DB금융투자

음식료/유통
Analyst 차재헌

2021.10.27

투자의시대
해 외 기 업

Walmart

해외기업 제대로 알고하자

02

괴물(Monster)

주가(2021.10.26) **$150.06** Consensus **TP $168.6**

방어주+리오프닝 수혜주

글로벌 주식시장에서 테이퍼링과 인플레이션에 대한 우려로 경기 방어주에 대한 관심이 높아지고 있다. 월마트는 리오프닝에 따른 미국 소비시장 회복으로 2022년 안정적 실적을 기록할 수 있는 대표적인 경기 방어주다. 또한 미국내 가장 큰 오프라인 점포망과 디지털 투자를 활용해 경쟁사가 따라잡기 어려운 옴니채널을 구축할 수 있다. 최근 2년간 심화된 월마트의 주가 Underperfrom이 마무리 단계에 진입할 것으로 전망한다.

게임은 아직 끝나지 않았다

저가격, 저비용, 규모의 경제라는 전통적 경쟁력이 유지되고 있고 새로운 변화가 강력한 오프라인 자산을 기반으로 구축되고 있다. 월마트 플러스를 통해 새로운 고객 관계를 구축하고, 데이터 확보를 통해 효과적인 서비스를 제공하면서 소프트웨어, 데이터, 로봇 등 IT혁신 기술 도입을 통해 공급망을 관리하고 있다. 글로벌 유통시장에서의 승자는 확정되지 않았다. 빅테크 괴물에 맞서 반격에 나선 왕년의 괴물, 월마트가 어떻게 생존하고, 평가 받을지 관심이 간다.

Investment Fundamentals (단위: USD mil, USD, 배, %)

FYE Sep	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	514,405	523,964	559,151	564,161	579,593
(증가율)	2.8	1.9	6.7	0.9	2.7
영업이익	21,957	20,568	22,548	26,254	27,066
(증가율)	7.4	-6.3	9.6	16.4	3.1
지배주주순이익	6,670	14,881	13,510	17,854	18,484
EPS	4.9	4.9	5.5	6.4	6.7
PER	19.5	23.2	25.6	23.6	22.5
PBR	3.8	4.3	4.9	4.9	4.6
EV/EBITDA	10.1	11.5	12.3	12.1	11.7
영업이익률	4.3	3.9	4.0	4.7	4.7
ROE	8.9	20.2	17.4	19.3	20.5

Stock Data (단위: USD)

국가	UNITED STATES
상장거래소 (산업분류)	New York (필수소비재)
52주 최저/최고	126.3/153.7
NASDAQ/DOW Jones	15,226/35,741.
시가총액	413,646
발행주식수 (백만주)	2,788
주요 주주	WALTON ENTERPRISES L 35.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	4.8	5.2	5.6
상대기준	2.3	1.9	-28.7

주: 추정치는 Bloomberg 컨센서스

CONTENTS

Walmart

01.

新 괴물 VS 舊 괴물

02.

숫자와 경쟁자,
역사로부터 배우는 월마트

03.

월마트 투자포인트

04.

한국 유통, 임플리케이션 정리

Ⅰ. 新 괴물 VS 舊 괴물

월마트의 성장 과정은 1960~1990년대 미국 베이붐 세대의 소비 성장과 궤를 함께 한다. 월마트는 샘 월턴이 1962년 미국 아칸소주 벤튼빌에 세운 작은 잡화점에서 시작됐고 식료품과 각종 생활용품을 저렴하게 판매하면서 빠르게 성장했다. 가장 싼 가격에 더 많은 물건을 판다는 샘 월턴의 사업 철학이 미국 소비자들의 마음을 열었다. 월마트의 매출은 공격적인 출점과 인수합병으로 1990년대 초반, 그 때까지 미국 최대의 소매업체였던 시어스백화점을 넘어섰다.

창립자 샘 월튼은 암으로 사망하기 전까지 매우 검소했고 벤튼빌 본사에서 암 치료를 받으면서까지 마지막을 월마트와 함께 했다. 미국 소비 성장의 시대, 그의 공적과 혁신성은 눈이 부실 정도지만 어떤 이는 저임금, 무노조, 경쟁기업 부도, 독과점, 납품업체에 대한 횡포 등 때문에 미국식 자본주의가 낳은 괴물이라고 보는 견해도 있다. 2021년 중반, 시장의 예상보다 빨리 아마존의 연간 소비자 구매액 규모가 월마트를 넘어섰다(713조원 VS 661조원). 아마존은 분명 월마트보다 더 엄청나고 새로운 괴물이 됐음에 틀림없다. 월마트가 토지, 노동, 자본의 독과점을 통해 형성됐다면, 아마존은 토지, 노동, 자본, 데이터의 독점을 통해 성장하고 있다.

괴물이라는 표현이 부정적으로 들릴 수 있지만, 사실 주주입장에서 본다면 이 보다 좋은 사업모델은 없고 투자자에게는 더 없이 훌륭한 투자처다. 한편, 중국에서는 공동부유라는 명목하에 빅테크 기업에 대한 규제가 강화되고 있다. 미국과 한국, 일본에서도 정도의 차이는 있지만 각국의 빅테크 기업에 대한 사회적 견제가 심화되고 있다.

월마트나 아마존에서 팔리는 상품은 가격 경쟁력을 위해서 대부분 중국에서 만들어지고 있으며, 미중 무역 전쟁이나 공급망 교란 등으로 공급 측면의 리스크가 장기화될 수 있다. 급변하는 매크로 환경 변화를 감안할 때 글로벌 유통시장에서의 승자가 모두 결정된 것은 아니다. 새로운 빅테크 괴물에 맞서 반격에 나선 또 다른 왕년의 괴물, 월마트가 어떻게 생존하고, 또 주식시장에서 어떻게 평가받을지 관심이 높아질 것으로 전망한다.

도표 1. 월마트 VS 아마존

	월마트	아마존
최근 1년간 소비자 구매액	5,660억 달러(661조원)*	6,100억 달러(713조원)
주력 사업	오프라인 유통 최강	최대 전자상거래 업체
직원 수	220만명	127만명
본사	미국 아칸소주 벤튼빌	미국 워싱턴주 씨애틀
창립연도	1962년	1944년
진출 국가	미국, 캐나다, 중국, 멕시코 등 27개국	미국, 영국, 중국, 일본 등 20개국

자료: 언론보도, DB금융투자
* 월마트 20년 8월 ~ 21년 7월, 아마존 20년 7월 ~ 21년 6월
** 필리핀 GDP 3,615억 달러, 대만 GDP 6,690억 달러

월마트를 모르는 사람은 없다지만 그렇다고 본질을 정확히 알 수 있는 사람도 많지 않다. 특히 기업방문을 가보지 않은 한국 유통 애널리스트가 정밀하게 월마트의 본질 가치를 설명하기는 어렵다. 다만, 현재 나타나고 있는 객관적인 숫자, 경쟁자와의 상대 비교, 전성기 월마트의 경쟁력과 지금의 월마트에 대한 시차 비교 등을 통해 월마트를 이해하고 잠재 경쟁력을 유추해보는 작업은 의미가 있다. 불안한 시절, 주식 시장의 변동성을 해외 주식으로 분산하고자 하는 국내 주식 투자자에게 작지만 도움이 되길 바랄 뿐이다. 자료 작성을 위해 2020년 월마트 애뉴얼 리포트와 분기 실적 자료, 2021년에 발간된 아마존 관련 서적 및 블룸버그 데이터, 2005년에 발간된 월마트 관련 서적 등을 참고했다.

본문의 내용을 요약해보면 우선 애뉴얼리포트와 최근 실적, 그리고 각종 언론 등을 통해 파악된 월마트의 현황 및 경쟁사와의 벨류에이션 비교 등을 통해 월마트의 투자 매력도를 점검해 보도록 한다. 월마트의 최근 변화 노력은 아마존에 대응하기 위한 것이 대부분이다. 현재 미국 유통시장의 경쟁자들과의 비교를 통해 현재 월마트가 추진하고 있는 혁신이 어떤 긍정적 변화를 가져올지 파악해 본다. 2000년대 중반 월마트는 저가격과 최소비용, 막강한 물류경쟁력을 바탕으로 무소불위의 시장지배력을 키워갔다. 이 시기의 월마트의 경쟁력이 무엇이었는지 살펴보고 그 때로부터 16년이 지난 지금까지 그들이 지켜가고 있는 핵심 경쟁력은 무엇인지 살펴본다.

이러한 관점에서 정리된 월마트의 3가지 투자포인트를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 저가전략, 저비용구조, 규모의 경제 등 전통적인 월마트의 사업구조상의 경쟁력은 잘 유지되고 있다. 타의 추종을 불허하는 규모의 경제, 막대한 구매력, 강력한 브랜드, 성장중인 전자상거래 플랫폼을 갖춘 월마트는 아마존 소매 부문과 종합적인 경쟁이 가능한 미국내 유일한 유통기업이다.

둘째, 새로운 혁신적 변화를 추구하고 있으며 이커머스 시장점유율이 상승하는 등 구체적인 성과가 숫자로 가시화되고 있다. 미국 시장에서 가장 큰 소매 기업으로 점포망과 디지털 투자를 활용해 기존 경쟁사가 따라잡기 어려운 옴니채널 소매 경험을 제공할 수 있을 것으로 전망된다.

셋째, 글로벌 주식시장에서 테이퍼링과 인플레이션 우려로 경기 방어주에 대한 관심도가 높아지고 있으며 월마트는 대표적인 경기 방어주다. 미국의 리오프닝 추세 속에서 월마트의 하반기와 내년의 실적 모멘텀은 여전

히 견고할 것으로 전망한다. 월마트가 구축하고 있는 강한 펀더멘탈과 안정적 실적 개선 가능성을 감안할 때 수년간 지속되어온 비교기업 대비 주가 Underperfrom은 점차 마무리될 수 있을 것이다.

지리적, 문화적, 경제적 차이에도 불구하고 미국 월마트의 변화는 한국 유통시장의 향후 변화 방향성과 무관하지 않다. 월마트의 변화가 한국 유통기업 주가에 던져주는 임플리케이션을 3가지로 정리해 보면 다음과 같다.

첫째, 국내 유통시장에서 단지 풀필먼트와 커머스만으로 강력한 락인 효과를 창출하기는 어렵다. 이러한 이유로 국내 유통업종에서 당분간 치열한 배송 및 이커머스 시장에서의 경쟁 심화에 따른 수익성 악화 가능성이 있다. 이로 인해 주식 투자자들의 유통업종에 대한 시각은 지나간 10년처럼 트레이딩 차원의 접근이 될 것으로 판단한다. 다만, 기존 오프라인 유통업체는 수도권 등 핵심상권에 토지를 보유하고 있고, 막대한 자본과 현금을 쌓아놓고 있으며, 지금도 막대한 규모의 영업 활동 현금 흐름을 만들어내고 있다. 옴니채널로 전환할 수 있는 수도권 핵심 지역에 오프라인 매장을 보유하고 있으면서 막강한 자본력을 보유하고 있는 신세계, 이마트, 현대백화점 등의 가치를 쿠팡, 마켓컬리 대비 지금보다 더 평가 절하할 이유는 없다.

둘째, 한국 유통기업들도 11월부터 진행될 코로나19 거리두기 완화 등에 따라 리오프닝 수혜가 있을 것으로 전망한다. 셧다운 강도가 더 강했던 만큼 한국 유통시장의 반등이 미국보다 더 쎄게 있을 것으로 기대한다. 경기선행지수와 수출 지표가 피크 아웃하고 있지만, 정부의 강한 내수 부양 의지와 펜데믹 이후 리오프닝 효과로 한국의 내수는 예상보다 강한 회복세를 보일 것으로 전망한다.

