



Coupage (CPNG US)

쿠팡 공모가의 의미와 주가 변수 점검



쿠팡 희망 공모가 밴드에 내재된 높은 밸류에이션 레벨을 감안한다면, 시장은 동사의 MS 1위 달성 가능성에 후한 평가를 주고 있는 것으로 판단된다. 중기적으로 이커머스 시장 성장률과 이베이코리아 매각 이슈가 쿠팡의 밸류에이션 레벨에 큰 영향을 줄 것으로 전망된다. 또한, 위의 두 가지 이슈들은 쿠팡의 밸류에이션과 함께 국내 유통업체들에게 중요한 변수로 작용할 가능성이 높다.

>>> 쿠팡 희망 공모가 밴드, 주당 \$27~30 수준

3/1에 쿠팡(Coupage)이 미국 증권거래위원회(SEC)에 IPO 관련하여 수정 신고서(S-1/A)를 제출하였는데, 희망 공모가 밴드로 주당 \$27~30 가 제시되었다. 동사는 이번 IPO를 통해 시가총액 기준으로 최대 58.2조원 수준까지 평가될 수 있고, 최대 4조원 수준의 자금을 조달할 것으로 판단된다.

쿠팡의 20년 연간과 4분기 GMV는 최대 27조원, 8.5조원 수준으로 추산된다 (매출 기준 각각 14.1조원, 4.3조원 수준). 한국 이커머스 시장 성장률을 3배 이상 압도한 매출 성장률(+93% YoY)을 감안한다면, 21년 예상 GMV는 최대 40조원 수준까지 가정할 수 있을 것으로 판단(매출 기준 약 20.9조원 수준)된다. 따라서, 동사의 21년 예상 GMV와 매출액을 감안한다면, 희망 공모가 밴드 상단 기준 동사의 P/GMV, PSR 밸류에이션은 약 1.5배, 2.8배 수준으로 추산된다.

>>> 쿠팡 희망 공모가 상단 30달러의 의미는?

사실, 발행시장에서 산정된 공모가는 시장에서 큰 의미를 가질 수 있다. 대규모 자금을 조달하는 기업 입장에서는 IPO의 성공적인 흥행을 위해 희망 공모가를 공격적으로 책정하기 어렵고, 투자자 입장에서도 유통 시장에서 가격이 형성되어 있지 않은 비상장주식의 가치를 공격적으로 가정하기 어렵다. 이처럼 공모가가 보수적으로 형성되기 때문에, 과거에 상장했던 주요 이커머스 업체들의 주가도 IPO 이후 초기 1년 동안 공모가를 하회한 경우가 많지 않은 편이었고, 공모가 대비 수익률도 높은 편이었다. 따라서, 쿠팡의 확정 공모가는 투자자들 입장에서 동사 미래 주가의 하한선으로 여겨질 가능성이 있다.

한편, 동사의 희망 공모가 기준 밸류에이션 레벨은 Peer Group 대비 PSR(혹은 EV/Sales) 기준으로는 저평가 되어 있지만, P/GMV 기준으로는 고평가 되어 있는 상황이다. 사업 모델 별로 상품 매출 비중이 높은 업체와 수수료 매출 비중이 높은 업체가 있기 때문에, 이커머스 업체들의 밸류에이션을 단순히 PSR로 비교하는 것은 무리가 있다. 오히려 P/GMV 기준으로 밸류에이션을 비교하는 것이 합리적일 것이다. GMV는 소비자가 결제한 거래금액 기준이기 때문에, 기업간 매출 인식 기준 차이에서 발생하는 비교가능성의 문제를 보완해 줄 수 있다. 그렇다면, 쿠팡의 P/GMV 밸류에이션이 비교적 높게 책정된 이유는 무엇일까?



음식료/유통

Analyst 박상준, CFA

02) 3787-4807 sjpark@kiwoom.com

RA 조영환

02) 3787-0335 yh.cho@kiwoom.com

Compliance Notice

- 당사는 3월 8일 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.

