



## 유통

## 쿠팡 22년 실적 가이드선의 시사점



쿠팡이 부진한 4Q21 실적을 발표하였다. 다만, 동사가 구체적인 수익성 가이드선을 제시하고, 올해 영업 효율성 개선을 통한 적자 축소 의지를 나타낸 점은 긍정적이었다. 이와 같은 동사의 스탠스 변화에 따라, 국내 이커머스 시장 내 경쟁 강도에 대한 우려도 일부 완화될 것으로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 쿠팡 22년 Adj. EBITDA 적자 가이드선 4억 달러 언더 제시

쿠팡의 4Q21 실적은 매출, Adj. EBITDA, EPS 모두 시장 기대치를 하회하였으나, 22년 전사 수익성 가이드선 제시는 긍정적이었다. 동사는 올해 Adj. EBITDA 적자 가이드선을 4억 달러 이내로 제시하였고(21년 적자 7.48억 달러), 1Q22 전사 GPM이 4Q21 대비 +2.5%p 개선되고 있다고 밝혔다. 또한, Product Commerce(Coupang App 관련 부문) 부문의 Adj. EBITDA를 4Q22 까지 흑자전환(4Q21 Adj. EBITDA 마진 -2.6%) 할 것이라고 밝혔으며, 중장기 Adj. EBITDA 마진 타겟으로 +7~10% 이상을 제시하였다.

참고로, 쿠팡은 올해부터 매출을 “Product Commerce”와 “Growth Initiatives”로 나눠서 공시할 예정이다. Product Commerce 부문에는 로켓배송, 로켓프레시, 마켓플레이스, 쿠팡 앱 광고 등 쿠팡 쇼핑 앱과 관련된 매출이 포함되고, Growth Initiatives에는 쿠팡이츠, 쿠팡플레이, 핀테크 사업 등과 관련된 매출이 포함될 예정이다.

## &gt;&gt;&gt; 국내 이커머스 시장 내 경쟁강도에 대한 우려 완화 전망

최근 한국 이커머스 시장 성장률은 둔화되고 있는 추세이다. 당사는 위드 코로나 국면 진입으로 사람들의 외부활동이 재개되고 있는 점을 감안하여, 올해 이커머스 재화 시장 성장률을 약 +10% 수준으로 전망하고 있다. 실제 쿠팡은 1Q22 YoY 매출 성장률이 +30% 초반 수준(원화 기준)이라고 밝혔고(4Q21 대비 둔화), 1월 한국 이커머스 시장 YoY 성장률도 +11.5%로 둔화된 상황이다(재화 기준 +5.5%).

다만, 동사가 제시한 수익성 가이드선은 긍정적이다. 동사는 영업 효율성 및 소싱 최적화, 광고/마켓플레이스 등 부가서비스 매출 확대, 영업레버리지 효과 등을 통해 중장기적인 수익성 개선을 도모하고 있다.

특히, 동사는 코로나19 사태 이후, 물류 인프라 확대와 인력 채용 증가로 고정비 부담이 급격히 증가하였고, 외형 성장을 위한 재고 확보에 주력하면서 Cash Flow 개선에 어려움을 겪었다. 하지만, 올해 동사의 물류 인프라 확대 속도는 작년 대비 둔화될 가능성이 높고, 향후 예상되는 적자 및 투자 규모를 감안한다면, 2024년에는 흑자전환이 필요한 시기로 판단된다. 따라서, 올해 이커머스 시장 내 경쟁강도는 일부 완화될 가능성이 높아진 것으로 판단된다.

## 음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 송민규

02) 3787-5139 mgsong@kiwoom.com

## Compliance Notice

- 당사는 3월 3일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 소업종 및 기업별 차별화 요인

다만, 이커머스 업체별 수익성 개선 속도는 GMV 성장과 인프라 투자에 대한 정도가 다르기 때문에, 다소 차이가 발생할 수 있다. 쿠팡은 로켓배송 서비스를 약 8년간 운영하면서, 충성고객이 많이 확보되어 있고, 물류 인프라 투자도 어느 정도 선행된 상황이다. 21년말 와우 멤버십 회원 수는 900만명(+300만명 YoY)까지 증가하였고, 이용 고객들의 소비 규모도 매년 빠르게 성장하고 있다. 충성고객 확보를 위한 투자가 상당히 진행된 셈이다.