셋째, 미국 유통기업과 비교할 때 Valuation측면에서 국내 유통기업은 높은 EPS성장율 대비 낮은 PER을 적용받고 있다. 펜데믹에 따른 사회적 거리두기가 미국보다 더 심하게 오랫동안 지속됐기 때문이라고 판단한다. 펜데믹 완화와 소비회복으로 2022년 이마트, 현대백화점, 신세계 등 한국 유통기업의 실적은 견고한 흐름을 보일 것으로 전망한다. 오프라인 유통이 쉽게 망하지 않는다면 내수 반등시 저렴해진 이마트, 현대백화점, 신세계 등 한국 오프라인 유통기업의 주가는 월마트와 같은 방향성을 보일 수 있을 것으로 추정한다.

PBR기준 한국 유통기업은 절대 저평가로 보이지만, 사실 장기간 지속되어온 구조적 ROE하락을 감안시 어느정도 저평가는 불가피했다. 10년 이상 지속된 가치하락의 함정에서 벗어나려면 지속 가능한 ROE회복이 필요하다. 이를 위해서라면 이제 국내 유통기업은 2005년 당시의 월마트의 경쟁력을 벤치마킹하기 보다는 지금의 미국 유통시장의 변화에 주목해야 할 것으로 판단한다. 과도하게 비대해진 자본을 줄이거나(부동산 매각, 현금 배당확대, 적극적 M&A), 성공적인 옴니채널 전환을 통한 고객 락인 효과를 보여줄 수 있어야할 것으로 판단한다.

II. 숫자와 경쟁자, 역사로부터 배우는 월마트

최근 현황 및 실적을 통해 본 월마트

월마트는 끊임없는 고객 중심의 혁신 활동을 지속하고 있으며 2021년 1월 기준 전세계 26개국 11,400개 오프라인 매장과 다양한 이커머스 웹사이트를 통해(54개 배너), 매주 2.4억명의 고객에게 소매 서비스를 제공하고 있다. 월마트의 사업 목적은 오프라인 점포와 이커머스를 통한 옴니서비스로 소비자가 시간을 절약하고 더 나은 생활이 가능하도록 돕는 것이다.

소비자의 편의와 시간을 지키는 월마트의 핵심 운영철학은 여전히 EDLP(Everyday low price)와 함께 한다. 월마트의 EDLP는 월마트의 상품 가격이 매일 매일 가장 싸다는 것을 고객이 믿게 하는 것이며, 이는 필수적으로 EDLC(Everyday low cost)라는 비용정책에 기반할 때 가능하다. 월마트의 핵심 경쟁력은 규모의 경제를 통한 바게닝파워다. 월마트의 주요 사업 부문은 크게 미국 월마트, 월마트 인터내셔날, 샘스클럽으로 분류되며 2021년 기준 매출액은 559.2십억 달러 수준이다.

도표 2. 월마트 연간 실적 추이 (단위: 백만USD, %)

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022E
매출	**485,873**	**500,343**	**514,405**	**523,964**	**559,151**	**564,755**
Walmart US	307,833	318,477	331,666	341,004	369,963	390,508
Walmart International	116,119	118,068	120,824	120,130	121,360	99,159
Sam's Club	57,365	59,216	57,839	58,792	63,910	70,482
기타(멤버십 등)	4,556	4,582	4,076	4,038	3,918	4,605
매출총이익	124,617	126,947	129,104	129,359	138,836	141,254
영업이익	**22,764**	**20,437**	**21,957**	**20,568**	**22,548**	**26,218**
Walmart US	17,012	16,995	17,386	17,380	19,116	22,016
Walmart International	5,737	5,229	4,883	3,370	3,660	3,769
Sam's Club	1,628	915	1,520	1,642	1,906	2,171
기타	−1,613	−2,702	−1,832	−1,824	−2,134	−1,855
순이익	13,643	9,862	6,670	14,881	13,510	16,080
지배주주순이익	**124,617**	**126,947**	**129,104**	**129,359**	**138,836**	**15,901**
영업이익률	4.7	4.1	4.3	3.9	4.0	4.6
순이익률	2.8	2.0	1.3	2.8	2.4	2.8

자료: Bloomberg, DB금융투자

1. Walmart US

가장 주된 사업으로 21년 기준 매출은 $3,700억, 영업이익은 $191억이다. 전사에서 매출, 영업이익, GP마진율이 모두 가장 높다. 월마트 US의 핵심 상품군은 크게 글로서리, 잡화, 헬스케어로 나뉘며 월마트의 오프라인 매장은 Supercenter, Discount Store, Neighborhood Market 등 3가지로 구분된다.

Supercenter는 가장 큰 규모이면서 글로서리 부문을 강화한 할인점으로 약 10만개의 SKU를 취급한다. Discount Store는 소비자가 일반적인 월마트라고 인식하는 매장 형태로 식품과 함께 잡화를 중심으로 슈퍼센터보다 더 많은 SKU로 구성된다. Neighborhood Market은 지역 밀착형 소

규모 슈퍼마켓이다. 월마트의 상품은 미국 전역에 위치한 156개의 물류센터를 중심으로 배송된다. 상온의 공산품은 월마트의 직영 배송팀을 통해 배송하고 신선식품의 배송은 외주업체를 통해 진행된다. 또한 32개의 풀필먼트 센터와 4,000개가 넘는 오프라인 점포들을 기반으로 이커머스 수요에 대응하고 있다.

도표 3. 미국 내 월마트 매장별 현황 (단위: 평)

	최소 크기	최대 크기	평균 크기	현황	설명
슈퍼센터	1,940	7,300	5,000	3,570	글로서리 중심
디스카운트 스토어	840	6,200	3,000	372	잡화 중심
네이버후드 마켓	800	1,830	1,180	683	소형 매장
샘스클럽	–	–	–	599	창고형 할인 매장
기타	–	–	–	115	–

자료: Walmart, DB금융투자

도표 4. 미국 지역별 월마트 점포 현황 (단위: 개점)

	Supercenters	Discount Stores	Neighborhood, small formats	Clubs	Grand Total
Alabama	101	1	29	13	144
Alaska	7	2	–	–	9
Arizona	83	2	28	12	125
Arkansas	76	5	37	9	127
California	142	71	78	29	320
Colorade	70	4	18	17	109
Connecticut	12	21	1	1	35
Delaware	6	3	–	1	10
Florida	232	9	98	46	385
Georgia	154	2	35	24	215
Hawaii	–	10	–	2	12
Idaho	23	–	3	1	27
Illinois	139	15	12	25	191
Indiana	97	6	11	13	127
Iowa	58	2	–	9	69

자료: Walmart, DB금융투자

도표 5. 미국 지역별 월마트 점포 현황

(단위: 개점)

	Supercenters	Discount Stores	Neighborhood, small formats	Clubs	Grand Total
Kansas	58	2	16	9	85
Kenturky	78	7	9	9	103
Louisiana	88	2	34	14	138
Marine	19	3	–	3	25
Maryland	30	18	3	11	62
Massachusetts	27	21	4		52
Michigan	90	3	9	23	125
Minnesota	65	3	1	12	81
Mississippi	65	3	11	7	86
Missouri	112	9	18	19	158
Montana	14	–	–	2	16
Nebraska	35	–	7	5	47
Nevada	30	2	11	7	50
New Hampshire	19	7	–	2	28
New Jersey	35	27	1	8	71
New Mexico	35	2	9	7	53
New York	80	17	9	12	118
North Carolina	143	6	45	22	216
North Dakota	14	–	–	3	17
Ohio	139	6	2	27	174
Oklahoma	81	7	35	13	136
Oregon	29	7	10	–	46
Pennsylvania	116	20	3	24	163
Puerto Rico	13	5	12	7	37
Rhode Island	5	4	–	–	9
South Carolina	84	–	26	13	123
South Dakota	15	–	–	2	17
Tennessee	117	1	20	14	152
Texas	392	18	110	82	602
Utah	41	–	13	8	62
Vermont	3	3	–	–	6
Virginia	110	4	21	15	150
Washington	52	10	5	–	67
Washington D.C.	3	–	2	–	5
West Virginia	38	–	1	5	44
Wisconsin	83	4	2	10	99
Wyoming	152	–	–	2	14
US Total	3,570	374	799	599	5,342
매장면적(천평당미터)	634,154	39,464	29,414	80,239	783,271

자료: Walmart, DB금융투자

2. Walmart International

2021년말 기준 월마트는 해외 25개국에 5,185개 매장을 오픈하고 있으며 매출 규모는 $1,214억, 영업이익은 $37억 수준이다. 주요 출점 지역은 멕시코 등 중남미, 캐나다, 중국, 인도, 사하라 이남 아프리카 지역이다. 월마트는 글로벌 사업에서 실적이 부진한 국가에서는 과감하게 철수하고, 성장 가능성이 높은 지역에는 집중적 투자를 진행하고 있다.

월마트는 2020~2021년 실적이 부진한 영국, 일본, 아르헨티나에서 사업을 철수했다. 인도, 중국, 멕시코와 같이 실적 호조를 보이는 지역에 대한 투자를 이전 대비 2배 가량 늘려갈 계획이다. 글로벌 유통시장에서도 헤게모니가 온라인으로 넘어가면서 아마존과의 가격 경쟁이 시작됐고, 매출과 이익 모두 정체 양상이다. 이에 따라 월마트는 글로벌에서도 이커머스 투자에 집중하기 시작했고, 최근에는 오프라인 점포 중심의 해외 확장을 자제하고 있다.

3. Sam's club

샘스 클럽은 멤버십 기반 창고형 할인매장이다. 2021년말 기준 매출은 $639억, 영업이익은 $19억으로 부문별 매출과 이익 기여도가 가장 작다. 미국 44개주와 푸에르토리코 등의 지역에서 매장을 오픈하고 있다. 멤버십 이용료를 통해 영업이익을 창출하고, 상품은 거의 원가에 판매함으로써 회원제 고객들을 락인하는 전략을 채택하고 있다. 샘스 클랩 멤버십의 연간이용료는 45USD이며, 캐시백과 무료배송, 안경점 할인 등이 되지 않는다.

도표 6. Sam's Club 멤버십 등급 간 비교

	플러스 멤버십	클럽 멤버십
연간 이용료	$100	$45
캐시백 가능 여부	조건 충족시 2%, 최대 500달러	X
add-on 멤버십 추가 가능 수	최대 16	최대 8
기타	무료배송, 처방전/안경 할인	-

자료: Walmart, DB금융투자

월마트는 지금 변신중

월마트는 2016년 국내외 269개 점포 폐쇄하며 점포 효율화를 추진했다. 동시에 슈퍼센터는 늘리고, 지역중심 소규모 점포를 증가시켰다. 큰 방향성 측면에서 변화의 중심에는 공격적인 인수 합병이 있었다. 2016년에는 제트닷컴을 인수하고, 제트닷컴의 CEO 마크 로어를 이커머스 수장으로 임명했다. 2018년에는 64개의 샘스클럽 매장을 유동화하고, 물류센터로 활용하기 시작했으며, 인도 이커머스 1위 업체인 플립카트를 인수했다. 플립카트는 인수 당시 인도 이커머스 시장점유율 40%를 기록하고 있었으며, 인도 패션 이커머스 1위 Myntra를 통해 패션/라이프스타일 분야에 대한 시장점유율은 70% 이상을 기록하고 있었다.