아마존과 알리바바에서
얻는 힌트

사실 **GMV도 어디까지나 매출 관련 밸류에이션 지표의 한 종류일 뿐**이다. 매출 관련 밸류에이션은 수익성이 매우 낮거나 적자인 기업의 가치 평가를 위한 도구로 유용할 수 있다. 하지만, **회사의 이익 창출력을 설명하기 어렵고, 평균 값으로 회귀하는 성향도 약하기 때문에, 미래 기업가치 예측 측면에서도 일부 한계가 있는 지표라 할 수 있다.**

한편, 어느 정도 수익성 레벨이 향상된 아마존(Amazon)과 알리바바(Alibaba)는 다른 이커머스 업체 대비 비교적 합리적인 이익 밸류에이션 레벨과 평균 회귀 성향을 보여주고 있다. 선도 사업자로서 미국과 중국에서 의미 있는 이익 창출력을 보여주고 있기 때문이다. 이에 따라, **양사의 EV/EBITDA 지표는 지난 몇 년 동안 어느 정도의 평균 회귀 성향을 보이며 변화했으며, 현재 각각 20.7x, 18.0x 수준에서 거래되고 있다(FW12M EV/EBITDA 기준).**

'MS 1등 가능성' 이
매출 관련
밸류에이션 레벨에 중요

만약, 아마존과 알리바바의 EV/EBITDA 밸류에이션을 쿠팡에 적용하면 어떨까? 이익 개선 국면에서 유사한 Cycle에 있다면, 쿠팡은 아마존과 알리바바 대비 높은 밸류에이션을 받기 어려울 것이다. 글로벌 확장성과 중국 소매유통 시장의 성장성을 감안한다면, 중장기적으로 쿠팡의 EV/EBITDA 레벨은 아마존과 알리바바 대비 할인 되어 거래되는 것이 합리적이기 때문이다. 따라서, **쿠팡의 증장기 EV/EBITDA는 양사 평균에 20% 정도 할인한 15~16배 수준에서 거래되는 것이 현재 밸류에이션 레벨에서 합리적인 것으로 판단된다.**

현재, 쿠팡의 공모가 상단 기준 EV(Enterprise Value)는 시가총액과 유사한 57.9조원 수준으로 추산된다(20년말 순현금 3~4천억원 수준에 불과). 만약, EV/EBITDA 15~16배 수준을 가정하면, **동사의 연간 EBITDA가 증장기적으로 3.6~3.9조원(쿠팡의 '21E GMV 대비 9~10% 수준)까지 확장될 수 있다는 기대감이 희망 공모가의 상단에 반영되어 있는 것이다. 이커머스 시장에서 이 정도 수준의 EBITDA 마진은 MS 1등 기업이 아니라면 달성하기 어려운 수준으로 판단된다(적어도 특정 상품 카테고리에서 MS 1등 필요).** 실제 국내 백화점/대형마트에서 1위를 하고 있는 롯데쇼핑과 이마트의 과거 EBITDA 마진 수준도 9~10% 수준이었다.

따라서, **MS 1등 달성 가능성은 이커머스 업체들의 P/GMV 밸류에이션 레벨에 중요한 영향을 미치게 된다. MS 1등 달성 가능성이 이커머스 업체들의 증장기 EBITDA 마진 기대값에 가장 큰 영향을 미치는 변수이기 때문이다.** 실제 수익성이 낮거나 적자인 이커머스 업체들의 P/GMV 레벨을 살펴보면, JD.com과 Pinduoduo 대비 쿠팡, Dianping, Doordash, Deliver Hero의 밸류에이션이 높은 편이다. 사업 모델의 차이도 일부 있겠지만, MS 1등 달성 가능성에서 파생된 차이가 클 것으로 판단된다.

