Coupang (CPNG US)

밸류에이션 팩터 점검(1)

생활소비재
Analyst **박종대**
jdpark@meritz.co.kr

RA 김건우
gunwoo.kim@meritz.co.kr

What's New?

쿠팡은 2022년 이후 기업가치 제고의 필요충분 조건 달성 중이다. 물류센터 운영 효율화, 공급망 최적화, 고마진 비즈니스 비중 상승 등으로 2025년 매출 50조원(YoY 22%), 영업이익은 1조원(YoY 73%, OPM 2.1%)에 이를 전망이다. 거래액 기준으로 국내 이커머스 시장의 27%를 차지할 것으로 예상한다. 주가 측면에서는 밸류에이션 부담이 있는데, 온라인 침투율의 제고 가능성과 시장 점유율 상승 여력을 살펴볼 필요가 있다.

Implication

결론적으로, 한국은 다른 국가보다 훨씬 다양한 카테고리가 온라인 유통으로 전개되면서 침투율 상단 역시 상대적으로 높을 가능성이 크다. 특히, 전체 소비시장의 35%(179조원)를 차지하는 식품 카테고리의 빠른 온라인화는 주요 온라인 유통업체들에게 기회요인이다. 쿠팡은 식품 온라인 시장에서도 거래액 4조원을 넘어서면서 컬리와 쓱닷컴을 제치고 1위를 차지하고 있다.

Impact & Action

알리/테무에 의한 경쟁 심화 우려는 제한적이다. i) 오픈마켓 모델로 영업레버리지를 기대하기 어렵고, ii) 유로 멤버십을 통한 수익 창출이 어려우며, iii) 물류 외주화는 지속적인 비용 불안 요인이다. iv) 한국 정부의 규제 불확실성 또한 배제할 수 없다. 물론, 엄청난 자본력으로 막무가내로 시장 점유율 확대를 도모할 수도 있지만, 득보다 실이 크다. 글로벌 이커머스 시장 사업 권역 확대 측면이라면 현재 시장 점유율과 소싱 역량으로도 큰 문제가 없다.

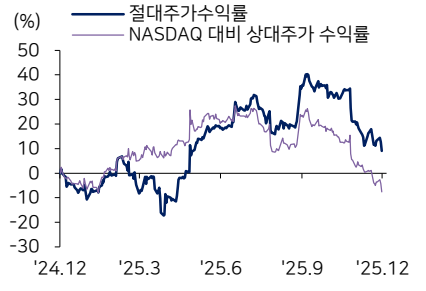
Meritz Research 2025. 12. 12

투자의견	**Not Rated**
Bloomberg 평균 TP (12m, 달러)	**35.5**
현재주가 (m/d, 달러)	**26.1**
NASDAQ (pt)	23,654.2
시가총액 (억달러)	476.0
발행주식수 (백만주)	1,794.0
유동주식비율 (%)	91.5
평균거래량 (3개월, 주)	10,939,264.9
52주 최저/최고가 (달러)	19.0/34.1

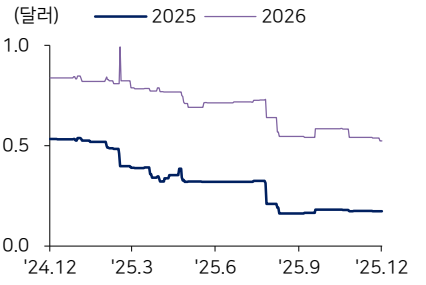
	2025E	2026E	2027E
PER (배)	150.6	49.7	27.9
EPS 증감률 (%)	-21.4	202.9	78.2
PBR (배)	9.8	8.0	6.2
ROE (%)	7.1	17.2	23.5

* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Performance



EPS Consensus



* Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Part 1. 쿠팡의 주가(밸류에이션) 상승 조건

1. 2022년 이후 기업가치 제고의 필요충분 조건 달성 중

쿠팡은 2022년 들어 온라인 유통 업체 기업가치 제고의 필요충분 조건이라고 할 수 있는 '시장 점유율 상승'과 '수익성 개선' 과제를 동시에 달성하고 있다. 거래액은 전체 온라인 유통 시장 성장률의 2배를 넘어서는 약진을 지속하고 있고, 영업이익은 흑자전환하여 2025년 연간 영업이익은 9,850억원에 이를 전망이다. 추세적 마진 개선 기대 가능한 이유는 다음과 같은 세가지 요인 때문이다.

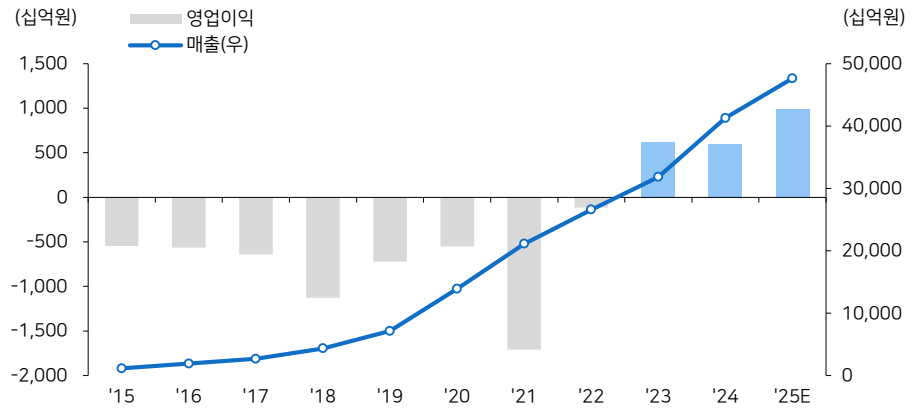
첫째, 물류센터 운영 효율화다. 2020~21년 코로나19 때문에 비용구조가 크게 악화되었다. 확진자가 1명이라도 나오면 셧다운 되었고, 위생관리에만 수백억원이 집행되었다. 현장직이 약 5만명 정도 필요한데 인력을 구하기 어려워 추가적인 인센티브 지급이 일상이었다. 신규 아르바이트 인원에게 임금을 높여 주면 기존 인원의 임금도 당연히 올려줘야 했다. 2021년 4분기 코로나19 관련 비용만 1억 3,500만 달러에 달했다. 2022년 들어 이런 비용이 크게 줄었고, 코로나19로 2년간 지체됐던 물류센터 프로세스 개선 작업도 본격화되었다.

둘째, 공급망 최적화다. 사업 초기에는 총판/중간유통 업체를 경유해서 상품을 소싱하는 사례가 많았다. 점차 사업규모와 바잉파워가 커지면서 브랜드/제조 업체로부터 직소싱하는 사례가 증가하고 있다. 2019년 매출총이익률(GPM)이 19%까지 급상승한 바 있는데, 이 직소싱 확대 영향이 컸다. 그동안 직소싱 비중을 계속 높여 왔으나 코로나19 사태로 그 효과를 숫자로 체감하기 어려웠다. 쿠팡의 직소싱 비중은 전체 직매입 상품의 50%내외로 파악되고 있다. 추가적인 수익성 개선 여지가 크다.

셋째, 고마진 비즈니스 비중이 커지고 있다. 2019년부터 시작된 광고 매출은 100% 이상 성장하고 있지만 쿠팡 거래액(GMV)의 1%가 조금 넘는 수준에 불과하다. 아마존과 네이버의 경우 각각 거래액의 5%, 4%가 광고 매출이라고 한다. 쿠팡의 활성 고객 2,280만명, 와우 고객 1,400만명을 대상으로 한 광고 사업 성장 여력은 크다. 매출 자체가 이익으로 반영되기 때문에 수익성 개선에 큰 역할을 할 수 있다.

아울러, 판매자 배송으로 대변되는 3자 물류(FLC: Fulfillment Logistics by Coupang)와 오픈마켓(완전 3P) 비중 확대도 수익성 개선 요인으로 작용하고 있다. 3자 물류 사업은 재고 부담 없이 물류센터 효율성을 제고할 수 있으며, 오픈마켓은 10% 내외 수수료만 매출과 이익으로 이어진다. 특히, 3자 물류는 오픈마켓 입점 벤더들의 물류/배송 문제를 즉시 해결해줄 수 있다는 측면에서 유인이 크다. 아마존의 경우 직매입/3자 물류(FBA: Fulfillment by Amazon)/완전 3P 거래액 비중이 3:3:3이다. 2024년 기준 쿠팡의 직매입 비중은 전체 거래액의 54%(추정) 수준, 쿠팡의 3P 셀러는 네이버의 절반 수준에 그치고 있는 것으로 파악되고 있다.