비대한 조직 구조에서 월마트가 자체적인 변화와 혁신을 추진하기에는 어려움이 많았고 공격적인 인수합병이 월마트 체질 변화에 큰 역할을 했다. 최근 월마트의 온라인 사업 경쟁력이 개선되면서 미국 이커머스 시장에서 의미있는 시장점유율 상승과 함께 2위로 올라섰다. 월마트 플러스 등 이커머스 부문의 신규 서비스를 추가하면서 월마트는 온라인 시장에서의 또 한번의 도약을 준비하고 있다. 월마트의 온라인 부문 부활의 핵심에는 성공적인 옴니채널 전략이 있으며, 최대 강점인 미국 전역에 있는 매장을 픽업 및 당일 배송 거점 등으로 활용한 것이 성공 요인이 됐다.

도표 7. 10년 간 주요 M&A, 월마트 변신의 원동력

연도	인수기업	지분율	인수대금	내용
2011	Massmart Holdings	51%	25.4억 달러	남아프리카공화국의 유통회사. 아프리카에서 2번째로 큰 소비재 유통회사이자 가장 큰 잡화 소매업체 사하라 이남으로 사업확장"
2012	Yihaodian	100%	-	중국의 온라인 식음료 회사. 2016년 징동 지분 5%(15억달러)와 교환
2016	**Jet.com**	**100%**	**30억 달러**	**미국의 오픈마켓 이커머스 업체. 월마트의 이커머스 경쟁력 제고를 위해 인수. 아커머스 강화 본격화**
2017	Moosejaw	100%	0.5억 달러	아웃도어 용품/의류 전문 유통업체. 아웃도어 부문 경쟁력 제고를 위해 인수
2017	Modcloth	100%	0.5~0.7억 달러	빈티지 여성의류 소매업체. 패션부문 경쟁력 제고 위해 인수
2017	Bonobos	100%	3억달러	온라인 중심 남성정장 의류소매업체. 패션부문 경쟁력 제고 위해 인수
2017	Parcel	100%	0.1억 달러	미국의 라스트마일 딜리버리 서비스 업체. 뉴욕에서 당일 배송, 새벽 배송 전문. 뉴욕 배송 능력 제고 위해 인수
2017	ShoeBuy.com	100%	0.7억 달러	미국의 온라인 신발 소매업체
2018	**Flipkart**	**77%**	**160억 달러**	**인도 이커머스 1위 업체. 인수 당시 이커머스 MS 40%. 인도 패션 이커머스 1위 Myntra를 통해 패션/라이프스타일 분야 70% 이상 점유. 휴대폰/전자기기 분야는 아마존과 양분. 인도 온라인 결제 1위 PhonePe 소유를 통해 이커머스 시장파이 확대 모색**
2018	Elopquii	100%	1억 달러	빅사이즈 여성 의류 전문 업체. 패션부문 경쟁력 제고 위해 인수. D2C 이커머스 방식의 영업도 인수매력
2018	Bare Necessities	100%	N/A	미국 2위 란제리 전문 소매업체. 패션 부문 경쟁력 제고 위해 인수
2018	Art.com	100%	N/A	미술품, 홈데코레이션 부문 1위 소매업체. 가장 많은 품목 보유, 미술품 커스터마이징 능력 보유. 아트닷컴의 물품을 월마트에 입점시키는 시너지 기대
2019	Aspectiva	100%	N/A	이스라엘의 AI기반 리뷰 분석 스타트업. 소비자 이커머스 경험 향상을 위해 인수
2019	Polymorph	100%	N/A	미국 애드테크 스타트업. 월마트의 트래픽과 소비자 정보를 이용한 광고 고도화를 위해 인수
2021	Thunder Industries	100%	N/A	미국 애드테크 스타트업. 개인화 광고 고도화를 위해 인수
2021	**Zeekit**	**100%**	**2억 달러**	**이스라엘 가상 피팅룸 스타트업. 아디다스, 타미힐피거 등에 버추얼 피팅 서비스를 제공. 이커머스 고도화를 위해 인수**

자료: 언론보도, DB금융투자

2Q21 실적과 향후 전망

코로나19 락다운 조치로 상당수 유통점포가 휴점한 상황에서도 월마트의 FY2Q21 실적은 서프라이즈를 기록했다. 소비자들은 온라인으로 식료품 등을 미리 주문한 뒤 월마트 매장 주차장에서 물건을 찾아가는 커브사이드픽업 서비스를 많이 이용했다. 월마트는 픽업과 배송 시스템을 확충하고 신석식품을 늘리는 등 빠르게 대응했다. 개학에 대비해 학용품, 파티용품, 의류 등을 구매하기 시작하면서 동일 매장 매출이 5.5%YoY증가했다. 온라인 매출(이커머스)은 전년 동기 대비 6% 증가했으며, 지난 2019년 대비로는 103%가량 급증했다.

도표 8. 월마트 분기별 실적추이

(단위: 백만USD, %))

	FY1Q20	FY2Q20	FY3Q20	FY4Q20	FY1Q21	FY2Q21	FY3Q21	FY4Q21	FY1Q22	FY2Q22	FY3Q22	FY4Q22
매출	**123,925**	**130,377**	**127,991**	**141,671**	**134,622**	**137,742**	**134,708**	**152,079**	**138,310**	**141,048**	**135,551**	**149,877**
Walmart US	80,344	85,200	83,189	92,271	88,743	93,282	88,353	99,585	93,167	98,192	94,754	104,403
Walmart International	28,775	29,139	29,167	33,049	29,766	27,167	29,554	34,873	27,300	23,035	22,576	26,614
Sam's Club	13,830	15,049	14,625	15,288	15,163	16,375	15,845	16,527	16,692	18,644	17,138	17,671
기타(멤버십 등)	976	989	1,010	1,063	950	918	956	1,094	1,151	1,177	1,082	1,189
매출총이익	30,891	32,454	32,091	33,923	32,596	35,053	34,369	36,818	35,038	35,865	34,362	36,137
영업이익	**4,945**	**5,583**	**4,718**	**5,322**	**5,224**	**6,059**	**5,778**	**5,487**	**6,909**	**7,354**	**5,834**	**6,021**
Walmart US	4,142	4,659	4,176	4,403	4,302	5,057	4,589	5,168	5,455	6,089	4,898	5,626
Walmart International	738	893	634	1,105	806	812	1,078	964	1,194	861	805	908
Sam's Club	451	480	327	384	494	592	431	389	575	660	459	477
기타 조정	-386	-449	-419	-570	-378	-402	-320	-1,034	-315	-256	-385	-840
순이익	3,906	3,680	3,321	4,294	4,074	6,439	5,201	-2,008	2,811	4,364	3,929	4,160
지배주주순이익	**3,842**	**3,610**	**3,288**	**4,141**	**3,990**	**6,476**	**5,135**	**-2,091**	**2,730**	**4,276**	**3,859**	**4,119**
영업이익률	4.0	4.3	3.7	3.8	3.9	4.4	4.3	3.6	5.0	5.2	4.3	4.0
순이익률	3.2	2.8	2.6	3.0	3.0	4.7	3.9	-1.3	2.0	3.1	2.9	2.8

자료: Bloomberg, DB금융투자

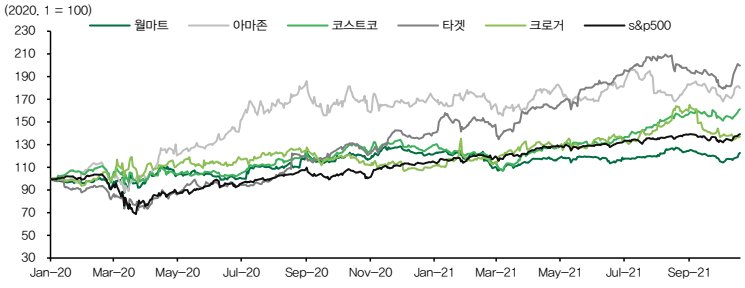
월마트의 해외 매출은 멕시코와 중국 지역의 성장으로 13%YoY증가했고, 영업이익은 코로나19 관련 비용이 감소하면서 28%YoY 증가했다. 월마트가 인수한 인도의 전자상거래 기업 플립카트는 최근 신규 투자금 36억 달러를 유치했고, 월마트의 광고사업도(월마트 커넥트) 높은 매출 성장을 기록 중이다. FY2Q21기준 광고 매출은 전년 대비 95% 증가했으며, 광고주 수는 175% 증가했다. 월마트는 미국 매장에 광고 공간을 확장하고, IT 광고 기업 더 트레이드 데스크와 제휴했다.

월마트 커넥트는 온/오프라인으로 소비자의 행동을 수집하고 구매 패턴을 분석해 특정 제품에 대한 수요를 측정한다. 미국 전역의 4,500개 매장에 17만대 이상의 광고 스크린도 설치할 예정이다. 매출 호조와 팬데믹 관련 비용 감소, 믹스 전환에 따라 연결 영업이익율 1.1%pt 개선된 5%를 달성했다. 매장 방문 고객 증가에 따라 디지털 부문 매출은 낮아지겠지만, 월마트의 옴니채널 투자는 장기적으로 긍정적 효과를 촉발할 것이다. 미국의 리오프닝 추세 속에서 월마트의 하반기 실적 모멘텀은 여전히 견고할 것으로 전망한다.

경쟁자에게서 배우는 월마트

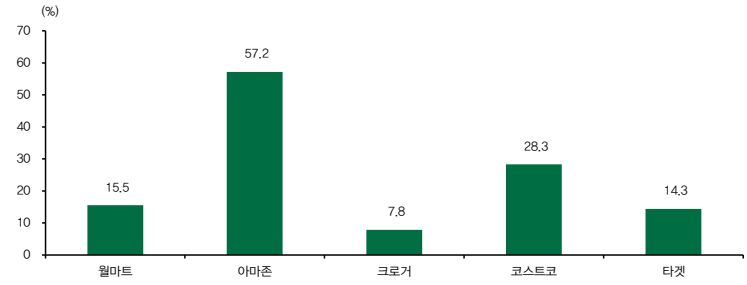
월마트, 아마존, 크로거, 코스트코, 타겟의 2020년 1월 이후 상대주가를 살펴보면 가장 많이 오른 기업은 타겟이고, 가장 부진했던 기업은 월마트다. 블룸버그 추정치 기준 2020년이후 2년간 각사의 영업이익 증가폭을 계산해보면 가장 큰 기업은 아마존이며, 영업이익 개선폭은 타겟, 크로거, 월마트, 코스트코 순서로 컸다. 영업이익 증가율과 주가간의 높은 상관관계를 감안할 때 월마트의 주가에는 최근 2년간 경쟁자 대비 부진한 이익 개선과 상대적으로 낮은 수준에 머문 ROE가 반영됐다. 코로나19 상황에서 상대적으로 덩치가 큰 조직 규모 때문에 경쟁사처럼 민첩하게 대응하지 못했기 때문이다. 매출 규모로 보면 아마존에 필적할 수 있는 기업은 월마트가 유일하다. 월마트의 자체 온라인 공간에서 상품을 검색하는 소비자 트래픽이 증가하고 있으며 매출 규모대비 영업이익율도 경쟁력 있다. 2022년 블룸버그 추정치 기준 월마트의 영업이익 규모는 크로거의 7배, 코스트코의 3.6배, 타겟의 3배다. 오프라인 유통망과 신선식품 부문에서의 경쟁력을 활용하고, 옴니채널 사업자로 성공적으로 변모해간다면 경쟁자들중 가장 안정적인 성장성과 수익성을 유지할 수 있을 것이다.

