계	1,229 대

자료: CJ대한통운, 한화투자증권 리서치센터

[그림74] 곤지암 허브터미널 구조



자료: CJ대한통운, 한화투자증권 리서치센터

VI. 분석대상 종목

CJ대한통운 (000120)

쿠팡 (비상장)

2019년 5월 27일

기업분석

CJ대한통운 (000120)

1위 사업자의 지위는 더욱 공고해질 전망

▶ Analyst 김유혁 yuhyuk.kim@hanwha.com 3772-7638

Buy (신규)

목표주가(신규): 180,000원

현재 주가(5/23)	146,000원
상승여력	▲23.3%
시가총액	33,306억원
발행주식수	22,812천주
52 주 최고가 / 최저가	190,500 / 140,000원
90 일 일평균 거래대금	115.11억원
외국인 지분율	19.8%

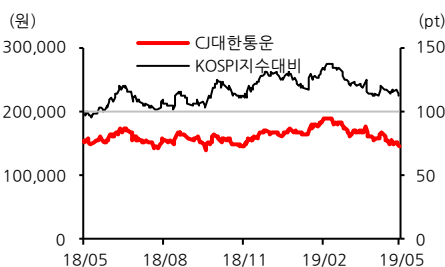
주주 구성	
CJ제일제당(외 1인)	40.2%
CJ대한통운 자사주	20.4%
국민연금공단	8.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.2	-20.9	0.3	-6.4
상대수익률(KOSPI)	-0.9	-13.2	0.2	10.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,220	10,256	11,021	11,624
영업이익	243	297	358	428
EBITDA	456	494	629	707
지배주주순이익	38	48	101	138
EPS	1,660	2,090	4,432	6,041
순차입금	2,708	3,119	2,970	2,756
PER	100.6	69.9	32.9	24.2
PBR	1.4	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.3	13.1	10.0	8.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a
ROE	1.5	1.7	3.2	4.3

주가 추이



국내 택배산업은 점진적인 운임인상이 시작되는 변곡점에 확실하게 진입했다고 판단합니다. 쿠팡이 물류산업으로의 진입하면 할수록 상위사 중심의 재편이 가속화될 것으로 예상하며, 1위 사업자인 동사의 지위는 더욱 공고해질 수 있고 판단합니다.

본격적으로 시작된 택배단가 인상

올해 동사의 택배단가는 전년대비 약 4% 인상될 전망이다. 체적확인 시스템(ITS)과 새로운 운임단가표를 도입하면서 적극적인 택배운임 인상에 나서고 있기 때문이다. 계약과 다른 크기의 화물을 받더라도 일일이 잡아내는 시스템도, 인력도 없었지만 ITS 도입을 통해 기존에 제대로 받지 못했던 운임을 받을 수 있게 되었다. 지난 3월부터는 새로운 운임단가표로 화주들과 재계약을 추진하면서 적극적으로 운임인상을 추진하고 있다. 택배업체가 구조적으로 운임을 인상하는 구간으로 진입을 했기 때문에, 단가인상은 내년에도 지속되면서 택배사업부의 실적개선을 전망한다.

2019년 매출액 10.3조원, 영업이익 2,971억원 전망

동사의 2019년 매출액은 10.3조원(+11.2%), 영업이익은 2,971억원(+22.4%)으로 전망한다. 택배단가 인상으로 택배사업부의 매출(2.6조원, +16.5% YoY)과 영업이익(704억원, +55.6% YoY) 큰 폭으로 개선되면서 전체 매출과 영업이익 성장을 견인할 전망이다. CL(계약물류)는 전년과 유사한 안정적인 실적을 보일 것으로 예상하며, 글로벌 사업부는 10% 이상의 외형성장과 2% 수준의 이익률을 시현할 전망이다.

투자의견 Buy, 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시

CJ대한통운에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 180,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M Fwd EBITDA 5,620억원에 Target EV/EBITDA 13.0배를 적용해 산출했다. 목표배수는 영업이익이 3%대 수준을 기록했던 2017~18년 EV/EBITDA 평균을 적용했다. P/B 멀티플 기준으로는 1.3배 수준으로, 공격적인 단가인상을 시행했던 17~18년 일본 아마토운수가 P/B 1.7배~2.2배에서 거래되었다는 점을 감안하면 합리적인 수준으로 판단한다.