그림1 **쿠팡 연간 매출과 영업이익 추이와 전망**



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

2. 견조한 실적 개선에도 주가가 부진한 이유: 밸류에이션 부담

2025년 3분기 실적발표는 준수했다. 매출은 YoY 20%(이하 원화 기준)나 늘었고, 2,200억원이 넘은 영업이익을 기록했다. 투자 회수기로 접어들었다는 확실한 시그널을 투자자들에게 알려주고 있다. 그런데도 주가 움직임은 썩 좋지 않았다. 최근 발생한 해킹 이슈 전에도 주가는 썩 좋지 못했다(*). 왜일까? 기본적으로 밸류에이션이 높다. 시가총액 495억 달러(원화로 약 72.6조원), 2027년 당기순익을 2.2조원을 가정해도 PER 30배가 넘는다. 이렇게 높은 밸류에이션이 정당성을 가지려면 높은 성장 여력과 실적 가시성이 확보되어야 한다. 크게 네가지 측면을 고려해볼 수 있겠다.

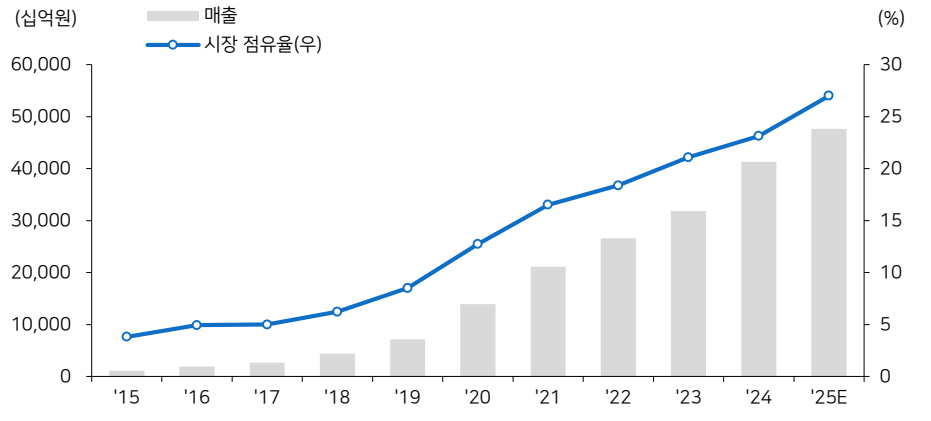
첫째, 국내 소비시장이 좋아지고 있다면, 소매 업종 전체적으로 밸류에이션 프리미엄이 붙을 수 있다. 여기서 좋아진다는 말은 구조적인 변화를 말한다. 단순히 경기적인 측면에서 하강과 회복 국면을 말하는 게 아니다. 예를 들어 2010년 이후 중국 인바운드 증가는 면세점 산업을 완전히 바꿔 놓았고, 호텔신라를 비롯 면세점 업체들은 기업가치 측면에서 재평가 국면에 접어든 바 있다.

최근 외국인 인바운드 증가도 이와 유사한 의미를 던지고 있다. 2010년대 중국 인바운드에 비해 규모도 크고, 국적도 다양하며, 활동 지역도 넓다. 체류 시간은 길고, 인당 소비 금액도 크다. 2010년대는 면세점과 화장품 업종에 한정된 모멘텀이었다면, 2020년대 외국인 인바운드는 좀더 광범위하게 국내 소비시장을 진작시키고 있다. 2010년대 중국 모멘텀과 무관했던 백화점 채널이 2020년대 외국인 인바운드 확대 수혜 채널로 부각되고 있는 모습은 격세지감이다. 하지만, 아무리 그래도 외국인 인바운드가 국내 온라인 채널에 미치는 영향은 제한적일 수밖에 없다. 쿠팡과는 거리가 있는 국내 소비 확대 이슈이다.

둘째, 전체 소비시장이 다소 부진하더라도 온라인 침투율이 높아지고 있다면, 온라인 침투율의 상단이 높아질 수 있다면 온라인 유통업체들에 대한 밸류에이션 프리미엄이 형성될 수 있다. 2024년 국내 소비시장 온라인 침투율은 50.4%로 최고치를 경신하고 있다. 2025년은 52%에 근접할 것으로 보인다. 한국은 이미 세계 주요 국가 가운데서 가장 온라인 침투율이 높은 국가이다. 지표로 삼을 만한 국가가 없다는 말이다(**).

셋째, 온라인 침투율이 높아지고 있지 않더라도 쿠팡의 온라인 시장 점유율 상승 여력이 크다면, 쿠팡 독자적인 밸류에이션 프리미엄이 가능하다. 2024년 쿠팡의 국내 온라인 유통시장 점유율은 23% 수준으로 분석되고 있다. 아마존의 미국 이커머스 시장 점유율은 38% 수준이다. 스페인과 영국에서도 아마존은 30% 이상 시장 점유율을 보이고 있다. 온라인 쇼핑은 오프라인과 비교해 지역적인 경계가 없기 때문에 1등 업체가 압도적인 시장 점유율을 가져갈 수 있다. 쿠팡의 시장 점유율 상승 여력은 꽤 클 수 있다.

그림2 **쿠팡 연간 매출과 시장 점유율 추이와 전망**



자료: 쿠팡, 메리츠증권 리서치센터

국내 온라인 유통시장에서 쿠팡의 중장기 시장 점유율에 대한 논의는 다양한 범주에서 이뤄질 수 있다. 네이버 및 버티컬 플랫폼 업체들과 경쟁을 어떻게 봐야 할까? B마트와 같은 퀵커머스의 중장기 성장 여력은 얼마나 될까? 알리/테무와 같은 중국 온라인 유통업체들의 국내 시장 진입 영향도 분석에서 빼놓을 수 없다. 모두 쿠팡과 일정 부분 겹친다.

넷째, 쿠팡의 온라인 시장 점유율 상승 여력이 크지 않더라도 신규 사업 기여도와 성장 여력이 크다면 재평가가 가능하다. 쿠팡와우 회원비는 쿠팡의 영업이익의 대부분을 차지하고 있다고 해도 과언이 아니다. 업계에서 보고 있는 1,500만 유료 회원의 연간 와우 회원비 수입은 1.4조원을 넘는다. 2025년 예상 영업이익 9,850억원보다 크다. 쿠팡와우 시너지 효과로 쿠팡잇츠의 시장 점유율이 빠르게 늘고 있고(2024년 기준 35%, 배달의 민족 58% 추정), 대만에서도 본격적인 이커머스 사업을 시작했으며, 매출 규모 20억 달러의 파페치를 인수했다.

첫째 조건은 이미 성립하지 않는 것으로 보았다. 나머지 세가지 요소는 논쟁의 여지가 많은 만큼 심도 있는 분석이 필요하다. 이 보고서에서는 온라인 침투율의 제고 요인과 쿠팡의 온라인 시장 점유율 상승 여력에 초점을 맞춘다. 여러 경쟁 관계 가운데 특히, 최근 G마켓과 합작 법인 설립으로 관심이 모아지고 있는 알리익스프레스(이하 알리)와 테무 등 중국 온라인 유통업체의 국내 시장 진출 성공 가능성에 대해서 상세하게 분석해보고자 한다.

(*) 해킹 영향이 중장기 쿠팡의 실적에 미치는 영향은 제한적일 것으로 본다. 단기적으로 과징금이나 손해배상으로 일회성 비용이 발생할 수 있지만, 국내 온라인 소비시장에서 지위를 훼손하기는 어려울 것으로 본다. 당일배송/새벽배송/반품(환불) 등에 대한 압도적인 서비스 경쟁력 때문이다.

(**) 기준에 따라서 온라인 침투율은 달라질 수 있다. 일반적으로 자동차/연료 판매는 유통업종 소매판매에서는 제외하는데, 자동차/연료 카테고리의 온라인 침투율은 대단히 낮을 것이다. 따라서 자동차/연료를 소매판매에 포함시키면 온라인 침투율은 하락한다. 이 경우 온라인 침투율은 40%로 떨어진다. 그래도 글로벌 주요 국가와 비교했을 때 월등히 높은 수준이다.

Part 2. 한국의 온라인 침투율 상단은 얼마나 될까?

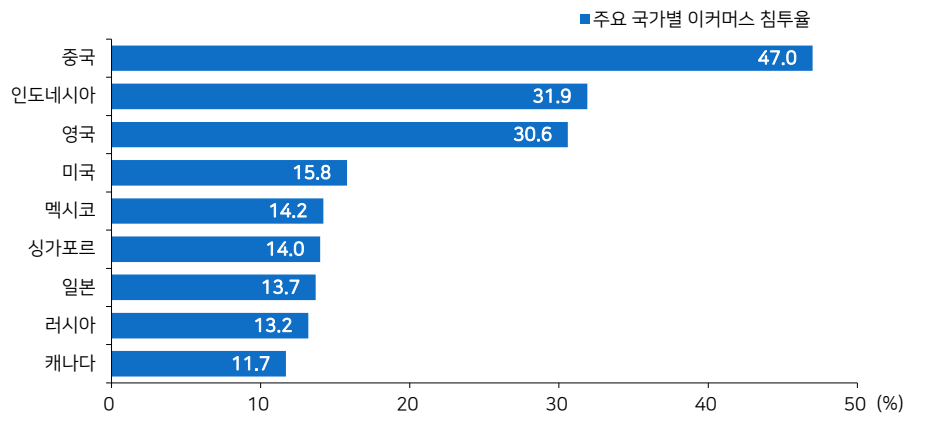
1. 온라인 침투율 50%의 의미

"한국의 이커머스 침투율이 얼마까지 올라갈 수 있다고 생각하십니까?"