한편, 쿠팡이츠는 상대적으로 외형 확대에 주력할 가능성이 높다. 동사가 쿠팡이츠에 대한 투자를 확대하는 기조가 지속되고 있고, 국내 배달 앱 시장에서도 MS 1위 달성을 목표로 하고 있기 때문이다.

## 쿠팡 수익성 타겟 가이드런스 제시: 22년 Adj. EBITDA 적자 4억 달러 언더, 중장기 Adj. EBITDA% 7~10+% 제시 FY2022 Guidance

Guidance	FY 2022
Total Adjusted EBITDA <sup>1</sup>	Less than (\$400) million
Product Commerce Adjusted EBITDA	Profitable by Q4 2022

### Updated Financial Reporting Structure

Starting in Q1 2022, we will report two segments, Product Commerce and Growth Initiatives.

- **Product Commerce:** Core and Fresh offerings, and associated ad products.
- **Growth Initiatives:** Nascent earlier stage growth initiatives, including Coupang Eats.

<sup>1</sup>2022 guidance assumes average conversion rate through January and February of approximately 1,200 Korean won per dollar.

The above guidance reflects the Company's expectations as of March 2, 2022, and are subject to substantial uncertainty. Our results are inherently unpredictable and may be materially affected by many factors, such as uncertainty regarding the impacts of the COVID-19 pandemic, fluctuations in foreign exchange rates, and others.

## Long-term Margin Opportunity

	2020	2021	Long-term Target
Gross profit (% Margin)	16.6 %	16.9 %	27 – 32 %
Other operating expenses (% of Revenue)	18.8 %	19.0 %	16 – 17 %
Marketing (% of Revenue)	1.1 %	2.4 %	3 – 4 %
Adj. EBITDA (% Margin)	(3.0) %	(4.1) %	7 – 10+ %

**Key Long-term Margin Drivers**

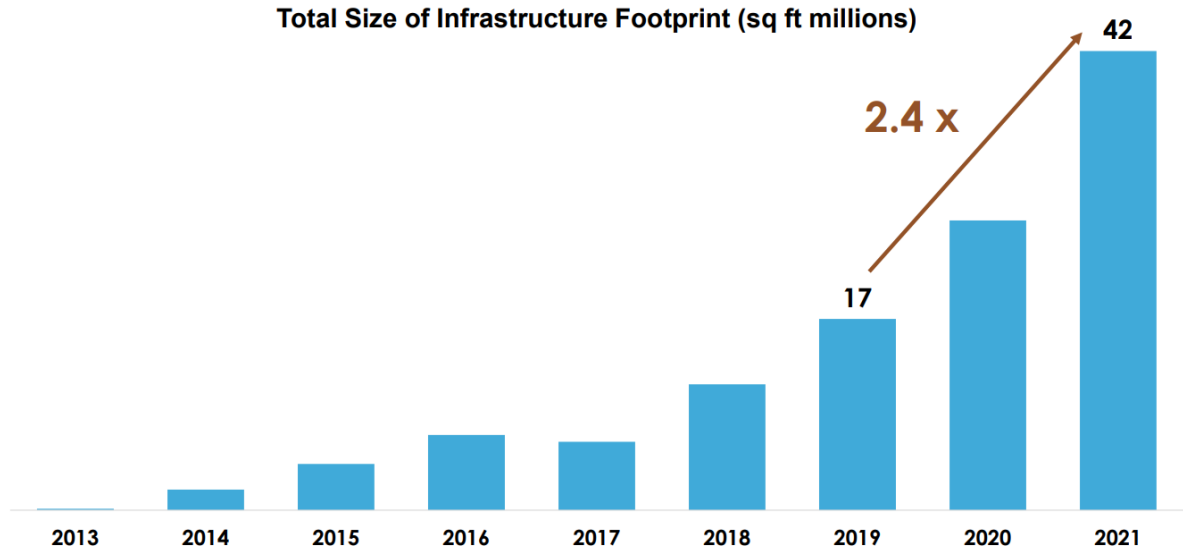
- Efficiency and Sourcing Optimization
- Advertising and Merchant Services
- Operating Leverage

Note: All numbers exclude impact from fulfillment center fire.