[표13] CJ대한통운 Valuation Table

구분	내용	비고 및 주요 가정
12M Fwd EBITDA	562	
Target EV/EBITDA	13.0	
Enterprise Value	7,301	
Non Operating Value	246	
Cash & equivalent	192	
Financial Goods	53	
Marketable securities	2	
Debt	3,364	
Equity Value	4,184	
No. of Shares	22,812	
적정 주가(원)	183,404	
목표 주가(원)	180,000	
현재 주가(원)	146,000	
상승여력(%)	23.3	

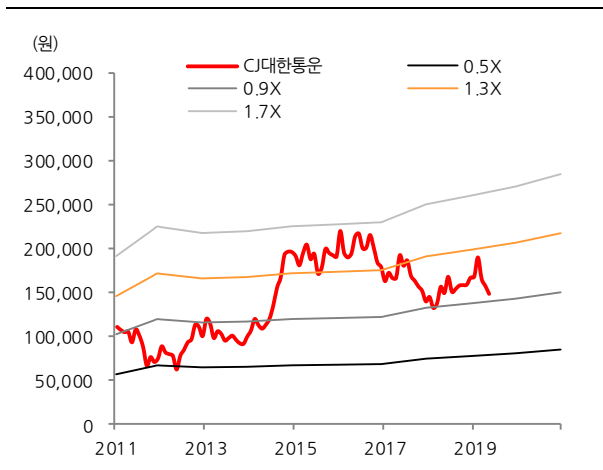
자료: 한화투자증권 리서치센터

[표14] 글로벌 육상운송 Valuation Table

기업명	국가	시가총액 (십억달러)	주가 (달러)	상대수익률(%)					P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE	
				1W	1M	3M	6M	1Y	18	19	18	19	18	19	18	19
한진	SK	0.4	33.5	-7.9	9.3	-2.2	-18.3	74.7	39.7	22.1	0.5	0.4	16.2	15.2	1.2	2.0
아마토홀딩스	JP	8.5	20.8	0.0	0.5	-19.3	-19.1	-20.0	19.9	17.4	1.5	1.4	6.5	6.1	7.7	8.3
SG Holdings Co Ltd	JP	8.4	26.3	-3.5	1.5	-7.1	3.7	18.6	21.0	19.9	2.5	2.4	10.6	10.0	12.8	12.5
일본통운	JP	5.1	51.9	-1.3	-2.8	-12.9	-17.3	-23.2	11.4	12.0	0.9	0.9	6.2	6.5	8.7	7.9
히타치 물류	JP	3.1	27.5	-3.0	0.3	-7.3	-1.2	7.3	14.6	14.1	1.5	1.4	8.3	8.2	10.5	10.1
미쓰비시물류	JP	2.4	27.2	-2.9	1.3	8.4	11.9	31.7	23.7	21.7	0.9	0.9	12.0	11.8	3.7	4.0
후쿠야마통운	JP	2.0	35.5	0.6	-4.4	-12.3	-17.0	-22.9	13.5	12.8	0.8	0.7	7.7	7.3	5.7	5.8
도이체 포스트	GR	37.4	30.3	-1.3	-10.3	-3.0	-9.0	-12.0	12.9	11.0	2.3	2.1	6.3	5.8	19.0	19.5
페덱스	US	42.2	162.0	-6.3	-14.3	-12.5	-36.0	-39.8	10.5	9.7	2.1	1.8	6.8	6.3	19.8	18.7
UPS	US	83.9	97.5	-4.2	-11.5	-13.9	-18.8	-19.9	13.1	12.0	13.4	8.5	9.9	9.2	131.9	87.3
Peer Avg									18.0	15.3	2.6	2.0	9.1	8.6	22.1	17.6