투자자들이 쿠팡과 미팅할 때 늘 묻는 질문이라고 한다. 당연하다. 기업을 분석할 때 산업의 성장 여력은 굉장히 중요한 지표다. 특히 그 회사가 해당 산업 내 핵심 기업일 때는 더욱 그렇다. 산업의 성장 여력이 크면 기업의 실적 개선 여지도 커진다. 높은 시장 점유율은 실적 가시성을 높인다. 주가= 이익 * PER 이라고 할 때, 이런 요소들은 PER을 좌우한다. 쿠팡이 흑자전환하고 이익 규모를 키우고 있는데도 주가가 상장시 시가총액을 넘지 못하는 이유는 PER, 즉 밸류에이션이 하락했기 때문이다.

밸류에이션이 왜 하락했을까? 이익이 크더라도 실적 개선 여력이 작다면 밸류에이션이 낮아진다. 투자자들이 한국의 이커머스 시장 성장 여력을 낮게 본 것일 수 있다. 그럴 만도 하다. 2024년 4분기 드디어 국내 소비시장 온라인 침투율은 50%를 넘어섰다. 2025년 온라인 유통시장 성장률은 YoY 4~5% 정도에 불과하다. 물론, 전체 소매판매 성장률(YoY 1.6%)에 비하면 세배나 높은 수치이지만, 온라인 성장 여력을 자신 있게 말하기는 성장률 숫자 자체가 좀 왜소하다. 온라인 침투율이 50%를 넘어선 국가는 한국뿐이다. 여기서 얼마나 더 온라인 비중이 높아질까? 50%라는 숫자와 최근 온라인 유통시장 성장률 둔화는 온라인 침투율이 어느정도 상단에 가까웠다는 느낌으로 이어져, 쿠팡의 성장 여력까지 제한하는 요인으로 전이될 수 있다.

그림3 **주요 국가별 이커머스 침투율**



자료: eMarketer, 메리츠증권 리서치센터

2. 한국 이커머스 시장의 특이성: 식품 카테고리 높은 비중

그런데, 재밌는 수치가 있다. 한국 이커머스 시장에서 식품이 전체 카테고리에서 1위로 올라선 것이다. 2024년 식품 카테고리(음·식료품+농수산물) 이커머스 매출 규모는 약 47조원 전체 이커머스 시장의 18%에 이른다. 2017년 이후 연평균 24% 고신장을 이어왔는데 이는 패션/가전/화장품 등 다른 주요 카테고리와 비교할 때 압도적인 성장률이다.

이는 대단히 특이한 수치다. 일반적으로 이커머스 시장은 공산품 시장으로 간주돼 왔다. 식품은 신선도가 중요한 고관여 상품인데, 온라인에서는 이를 검증하기 어렵기 때문이다. 글로벌 국가들의 어떤 분석을 보더라도 패션이나 장난감, 가전, 가구 등 공산품이 높은 침투율을 보이고 있다. 미국의 경우 식품은 10%를 조금 넘는 수준에 그치고 있으며, 가장 이커머스 침투율이 높은 중국의 경우에도 식품 비중은 13% 정도로 분석한다.

표1 **한국 이커머스 시장 카테고리별 매출 규모**

(조원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
식품	**10.4**	**13.4**	**17.2**	**25.1**	**31.2**	**36.1**	**41.2**	**47.4**	**24.1%**
패션/레저	17.5	19.6	22.4	22.6	26.5	30.5	32.6	32.5	9.2%
가전/PC	14.1	16.9	20.1	25.3	30.2	30.1	30.4	30.9	11.9%
생활용품/가구/자동차	11.1	12.9	15.2	21.0	24.3	26.1	27.7	30.5	15.5%
여행/교통	14.6	16.6	18.0	8.0	9.1	16.8	29.4	32.5	12.1%
화장품	8.1	9.9	12.4	12.9	12.9	11.1	12.0	12.8	6.8%
e쿠폰	1.2	2.1	3.4	4.5	6.1	7.5	9.7	8.7	32.6%
기타	17.1	21.9	28.0	38.8	52.4	58.0	59.3	64.3	20.8%
합계	**94.2**	**113.3**	**136.6**	**158.3**	**192.7**	**216.2**	**242.2**	**259.4**	**15.6%**

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표2 **한국 이커머스 시장 카테고리별 매출 비중**

(%)	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	비중변동폭(%p)
식품	**11.1**	**11.9**	**12.6**	**15.9**	**16.2**	**16.7**	**17.0**	**18.3**	**7.2**
패션/레저	18.6	17.3	16.4	14.3	13.7	14.1	13.5	12.5	-6.1
가전/PC	14.9	14.9	14.7	16.0	15.7	13.9	12.6	11.9	-3.0
생활용품/가구/자동차	11.8	11.4	11.1	13.3	12.6	12.1	11.4	11.7	-0.1
여행/교통	15.5	14.6	13.2	5.0	4.7	7.8	12.1	12.5	-3.0
화장품	8.6	8.7	9.1	8.2	6.7	5.1	4.9	4.9	-3.7
e쿠폰	1.3	1.9	2.5	2.8	3.2	3.5	4.0	3.3	2.1
기타	18.2	19.3	20.5	24.5	27.2	26.8	24.5	24.8	6.6

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

한국 이커머스 시장에서 식품 카테고리의 고신장을 〈배달의민족〉이나 〈쿠팡잇츠〉 같은 음식점 배달 식품서비스 확대 효과로 이해할 수 있다. 실제로 온라인 채널 음식서비스 매출은 2024년 37조원으로 2017년 대비 13.5배나 증가했다. 코로나19 영향이 컸다. 하지만, 음식서비스 매출은 유통시장에서는 제외한다(*). 유통시장에서 식품 온라인은 컬리와 쓱닷컴을 중심으로 한 식품 전용 이커머스 업체들의 약진 영향이다. '새벽배송'으로 촉발된 식품 이커머스 시장 경쟁 심화는 물류센터와 콜드체인에 대한 막대한 투자로 이어졌다. 쿠팡 역시 핵심 쿠팡프레시가 성장 동력으로 작용하고 있다.

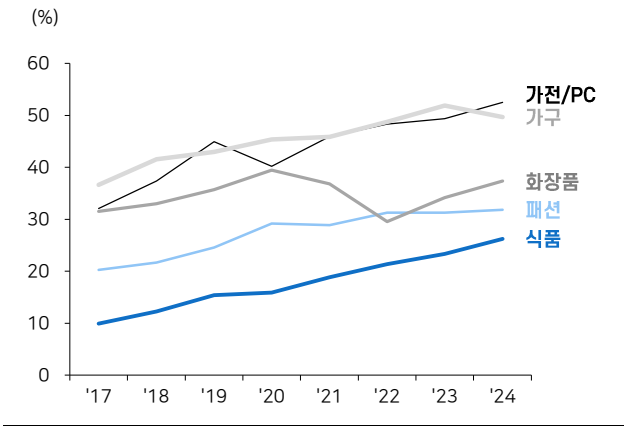
이와 같은 사실은 두가지 의미를 담고 있다.

첫째, 한국 이커머스 시장의 상단이 다른 나라와 다를 수 있다는 점이다. 대부분 카테고리에 걸쳐 이커머스 침투율은 계속 상승하고 있다. 가전/PC의 경우 40% 이상의 높은 침투율에도 불구하고 지난 3년간 침투율 상승 폭 역시 가장 높았다. 가구도 마찬가지다. 하지만, 이들과 비교할 때 식품이 돋보이는 이유는 그 시장 규모에 있다.

식품은 의식주 가운데 하나인 만큼 매출 규모도 엄청 크다. 한국의 식품 소매판매 시장 규모는 179조원으로 전체 소매판매시장의 35%(자동차와 연료 제외)를 차지한다. 의복, 화장품과는 비교도 안될 정도로 절대적 1등 카테고리다. 이커머스 침투율 상승의 '파괴력'이 다르다는 말이다. 식품의 이커머스 침투율은 아직 23%에 그치고 있다. 한국의 특수한 식품 이커머스 인프라와 소비 환경, 식품 온라인에 대한 소비자 인식 개선 등을 감안하면 식품 이커머스 침투율은 얼마까지 상승할지 모른다.