중기 핵심 변수 1):
컨택트 국면의 성장성

중기적으로는 컨택트 국면에서 매출 성장률 레벨이 쿠팡의 실적 전망에 중요할 것으로 판단된다. 최근 6개월 동안 아마존, 알리바바와 같은 글로벌 이커머스 업체들의 주가 흐름은 오프라인 유통업체 대비 정체된 흐름을 보이고 있다. **코로나19 완화로 인한 컨택트 전환 국면에서 매출 성장률이 둔화될 것을 우려**하고 있기 때문이다. 당사도 올해 한국 이커머스 시장 성장률이 작년 대비 둔화될 것으로 전망하고 있으나(서비스 매출 제외 기준), **신규 소비자들이 플랫폼에 유입된 효과를 감안한다면, 중장기적인 관점의 시장 성장률을 저해하는 수준은 아닐 것으로 판단**된다. 상반기에 어느 정도의 시장 수요 성장률이 확인된다면, 하반기부터는 해당 우려가 완화될 수 있을 것으로 기대된다.

중기 핵심 변수 2):
이베이코리아 매각 이슈

더불어, 이베이코리아 매각 이슈가 쿠팡을 비롯한 국내 이커머스 업체들의 실적 전망에도 큰 영향을 줄 것으로 예상된다. 이베이코리아는 국내 이커머스 시장의 MS 3위 업체로서, 20년 GMV는 약 17~18조원 수준으로 추산된다. 언론보도에 따르면 이베이코리아 인수 후보 군으로 신세계그룹을 포함한 전통 유통업체, 카카오, 사모펀드 등이 거론되고 있다.

만약, **전통 유통업체나 카카오와 같은 SI(전략적 투자자)가 이베이코리아를 인수한다면, 국내 이커머스 시장은 오픈마켓을 중심으로 경쟁심화 우려**가 생길 수 있다. 반면에, **사모펀드와 같은 FI(재무적 투자자)가 이베이코리아를 인수한다면, 국내 이커머스 시장에서 경쟁 완화 기대감**이 생길 수 있다. 대체로 FI들은 플랫폼의 효율성 제고 혹은 기업가치 극대화를 통해 투자수익을 극대화 할 가능성이 높다. 반면에, SI들은 이베이코리아가 보유한 옥션/지마켓(G마켓)/지구(G9)에 대한 투자를 재개하여, 구매력이 크게 증가하고 있는 MZ 세대 소비자들의 비중을 늘리고, 장기적으로 해당 플랫폼의 경쟁력을 제고 시키는 데 집중할 가능성이 높기 때문이다.

지금까지 이베이코리아가 보유한 3개의 플랫폼은 회사의 MS 대비 시장 경쟁상황에 미치는 영향력이 크지 않았던 것으로 판단된다. 회사가 외형 성장 대비 효율성 제고에 상대적으로 집중하면서, MS가 꾸준히 하락하는 추세였기 때문이다. 하지만, **이베이코리아를 인수한 신규 SI가 투자를 확대하고 외형 성장에 주력하는 모습을 나타낸다면, 국내 이커머스 시장의 경쟁상황에 미치는 영향력이 크게 달라질 수 있다.**

쿠팡의 밸류에이션은
국내 유통업체에게 중요

위의 중기 핵심 변수들은 쿠팡의 밸류에이션과 함께 국내 유통업체에게 중요한 변수로 작용할 것으로 판단된다. **쿠팡의 높은 밸류에이션 레벨은 단기적인 관점에서 국내 이커머스 업체들을 재평가하는 계기**가 될 수 있다. 하지만, **장기적인 관점에서는 경쟁력이 약하다고 판단되는 플랫폼을 보유한 이커머스 업체들의 밸류에이션 레벨을 하락시키는 촉매제**로 작용할 수 있다. 이미 쿠팡의 예상 시가총액(58조원)과 이베이코리아의 예상 매각금액(5조원)의 현저한 차이가 이를 증명하고 있으며, 시간이 갈수록 非 쿠팡 진영의 이커머스 업체들은 연합전선 구축이나 사업 방향 재검토와 같은 전략적 결단을 고심할 수밖에 없을 것이다.