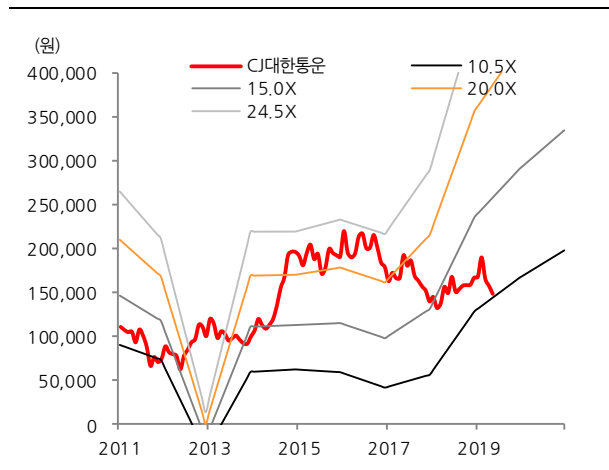
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] CJ대한통운 12M Fwd P/B 밴드차트



자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] CJ대한통운 12M Fwd EV/EBITDA 밴드차트



자료: WiseFn, 한화투자증권 리서치센터

[표15] CJ대한통운 실적 추이

(단위: 십억 원)

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	2,001	2,285	2,418	2,515	2,433	2,595	2,581	2,647	9,220	10,256	11,021
CL	639	664	682	654	660	665	665	661	2,639	2,652	2,653
택배	533	563	555	611	575	657	654	747	2,262	2,634	3,223
글로벌	773	862	1,011	1,010	1,022	1,065	1,070	1,039	3,656	4,196	4,359
건설	56	196	170	241	175	208	191	200	663	773	786
영업이익	45	57	53	87	45	79	84	90	243	297	358
영업이익률(%)	2.3	2.5	2.2	3.5	1.9	3.0	3.2	3.4	2.6	2.9	3.2
EBITDA	45	122	119	154	112	146	152	158	456	494	629
EBITDA margin(%)	2.3	5.3	4.9	6.1	4.6	5.6	5.9	6.0	5.0	4.8	5.7
순이익	35	6.7	5	5	-13	28	26	8	52	50	101
순이익률(%)	1.7	0.3	0.2	0.2	-0.5	1.1	1.0	0.3	0.6	0.5	0.9
YoY(%)											
매출액	25.5	33.8	29.1	30.0	21.5	13.6	6.7	5.2	29.7	11.2	7.5
CL	5.4	6.4	6.2	2.0	3.4	0.1	-2.4	1.1	5.0	0.5	0.0
택배	16.5	15.3	9.0	14.4	7.9	16.8	17.9	22.3	13.7	16.5	22.4
글로벌	45.7	44.8	40.0	32.9	32.2	23.6	5.8	2.9	40.2	14.8	3.9
건설					212.0	6.1	12.3	-17.1	-	16.7	1.7
영업이익	-11.4	-7.7	-15.6	45.6	0.1	37.6	58.2	2.4	3.0	22.4	20.4
EBITDA	-11.4	-22.4	2.9	22.4	148.0	19.7	28.1	2.9	15.0	8.3	27.3
순이익	686.1	-72.6	-52.2	흑전	적전	318.7	410.5	67.1	33.2	-3.1	101.5