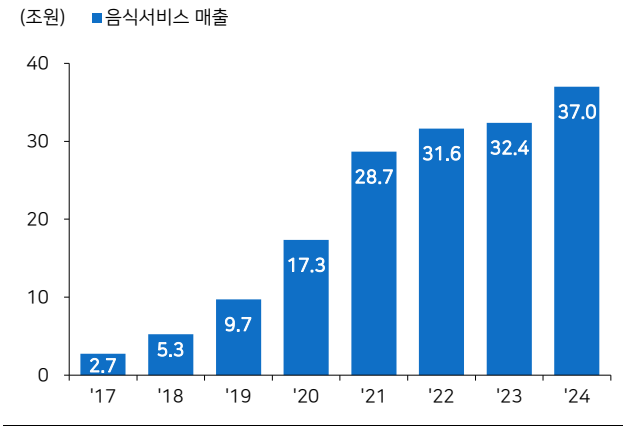
둘째, 쿠팡의 실적 개선 여력이 생각보다 클 수 있다는 사실이다. 2023년 식품 이커머스 시장에서 쿠팡(로켓프레시)은 거래액 약 4조원으로 컬리와 쓱닷컴을 제치고 1위로 올라섰다. 애초 공산품에 특화된 물류 인프라 특성상 식품 온라인 시장에는 한계가 있을 것으로 생각됐지만, 콜드체인 없이도 전국에 촘촘히 엮어져 있는 물류 인프라를 통해 그 한계를 극복했다. 2024년 쿠팡 프레시 매출 성장률은 50%에 달했다. 컬리와 쓱닷컴의 성장률 저하와 대비되는 모습이다.

그림4 한국 이커머스 시장 카테고리별 침투율 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국 이커머스 음식서비스 매출 추이



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표3 미국 이커머스 품목별 침투율

구분	2023	2027E
Apparel & accessories	18.7%	18.6%
Furniture & home Furnishings	15.7%	15.2%
Computer & consumer electronics	15.7%	14.1%
Health & personal care	11.3%	13.3%
Food & beverage	8.6%	10.5%
Toys & hobby	8.2%	8.7%
Auto & parts	6.8%	7.4%
Books, music, and video	5.1%	4.2%
Office equipment & supplies	1.4%	1.5%
Other	8.5%	6.5%

자료: eMarketer, 메리츠증권 리서치센터

Part 3. 쿠팡의 시장 점유율 위협 요인

1. 알리/테무 한국 진출 영향 분석

1) 가격 경쟁력 유지 여부가 핵심

270조원에 달하는 한국 온라인 유통시장을 장악하려는 쿠팡과 중국 알리익스프레스(이하 알리) 간 '이커머스 3차 대전'이 시작됐다고 한다. 알리가 3년 간 1조 5,000억원 규모의 한국 투자 계획을 내놓자 쿠팡은 3조원의 투자계획으로 맞불을 놓았고, 대규모 인재 영입으로 2차 포문을 열었다는 평가가 있었다. 2024년 매스컴에서는 연일 이 중국의 두 온라인 쇼핑몰 때문에 난리였다. 알리/테무가 앱 다운로드와 트래픽에서 엄청 높은 수치를 보이고 있기 때문이다. 알리의 사용자 수는 쿠팡과 11번가에 이어서 3위다. 2025년 6월 기준 국내 월간 사용자 수(MAU) 900만명을 돌파했다고 한다(조선비즈, 2025.7.2)

표4 종합몰 월간 활성이용자(MAU)

순위	앱명	사용자 수(명)	전월 대비 사용자 성장률(%)
1	쿠팡	33,391,421	-0.7
2	11번가	8,930,189	2.0
3	알리익스프레스	8,805,154	-3.5
4	테무	8,478,380	2.1
5	G마켓	7,055,968	2.7
6	네이버플러스 스토어	5,357,796	58.6
7	GS SHOP	3,455,627	-6.3
8	옥션	2,959,013	2.0

주: 2025년 4월 기준
자료: 연합뉴스, 메리츠증권 리서치센터

왜 한국 시장에 알리/테무가 들어왔는지는 길게 논하지 않겠다. i) 한국 온라인 유통시장이 세계 5위일 정도로 큰 반면, i) 중국에서 가깝고, iii) 택배가 잘 발달돼 있어서 물류비가 저렴한 것은 부차적인 이유다. 가장 큰 이유는 iv) 중국 내수시장이 안좋기 때문일 것이다. v) 낮은 제조원가, 중국과 한국 사이 큰 소비자 가격 차이가 '차익거래' 마진이 가능한 사업구조를 형성해줬다. 그럼, 알리/테무는 한국 온라인 유통시장에서 지속 가능한가? 쿠팡을 위협할 수 있을까? 그렇게 되기 위한 조건은 무엇이고, 쿠팡이 치고 올라올 때와 차이는 뭘까?

우선 이들의 경쟁력과 지속 가능성을 살펴보자. 경쟁력은 단연코 '가격'이다. 배송의 편의성이나 제품 신뢰도는 현저히 떨어진다. 엄청난 가격 경쟁력을 계속 유지할 수 있느냐가 관건이다. 모든 전망은 여기서 출발해야 한다.

2) 알리/테무의 가격은 왜 쌀까?

알리/테무의 초저가 정책이 물류 프로세스 개선에 의한 구조적인 현상이라면 정말 어마어마한 경쟁력이 될 것이다. 아마도 가격 경쟁력의 절반은 프로세스 개선에 의한 것일 듯 하다. 국내 농수산유통과 같이 해외직구와 수입도 여러 단계가 있다. 중국 제조업체가 있고, 영세 제조업체일 수록 수출길을 혼자 열기가 어려우니 수출 벤더가 있을 것이다. 이들에게 제품을 받는 중국내 무역상이 있을 것이다. 중국 무역상이 한국 유통업체들을 다 알지는 못하니, 이들에게 제품을 받아서 국내 유통업체에게 전달하는 벤더가 있을 것이다. 물론, 수입 절차와 각종 허가/인증은 추가적인 시간과 비용 증가 요인이다.

기존 해외직구 과정에도 여러 중간상인들이 있다. 옷이나 가전제품을 해외직구로 살 때와 국내 유통업체에서 구매할 때 가격 차이를 구해보면, 방법에 따라 차이가 있지만 사실 그다지 큰 가격 차이가 나지 않았다. 오히려 200달러(면세 한도) 넘어서는 제품은 오히려 직구 부담이 더 크다. 그래서, LG전자 TV는 해외직구 시 미국 블랙프라이데이에만 의미가 있다. 이런 기존 여러 해외직구 단계를 중국 제조업체→알리/테무→소비자로 유통단계를 확 줄이면서 가격을 낮춘 것이다.

가격 하락의 나머지 절반은 '역마진 MS(Market Share: 시장 점유율)확대 정책' 때문이라고 봐야 한다. 지금 영업손실의 대부분은 물류비에 기인할 것이다. 쿠팡도 초창기 물류비를 고스란히 손실로 떠안았다. 다만, 쿠팡과 이들의 물류비 내용은 좀 다르다. 쿠팡은 엄청난 규모의 풀필먼트 물류센터에 막대한 투자가 들어갔고, '쿠팡맨'과 '쿠팡플렉스'로 택배도 내재화했다. 고정비를 크게 안고 시작한 것이다.

하지만, 알리와 테무는 물류를 모두 외주로 주고 있다. 변동비 성격이 강하다. 알리는 그래도 중국 계열사(알리바바의 물류기업)를 통해서 해상운송을 하고 있어서 좀 낫지만, 테무는 100%는 외주다. 물론, 알리도 국내에 하역되면서부터는 변동비다. CJ대한통운이 전담하고 있다.

결국, 알리/테무의 싼 가격은 시장 점유율 확대를 위해 모든 물류비용을 회사가 부담하고 마진을 포기한 결과이다. 전형적인 온라인 유통업체의 시장 진입 전략 때문에 가능한 것이다. 2010년 초중반 한국은 물론, 미국과 유럽 여러 나라에서도 이런 방식으로 온라인 시장에 노크했던 수많은 스타트업 기업들이 있었다. 지금의 아마존과 일본의 라쿠텐, 한국의 쿠팡 모두 동일한 전략으로 1등에 오른 업체들이다. 알리/테무는 2023년 연간 1조원~3조원이 넘어서는 어마어마한 손실을 기록했다고 한다.

요약하면, 알리/테무가 싸게 팔 수 있는 이유는 크게 세가지로, i) 중국과 한국 국가간 물가 차이 때문에 발생하는 '차익거래' 마진을 포기한 채, ii) 해외직구 시장 중간 유통마진을 없애면서, iii) 물류비용을 온전히 회사가 부담했기 때문이다.

3) 한국 온라인 유통 시장 점유율 1등을 위한 조건

관건은 세가지다.