도표 9. 2020년 1월 이후 상대주가 추이, 가장 부진한 월마트



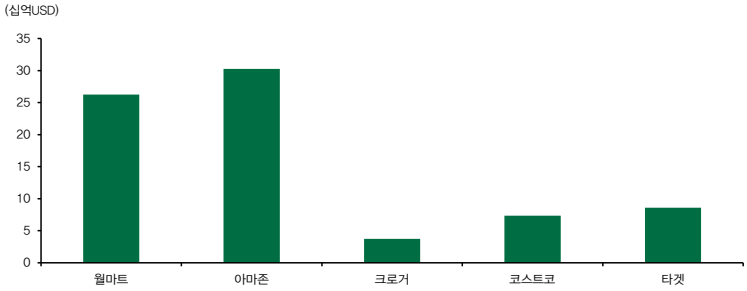
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 10. 시총/영업이익 배수(2022E)



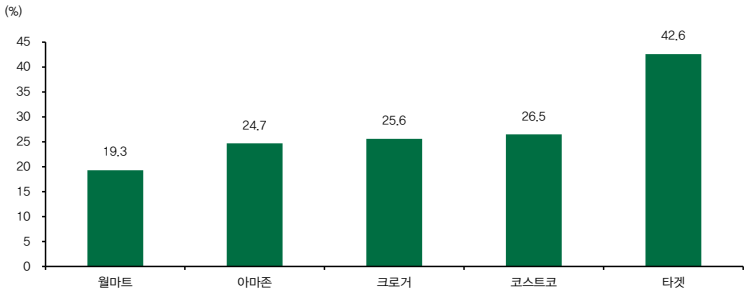
자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 11. 영업이익(2022E)



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 12. ROE(2022E)



자료: Bloomberg, DB금융투자

도표 13. 월마트와 PEER그룹 밸류에이션 요약

		Walmart	Amazon	Costco	Target	Kroger
현재주가(USD) (21.10.26)		150.06	3,320.37	490.1	260.35	40.33
시가총액(USD Bil) (21.10.26)		418.4	1,681.6	216.5	127.1	30.0
주가변동률(%)	1M	4.8	-3.1	4.8	7.8	0.9
	3M	5.2	-10.3	15.8	-0.2	1.4
	YTD	4.1	1.9	30.1	47.5	27.0
매출액(USD Mil)	2021	559,151	386,064	195,929	93,561	132,498
	2022E	564,161	475,725	211,538	101,977	135,909
	2023E	579,593	563,322	228,129	104,077	137,875
영업이익(USD Mil)	2021	22,548	22,899	6,708	6,539	2,780
	2022E		30,254	7,334	8,568	3,732
	2023E	27,066	42,718	8,068	8,460	3,670
영업이익	2021	9.6	57.5	23.4	40.4	23.5
증가율(%)	2022E	16.4	32.1	9.3	31.0	34.2
	2023E	3.1	41.2	10.0	-1.3	-1.7
영업이익률(%)	2021	4.0	5.9	3.4	7.0	2.1
	2022E	4.7	6.4	3.5	8.4	2.7
	2023E	4.7	7.6	3.5	8.1	2.7
EPS(USD)	2021	4.8	42.6	11.3	8.7	3.3
	2022E	6.4	68.6	12.1	12.8	3.3
	2023E	6.7	81.8	13.3	12.9	3.3
P/E(배)	2021	25.6	78.0	36.5	19.2	9.9
	2022E	23.6	48.5	40.4	20.4	12.1
	2023E	22.5	40.8	36.9	20.2	12.3
ROE(%)	2021	17.4	27.4	27.9	33.3	28.1
	2022E	19.3	24.7	26.5	42.6	25.6
	2023E	20.5	24.0	25.1	38.9	23.0
P/B(배)	2021	4.9	17.5	11.3	6.3	2.7
	2022E	4.9	12.5	10.1	8.5	3.1
	2023E	4.6	9.3	8.3	7.5	2.8
EV/EBITDA(배)	2021	12.3	31.1	22.5	10.4	7.0
	2022E	12.1	23.1	22.7	11.8	6.0
	2023E	11.7	18.6	20.8	11.8	6.0

자료: Bloomberg, DB금융투자
주: Walmart, Kroger, Target은 1월 결산 법인으로 2022E는 2021.2~2022.1을 의미
Costco는 8월 결산법인으로 22E는 2021.9~2022.8을 의미
Amazon은 12월 결산법인으로 22E는 2021.1~2021.12을 의미

월마트, 경쟁자들의 강약점은?

	강점과 기회요인	약점	월마트에 주는 시사점
아마존	타의 추종을 불허하는 글로벌 이커머스 사업부문의 리딩기업. 다양한 사업 부문에서의 고성장 기회가 열려있고 최상의 고객 경험을 창출할 수 있는 다각적인 대규모 투자를 진행하고 있음. 블룸버그 추정치 기준 2022년 예상 영업이익률 7.6%로 업계 최강 수준임. 마진율이 높은 광고와 AWS사업 부문의 매출은 전사 평균보다 빠르게 성장하고 있음. 아마존 프라임 멤버십으로 통한 고객 트래픽이 꾸준히 증가되고 있으며 강한 락인과 네트워크 효과를 통한 영업이익 성장이 기대됨.	정부와 사회 전반의 빅테크 기업에 대한 감시와 규제 움직임이 보다 뚜렷해지고 구체화될 것으로 전망됨. 이러한 현상으로 전세계적으로 확대될 가능성이 농후함. 풀필먼트, 배송, AWS관련 신규투자로 현금흐름 상의 압박이 있을 것으로 판단됨. 미국보다 물류망 구축이 어려운 신흥국에서의 사업 전개에 어려움 봉착 예정. 신선식품, 사치품 등 새로운 카테고리 확장이 곤란함.	높은 영업이익률과 고성장이 당분간 지속될 것임. 월마트플러스를 강화하는 등 이커머스 부문에서의 월마트의 저항이 체계화/본격화될 것으로 전망함. 2022년 블룸버그 추정치 기준 P/E 41.8배로 상대적으로 매우 높지만, 지속가능한 성장성과 ROE수준을 감안시 고평가 상황으로 보기 어려움. 월마트 입장에서는 현재의 이커머스 전략을 지속하면서 신선식품 부문의 강점을 통해 장기적 대응력을 높여갈 것으로 전망함.
코스트코	아마존의 성장과 소매업의 이커머스화에도 불구하고 회원제 서비스 회원의 갱신율이 90%를 유지하는 등 강력한 고객충성도가 유지중임. 핵심 상품 중심의 창고형 매장과 최상위 수준의 매장 효율성, 비용 레버리지, 구매력을 바탕으로 매력적인 사업모델 유지중. 코로나19에 따른 소매시장의 변동성에서도 상대적으로 안전한 수익성과 꾸준한 성장 가능할 것으로 전망함.	월마의 초저가 정책, 이커머스 가속화는 장기적으로 미국 소매업의 경쟁을 더욱 심화시킬 것임. 월마트, 아마존은 강력한 고객 트래픽과 이커머스화를 통해 코스트코의 특색있는 상품 영역으로 결국에는 침범할 가능성이 높음. 미국내 코스트코 시장점유율 상승에 한계가 있으며, 해외 회원기반이 미국, 캐나다에 비해 아직 약함.	펜데믹 영향이 소멸되는 2022년에도 안정적인 영업이익 성장이 가능할 것으로 전망됨. 코스트코의 SKU는 3,700개임. 14만개 내외의 SKU를 갖춘 월마트와 지향하는 방향성이 조금은 다름. 코스트코의 영업이익은 대부분 회원권 수익에서 발생하고 있으며, 월마트의 샘스클럽 폐점과 회원권 가격 인상 가능성이 있음.
타겟	2017년 식료품 배달 서비스 쉽트(shipt)인수 등 이커머스 적극적 투자로 옴니 채널화 심화되는 미국 소매시장에서 소규모 소매 업체대비 경쟁력 강화함. 경영 혁신 프로그램이 성과를 거두고 있으며 오프라인 매장을 옴니채널의 풀필먼트 지점으로 사용하는 변화 지속중.	매출에서 식품비중 19.4%에 그치기 때문에 지속가능한 고객 트래픽 유지에 약점 존재함. 코로나19 영향으로 이커머스 확대에 성공했지만 월마트나 아마존에 비해 규모가 작고 벤더상대 낮은 레버리지 우려. 소비자의 정보 탐색 활동 대부분 경쟁사 플랫폼에서 시작됨. 이커머스화에 잘 대응하고 있지만 경제적 해자가 없는 상황.	타겟의 최근 2년간 이익성장은 펜데믹 영향이 큼. 규모의 경제와 고객 트래픽 측면에서 월마트에게 강한 위협이 되지 않을 것으로 판단함. 타겟의 ROE는 22E 38.9%수준이지만 이커머스 포함 소매시장에서의 경쟁이 심화될 경우 장기적으로 지속가능한 수준이 아니라고 판단됨.
크로거	식료품 전문 슈퍼마켓 운영하며, 현재 매장수는 2,820개 수준임. PB상품을 통한 가격 경쟁력 확보중이며, 경쟁 업체대비 최근 이커머스 성장률이 높았음. 디지털 전환을 위한 경영개선 노력중.	코로나19 영향이 약화될 경우 영업이익 감소할 가능성 있음. 매출 규모와 브랜드 파워, 구매력에서 점차 월마트, 아마존 대비 약화될 것으로 전망됨.	2022년 블룸버그 추정치 기준 P/E 12배, P/B 2.8배 수준으로 경쟁사 대비 가장 저평가. 다만, 저평가에는 그만한 이유가 있는 것으로 판단됨.

자료: DB금융투자

1. 아마존(AMZN, 나스닥)

1994년 제프 베이조스가 창업한 인터넷 서점으로 출발한 아마존은 월마트가 시도하지 않았던 혁신적인 전략으로 월마트를 넘어섰다. 하루 만에 현관 앞에 물건을 배송해주는 시스템을 구축했고, 200만명에 이르는 판매자를 유치해 세상의 모든 제품을 한 사이트에서 클릭 한 번으로 구매할 수 있게 했다. 또 상품을 무료로 배송해주는 유료 멤버십 아마존 프라임을 도입하고, 비디오 동영상까지 무제한으로 제공해 소비자들을 아마존 사이트에 더 오래 머무르게 했다. NYT는 아마존에 빠져든 소비자들은 아마존의 가격이 최저가가 아니어도 다른 곳을 찾아 헤매길 원치 않고, 필요한 것을 가장 빠르게 찾는 방법이 아마존이라고 믿는다. 아마존이 사람들의 습관이 됐다. 시장조사 업체 e마케터에 따르면 아마존의 미국 온라인 쇼핑 시장 점유율은 40.4%로 뒤늦게 온라인 쇼핑을 강화하고 있는 월마트(7.1%)를 압도한다.

이커머스 분야의 절대 지존으로 타의 추종을 불허하는 규모의 경제 효과를 누리고 있으며 다양한 사업 분야에서의 고성장이 기대된다. 최상의 고객 경험을 창출할 수 있는 다각적인 대규모 투자를 진행하고 있으며 블룸버그 추정치 기준 2022년 예상 영업이익률 7.6%로 업계 최강 수준이다. 마진율이 높은 광고와 AWS사업 부문의 매출은 전사 평균보다 빠르게 성장하고 있다. 아마존 프라임 멤버십으로 통한 고객 트래픽이 꾸준히 증가되고 있으며 강한 락인과 네트워크 효과를 통한 영업이익 성장이 기대된다

다만, 정부와 사회 전반의 빅테크 기업에 대한 감시와 규제 움직임이 보다 뚜렷해지고 구체화될 것으로 전망된다. 이러한 현상은 아마도 전세계적으로 확대될 가능성이 농후하며 직간접 비용 상승 요인이 될 것으로 판단한다. 풀필먼트, 배송, AWS관련 신규투자로 현금흐름 상의 압박이 있을 것으로 전망되며, 미국보다 물류망 구축이 어려운 신흥국에서의 사업

전개에 어려움 봉착할 수 있다. 월마트 등 옴니서비스를 강화는 유통업체 대비 신선식품, 사치품 등 새로운 카테고리 개척에 한계가 있을 것으로 판단한다.