쿠팡 IPO 개요

희망 공모가	27 ~ 30 달러
공모금액	32.4 ~ 36 억 달러
공모주식수	120,000,000 주
상장 후 주식수	Class A 1,541,997,801 주
	Class B 174,802,990 주
	총 1,716,800,791 주
공모가 산정 예정일	2021. 3. 10
상장 예정일	2021. 3. 11

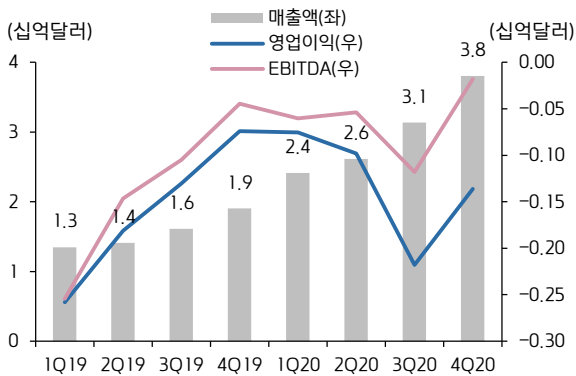
자료: 미국 증권거래위원회(SEC), 뉴욕증권거래소(NYSE), 키움증권 리서치

쿠팡 IPO 이후 주요 주주구성

성명/법인명	Class A 보통주		Class B 보통주		보통주 지분율	
	주식수	%	주식수	%	의결권 기준	수익 기준
SVF Investments (UK) Limited	568,156,413	36.8	—	—	8.6	33.1
Entities associated with Greenoaks Capital Partners, LLC	285,691,960	18.5	—	—	4.3	16.6
Maverick Holdings C, L.P.	110,527,590	7.2	—	—	1.7	6.4
Entities associated with Rose Park Advisors, LLC	86,712,260	5.6	—	—	1.3	5.1
Bom Suk Kim	—	—	174,802,990	100	76.7	10.2