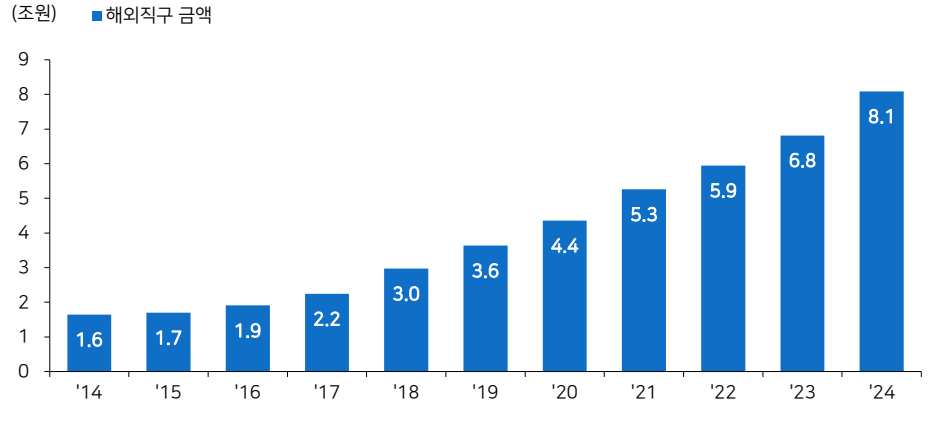
첫째, 시장 점유율 1등 할 때까지 역마진 구조를 계속 유지할 수 있을 것인가? 하는 문제다. 결국 돈인데, 11번가와 G마켓은 물론, 홈쇼핑 업체들까지 쿠팡의 1조원이 넘는 영업손실, 가격 공세에 백기를 든 바 있다. 쿠팡도 유동성 문제가 제기됐지만, 자금이 고갈될 즈음 손정의 회장으로부터 추가 투자를 받고 미국 시장에 성공적으로 상장하면서 완전히 해소되었다.

그런데, 이번에는 좀 다른 듯하다. 알리/테무가 한국에 쏟아부을 수 있는 자금력은 거의 무한대로 봐야하지 않을까? 한국 온라인 유통시장은 중국의 1/20밖에 되지 않는다. 알리/테무는 쿠팡이 상대했던 국내 유통회사와는 레벨이 다르다. 알리/테무의 자금력은 쿠팡보다 압도적으로 높다. 미국과 홍콩 증시에 상장한 알리바바의 합산 시가총액은 480조원이 넘고 보유 현금은 100조원, 알리바바의 10년 누적 당기순이익만 152조원에 달한다(2013~2023년). 테무는 세계 50개국에 진출한 시가총액 210조원(1,583억달러), 글로벌 이커머스 3위, 핀둬둬가 주인이다. 쿠팡의 시가총액(72.6조원)과 영업이익(2024년 6,030억원)이 다소 왜소하게 느껴진다.

둘째, 해외직구의 한계를 어떻게 극복할 것인가? 현재 i) 해외직구라는 제품 소싱 방식과 ii) 공산품이라는 카테고리로는 시장 점유율 한계가 명확하다. 한국의 해외직구 시장규모는 2025년 8.1조원 정도이다. 한국의 전체 온라인 시장 규모가 259조원(2024년)에 달한다는 점을 감안하면 전체 온라인 유통 시장의 3% 비중에 불과하다.

그래서인지, 뉴스는 요란했지만 국내 온라인 유통 1위 사업자인 쿠팡에 미치는 영향을 제한적이었다. 2023년 4분기 알리/테무 영향으로 해외직구가 40% 이상 증가할 때도 쿠팡 매출은 YoY 20%(거래액은 YoY 40% 추정) 이상 견고한 성장세를 이어갔다.

그림6 **한국 해외직구 금액**



자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

이렇게 해외직구 규모와 비중이 작은 이유는 '카테고리'와 '가격', '소비 편의성'의 제약 때문일 것이다. 먼저, 신선식품을 해외직구하기는 어렵다. 아래 표에서 보는 바와 같이 해외직구의 45%가 패션/의류 제품이다. 식품비중이 18%로 그 다음을 잇고 있지만 건강기능식품을 비롯 소비기한이 긴 가공식품이 대부분이다. 특히, 중국에서 구매하는 직구 제품의 경우 패션/의류 제품 비중이 60%에 이를 정도로 카테고리가 한정적이다.

또한, 200달러(면세 한도) 이상 제품은 구매 매력이 떨어진다. 긴 배송시간과 반품과 환불이 어렵다는 점도 문제다. 2023년 해외직구 소비자불만이 136% 늘었다(한국소비자원, '2023년 국제거래 소비자 상담 동향 분석')는 사실은 이를 반증한다. 알리/테무가 다양한 프로세스 개선을 통해 배송시간을 3~4일로 단축시켰고, (묻지도 따지지도 않고) 환불을 시켜준 데는 이런 제약을 풀고자 함이다.

알리는 카테고리 제약을 K-베뉴에서 방법을 찾은 바 있다. 해외직구를 마중물로 K-베뉴를 통해 한국 온라인 유통시장의 중심으로 출사표를 던진 것이다. 어쩌면, 알리/테무의 한국 온라인 유통시장에 의미 있는 사업자로 자리매김 여부는 향후 KC/KS 인증 받은 제품에 대한 유통을 얼마나 늘리느냐에 달려 있을지 모른다. 알리와 G마켓의 합작은 카테고리 확장을 위한 큰 걸음이다.

표5 2024년 한국 온라인 쇼핑 품목별 금액

(백만원)	금액	비중
음·식료품·농축수산물	47,356,287	18.3%
음식서비스	36,989,115	14.3%
의복·신발·가방·패션용품 및 액세서리	32,543,080	12.5%
여행 및 교통서비스	32,464,708	12.5%
가전·전자·통신기기	22,342,850	8.6%
생활용품	18,999,620	7.3%
화장품	12,824,957	4.9%
e쿠폰서비스	8,651,826	3.3%
컴퓨터 및 주변기기	8,510,841	3.3%
아동·유아용품·애완용품	8,066,649	3.1%
자동차용품	5,804,553	2.2%
가구	5,667,024	2.2%
스포츠·레저용품	5,623,468	2.2%
서적·사무·문구	4,626,656	1.8%
문화 및 레저서비스	3,161,689	1.2%
기타서비스	2,909,620	1.1%
기타	2,888,945	1.1%
합계	259,431,884	100.0%

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

표6 2024년 한국 해외직구 품목별 금액

(백만원)	금액	비중
의류 및 패션 관련 상품	3,608,047	44.6%
음·식료품	1,483,027	18.3%
생활·자동차용품	725,870	9.0%
기타	547,540	6.8%
가전·전자·통신기기	516,958	6.4%
화장품	371,154	4.6%
스포츠·레저용품	301,273	3.7%
컴퓨터 및 주변기기	192,545	2.4%
아동·유아용품	143,411	1.8%
사무·문구	68,002	0.8%
서적	66,481	0.8%
음반·비디오·악기	29,809	0.4%
소프트웨어	23,445	0.3%
농축수산물	8,706	0.1%
합계	8,086,261	100.0%

자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

4) 비즈니스모델이 되기 위한 조건

비즈니스모델은 어떻게 돈을 벌 수 있을까의 문제다. 시장 점유율 1등 할 수 있느냐와는 또 다른 문제다. 시장 점유율 1위를 해도 수익을 낼 수 없다면 그 사업은 의미가 없다. 사업의 지속 가능성에도 빨간불이 켜질 수밖에 없다. 물론, 이익과는 무관하게 매출과 시장 점유율 확대에 목적을 둘 수 있다. 온라인 유통을 다른 사업을 위한 도구로 생각할 때이다. 〈네이버〉가 그랬다. 네이버 쇼핑, 네이버 페이는 막대한 트래픽 증가와 광고/마케팅 수익 증가를 위한 도구로 쓰였다. 그래서, 네이버는 입점 수수료가 5% 밖에 안됐고, 소비자에게 페이백도 많았으며, 입점 업체와 소비자 모두에 환영받으면서 시장 점유율을 올릴 수 있었다.

전술한 바와 같이 알리/테무는 어마어마하게 돈이 많고, 한국이 아니라 글로벌 이커머스 시장을 총체적으로 보고 있는 듯하다. 한국 온라인 유통시장을 도구적인 수단으로 간주하고 적자를 이어갈 수도 있다. 여기서는 이러한 가능성을 배제하고, 한국 시장에서 돈을 벌기 위한 조건에 대해서만 살펴본다.

(1) 위탁거래의 한계: 가격 통제가 가능한가?

직매입이 아니라면 유통회사가 가격을 통제하기 어렵다. CJ제일제당이나 LG생활건강이 쿠팡과 분쟁이 있었던 것도 이런 사유다. 11번가, G마켓과 같은 오픈마켓 업체들은 가격을 건드리지 않고, 건드릴 수도 없다. 입점 제조업체 입장에서는 나름대로 지켜야할 표준 가격이 있기 때문이다.