자료: CJ대한통운, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	7,110	9,220	10,256	11,021	11,624
매출총이익	756	828	1,030	1,166	1,280
영업이익	236	243	297	358	428
EBITDA	397	456	494	629	707
순이자손익	-50	-81	-72	-106	-99
외화관련손익	-13	-2	-6	-8	-8
지분법손익	-21	-29	0	0	0
세전계속사업손익	73	85	105	190	259
당기순이익	39	52	50	101	138
지배주주순이익	31	38	48	101	138
증가율(%)					
매출액	16.9	29.7	11.2	7.5	5.5
영업이익	3.2	3.0	22.4	20.4	19.6
EBITDA	6.3	15.0	8.3	27.3	12.4
순이익	-43.0	33.2	-3.1	101.5	36.3
이익률(%)					
매출총이익률	10.6	9.0	10.0	10.6	11.0
영업이익률	3.3	2.6	2.9	3.2	3.7
EBITDA 이익률	5.6	5.0	4.8	5.7	6.1
세전이익률	1.0	0.9	1.0	1.7	2.2
순이익률	0.5	0.6	0.5	0.9	1.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금흐름	246	62	643	589	643
당기순이익	39	52	50	101	138
자산상각비	161	214	197	272	279
운전자본증감	-53	-254	17	217	225
매출채권 감소(증가)	-223	-59	-138	5	-107
재고자산 감소(증가)	0	-1	-5	-3	-5
매입채무 증가(감소)	85	-9	469	239	358
투자현금흐름	-690	-843	-442	-440	-429
유형자산처분(취득)	-473	-487	-435	-411	-401
무형자산 감소(증가)	-39	-38	-28	-29	-28
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	456	778	-176	-150	-200
차입금의 증가(감소)	456	617	-523	-150	-200
자본의 증가(감소)	-1	-2	349	0	0
배당금의 지급	1	2	0	0	0
총현금흐름	374	434	657	373	417
(-)운전자본증가(감소)	-42	187	-272	-217	-225
(-)설비투자	485	520	437	411	401
(+)자산매각	-27	-5	-26	-29	-28
Free Cash Flow	-95	-277	466	150	213
(-)기타투자	273	386	234	0	0
잉여현금	-368	-663	232	150	213
NOPLAT	125	148	142	190	227
(+) Dep	161	214	197	272	279
(-)운전자본투자	-42	187	-272	-217	-225
(-)Capex	485	520	437	411	401
OpFCF	-156	-345	174	267	331

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,804	2,181	2,405	2,450	2,616
현금성자산	194	214	244	244	258
매출채권	1,425	1,717	1,524	1,518	1,625
재고자산	16	21	27	31	36
비유동자산	4,505	5,696	6,807	6,975	7,125
투자자산	607	613	1,519	1,519	1,519
유형자산	2,430	3,306	3,480	3,637	3,777
무형자산	1,468	1,777	1,808	1,819	1,828
자산총계	6,309	7,877	9,212	9,426	9,741
유동부채	1,890	2,614	2,745	2,857	3,034
매입채무	1,020	1,062	1,485	1,724	2,082
유동성이자부채	743	1,296	962	812	612
비유동부채	1,636	2,124	2,902	2,902	2,902
비유동이자부채	1,499	1,625	2,402	2,402	2,402
부채총계	3,526	4,738	5,647	5,760	5,937
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,248	2,260	2,260	2,260	2,260
이익잉여금	574	600	646	747	885
자본조정	-564	-512	-500	-500	-500
자기주식	-509	-457	-457	-457	-457
자본총계	2,783	3,139	3,565	3,666	3,804

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,380	1,660	2,090	4,432	6,041
BPS	103,964	116,702	134,529	138,961	145,002
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	16,407	19,036	28,782	16,334	18,286
ROA(%)	0.5	0.5	0.6	1.1	1.4
ROE(%)	1.3	1.5	1.7	3.2	4.3
ROIC(%)	2.8	2.8	2.3	2.9	3.4
Multiples(x, %)					
PER	101.4	100.6	69.9	32.9	24.2
PBR	1.3	1.4	1.1	1.1	1.0
PSR	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
PCR	8.5	8.8	5.1	8.9	8.0
EV/EBITDA	13.2	14.3	13.1	10.0	8.6
배당수익률	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성(%)					
부채비율	126.7	150.9	158.4	157.1	156.1
Net debt/Equity	73.6	86.3	87.5	81.0	72.5
Net debt/EBITDA	515.9	593.3	631.3	472.0	389.8
유동비율	95.4	83.4	87.6	85.8	86.2
이자보상배율(배)	4.3	2.8	3.9	3.3	4.2
자산구조(%)					
투하자본	85.5	87.4	79.1	79.0	78.7
현금+투자자산	14.5	12.6	20.9	21.0	21.3
자본구조(%)					
차입금	44.6	48.2	48.5	46.7	44.2
자기자본	55.4	51.8	51.5	53.3	55.8

쿠팡 (비상장)

유통과 물류의 수직계열화



▶ Analyst 남성현 gone267@hanwha.com 3772-7651

Not Rated

쿠팡의 생각은 달랐습니다. 이제 그 부분을 인지해야 할 때입니다.