자료: 쿠팡 4Q21 실적발표 자료 인용

쿠팡, 코로나19 사태 이후 물류 인프라 급격히 확대(풀필먼트 및 배송 센터)

## Widening Competitive Moat



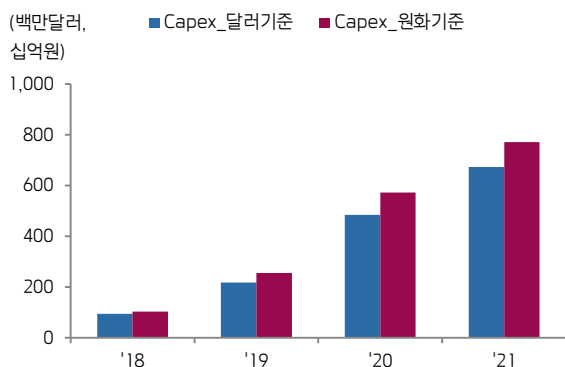
자료: 쿠팡 4Q21 실적발표 자료 인용

쿠팡 IPO 이후, 한국법인 유상증자 현황(2021~22년 합계 1.87조원)

납입일	신주배정 기준일	공시일	금액(십억원)
2021.04	2021.04	공시대상 X	391.0
2021.07.16	2021.07.15	2021.07.20	228.7
2021.10.21	2021.10.19	2021.10.21	293.9
2021.11.23	2021.11.17	2021.11.24	475.0
2021년 합계			1,388.5
2022.02.25	2022.02.22	2022.03.02	479.8
2022년 합계			479.8

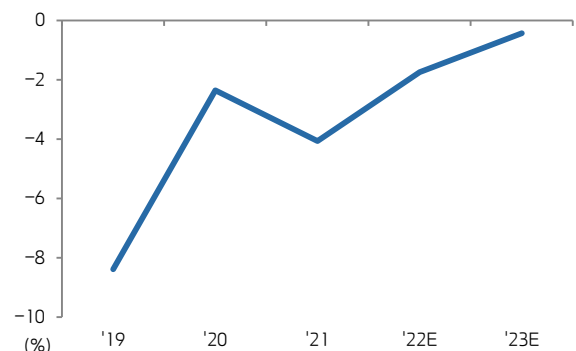
자료: 언론보도, 금융감독원 전자공시시스템, 키움증권 리서치

쿠팡 Capex 추이



자료: 쿠팡, 키움증권 리서치

쿠팡 Adj. EBITDA 마진 추이 및 전망

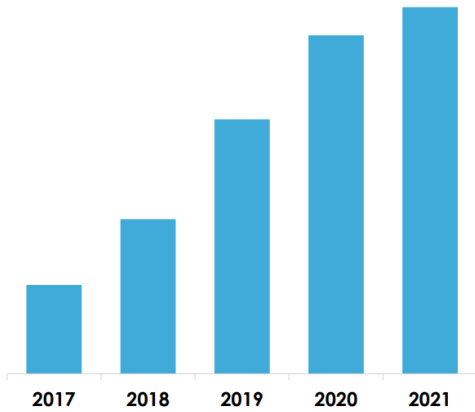


자료: 쿠팡, 키움증권 리서치

쿠팡을 신규 가입한 고객들의 소비가 매년 빠르게 증가하고 있음

## Compounding Customer Cohort Spend

Year 1 Spend Increasing with Each New Cohort



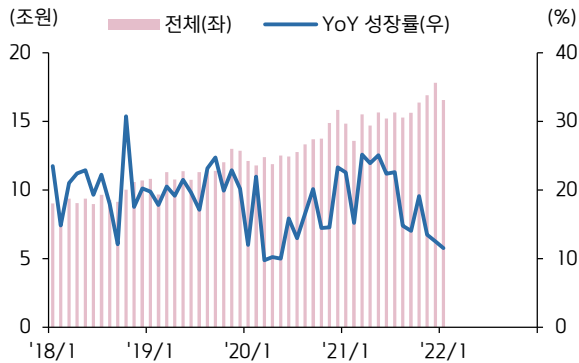
Spend by cohort, indexed to year 1 through 2021

	Year 1	Year 2	Year 3	Year 4	Year 5
2017 Cohort	1.00x	1.80x	2.35x	3.46x	4.55x
2018 Cohort	1.00x	1.98x	3.06x	4.17x	
2019 Cohort	1.00x	2.19x	3.11x		
2020 Cohort	1.00x	1.94x			