제조업체들은 유통업체가 직매입을 하면 제품을 싸게 준다. 재고부담을 덜면서, 물류비가 절감되고, 현금 유동성을 확보할 수 있기 때문이다. 재고부담 없는 위탁거래 방식으로는 특정 유통업체가 높은 가격 경쟁력을 지속하기 어렵다는 말이다. 테무의 경우 제조업체를 직접 입점 시키면서 가격을 낮춘다고 하지만, 직매입은

아니다. 유통 단계를 낮춘 프로세스 개선이라고 보는 게 맞으며, 가격 통제에는 한계가 있다.

알리/테무는 최소한 중국산 해외직구에 대해서는 당분간 직매입에 준하는 역량으로 가격 통제가 가능할 것이다. 국가간 가격 차이와 물류 프로세스 간소화에 의한 가격 하락 폭이 크기 때문이다. 위탁거래의 한계를 물류 프로세스로 커버한 케이스이다.

다만, 전술한 바와 같이 해외직구만 갖고 국내 온라인 유통시장 패권을 잡기는 어렵다. 해외직구는 마중물일 뿐이고, 결판은 모든 카테고리/모든 가격대를 망라하는 KC/KS 마크 시장에서 날 가능성이 크다. 국내 유통상품 SKU(Stock keeping unit)를 파격적으로 늘리는 것이다. G마켓과 합작은 이 단계에 도달한 것이다. 하지만, G마켓도 직매입과 거리가 먼 오픈마켓이다. 여전히 가격 경쟁력 측면에서 위탁거래의 한계는 명확하다. 결국 직매입 구조를 가져가지 않으면 바잉파워, 환불/반품 시스템 등도 제대로 구축하기 어렵다.

(2) 유료 멤버십이 가능할까?

온라인 유통시장에서는 가격 인상을 통한 마진 개선이 대단히 힘들다. 오프라인 유통과 달리 영업권역이라는 게 특별히 존재하지 않고, 다른 유통업체로 쇼핑을 옮겨가는데 오프라인처럼 시간과 교통비가 따로 들어가지 않기 때문이다. 그래서, 많은 메이저 온라인 유통업체들이 가격을 낮게 유지한 채 막대한 트래픽을 이용하여 광고 마케팅 수익을 추구하거나, 회비를 받아 영업이익을 챙긴다.

유료 멤버십은 소비자 Lock-in을 위해서도 유용하다. 물론, 차별적인 서비스가 동반되어야겠지만, 쿠팡은 유료 멤버십 와우회원에 대한 무료배송, '묻지도 따지지도 않는' 환불/반품으로 소비자를 Lock-in을 했다. 비슷한 가격이라면 쿠팡에선 사는 경우가 많다. 가격을 다소 올려도 소비자가 이탈하지 않는다. 600만개(로켓배송 가능) 막대한 SKU로 국내 1,400만 소비자의 쇼핑 포털이 됐다(쿠팡의 액티브유저 2,100만명, 와우 회원수 1,400만명). 와우 회원비 7,890원으로만 연간 약 1.4조원 내외 수익을 올릴 수 있게 된 것이다. 2024년 쿠팡의 연간 영업이익이 6,030천억원이다. 결국 쿠팡의 이익은 회원비로 창출되고 있다고 해도 과언이 아니다. 코스트코나 아마존 역시 유통마진이 아닌 회원비에서 이익을 취하는 양상이다.

그럼, 알리/테무가 쿠팡이나 아마존처럼 정기회비를 내고 사용할 만한 가치가 있는 쇼핑몰인가? 이건 소비자 입장에서 봐야한다. 현재 알리나 테무 사용자들 설문조사에 의하면 한달에 1~2번 정도 사용한다. 이런 쇼핑 빈도를 갖고는 소비자가 회비를 낼 유인은 떨어진다. 더 많이 사용해야 한다. 그러려면 초저가로 살 수 있는 품목수가 훨씬 늘어나야 한다. 현재 해외직구로 신선식품을 구매하기는, 해외직구로 환불도 안되는 고가 가전을 사기에는 엄두가 나지 않는다. 테무/알리의 SKU가 1억개가 넘는다고 하지만 실제 국내 고객이 구매하는 SKU는 훨씬 적을 것이다. 공산품(의류/패션/생활용품)이 대부분을 이루고 있다.

알리가 K-베뉴 카테고리에 국내 식품 품목을 대거 늘린 점은 고무적이다. 국내 유통상품 SKU를 확대하면서 소비자 Lock-in 가능성을 높인다는 측면에서 그렇다. 유료 멤버십은 아무리 인기가 좋아도 종합몰, 쇼핑 포탈이 아니면 힘들다. 현재 국내 온라인 유통시장에서 유료 멤버십 서비스를 운영하는 업체는 〈쿠팡〉, 〈네이버〉, 〈신세계〉, 〈11번가〉, 〈컬리〉가 있다. 그중 유료 회원수로는 쿠팡(1,400만명), 네이버(800만명)가 2강 구도를 이어오고 있다.

쿠팡과 네이버는 각각 쿠팡플레이나 넷플릭스 할인 등 다양한 추가 서비스를 제공하고 있다는 점을 감안하면, 유료 멤버십이 웬만한 업체가 구축하기 힘든 영역이라는 점을 알 수 있다. 버티컬 플랫폼으로 밸류에이션 높게 받고 있는 〈올리브영〉도 엄두를 못내고 있다.

G마켓과의 합작을 통해 해외직구라는 한정적인 범위를 벗어나 국내 유통상품 SKU를 크게 늘리는 단계에 이르렀다. 하지만, 이는 유료 멤버쉽이 가능한 온라인 쇼핑 포탈로 거듭나는 데 필요조건일 뿐, 충분조건이 되지는 못하고 있다. 구매 제품에 대한 신뢰를 기반으로 사용 빈도와 이용의 편의성(반품/환불/배송), 부가적인 서비스 혜택이 필요한데, 알리는 제반 요건에서 한참 열위에 있다.

(3) 물류 내재화 필요성(영업레버리지 가능성)

온라인 유통에서 가장 부담이 되는 게 물류비다. 웬만한 제조업체의 경우 온라인 매출의 40% 가까이 물류비로 나간다. 제조업체들이 유통회사의 직매입을 좋아하는 이유가 물류비 때문이기도 하다. 한번 제품을 넘기면 보관과 분류, 판매에 들어가는 모든 운송비를 다 유통업체가 부담하기 때문이다.

쿠팡은 물류를 내재화하면서 초기에는 엄청난 재무부담으로 작용했지만 규모가 커지면서 물류 고정비 부담을 점진적으로 완화했다. 쿠팡의 원가율이 2019년 83%에서 2024년 71%로 하락했는데, 제조업체들로부터 제품을 싸게 매입하는 바잉파워 제고도 있었지만, 물류센터의 영업레버리지 효과가 적지 않게 작용했다. 쿠팡의 물류비 가운데 물류센터 비용은 원가에, 택배 배송비는 판관비에 들어가 있다.

11번가나 G마켓 등 위탁운용 방식의 온라인 유통회사들은 물류 인프라가 없거나 대단히 약하다. 그래서 판매 가격의 10% 내외 위탁 수수료만 받는다. 쿠팡이나 이마트는 30~40% 이상까지 매익률을 가져가는데, 물류 인프라에 대한 대가라고도 볼 수 있다. 결국, 위탁운용 방식에서는 물류비가 고스란히 변동비로 작용하기 때문에 수익성 개선을 위한 장치가 없다.

배송의 정확성과 CRM(Customer Relationship Management), 즉, 소비자 편의성 측면에서서도 유통업체가 물류센터를 직접 운용하는 게 유리하다. 배송 일정을 직접 통제할 수 있고, 소비자와 직접 대응이 가능하므로 소비자 만족도를 올릴 수 있다. 11번가나 G마켓에서 구매를 하면 일일이 판매자와 직접 소통해야 하는 번거로움이 있다.

알리를 운영하는 중국 알리바바는 한국에 통합 물류센터 구축을 위해 3년간 1.5조원을 투자하기로 했다. 총 규모는 18만㎡(약 5만4450평)로 축구장 25개 정도의 크기라고 한다. 쿠팡은 2023년 기준 전국 30개 지역에 축구장 500개 규모(112만평)에 달하는 100여 개 이상의 물류센터/배송캠프를 두고 있다고 한다. 쿠팡에 비하면 아직 갈 길이 멀다.

5) 알리/테무의 한국 사업의 복병: 정부 규제

(1) 유통 업체들의 해외 진출이 어려운 이유

유통 업종 세미나를 할 때 "유통은 최소한 안방은 지키는 비즈니스다."라는 말을 가장 먼저 하곤 했다. 유통 업종은 기본적으로 해외 진출이 대단히 어려운 산업이다. 한국의 롯데나, 유럽의 아마존처럼 아예 유통시장 형성 초기라면 모를까 어느 정도 로컬 업체들이 터를 잡고 나면 빈틈을 찾고 파고 들어가기 여간 어려운 일이 아니다.