물류와의 수직계열화 시현을 위한 기간일 뿐

쿠팡은 시장에서 예측했던 수준을 넘어서는 변화를 진행하고 있다. 현재까지 업계 및 시장에서는 쿠팡의 공격적인 할인판매가 전체적인 수익성을 훼손하고 있다고 판단하고 있지만, 실질적으로는 물류인프라 확충을 통한 수직계열화 시현을 위한 투자가 이익개선을 제한시켰던 것으로 분석된다. 이러한 전략을 고수했던 이유는 1) 상품매입 경쟁력 확대를 위해 직매입 비중 증가가 필요한 구조로 전환되었고, 2) 물류사업 진출을 위해 장기적으로 투자가 필요하였기 때문으로 해석한다.

쿠팡의 2018년 유형자산은 약 4,000억 원 수준이다. 감가상각이 이루어졌다는 점을 감안할 때 더욱 많은 투자가 이루어진 것이다. 경쟁업체인 티몬과 위메프 2018년 유형자산이 각각 130억 원, 144억 원 수준이라는 점을 감안할 때 상당한 차이가 존재하는 것이다.

취급고의 핵심은 결국 물류에서 혁신적인 성과를 거두는 것

쿠팡의 취급고는 2016년 약 3.5조원, 2017년 5조 원, 2018년 7.5조 원 수준을 달성한 것으로 알려져 있다. 최근 추세도 가파르게 성장하고 있어 10조 원 이상의 취급고 달성이 가능할 것으로 예상된다. 영업손실액도 동시에 확대되고 있어 부정적으로 해석하는 시각도 있지만, 이러한 추세는 의미 있는 것으로 판단한다. 그러한 이유는 1) 풀필먼트서비스 사업부가 이미 흑자전환하였고, 2) 취급고 증가에 따라 동사의 물류사업부 효율화가 진행되고 있으며, 3) 3자물류도 시행하고 있는 만큼 안정적인 수직계열화에 따른 시너지 가능성이 높다고 해석되기 때문이다.

동사는 지난해 직매입 매출액은 2.5조 원 이상으로 확대된 것으로 알려져 있고, 풀필먼트서비스 인프라도 확충되고 있는 분위기이다. 근본적인 유통사업부 적자는 확대되는 것처럼 보이지만, 물류사업부에서 이익성장 기반이 마련되었다는 점에 주목해야 할 것이다. 즉, 단순히 할인을 통해서 외형을 확대한 전략을 고수한 것이 아니라는 점이다. 근본적인 전략이 유통과 물류의 수직계열화 시현을 통해 차별적인 성장률을 달성하는데 목적이 있었던 것으로 추측한다.

[Compliance Notice]

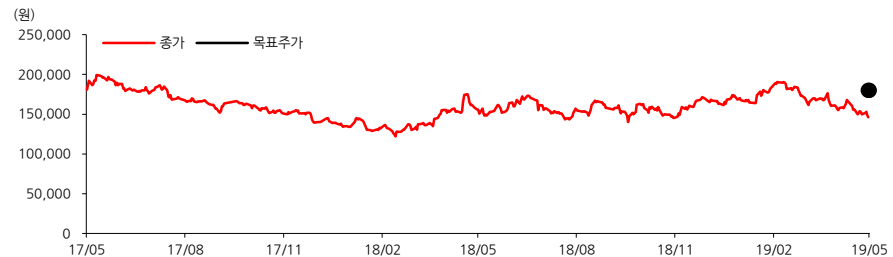
(공표일: 2019년 5월 24일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (남성현, 김유혁)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[C대한통운 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.24	2019.05.24				
투자의견	담당자변경	Buy				
목표가격	김유혁	180,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.24	Buy	180,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2019년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	87.4%	12.6%	0.0%	100.0%