도표 14. 아마존 매출 Breakdown 및 이커머스 성장률 (단위: 백만USD, %)

	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020
매출	**135,987**	**177,866**	**232,887**	**280,522**	**386,064**
Online Stores	91,431	108,354	122,987	141,247	197,346
Third-Party Seller Services	22,993	31,881	42,745	53,762	80,461
AWS	12,219	17,459	25,655	35,026	45,370
Subscription Services	6,394	9,721	14,168	19,210	25,207
Other	2,950	4,653	10,108	14,085	21,453
Physical Stores	0	5,798	17,224	17,192	16,227
영업이익	**4,186**	**4,106**	**12,421**	**14,541**	**22,899**
세전이익	3,900	3,812	11,268	13,972	24,142
순이익	2,371	3,033	10,073	11,588	21,331
지배주주 순이익	2,371	3,033	10,073	11,588	21,331
오픈마켓 매출 성장률	**42.9**	**38.7**	**34.1**	**25.8**	**49.7**
온라인스토어 매출 성장률	**19.0**	**18.5**	**13.5**	**14.8**	**39.7**

자료: Bloomberg, DB금융투자

2. 코스트코(COST, 나스닥)

코스트코는 미국의 창고형 매장기업으로, 월마트 다음으로 큰 오프라인 유통기업이다. 1976년에 캘리포니아에서 프라이스클럽 1호점을 개점한 것을 시작으로 현재 전세계 13개국에 796개의 점포가 운영되고 있다. 코스트코의 가장 큰 경쟁력은 철저한 회원제를 통한 가격경쟁력과 고객 락인 효과에서 나오며, 이를 통해 월마트, 아마존과의 경쟁에서 생존할 수 있었다. 코스트코의 회원제 서비스는 Executive(연 120달러)와 Gold star(연 60달러) 등 두 종류로 제공된다. 코스트코는 회원권 수익에서 대부분의 영업이익을 발생시키고 있으며 사실상 상품을 팔아서 남기는 유통마진은 거의 없다.

회원들은 코스트코에서 가장 싸게 쇼핑할 수 있다는 신뢰를 통해 코스트코에 락인될 수 있었다. FY2021년 매출은 195,929억 달러(+17.5%YoY), 영업이익 6,663억 달러(+22.9%YoY)를 기록하며 인상적인 실적 개선을 나타냈다. 펜데믹 영향이 소멸되는 2022년에도 안정적인 영업이익 성장이 가능할 것으로 전망한다. 코스트코의 SKU는 3,700개 수준이며 14만개 내외의 SKU를 갖춘 월마트가 지향하는 사업의 방향성과는 많이 다르다. 2021년 샘스클럽의 60여개 매장이 폐점됐고, 22년 회원권 가격 인상 가능성이 남아있다.

아마존의 성장과 소매업의 이커머스화에도 불구하고 회원제 서비스 회원의 갱신율이 90%를 유지하는 등 강력한 고객충성도가 유지중이다. 핵심 상품 중심의 창고형 매장과 최상위 수준의 매장 효율성, 비용 레버리지, 구매력을 바탕으로 매력적인 사업모델이 유지될 수 있다. 코로나19에 따른 소매시장의 변동성에서도 상대적으로 안전한 수익성과 꾸준한 성장이 가능할 것으로 전망한다. 향후 월마트, 아마존의 초저가 정책과 이커머스 성장의 가속화에 따라 미국 소매 시장의 경쟁은 심화될 것이다. 월마트, 아마존은 강력한 고객 트래픽과 이커머스화를 통해 코스트코의 특색있는 상품 영역으로 결국에는 침범할 가능성이 높다. 장기적으로 미국내 코스트코의 시장점유율 상승에는 한계가 있으며, 해외 회원기반은 미국, 캐나다에 비해 아직 약하다.

도표 15. 코스트코 매출 Breakdown 및 이커머스 성장률 (단위: 백만USD, %)

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
매출	**129,025**	**141,576**	**152,703**	**166,761**	**195,929**
Warehouse Clubs	126,172	138,434	149,351	163,220	192,052
Foods & Sundries	52,362	56,073	59,672	68,659	77,277
Non-Foods	-	-	-	-	55,966
Warehouse Ancillary	20,841	25,475	28,571	26,550	31,626
Fresh Foods	17,849	18,879	19,948	23,204	27,183
Hardlines	20,583	22,620	24,570	27,729	-
Softlines	14,537	15,387	16,590	17,078	-
영업이익	**4,060**	**4,480**	**4,699**	**5,474**	**7,307**
세전이익	3,988	4,442	4,727	5,406	7,279
순이익	2,679	3,134	3,659	4,002	5,007
지배주주순이익	2,679	3,134	3,659	4,002	5,007
인터넷매출 성장률(%)	**13.0**	**32.2**	**23.1**	**49.5**	**44.4**

자료: Bloomberg, DB금융투자

3. 타겟(TGT, 뉴욕거래소)

타겟은 미국과 호주에서 식료품부터 의류, 생활용품, 의약품과 같이 다양한 상품을 취급하는 대형 유통기업이다. 1902년 미네소타에서 출발하여, 1962년 첫 대형 할인마트 1호점을 개점했고, 21년 초 기준, 미국 전역에 1,900개의 매장을 운영하고 있다. 타겟은 외적으로 깔끔하고 아름다운 매장, 그리고 상대적으로 친절한 직원 서비스가 강점이다. 월마트 대비 상품 가격경쟁력은 열위에 있지만, 상품력과 서비스에서의 차별적 강점을 바탕으로 도시지역 중산층들을 주요 고객층으로 확보했고 이를 바탕으로 월마트와의 경쟁에서 생존할 수 있었다.

타겟의 실적을 보면 FY 2021년 매출 936억 달러, 영업이익 65억 달러로 연간 최대 실적을 달성했다. PB상품과 타 브랜드와의 콜라보를 통해 상품군을 다양화했고, 미국 전역의 오프라인 매장을 당일배송 및 커브사이드 픽업 서비스의 거점으로 활용하며 디지털 매출이 크게 성장했다. 2017년 식료품 배달 서비스 쉽트(shipt)를 인수하는 등 이커머스 부문에 적극적 투자를 집행했고, 옴니 채널화가 심화되는 미국 소매시장에서 소규모 소매 업체대비 경쟁력을 강화했다. 경영 혁신 프로그램이 성과를 거두고 있으며 오프라인 매장을 옴니채널의 풀필먼트 지점으로 사용하는 변화를 지속중이다.

다만, 매출에서 식품비중 19.4%에 그치기 때문에 지속가능한 고객 트래픽 유지에 약점이 존재한다. 코로나19 영향으로 이커머스 확대에 성공했지만 월마트나 아마존에 비해 규모가 작고 벤더상대 낮은 레버리지 효과가 우려된다. 소비자의 정보 탐색 활동 대부분 경쟁사 플랫폼에서 시작되고 있으며 이커머스화에 잘 대응하고 있지만 강력한 경제적 해자가 있는 것으로 보이지 않는다. 타겟의 최근 2년간 이익 성장은 펜데믹 영향이 크다. 규모의 경제와 고객 트래픽 측면에서 월마트에게 강한 위협이 되지 않을 것으로 판단한다. 타겟의 ROE는 22E 38.9%수준이지만 이커머스 포함 소매시장에서의 경쟁이 심화될 경우 장기적으로 지속가능한 수준이 아니라고 판단된다.

도표 16. 타겟 매출 Breakdown (단위: 백만USD)

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
매출	**69,495**	**72,714**	**75,356**	**78,112**	**93,561**
Beauty & Household Essentials	16,550	18,364	19,296	20,616	24,461
Home Furnishings and Décor	13,130	13,672	14,298	14,430	18,231
Food and Beverage	13,831	14,256	14,585	15,039	18,135
Hardlines	11,507	12,062	12,709	12,595	16,626
Apparel & Accessories	14,304	13,323	13,434	14,304	14,772
Other Products	92	109	111	146	175
Net Credit Card	663	694	673	680	666
Other Revenue	194	234	250	302	495
영업이익	**4,962**	**4,219**	**4,110**	**4,641**	**6,567**
세전이익	4,380	3,748	3,676	4,224	6,105
순이익	2,737	2,914	2,937	3,281	4,368
지배주주순이익	2,737	2,914	2,937	3,281	4,368

자료: Bloomberg, DB금융투자

4. 크로거(KR, 뉴욕거래소)

크로거는 미국의 식료품 전문 슈퍼마켓 유통기업으로 월마트, 코스트코 규모나 수익성 측면에서 열위에 있다. 1883년 신시내티의 버나드 크로거가 운영한 식료품점이 시작이다. 1930년대 자동차가 대중화되면서 이에 적합한 대형 주차장을 세운 현대식 슈퍼마켓 사업을 전개했다. 현재 2,820개의 매장을 운영 중이다. 크로거의 경쟁력은 자체 플랜트를 통한 PB상품을 통한 가격 경쟁력, 타 업체 대비 빠르게 성장하고 있는 이커머스 매출이다.

PB제품의 수익성 그렇지 않은 상품보다 25~30% 가량 높은데, 이 중 40% 가량을 자체 제조하기 때문에 비용을 감소시킬 수 있었다. 또한 상당기간 이커머스 및 디지털 전환을 준비했고, 특히 2018년부터는 디지털 전환을 위해 마이크로소프트와 협업해왔다.

그 결과 회계연도 기준 21년 이커머스 매출 성장률은 116%로 동종 기업들보다 훨씬 빠르게 성장했다. FY 2021년 매출은 1325억 달러, 영업이익 27.8억 달러를 기록했다. 다만, 동종 기업들에 비해 영업이익률이 낮고 코로나19 효과가 소멸될 경우 영업이익 감소 가능성이 크다. 규모나 사업적인 특성상 월마트보다 경쟁 열위에 있는 기업으로 평가한다.

도표 17. 크로거 매출 Breakdown 및 이커머스 매출 성장률 (단위: 백만USD, %)

	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021
매출	**115,337**	**122,662**	**121,852**	**122,286**	**132,498**
Non Perishable	58,828	60,872	60,649	61,464	71,434
Fresh	27,666	29,141	29,089	29,452	33,449
Pharmacy	10,421	10,724	10,617	11,015	11,388
Supermarket Fuel	11,286	13,177	14,903	14,052	9,486
Other	3,040	4,233	5,650	6,303	6,741
Convenience Stores	4,096	4,515	944	0	0
영업이익	**3,573**	**3,601**	**2,912**	**2,805**	**4,080**
세전이익	3,051	2,473	2,308	2,202	3,565
순이익	1,975	1,907	3,110	1,659	2,585
지배주주순이익	1,959	1,907	3,110	1,659	2,556
인터넷매출 성장률(%)	**-**	**90**	**58**	**29**	**116**

자료: Bloomberg, DB금융투자

역사를 통해 배우는 월마트

2005년 VS 2021년, 월마트 핵심 경쟁력 변화 비교

월마트는 최는 월마트 플러스를 통해 새롭게 고객 관계를 구축하고, 데이터를 확보해서 고객에게 보다 효과적인 서비스를 제공하는 데 주력하고 있다. 과거와는 달라진 공급망 관리를 위해 월마트는 소프트웨어, 데이터, 로봇 등 다양한 IT혁신 기술을 도입하고 있다. 월마트의 핵심 경쟁력은 시대 및 환경 변화에 맞춰 진화하고 있고 부문별로 16년전 보다 분명 긍정적 업그레이드가 진행되고 있다.