첫째, 바잉 파워가 형성되기 어렵기 때문이다. 모든 소비자는 좋은 제품을 싸게 구매하기 원한다. 유통 업체들이 돈을 벌려면 좋은 제품을 싸게 팔고도 마진이 남아야 한다. 그러기 위해서는 좋은 제품을 싸게 매입해 와야 한다. 벤더들에게 상품을 싸게 사 올 수 있는 능력이 바잉 파워다. 바잉 파워는 높은 시장 점유율을 전제로 한다. 농심이 새우깡을 동네슈퍼보다 이마트에 싸게 공급하는 이유는 워낙 새우깡을 많이 팔아 주기 때문이다. 결국 시장 점유율이 높아야 바잉 파워가 강해지고, 그래야 유통 업체는 마진을 확보할 수 있다.

둘째, 오프라인 유통은 영업권역이라는 게 존재한다. 예를 들어 백화점의 경우 인구 50만명의 유동인구가 확보됐다면 그 근처에 다른 백화점이 입점할 하등의 이유가 없다. 롯데마트가 좋다고 해도 집 근처에 이마트가 있다면 웬만하면 이마트를 간다. 거리, 영업권역이 자연스럽게 진입장벽을 형성한다.

셋째, 오프라인 유통은 고정비가 많이 들어간다. 영업권역이 진입장벽 역할을 하는 이유는 건물을 마련해야 하고, 점포마다 수십명 또는 수백명의 직원을 고용해야 하기 때문이다. 5천억원(평균 백화점 설립 비용)을 투자하여 10년에 걸쳐 투자회수할 수 있다는 견적이 나와야 한다. 매출이 일정 수준 올라가지 않으면 마진을 기대할 수 없는 업태다.

넷째, 정부의 규제다. 어떤 정부도 해외 업체가 자국 내에서 활개치는 것을 좋아하지 않는다. 되도록 자국 내에서 만들어진 브랜드가 국내 유통업체에서 소비자에게 팔리는 선순환을 기대한다. 하지만, 경제가 성장하면서 생산 원가가 올라가기 때문에 어쩔 수 없이 해외 OEM이 성행하게 된다. 이제 한국의 공산품은 대부분 Made in China나 Made in Vietnam이다. 소득 수준이 올라가면서 시장보다 백화점에서, 프로스펙스보다 나이키나 랄프로렌을 찾는 소비자들이 많아진다. 소비의 브랜드화와 상향구매는 피할 수 없는 현상이다.

이러한 두가지 현상은 정부에서 막기 어렵다. 생산기지 이동은 국내 브랜드 업체의 가격 경쟁력 측면에서 어쩔 수 없는 현상이고, 해외 브랜드 수입을 막기 위해 관세를 올렸다가는 우리 제품 수출길도 막힌다. 국제무역 분쟁이 될 수도 있다. 비싼 거 자기 돈 주고 사겠다는 소비자를 강제로 막을 수도 없는 노릇이다.

하지만, 유통은 다르다. 유통업은 내수다. 철저히 국내법 아래 있다. 소비자들은 항상 싸고, 안전하게 양질의 제품을 구매하기 원한다. 여기에는 규제가 들어갈 수 있는 구석이 많다. 각종 소비자단체는 든든한 후원자다. 식약처는 물론, 여차하면 소방관(소방법)까지 투입될 수 있다. 털어서 먼지 안나는 사람 없다고 하는데, 법인도 매한가지다. 정부가 마음만 먹으면 국경선 밖으로 얼마든지 내쫓을 수 있는 업태다.

(2) 한국 유통 업체들이 중국에서 철수한 이유

국내 대형마트 업체들의 중국 진출과 철수는 이러한 유통 시장의 폐쇄성을 잘 보여 주는 예다. 2010년 이후 중국 소비시장이 빠르게 커지면서 이마트와 롯데쇼핑도 중국 시장에 출사표를 던졌다. 빠르게 시장점유율을 확보하고, 바잉 파워를 올리면서 규모의 경제로 이익을 개선해야 하는데 한국 오프라인 유통 업체는 거기까지 도달하기 어려웠다. 이미 중국 내에 RT마트 등 메이저 유통 업체들이 어느 정도 자리를 잡고 있었기 때문이다. 국내에서 시장점유율이 30%가 넘는 이마트의 중국 시장점유율은 1%도 채 되지 않았다.

이는 GPM(매출총이익률)의 차이로 나타난다. 이마트의 국내 GPM이 25% 수준인 반면, 중국 법인은 15% 수준에 불과했다. 롯데마트의 경우에도 매장수가 가장 많은 상해법인 GPM이 그나마 20% 였고, 심양 지역은 15% 이하였다. 판관비를 아무리 줄여도 이익을 낼 수 없는 구조였다.

치열한 경쟁은 수익 구조 개선을 더욱 어렵게 했다. 롯데마트는 후발주자로서 상대적으로 경쟁이 덜한 2~3선 도시에 매장을 확대했는데, 1선 도시 시장 포화로 RT마트 등 선두 업체들 역시 2~3선 시장 진출을 전개했다. RT마트가 들어오면 롯데마트가 힘들어졌다. RT마트와 경쟁 시 각 지방정부에서 RT마트 쪽 편의를 상당히 봐주었다는 소문이 파다했다.

2017년 사드보복조치의 일환으로 롯데마트는 영업을 제대로 할 수 없었다. 소방법 위반으로 몇달간 영업정지를 당했고, 소비자들은 마트 앞에서 시위를 하거나 돌멩이를 던지기도 했다. 결국 이마트와 롯데마트는 각각 2017년과 2018년에 막대한 손실을 보고 완전 철수했다. 특히 롯데쇼핑의 경우, 중국 진출 실패로 2.5조 원 이상 피해를 본 것으로 추산되며, 롯데쇼핑 기업가치 하락의 주 요인으로 작용했다.

다이소도 중국 사업을 접었다. 중국 현지에서 진행하던 '하스코' 사업을 2023년 완전 철수한 것이다. 2011년 시작된 하스코는 한때 중국 현지 매장이 200개가 넘을 정도로 성행했다고 한다. 다이소의 중국 사업 철수에는 여러가지 원인이 있을 것이다. 현지 경기 둔화 탓도 있을 것이고, 낮은 시장점유율로 인한 바잉파워의

한계도 컸을 것이다. 온라인 시장 확대는 중장기 불확실성을 더욱 높였을 것이다. 아울러, 롯데와 마찬가지로 반한 감정에 따른 정부의 곱지 않은 시선도 보이지 않는 규제와 굴레로 작용하지 않았을까 한다.

(3) 알리/테무의 한국 유통 시장 가장 큰 진입장벽은 '정부 규제'

국내 유통 업체들의 해외 진출이 어렵다는 말은, 해외 업체들의 국내 진출 역시 힘들다는 것을 의미한다. 알리와 테무의 한국 사업에도 동일하게 적용될 수 있다는 말이다. 중국에서 한국 유통 기업이 겪었던 문제들이 한국에 진출한 알리/테무에도 작용할 수 있는지 생각해보자.

첫째, 바잉 파워는 문제가 아니다. 중국 시장 내 높은 시장 점유율에 따른 바잉 파워를 갖고 충분히 싼 가격에 유통하고 있다. 중국과 한국 사이 엄청난 생산원가 대 소비자 가격 차이는 덤이다.

둘째, 온라인은 오프라인 유통과 달리 영업권역이란 게 없다. 소비자들이 11번가에서 알리로 소비채널을 바꾸는 작업은 손가락 동작 몇번이면 끝난다. 이와 같은 시장 점유율 차이에 따른 바잉파워나 영업권역 문제 때문에 국내에서 해외 기업이 철수한 사례로는 2010년 전후 월마트나 까르푸를 들 수 있겠다.

셋째, 온라인은 별도의 건물과 인원이 필요하지 않기 때문에 고정비도 많이 들어가지 않는다. 무엇보다 알리와 테무는 막강한 자금력을 기반으로, 한국에서 의도적인 '역마진 MS(시장점유율) 확대 전략'을 사용하고 있기 때문에 손실 자체가 한국 시장에서 철수 이유가 되지 않는다.

넷째, 정부 규제인데, 알리/테무에게 한국 시장 안착의 가장 큰 위험 요인이 될 가능성이 크다. 정치/사회적으로 짝퉁과 개인정보 관련 이슈가 불거지고 있고, 발암 물질이 발견됐다는 뉴스가 이어지고 있다. 정부는 이런 뉴스와 불안요인을 빌미로 각종 규제를 강화하거나 관련 법을 개정하고, 새로 만들 수도 있다.