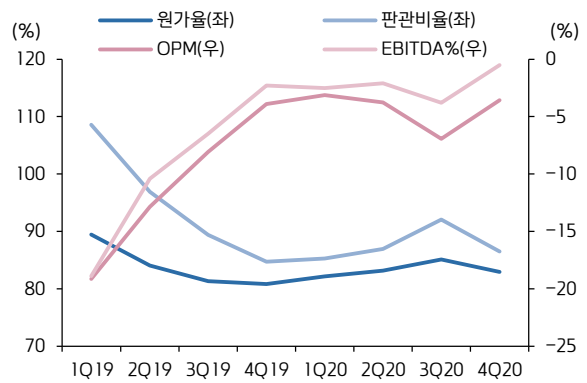
자료: 미국 증권거래위원회, 키움증권 리서치

쿠팡 분기별 실적 추이



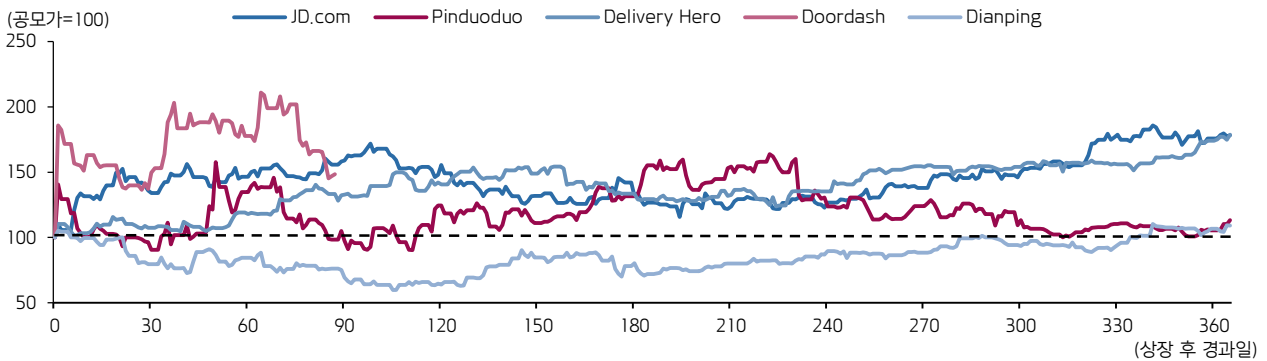
자료: 미국 증권거래위원회, 키움증권 리서치

쿠팡 분기별 수익성 지표 추이



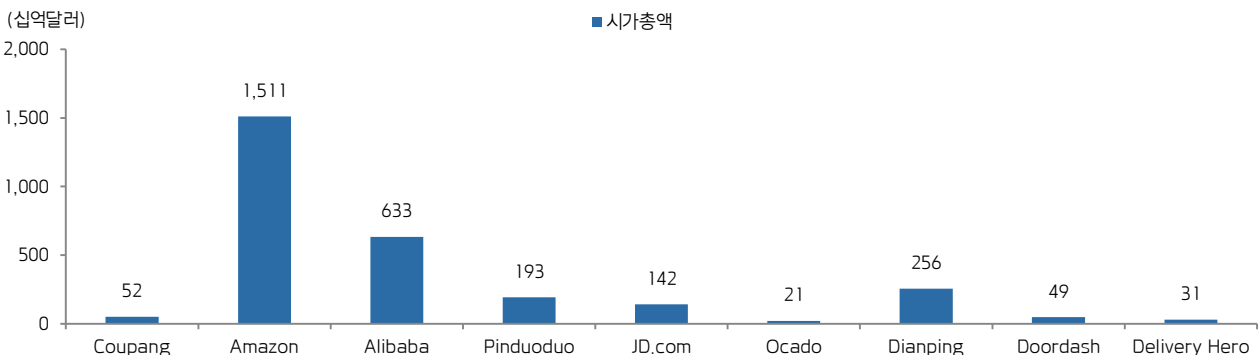
자료: 미국 증권거래위원회, 키움증권 리서치

쿠팡 Peer Group의 IPO 이후 1년간 주가 흐름 비교(2014년 이후 IPO 업체 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

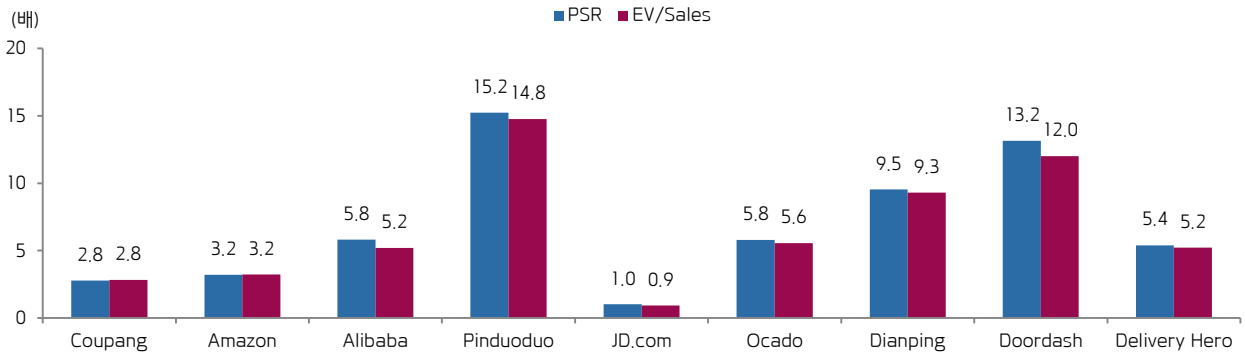
쿠팡 Peer Group의 시가총액 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(3/5 증가 기준)

주: 1) 쿠팡은 희망 공모가 상단 기준

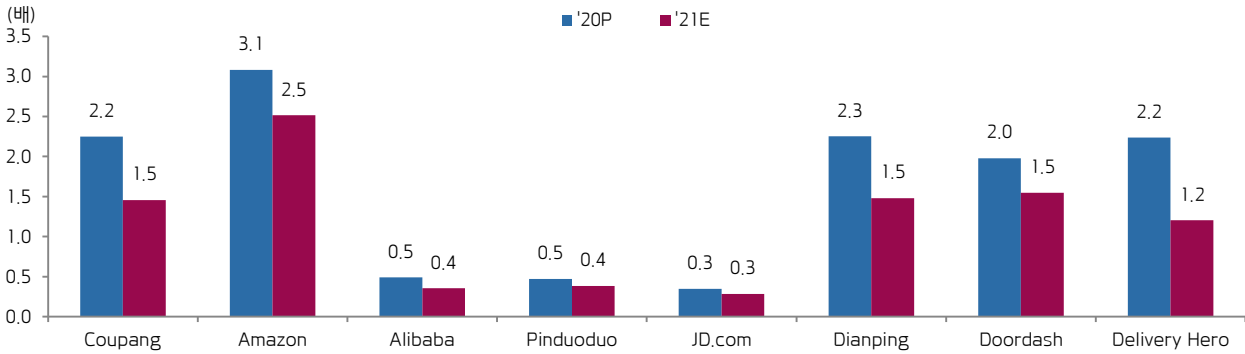
쿠팡 Peer Group의 PSR 및 EV/Sales 비교(FW12M 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(3/5 증가 기준)