자료: 쿠팡 4Q21 실적발표 자료 인용

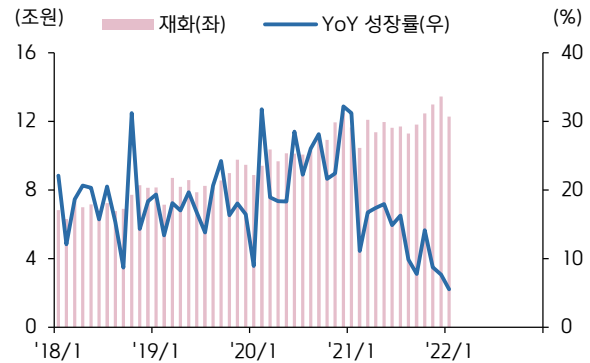
주: 1) 2017 Cohort는 2017년부터 쿠팡에서 구매하기 시작한 고객들의 소비 규모를 연차 별로 지수화 한 것임

### 한국 이커머스 전체 시장규모 추이



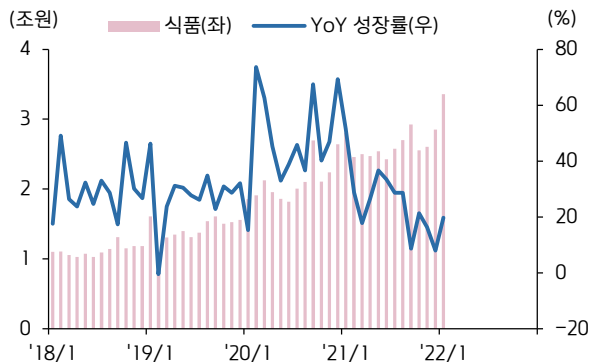
자료: 통계청, 키움증권 리서치

### 한국 이커머스 재화 시장규모 추이



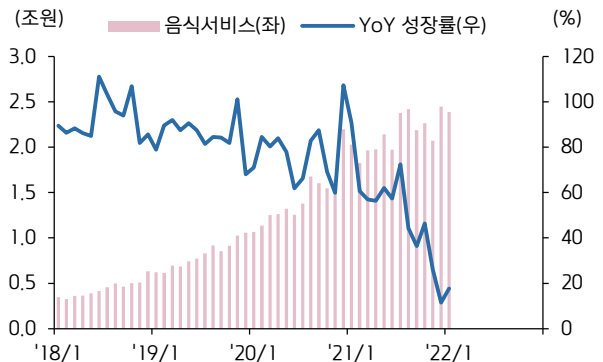
자료: 통계청, 키움증권 리서치(서비스 제외 기준)

### 한국 이커머스 식품 시장규모 추이



자료: 통계청, 키움증권 리서치(농축수산물+음식료품 기준)