도표 18. 2005년의 월마트의 핵심 경쟁력은 2021년 어떻게 변했나

	2005년의 경쟁력	2021년 달라진 점	2005년 대비 경쟁력
가격전략	공급가격 인하를 유도하는 막강한 구매력. PB상품 경쟁력, 해외 생산업자와의 우호적 관계	구매력에 바탕을 둔 EDLP전략 그대로 유지중. 중국 인건비 상승, 무역분쟁, 공급망 문제 등으로 저가 상품 소싱에 문제 발생 예정	유지
점포운영	대량주문, 지역별 물류센터 집결. 크로스 도킹 방식으로 개별 점포 주문 상품 분배. 강한 IT기술력/토탈퀄러티 프로그램	이커머스 기업에 대한 공격적인 M&A과정에서 IT관련 인력, 시스템 등 핵심 경쟁력 강화. 소비자와 근접한 오프라인 유통망을 통한 옴니서비스 경쟁력 강화	강화
조직문화	경쟁자 대비 강한 노동 강도, 조직문화 교육, 구성원간의 원활한 의사소통, 혁신을 추구하는 기업문화, 확실한 성과평가	이커머스 사업자와의 경쟁과정에서 큰 폭의 임금 인상이 진행중이며, 강한 노동 강도와 조직문화에 대한 전사적 차원의 노력이 지속중	유지
핵심상품	직원 모두의 장사꾼화, 고객이 원하는 상품을 가장 낮은 가격에 공급하는 것에 집중. 다양한 PB상품 출시	전직원의 장사꾼 마인드. 신선식품 부문의 시장 지배력 강화되고 있으며, 이커머스 성장과 함께 경쟁자 대비 차별화된 상품력 강화중	본질 유지/강화
비용관리	지속적이 철저한 비용 관리. 낮은 임금, 초과근무 수당 축소. 한번에 몇 달러씩 아낄 수 있는 새로운 아이디어 제안.	공급망을 더욱 유연하게 만들어 비용을 절감하는 노력 지속중. 소프트웨어, 데이터, 로봇 등 기술 혁신을 통한 비용 관리 중점할 예정임	유지
인력관리	평균 이하의 직원을 뽑아서 소수의 뛰어난 관리자와 시스템을 통해 평균 이상 성과 도출. 동료들과 조화로운 관계 높이 평가	연말 대규모 인력 확충 및 임금 인상. 펜데믹 이후 유통업계 대규모 채용 진행중이며, 임금인상과 인센티브 제공은 당분간 지속될 현상임	약화
서비스	사소한 것이기는 하지만 고객들이 기대하진 않던 서비스를 제공함으로써 고객에게 큰 기쁨을 주는 방식으로 점포 운영. 텐푸트 룰, 선다운 룰. 접객 담당 직원 점포내 배치	BOPIS, 월마트 플러스, 스캔&고, 마켓플레이스 등 새로운 서비스를 시작함. 기존 자산을 기반으로 고객 관계를 구축하고, 데이터를 확보해서 고객에게 보다 효과적인 서비스를 제공	본질 유지/강화

자료: Walmart, DB금융투자

2000년대 중반 글로벌 유통시장에서의 월마트의 성공 비결은 명확했고 모든 경쟁자를 압도했다. 유행처럼 쏟아졌던 월마트 관련 서적에 나타난 월마트의 경쟁력은 지금의 아마존이 경쟁자들에 주는 위압감보다 덜 하지 않았다. 2000년대 중반 월마트는 저가격과 최소비용, 막강한 물류경쟁력을 바탕으로 무소불위의 시장지배력을 키워갔다. 이 시기의 월마트의 경쟁력이 무엇이었는지 살펴보고(당시 발간된 월마트 관련 서적 요약). 그 때로부터 16년이 지난 지금까지 그들이 지켜가고 있는 핵심 경쟁력은 무엇인지 살펴본다.

1. 가격 전략

2000년대 중반 월마트를 강하게 만들었던 가장 중요한 전략 가운데 하나는 EDLP였다. 월마트는 판매가격을 낮춤으로써 매출 총액을 상승시키고 이를 통해 더 많은 이익을 낸다는 기본 원칙에 충실했다. 수요와 공급에 의해 결정되는 적정한 가격이 최대의 이익을 보장해 준다는 믿음이 지배적이었던 상황에서 월마트가 추구한 가격 정책은 그전에 없던 새로운 쇼핑 문화를 만들었다.

단순하지만 판매 가격을 낮추고 매출을 높임으로써 비싸게 팔 때보다 더 많은 이익을 낸다는 것이 바로 월마트 할인점 사업에서 가장 중요한 개념이었다. 월마트는 다른 경쟁자들보다 더 낮은 가격에 상품을 받았고, 경쟁기업의 매출 규모가 월마트보다 더 커지지 않는 한 상황은 변하지 않았다. 이러한 자본주의적 경제 구조는 월마트에게는 최상의 구조였지만, 경쟁자들에게는 생존을 위협하는 것이었다.

도표 19. EDLP, 여기오면 항상 싸다는 이미지를 심는게 중요



자료: Walmart, DB금융투자

2. 점포 운영

2000년대 중반 월마트의 점포 운영 능력중 가장 주목되는 것은 공급업체들과의 협력을 통한 효율적인 재고 관리다. 월마트는 자체적으로 강력한 운송 설비를 보유하고 있었다. 미국 전역에 있는 월마트의 점포들이 물류센터로부터 하루 이내의 거래에 위치하도록 물류 센터의 입지를 선정하고 지도를 채워나갔다. 물류센터의 전략적 입지와 첨단 시스템을 통해 월마트는 재고 관리를 위한 창고 공간의 사용을 다른 경쟁자들의 10분의 1수준으로 줄였다.

점포별로 주문을 하는 것이 아니라 점포들의 주문을 취합하여 한 번에 많은 양의 주문을 생산자 측에 넣고, 지역별로 있는 물류센터에서 상품을 받고, 물류 센터에서는 크로스 도킹 방식으로 곧바로 개별 점포 주문된 상품을 분배하는 방식으로 물류 체계를 구축했다(Hub&spoke 방식 물류 시스템). 월마트는 자신들의 물류 시스템에 공급 업체들을 포함시켰고 이들과의 긴밀한 협조 체제를 구축함으로써 비용을 최소화하고 이렇게 줄인 비용으로 소비자들에게 최저 판매가를 제시했다.

월마트는 광범위한 정보통신망을 보유하고 있었고 IT기술을 통한 재고관리, 위성통신, 판매되는 상품에 대한 실시간 추적할 수 있었다. 월마트의 정체성은 장사꾼이면서 동시에 시스템 개발자였고, 월마트의 최고 경영진은 월마트를 상품을 판매하는 소매기업이라기보다는 물류기업으로 인식했다.

도표 20. 아직도 경쟁력 있는 월마트의 전국 물류센터



자료: Walmart, DB금융투자

3. 조직문화

월마트 직원들은 경쟁자와의 승부를 위해 강도 높은 노동을 감수했다. 2000년대 중반 월마트 본사의 임원과 책임자급 간부들은 새벽 5시에 출근해서 저녁 7시이후 퇴근했으며 토요일 포함, 일주일에 평균 80~90시간을 일했다. 월마트 벤튼빌 본사에서는 매주 토요일 아침 7시 간부급 이상 주요 임직원들이 참석하는 확대 간부 회의가 열렸다. 거의 모든 미국 기업이 토요일에 공식적인 업무를 하지 않았지만, 월마트는 남들이 쉴 때 새로운 전략을 구상했다. 대부분의 경쟁자들은 주 단위로 변하는 월마트의 경쟁 전략에 제대로 대응하지 못하고 일년 내내 월마트에 끌려 다녔다.

월마트는 직급이나 직무에 의해 임직원을 차별하는 것을 지양했다. 가장 중요하게 여기고 대우를 해주는 이들은 일선 점포에서 실무를 담당하는 직원들이고 본사 근무자들은 이들을 보조해 주는 사람들 정도로 인식됐다. 월마트는 조직 문화에 대한 교육을 해두면 좋을 일 정도가 아니라 반드시 필요한 일이자, 가치 있는 투자로 생각했으며 간부직원 조직문화 교육 과정에는 회사의 역사, 고객 서비스, 공평한 인사 제도, 점포에서의 생산성 기준, 직원 대하는 법, 비용 관리, 품질 관리, 지속적인 개선, 비노조 철학, 성과 평가 및 관리 등이 포함됐다. 월마트 내에서는 직원이라는 표현 대신 사우라는 표현을 이용했고 고객은 이웃으로 관리직 직원들은 코치로 불렸다. 직원들 개개인에게 관심을 가져 주고, 사소한 성과에도 칭찬을 해주고 상응하는 보상을 함으로써 직원들에게 동기 부여를 했다.

4. 핵심 상품

월마트의 직원들은 IT부서에서부터 인사업무를 담당하는 부서에 이르기까지 모든 임직원은 먼저 장사꾼이 돼야했다. 소매유통업의 성공 공식은 좋은 위치를 찾고, 소비자들이 좋아할 만한 상품을 준비해 놓고, 적절한 방식으로 팔고, 판촉 활동을 하고, 유능한 인재를 채용하여 고객 서비스를 강화하고, 재고를 관리하고, 비용을 축소하면 됐다. 이중에서 가장 중요한 것은 소비자들이 좋아할 만한 상품을 준비하는 것이다. 샘 월튼은 일선 점포에서 일하는 직원들에게 상품에 대한 관리를 일임했고 직원들은 자신이 맡은 상품군에 대해서 자신이 책임자가 되어 일했다. 월마트의 구매 담당자들은 철저한 시장 조사를 통해 고객들이 원하는 것이 무엇인지 알아냈고 경쟁 점포들을 돌아다니며 얼마의 가격에 팔아야 하는지를 결정했다. 소매 유통기업 자체 브랜드 상품의 개발을 추진했고 이를 통해 큰 이익을 냈다. 월마트도 자체 브랜드 상품을 적극적으로 개발했으며 비슷한 품질의 다른 브랜드 상품들에 비해 판매가를 훨씬 더 낮게 책정하면서도 높은 수준의 마진을 유지했다.

도표 21. 월마트의 최근 PB상품들, 상품력+가격+마진



자료: Walmart, DB금융투자

5. 비용관리에 관한 전략과 전술

월마트가 성공을 거둘 수 있었던 주요 원인 가운데 하나는 철저한 비용 관리에 있었다. 샘 월튼은 항상 1센트를 아끼면 1센트를 버는 게 된다고 강조했으며 자신도 매우 검소했다. 죽기 전까지 낡은 픽업트럭을 직접 운전하고 다녔고, 벤튼빌 주택가의 평범한 집에서 살았다. 그의 삶의 방식은 회사 경영방식에도 그대로 적용됐다. 언제나 낮은 상품 판매 가격을 유지하면서 목표 수준의 이익을 낼 수 있어던 것은 월마트의 비용 관리 능력 때문이다. 월마트는 직원들에게 단번에 수백만 달러의 비용을 절감할 수 있는 방안을 찾아보라고 요구하지 않았다. 한번에 몇 달러씩 아낄 수 있는 방안이라도 새로운 아이디어가 떠오르면 계속해서 제안해 줄 것을 요구했다.

사무용품이 떨어지면 본인이 직접 가서 구입해와야 했고, 커피와 도넛도 무인판매대에서 자신의 돈을 내고 사먹야 했으며, 이면지 활용을 통해 종이값도 아꼈다. 본사 건물은 사용하던 창고를 개조했으며 바닥재는 리놀

륨 싸구려를 깔았고 벽은 콘크리트 위에 곧바로 페인트칠을 해 놓았으며, 천장에는 장식없는 형광등을 달았다.