주: 1) 쿠팡은 희망 공모가 상단과 21년 예상 매출액 기준(21년 매출액 20.9조원, 원/달러 환율 1,130원 가정)

쿠팡 Peer Group의 P/GMV 비교

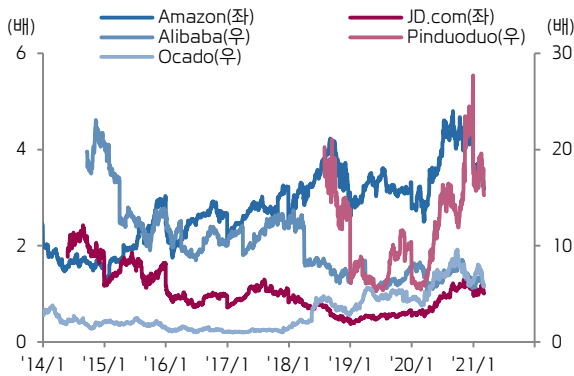


자료: 각 사 자료, Bloomberg, 키움증권 리서치(3/5 증가 기준)

주: 1) 쿠팡은 희망 공모가 상단 기준(21년 매출액 20.9조원, 원/달러 환율 1,130원 가정)

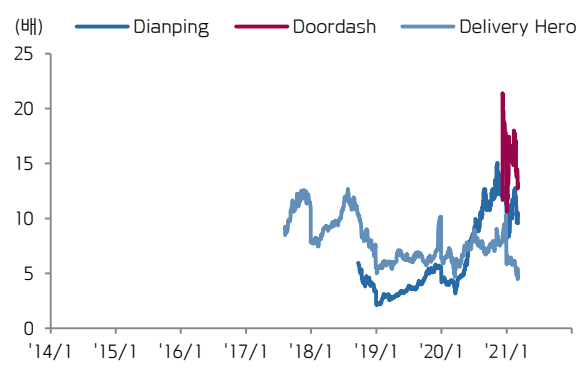
2) GMV 추정치는 작년 GMV와 해당연도 매출 성장을 컨센서스를 감안하여 산출한 수치로 실제 시장의 컨센서스와 다소 괴리가 있을 수 있음

쿠팡 Peer Group의 PSR 밸류에이션 추이 (1)



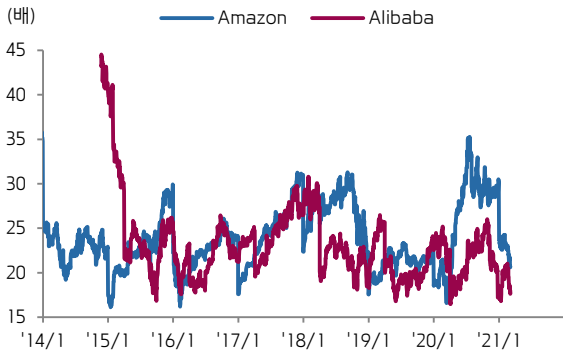
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(FW12M 기준)

쿠팡 Peer Group의 PSR 밸류에이션 추이 (2)