### 한국 이커머스 음식서비스 시장규모 추이(배달음식)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

쿠팡 달러기준 실적 추이 및 전망

(단위: 백만달러)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
<b>GMV</b>	<b>6,037</b>	<b>6,911</b>	<b>7,510</b>	<b>7,719</b>	<b>8,653</b>	<b>8,505</b>	<b>8,961</b>	<b>9,416</b>	<b>10,766</b>	<b>18,994</b>	<b>30,792</b>	<b>37,647</b>	<b>47,050</b>
(QoQ)	21.3%	14.5%	8.7%	2.8%	12.1%	-1.7%	5.4%	5.1%	14.3%				
(YoY)	80.6%	80.4%	81.0%	55.1%	43.3%	23.1%	19.3%	22.0%	24.4%	72.5%	62.1%	22.3%	25.0%
<b>순매출액</b>	<b>3,803</b>	<b>4,207</b>	<b>4,478</b>	<b>4,645</b>	<b>5,077</b>	<b>5,106</b>	<b>5,320</b>	<b>5,678</b>	<b>6,553</b>	<b>11,967</b>	<b>18,406</b>	<b>22,657</b>	<b>28,297</b>
(QoQ)	21.3%	10.6%	6.4%	3.7%	9.3%	0.6%	4.2%	6.7%	15.4%				
(YoY)	99.8%	74.3%	71.3%	48.1%	33.5%	21.4%	18.8%	22.3%	29.1%	90.8%	53.8%	23.1%	24.9%
Net retail sales	3,497	3,807	3,995	4,137	4,549	4,533	4,681	4,988	5,818	11,045	16,488	20,019	25,038
(YoY)	100.1%	70.2%	65.5%	42.8%	30.1%	19.1%	17.2%	20.6%	27.9%	90.9%	49.3%	21.4%	25.1%
Net other revenue	307	400	484	508	527	574	639	690	735	922	1,918	2,638	3,259
(YoY)	96.3%	126.1%	141.8%	112.5%	72.0%	43.5%	32.2%	35.9%	39.4%	89.7%	108.0%	37.5%	23.6%
<b>매출원가</b>	<b>3,154</b>	<b>3,474</b>	<b>3,820</b>	<b>3,890</b>	<b>4,271</b>	<b>4,162</b>	<b>4,292</b>	<b>4,563</b>	<b>5,289</b>	<b>9,981</b>	<b>15,455</b>	<b>18,305</b>	<b>22,803</b>
(QoQ)	18.2%	10.1%	9.9%	1.8%	9.8%	-2.6%	3.1%	6.3%	15.9%				
(YoY)	105.0%	75.2%	75.7%	45.7%	35.4%	19.8%	12.4%	17.3%	23.8%	90.5%	54.8%	18.4%	24.6%
<b>매출총이익</b>	<b>649</b>	<b>733</b>	<b>658</b>	<b>755</b>	<b>806</b>	<b>944</b>	<b>1,028</b>	<b>1,115</b>	<b>1,264</b>	<b>1,986</b>	<b>2,951</b>	<b>4,352</b>	<b>5,494</b>
(GPM)	17.1%	17.4%	14.7%	16.2%	15.9%	18.5%	19.3%	19.6%	19.3%	16.6%	16.0%	19.2%	19.4%
<b>판매비</b>	<b>785</b>	<b>1,000</b>	<b>1,173</b>	<b>1,070</b>	<b>1,202</b>	<b>1,182</b>	<b>1,225</b>	<b>1,302</b>	<b>1,441</b>	<b>2,514</b>	<b>4,445</b>	<b>5,151</b>	<b>6,079</b>
(YoY)	78.8%	98.4%	118.2%	56.5%	53.1%	18.2%	4.4%	21.7%	19.9%	49.9%	76.8%	15.9%	18.0%
(판매비율)	20.6%	23.8%	26.2%	23.0%	23.7%	23.2%	23.0%	22.9%	22.0%	21.0%	24.1%	22.7%	21.5%
<b>영업이익</b>	<b>-136</b>	<b>-267</b>	<b>-515</b>	<b>-315</b>	<b>-397</b>	<b>-238</b>	<b>-197</b>	<b>-187</b>	<b>-178</b>	<b>-528</b>	<b>-1,494</b>	<b>-799</b>	<b>-585</b>
(YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
(OPM)	-3.6%	-6.4%	-11.5%	-6.8%	-7.8%	-4.7%	-3.7%	-3.3%	-2.7%	-4.4%	-8.1%	-3.5%	-2.1%
<b>Adj. EBITDA</b>	<b>-7</b>	<b>-133</b>	<b>-122</b>	<b>-207</b>	<b>-285</b>	<b>-152</b>	<b>-101</b>	<b>-81</b>	<b>-62</b>	<b>-282</b>	<b>-748</b>	<b>-396</b>	<b>-123</b>
(YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
(Adj. EBITDA%)	-0.2%	-3.2%	-2.7%	-4.5%	-5.6%	-3.0%	-1.9%	-1.4%	-0.9%	-2.4%	-4.1%	-1.7%	-0.4%
세전이익	-83	-295	-519	-324	-404	-243	-202	-192	-183	-475	-1,542	-819	-605
순이익	-83	-295	-519	-324	-405	-243	-202	-192	-183	-475	-1,543	-819	-605
<b>(지배)순이익</b>	<b>-83</b>	<b>-295</b>	<b>-519</b>	<b>-324</b>	<b>-405</b>	<b>-243</b>	<b>-202</b>	<b>-192</b>	<b>-183</b>	<b>-568</b>	<b>-1,543</b>	<b>-819</b>	<b>-605</b>
(YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지