월마트는 직원들의 임금, 복리후생, 초과 근무 시장 등을 관리할 때도 어떤 경쟁자보다도 효율적이었다. 미국내 월마트 사업장은 무노조 경영이었다. 노동조합이 있는 소매 유통업의 다른 경쟁자 대비 강력한 경쟁력이 됐다. 잔업 처리는 소수 정규직 직원이 담당했고 초과 근무수당은 주지 않았다. 잔업에 대한 부담을 덜어야하는는 간부급 직원은 자신 책임의 계약직 직원의 생산성을 최대한 효율적으로 끌어내려 했다. 높은 수준의 이직률 또한 인건비를 낮추는 주요 원인이됐다. 근속 연한이 늘어나 더 높은 수준의 임금과 복리혜택을 받을 수 있게 되기 전에 직원들이 회사를 떠났기 때문이다.

6. 인력관리에 대한 전략과 전술

월마트는 평범한 사람들을 고용해서 평균 이상의 결과를 이끌어 냈다. 월마트는 오랫동안 일한 사람들 가운데 유능한 인재를 본사의 중역으로 발탁하는 것을 전통을 삼았다. 그러나 한편으로 입사지원자들 100명 가운데 75등에서 90등 사이의 지원자를 주로 채용했다. 월마트는 직원을 채용할 때 입사지원자의 학력이나 과거 경력보다는 지원자의 태도를 봤다. 월마트 본사에 근무하는 직원들 중에는 고등학교 졸업이 최종 학력인 사람들도 많고 대도시에는 한 번도 가보지 못하고 시골에서만 자란 사람들도 많았다.

월마트는 기본적으로 성실한 인간성과 배우고자 하는 의지를 지니고 있는 사람을 더 선호했으며 이들에게 강도 높은 교육 훈련과 경력 개발의 기회를 제공함으로써 우수 인력으로 성장했다. 객관적인 평가 기준으로 평균 이하라고 생각하던 이들은 채용된 이후 누구보다 강한 열정으로 업무에 임했다. 월마트에서 개인의 역할은 좁은 범위에서 매우 구체적으로 정해

져 있었으며, 한 명의 직원이 팀을 떠나도 그의 빈 자리는 다른 사람에 의해 신속하게 대체됐다. 직원 한 두 명의 부재나 실수가 전체 조직에 미치는 악영향은 미미했다.

월마트는 혼자 튀는 것보다는 다른 동료들과의 조화로운 관계를 맺을 줄 아는 사람을 높게 평가했다. 업무 절차를 단순화했고 비록 소수이기는 하지만 뛰어난 능력의 책임자급 간부들이 있었다. 샘 월튼은 지나치게 복잡하고 사람들의 시간을 뺏는 아이디어는 별로 좋아하지 않았다. 직원들이 얼마나 힘들어 하고 있는지에 대해서는 외면하는 편이었고, 확실한 실적이나 결과물을 원했다. 월마트의 직원들은 다른 경쟁사 대비 심한 경우 30~40% 더 적은 임금을 받았다. 낮은 인건비를 받으면서도 월마트의 직원들이 회사를 떠나지 않는 것은 이익 공유 프로그램이나 종업원 주식소유 제도 등을 통해 부자가 될 수 있는 다른 방법이 있기 때문이었다.

7. 서비스에 대한 전략과 전술

월마트는 래냐프, 즉 사소한 것이기는 하지만 기대하지 않던 것을 제공함으로써 고객들에게 큰 기쁨을 주는 방식으로 점포를 운영했다. 조그만 증정품을 덤으로 붙여 주고 몇 년 전의 가격으로 상품을 판매하는 방식의 레냐프 서비스는 고객들에게 큰 만족을 주었다. 래냐프는 직원들의 사기를 높이는 일에도 사용됐다. 직원들의 집으로 노고에 감사한다는 내용의 편지를 보내 주고, 우수 직원들에게는 조끼에 배지를 달아 주고, 뛰어난 성과에 대해서는 다른 직원들 앞에서 칭찬을 했다. 월마트는 할인점 최초로 입구에서 고객들에게 인사를 하고 고객들의 물음에 답해 주는 일을 전담하는 접객 담당 직원들을 점포내에서 배치했다.

월마트는 최고경영진에서 조금만 더 관심을 갖고 일선 점포에서 작은 서비스를 도입하면 별도의 비용 발생 없이도 매출과 이익을 크게 늘릴 수 있다 것을 알고 있었고 이를 실행에 옮겼다. 2005년 당시 월마트에는 텐 푸트 룰이라는 규정이 있었다. 주변 10피트 이내의 고객들에게는 눈을 맞추고 웃으며 인사를 건네고, 그 고객이 주변을 두리번거리면 무엇을 도와드릴가요라고 물어야한다는 것이었다. 내/외부의 고객들을 위한 선다운 룰(Sundown Rule)이라는 규정도 있었다. 내부와 외부의 고객들로부터 문의나 요청 사항이 들어오면 요청받은 그날 해가 지기 전까지 들어주도록 하는 규정이다.

Ⅲ. 월마트 투자포인트

월마트의 투자포인트를 3가지로 정리하면 첫째는 저가전략, 저비용구조, 규모의 경제 등 전통적인 월마트의 사업구조상의 경쟁력이 잘 유지되고 있다는 점이다. 둘째는 새로운 혁신적 변화를 추구하고 있으며 이커머스 시장점유율이 상승하는 등 구체적인 성과가 숫자로 가시화되고 있다는 것이다. 셋째는 미국의 리오프닝 추세 속에서 월마트의 하반기와 내년 실적 모멘텀이 견고할 것이며 최근 2년간 비교기업 대비 주가 Underperfrom이 컸기 때문에 향후 경기 방어주로써 역할을 할 것이라는 점이다.

저가전략–저비용 구조, 본질적 경쟁력은 아직도 최강

타의 추종을 불허하는 규모의 경제, 막대한 구매력, 강력한 브랜드, 성장중인 전자상거래 플랫폼을 구축하고 있는 월마트는 아마존의 소매 부문과 종합적인 경쟁이 가능한 미국내 유일한 유통기업이다. 코로나19로 월마트의 장기적 입지에 실질적 변화가 발생하지는 않을 것으로 전망한다. 월마트는 비용 레버리지를 활용할 수 있는 규모를 통해 저가 유지(유입객 발생 유도, 대규모 판매 기반으로 고정비용 분산)가 가능하다. EDLP를 통해 가격을 관리하고 공급망을 더욱 유연하게 만들어 비용을 절감하는 것이 월마트의 전략적 방향성의 핵심이다. 아마존의 경우 전자상거래의 폭발적 성장을 활용하기 위해 벤더가 선택하는 파트너지만 월마트는 판매금액 대비 판매량 최고라는 점에서 상품 공급 제조기업에게 매력적인 유통사업자다. 향후에도 월마트는 물량 기준 가장 큰 판매 채널로써 강력한 힘과 원가상의 우위를 지켜갈 수 있을 것으로 전망한다.

월마트의 점포 숫자가 물리적으로 증가하는 시기는 지났다. 월마트는 자본의 방향을 재설정해 유기적인 방식과 인수를 통한 글로벌 옴니채널 역량 개발을 추진하고 있다. 전통적인 채널의 성장은 힘들겠지만, 월마트가 제공하는 식품 라인업이 고객 트래픽을 유지할 것이며, 비용 측면의 경쟁력은 향후 자동화 및 인프라 투자를 뒷받침할 것으로 전망한다. 저가전략-저비용 구조를 통한 규모의 경제 효과로 대표되는 월마트의 본질적 경쟁력은 아직도 업계 최강이다.

새로운 변화 시도, 그 성과가 가시화되고 있다

월마트가 추구하는 새로운 전략은 오프라인 매장은 유지하면서도 IT기술로 쇼핑의 만족도를 높이겠다는 것이다. 커브사이드 픽업 서비스는 온라인으로 주문하고 고객이 매장에 와서 상품을 픽업하는 방식으로 무게에 따라 다른 할인율을 적용하여 현재 미국에서 큰 성공을 거뒀다. 미국에 많은 오프라인 거점을 가지고 있는 월마트만 가능한 전략이며 특히 코로나19 사태로 매장을 방문하지 않고 온라인으로 주문하고 바로 픽업을 할 수 있다는 점에서 큰 호응을 얻었다.

무료 배송 서비스를 포함한 다양한 혜택을 제공하는 월마트 플러스 멤버십(Walmart+)과 지역 상인들의 배송 서비스를 전담하는 고로컬 등도 월마트가 도입하고 있는 새로운 서비스다. 월마트 플러스의 가입자는 1년만에 약 3,200만 명을 기록했다(20년 9월 시작). 월마트 플러스에 가입하기 위해선 1년에 98달러, 또는 매달 12.95센트를 내야 한다. 이는 아마존 프라임보다 다소 낮은 가격대다. 아마존 프라임의 가입비는 1년에 119달러이며 매달 내면 12.99달러다. 월마트 플러스에서 제공하는 주요 서비스에는 35달러 이상 구매시 무제한 무료 배송, 월마트 모든 제품 배송(식료품 포함), 매장 인근 주유소 할인, 월마트 약국 할인, 회원전용 계산대 및 스캔

&고 서비스 등이 있다. 아마존프라임 서비스와 비슷하지만, 연회비가 98달러로 아마존(119달러)보다 저렴한 데다 미국 전역의 2,700여 개 물류센터를 통해 아마존보다 빨리 배송하고 있다. 다만, 아마존 프라임 회원은 무료 배송뿐만 아니라 영화와 음악, 게임, 전자책 대여 등 서비스를 받을 수 있다. 월마트는 공격적인 마케팅을 통해 회원수만 많이 확보한 뒤 제대로 대응하지 못하는 것이 아니라 소비자가 더 좋은 경험을 할 수 있도록 하는 데 초점을 맞추고 있다.

마켓플레이스 강화를 위한 쇼피파이와의 파트너십을 체결했으며, 협력 시스템 구축이후 쇼피파이 플랫폼을 사용하는 수천 명의 셀러들이 월마트 마켓플레이스에 유입됐다. 월마트는 쇼피파이 등과의 협력을 통해 뒤쳐져 있는 마켓플레이스 시장에서 미국내 3대 사업체로 자리잡겠다는 계획이다. 아마존 대비 취급하는 상품 수가 적었던 월마트는 상품의 입고, 보관, 포장, 출고, 배송, 교환 그리고 반품 등 모든 과정을 대신 처리해 주는 풀필먼트 서비스를 제공하면서 월마트 몰에서 판매하는 셀러들을 유입시키고 있다. 또한 쇼피파이와 파트너쉽을 맥저 쇼피파이의 고객들이 월마트 몰에서 물건을 판매할 수 있도록 지원하고 있다.

최근 중소기업 셀러들을 위한 온라인 광고 플랫폼 구축을 위해 썬더 인더스트리의 온라인 광고 기술을 인수했으며 미래 글로벌 전자상거래의 점유율 상승이 기대된다. 월마트는 이미 미국 전역에 충분한 거점들이 확보되어 있어 신선식품 부문에서의 강점이 지속될 전망이다. 21년 5월 이마케터가 집계한 미 전자상거래 시장 점유율에서 월마트는 5.8%로 이베이(4.5%)를 제치고 처음 2위에 올랐다. 1위 아마존(38%)엔 크게 뒤지지만 월마트는 기존 오프라인 자산을 발판으로 새로운 가치를 창출해 경쟁력을 확보했다.