서울시는 '해외 온라인 플랫폼 소비자 안전 확보 대책'을 발표하고 국내 소비자들의 구매가 많은 품목을 2024년 4월 말부터 매주 선정해 안전성 검사 실시 후 결과를 시민에게 공개하겠다고 밝혔다. 관세청은 2024년 6월부터 실시하는 부정수입 물품 유통 실태조사에 처음으로 알리와 테무를 포함시켰다. 관세청의 해외직구 악용 범죄 단속 액수는 2021년 281억원에서 2023년 1,149억원으로 4배 이상 늘었다고 하는데, 알리/테무 확대 영향인 것은 자명한 사실이다.

알리바바그룹이 신세계그룹과 합작회사를 설립해 지마켓(G마켓. 옥션)과 알리익스프레이스코리아를 함께 지배하는 기업결합을 도모한 이유 가운데 하나도 이러한 정부 규제에서 조금 자유로워지길 원해서 아닐까 한다.

Part 4. 소결론: 알리/테무 영향 제한적

알리/테무가 기존 한국 시장 온라인 유통업체와 사뭇 다르다는 점을 주목해야 한다. 즉, '시장 점유율 1등'이라는 목표와 '이익 창출'이라는 사업의 궁극적인 목표가 이들에게는 교집합이 아닐 수 있다는 점이다. 이 가능성이 가장 중요할 수 있다. 유통시장에서는 늘 돈 벌 생각 없는 업체들이 제일 무섭다. 만일 알리/테무가 한국 시장에서 수익을 내려고 하면 상당히 어려울 것이다. 수익성을 전제로 시작한 도전이라면 실패할 가능성이 크다. 불확실성이 높고, 성공하려고 해도 많은 시간과 노력이 필요할 것이다. 쿠팡이 깔아놓은 게 너무 많다.

하지만, 한국에서 돈 벌 생각이 없다면, 쿠팡이나 네이버에게 더 심각한 도전일 수 있다. 한국 온라인 유통 시장은 도구적 수단이 된다. 중국내 입지, 또는 글로벌 온라인 유통시장에서 시장 점유율을 올리고, 지역간 제품간 연계와 권역을 확대하기 위한 도구로서 한국 시장을 접근할 수도 있다. 예를 들어 K-컬쳐 확산과 맞물려, 한국에서 확보한 인지도와 제품으로 떠오르고 있는 동남아 시장에서 외연을 확장할 수도 있다.

유통업체간 경쟁 심화는 제조업체들에게는 좋은 일이다. 유통업체들의 성장 중심 정책은 제조업체들에게 입점 기회를 늘리고, 수익성을 제고시킨다. 알리에서 K-베뉴를 여니 또 하나의 판매처가 생긴 것이고, 수수료 0원이라고 하니 제조업체 입장에서는 참으로 고마운 일이다.

소비자들에게도 좋은 일이다. 같은 물건을 훨씬 싸게 살 수 있으니 말이다. 불매운동을 할 필요는 없다. 매년 1조원 이상씩 한국에 돈을 써주고 있는 것이니 얼마나 고마운 일인가? 쿠팡도 예전에 그랬다. 본사가 미국에 있는 미국 회사라고 불매운동 해야한다는 사람도 있었지만, 사실 일본과 미국의 금융자본이 한국 소비자들의 주머니로 들어가는 꼴이었다.

사실 2023년부터 국내 유통시장 재편이 일단락 되면서 쿠팡이나 컬리, 오아시스까지 모두 수익성 개선 방향으로 선회하는 모습이 뚜렷했다. 쿠팡은 이제 싸지 않다. 와우 회비는 두배 가까이 인상되었고, 제조업체들의 입점은 어려워졌고, 유통업체들의 매익률은 상승했다. 알리/테무 때문에 다시 반대방향으로 움직일 수 있는 것이다.

다만, 유통시장 경쟁사들에게는 우울한 일이다. 특히, 해외직구 플랫폼 업체들이나 벤더들은 죽을 맛이다. 중국 OEM 공산품 제품들을 주로 판매했던 오픈마켓 업체들과 네이버도 일정 부분 타격이 불가피해 보인다. 실제로 전년도 11번가, G마켓 등 오픈마켓 업체들은 더욱 위축되었고, 네이버도 2024년 커머스 거래액 증가율은 4%에 그친 것으로 파악되고 있다. 시장 점유율이 하락한 것이다. 신세계그룹이 지마켓과 알리익스프레스 합작법인 설립을 추진한 것도 이러한 위중한 상황에 '적을 아군으로 만들기 위한' 고육지책(苦肉之策)이 아니었을까 한다.

결론적으로, 세계 최선두에 있는 한국 이커머스 침투율의 상단은 다른 국가보다 훨씬 다양한 카테고리가 온라인 유통으로 전개되면서 그 상단 역시 상대적으로 높을 가능성이 크다. 특히, 전체 소비시장의 35%(179조원)를 차지하는 식품 카테고리의 빠른 온라인화는 주요 온라인 유통업체들에게 기회요인이다. 쿠팡은 식품 온라인 시장에서도 거래액 4조원을 넘어서면서 컬리와 쓱닷컴을 제치고 1위를 차지하고 있다.

알리/테무가 의미 있는 사업자가 되기 위해서는 i) 일정 시장 점유율까지 역마진 구조를 감내할 수 있어야 하고, ii) 해외직구 카테고리 한계를 넘어 한국 제품으로 SKU를 확장해야 한다. 자본력이 충분하고, G마켓과 합작 시너지로 이러한 문제를 풀어가고 있다.

다만, 비즈니스 모델이 되기는 어려워 보인다. i) 오픈마켓 모델로 영업레버리지를 기대하기 어렵고, ii) 유로 멤버십을 통한 수익 창출이 어려우며, iii) 물류 외주화는 지속적인 비용 불안 요인이다. iv) 한국 정부의 규제 불확실성 또한 배제할 수 없다.

물론, 엄청난 자본력으로 막무가내로 시장 점유율 확대를 도모할 수도 있다. 하지만, 알리익스프레스가 한국 시장에서 막대한 손실을 감수하며 굳이 1등을 할 필요가 있을까? 쿠팡이 이미 확보한 인프라와 다양한 서비스 Lock-in 효과를 감안하면 득보다 실이 크다. ROIC가 나오기 힘들다. 합리적이지 않다. 글로벌 이커머스 시장 사업 권역 확대 측면이라면 현재 시장 점유율과 소싱 역량으로도 큰 문제가 없다. 따라서, 알리/테무에 의한 쿠팡의 중장기 경쟁 심화 우려는 제한적이다.

표7 쿠팡 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(백만달러)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q24	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출	**7,114.0**	**7,323.0**	**7,866.0**	**7,965.0**	**7,908.0**	**8,524.0**	**9,267.0**	**9,280.9**	**30,268.0**	**34,917.1**	**40,647.8**
Product Commerce	6,494.0	6,431.0	6,891.0	6,883.0	6,870.0	7,334.0	7,980.0	7,808.0	26,699.0	29,992.0	33,921.8
Developing Offerings	620.0	892.0	975.0	1,082.0	1,038.0	1,190.0	1,287.0	1,438.3	3,569.0	4,953.3	6,514.6
영업이익	**40.0**	**-25.0**	**109.0**	**312.0**	**154.0**	**149.0**	**162.0**	**255.4**	**436.0**	**722.1**	**1,549.8**
세전이익	59.0	3.0	132.0	279.0	216.0	194.0	165.0	276.6	473.0	857.5	1,538.1
지배주주순이익	**5.0**	**-77.0**	**70.0**	**156.0**	**107.0**	**32.0**	**95.0**	**92.6**	**154.0**	**327.3**	**972.3**
영업이익률(%)	0.6	-0.3	1.4	3.9	1.9	1.7	1.7	2.8	1.4	2.1	3.8
세전이익률(%)	0.8	0.0	1.7	3.5	2.7	2.3	1.8	3.0	1.6	2.5	3.8
순이익률(%)	0.1	-1.1	0.9	2.0	1.4	0.4	1.0	1.0	0.5	0.9	2.4
매출(% YoY)	22.6	25.4	27.2	21.4	11.2	16.4	17.8	16.5	24.1	15.4	16.4
Product Commerce	14.8	13.2	15.5	9.5	5.8	14.0	15.8	13.4	13.2	12.3	13.1
Developing Offerings	336.1	470.7	348.2	296.3	67.4	33.4	32.0	32.9	352.3	38.8	31.5
영업이익(% YoY)	-62.5	적전	23.9	140.0	285.0	흑전	48.6	-18.1	-7.7	65.6	114.6
세전이익(% YoY)	-52.3	-98.2	13.2	63.2	266.1	6,366.7	25.0	-0.9	-18.8	81.3	79.4
지배주주순이익(% YoY)	-94.5	적전	-23.3	-84.9	2,040.0	흑전	35.7	-40.6	-88.7	112.5	197.1

주: 1. 회계연도 12월 결산
2. 4Q25, 2025, 2026 추정치(E)는 블룸버그 컨센서스 데이터

자료: 쿠팡, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.