자료: 쿠팡, 키움증권 리서치

쿠팡 원화기준 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
<b>GMV</b>	<b>6,866</b>	<b>7,690</b>	<b>8,421</b>	<b>8,926</b>	<b>10,190</b>	<b>10,206</b>	<b>10,753</b>	<b>11,299</b>	<b>12,919</b>	<b>22,422</b>	<b>35,226</b>	<b>45,177</b>	<b>56,460</b>
(QoQ)	15.8%	12.0%	9.5%	6.0%	14.2%	0.2%	5.4%	5.1%	14.3%				
(YoY)	74.7%	68.4%	66.3%	50.6%	48.4%	32.7%	27.7%	26.6%	26.8%	74.0%	57.1%	28.2%	25.0%
<b>순매출액</b>	<b>4,326</b>	<b>4,681</b>	<b>5,022</b>	<b>5,371</b>	<b>5,983</b>	<b>6,127</b>	<b>6,384</b>	<b>6,814</b>	<b>7,863</b>	<b>14,127</b>	<b>21,057</b>	<b>27,188</b>	<b>33,956</b>
(QoQ)	15.8%	8.2%	7.3%	7.0%	11.4%	2.4%	4.2%	6.7%	15.4%				
(YoY)	93.2%	62.7%	57.4%	43.8%	38.3%	30.9%	27.1%	26.9%	31.4%	92.5%	49.1%	29.1%	24.9%
Net retail sales	3,976	4,237	4,480	4,785	5,361	5,439	5,617	5,986	6,981	13,038	18,862	24,023	30,045
(YoY)	93.5%	58.9%	52.1%	38.7%	34.8%	28.4%	25.4%	25.1%	30.2%	92.6%	44.7%	27.4%	25.1%
Net other revenue	350	445	542	586	622	688	767	828	882	1,089	2,195	3,165	3,911
(YoY)	90.4%	111.1%	122.2%	106.1%	77.8%	54.7%	41.5%	41.3%	41.9%	91.4%	101.6%	44.2%	23.6%
<b>매출원가</b>	<b>3,587</b>	<b>3,866</b>	<b>4,283</b>	<b>4,499</b>	<b>5,033</b>	<b>4,994</b>	<b>5,150</b>	<b>5,475</b>	<b>6,347</b>	<b>11,782</b>	<b>17,681</b>	<b>21,966</b>	<b>27,364</b>
(QoQ)	12.8%	7.8%	10.8%	5.0%	11.9%	-0.8%	3.1%	6.3%	15.9%				
(YoY)	98.2%	63.6%	61.4%	41.5%	40.3%	29.2%	20.2%	21.7%	26.1%	92.2%	50.1%	24.2%	24.6%
<b>매출총이익</b>	<b>740</b>	<b>815</b>	<b>739</b>	<b>872</b>	<b>950</b>	<b>1,133</b>	<b>1,234</b>	<b>1,338</b>	<b>1,516</b>	<b>2,345</b>	<b>3,376</b>	<b>5,222</b>	<b>6,592</b>
(GPM)	17.1%	17.4%	14.7%	16.2%	15.9%	18.5%	19.3%	19.6%	19.3%	16.6%	16.0%	19.2%	19.4%
<b>판매비</b>	<b>892</b>	<b>1,113</b>	<b>1,315</b>	<b>1,239</b>	<b>1,418</b>	<b>1,418</b>	<b>1,470</b>	<b>1,562</b>	<b>1,730</b>	<b>2,968</b>	<b>5,085</b>	<b>6,181</b>	<b>7,294</b>
(YoY)	72.6%	85.2%	100.4%	52.3%	58.9%	27.5%	11.8%	26.1%	22.0%	51.2%	71.4%	21.5%	18.0%
(판매비율)	20.6%	23.8%	26.2%	23.1%	23.7%	23.2%	23.0%	22.9%	22.0%	21.0%	24.1%	22.7%	21.5%
<b>영업이익</b>	<b>-153</b>	<b>-297</b>	<b>-576</b>	<b>-367</b>	<b>-468</b>	<b>-285</b>	<b>-236</b>	<b>-224</b>	<b>-213</b>	<b>-623</b>	<b>-1,709</b>	<b>-959</b>	<b>-702</b>
(YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
(OPM)	-3.5%	-6.4%	-11.5%	-6.8%	-7.8%	-4.7%	-3.7%	-3.3%	-2.7%	-4.4%	-8.1%	-3.5%	-2.1%
<b>Adj. EBITDA</b>	<b>-3</b>	<b>-148</b>	<b>-137</b>	<b>-238</b>	<b>-332</b>	<b>-183</b>	<b>-122</b>	<b>-97</b>	<b>-74</b>	<b>-333</b>	<b>-855</b>	<b>-476</b>	<b>-147</b>
(YoY)	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
(Adj. EBITDA%)	-0.1%	-3.5%	-3.1%	-5.1%	-6.5%	-3.6%	-2.3%	-1.7%	-1.1%	-2.8%	-4.6%	-2.1%	-0.5%

자료: 쿠팡, 키움증권 리서치

#### 고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

#### 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

#### 투자등급 비율 통계 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%