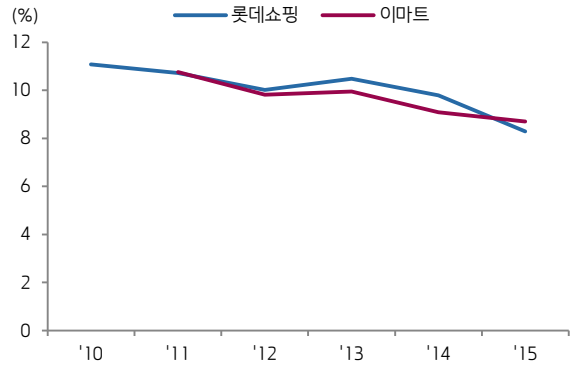
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(FW12M 기준)

아마존/알리바바 EV/EBITDA 밸류에이션 추이



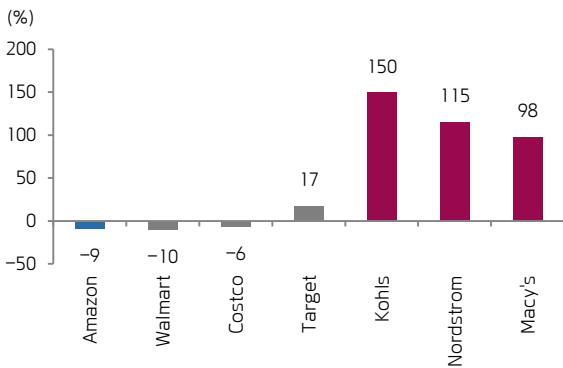
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치(FW12M 기준)

롯데쇼핑/이마트 별도기준 EBITDA 마진 추이('10~'15)



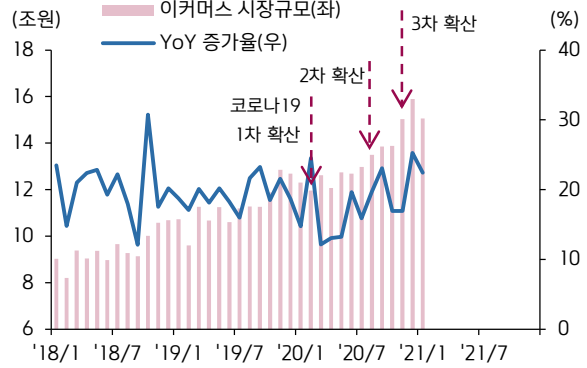
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

최근 6개월 주가 수익률 비교: 아마존이 백화점 보다 부진



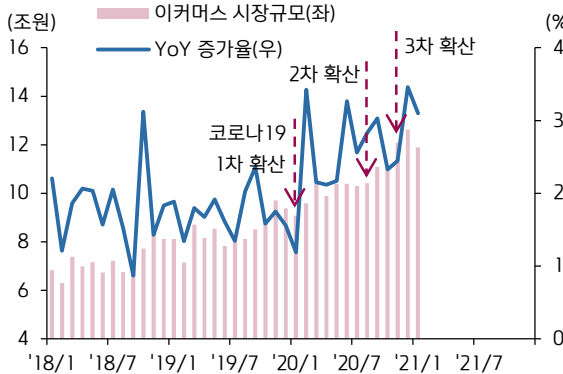
자료: 각 사 자료, 키움증권 리서치

한국 이커머스 시장규모 추이(서비스 매출 포함)



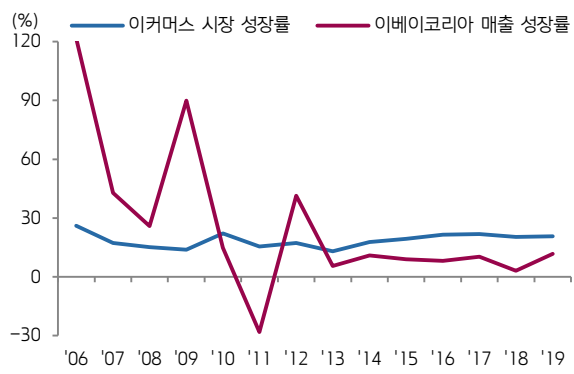
자료: 통계청, 키움증권 리서치

한국 이커머스 시장규모 추이(서비스 매출 제외)



자료: 통계청, 키움증권 리서치

한국 이커머스 시장 성장률 vs 이베이코리아 매출 성장률



자료: 통계청, 이베이코리아, 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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%