도표 22. 월마트가 추진중인 신규 서비스

신규 서비스	서비스 내용
커브사이드 픽업	온라인 주문후 드라이브 스루로 물품 인수
월마트 플러스	무제한 무료 당일배송 앞세운 회원제 서비스
드라이브인 극장	매장 야외 주차장을 드라이브인 극장으로 변경
특별 쇼핑 시간 운영	고위험군 고객 전용으로 비접촉운영
월마트 슈퍼센터	의료, 송금 이용. 모임 등이 가능한 매장
드론 시범배송	식료품, 생활용품 등을 자동화 드론으로 배송

자료: Walmart, DB금융투자

도표 23. 월마트 이커머스 시장점유율 상승, 반격의 시작

(단위: %, 십억 USD)

2019년	시장점유율	2021년	시장점유율	금액기준
아마존	47.0	아마존	40.4	367
이베이	6.1	**월마트**	**7.1**	**65**
월마트	**4.6**	이베이	4.3	39
애플	3.8	애플	3.7	34
홈디포	1.7	베스트바이	2.2	20
베스트바이	1.3	타겟	2.2	20
코스트코	1.3	홈디포	2.2	20
웨이페어	1.3	크로거	1.7	15
메이시	1.2	코스트코	1.6	15
기타	31.7	기타	36.8	315

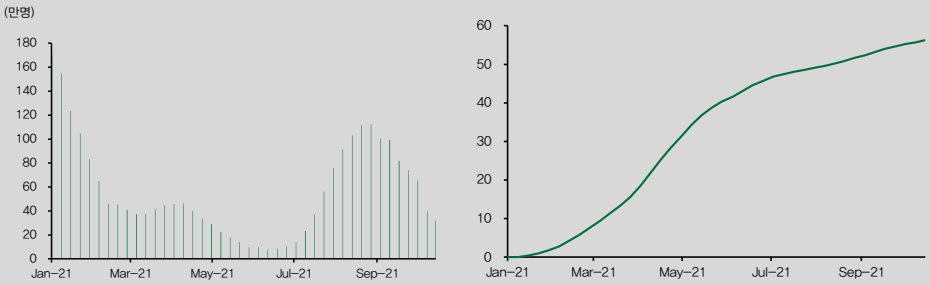
자료: 언론보도, DB금융투자

방어적 기능과 함께 리오프닝 수혜가 기대된다

글로벌 주식시장에서 테이퍼링과 인플레이션 우려로 경기 방어주에 대한 관심도 높아지고 있다. 월마트는 대표적인 경기 방어주이며 최근 오프라인과 함께 이커머스 부문의 성공적인 확장이 지속되고 있다. 델타 변이 바이러스의 확산으로 소비 심리 위축 우려가 생기고 있지만, 소비자들의 소비 패턴은 팬데믹 이전으로 회귀할 움직임을 보이고 있다. 미국의 리오

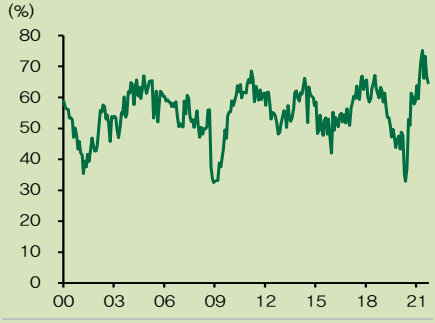
프닝 추세 속에서 월마트의 하반기 실적 모멘텀은 견고하게 유지될 것으로 전망한다. 하반기 미국 내 실업률 하락과 임금 상승 추세와 지난해 코로나19로 인한 매장 영업시간 단축 운영 등의 기저 효과를 감안했을 때 양호한 이익 모멘텀은 지속될 것으로 전망된다. 연말 쇼핑 시즌에 미국에서는 글로벌 공급망 교란에 따른 재고/인력 부족 상황이 발생될 우려가 있지만, 월마트는 경쟁업체보다 이에 대한 대비를 해왔다. 높은 수준의 재고를 확보한 상태이며 항만 접근성 및 화물선 장기 계약 · 전세 화물선 규모 면에서 경쟁업체보다 우위를 점했으며 임금 인상으로 인력 유출에도 대비했다. 월마트의 안정적인 사업모델은 꾸준한 잉여현금흐름을 만들어 내고 있다. 델타 변이 바이러스의 확산과 테이퍼링 부담 등으로 시장 변동성이 확대된 구간에서 변동성을 낮추고자 하는 투자자에게 좋은 투자 대안이 될 것으로 전망한다. 월마트가 구축하고 있는 강한 펀더멘탈과 안정적 실적 개선 가능성을 감안할 때 수년간 지속되어온 주가 Underperfrom이 점차 마무리될 수 있을 것으로 전망한다.

● **미국 2021년 주간 코로나 확진자 동향과 백신 접종완료자 동향**



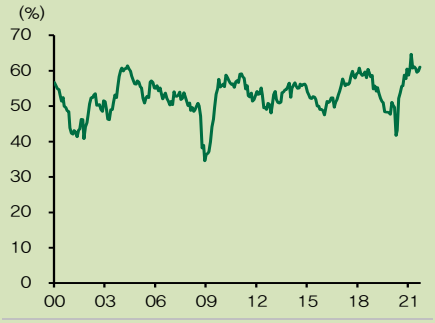
자료: WHO, Our World in Data, DB금융투자

ISM 제조업지수



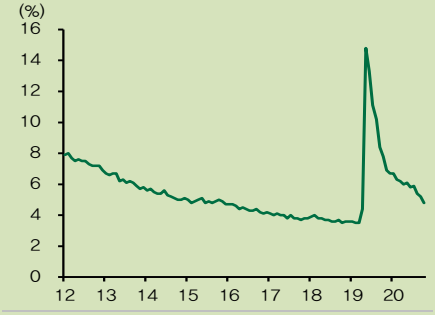
자료: 통계청, DB금융투자

US PMI



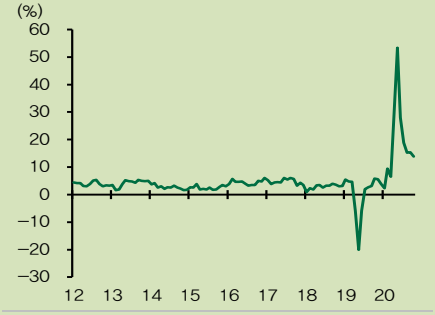
자료: 통계청, DB금융투자

미국 실업률



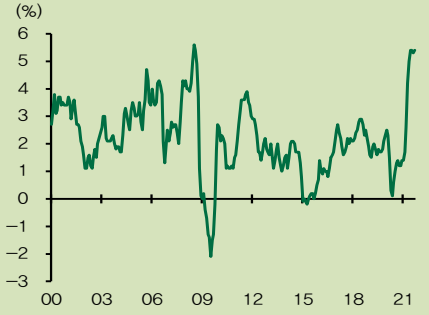
자료: 통계청, DB금융투자

미국 소매판매 증가율



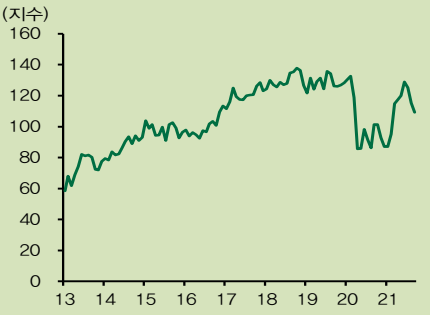
자료: 통계청, DB금융투자

미국 소비자물가 상승률



자료: 통계청, DB금융투자

컨퍼러스보드 소비자신뢰지수



자료: 통계청, DB금융투자

Ⅳ. 한국 유통, 임플리케이션 정리

한국적 유통업의 특성상, 완전한 오프라인 소멸은 없다

미국은 백화점 등 유통업체가 제조업체로부터 직접 상품을 매입한다. 상품이 팔리지 않을 경우 유통업체가 재고를 부담하게 된다. 유통되는 상품을 직접 구입하고 재고까지 책임지는 직매입 백화점이 일반적이며 이들은 큰 폭의 할인을 해서라도 재고를 줄여야 한다. 직매입 백화점은 전문 MD(Merchandiser)들이 고객들이 선호하는 제품을 직접 도입하고, 백화점이 직거래를 하기 때문에 가격 거품이 없다는 장점이 있다. 직매입 백화점은 미국과 유럽에서는 보편화된 백화점 유통 방식으로, 미국의 메이시스(Macys) 백화점은 PB를 포함해 직매입 비중이 40% 이상이며, 영국의 막스앤스펜서(Marks&Spencer)는 전체 상품이 자체 상품이다.

반면 우리나라의 기존 백화점들은 매장을 임대하고 일정 비율의 수수료를 받는 운영 방식이다. 재고 부담도 제조업체가 부담한다. 특정매입거래는 유통업체가 납품업자로부터 상품을 외상으로 매입해서 판매한 뒤 남는 재고상품을 반품한다. 이는 대형백화점이 납품업자들과 서면 약정없이 신/구 상품 교체를 이유로 판매되지 않은 제품들을 반품 처리하는 불공정거래 행위로 악용되어 문제가 되어왔다. 여기에는 포기김치, 콩나물, 깐양파 등 유통기한이 짧아 재판매가 불가능한 식품류도 포함되어 있다. 공정거래위원회에 따르면 대형유통업체들은 특정매입거래에서 상품의 판매촉진과 관련없는 비용인 판매시점관리(Point Of Sales, POS) 사용료를 관행적으로 부과기준 등에 대한 어떤 약정없이 납품업자에게 부담하게 한 뒤, 납품업자의 상품대금에서 공제하는 방식으로 이득을 취해왔다.

도표 24. 한국의 백화점 매출 구분

거래형태	주요 내용
특정매입거래	백화점이 상품을 외상매입하여 판매하고 판매대금에서 일정율의 마진을 공제하고 매입대금을 지급하며, 재고품 반품・판매활동은 입점업체가 부담하는 거래 형태
직매입	대규모소매업자가 납품업자로부터 직접 상품을 매입하여 판매하는 거래형태
임대을	점포임차인이 백화점의 매장 일부를 임차하여 사용하고, 매출에 대비한 마진(수수료)을 부과하는 거래형태(스낵, 푸드코트, 액세서리, 음반 등)
임대갑	점포임차인이 백화점에 백화점의 매장 일부를 임차하여 사용하고 백화점에 매월 임대료를 납부하는 거래형태(안경, 보석, 병원 등)

자료: DB금융투자

도표 25. 백화점 특정매입계약의 특징

구분	특정매입계약의 주요 내용
상품대금의 지급	최종소비자에게 판매되면 마진을 공제 후 지급
판촉사원의 파견	백화점에 납품 된 자사제품의 판매는 납품회사 부담으로 파견한 판촉사원이 수행. 직매입의 경우는 판촉사원 파견을 금지하고 있으며, 파견시 비용을 백화점에서 부담하도록 하고 있음(직매입 표준계약 12조)
백화점 마진율 확정	백화점은 납품업체의 판촉사원이 소비자에게 판매한 상품의 소비자판매가를 기준으로 사전 확정된 마진율을 수취
광고활동 및 비용 부담	백화점이 시행하는 단체광고, 판촉활동 등에 소요되는 비용을 수익자부담 원칙에 따라 납품회사가 일부 분담. 쇼핑백, 포장지 제작 등 부수 광고판촉물품 등도 백화점과 협의하여 납품회사가 부담하고 있음
인테리어 비용	납품회사 백화점 매장의 인테리어 공사비용은 납품회사의 부담으로 하며 중도 해지하는 경우 적정가액을 보상
재고품 반품할 수 있는 조건	판매되지 않은 재고에 대해서는 판매점에서 매입대금에 대한 지불이 이루어 지지 않으며 판매점에 납품되는 상품은 계절과 유행의 주기가 매우 단기간이므로 특별한 제약 없이 전량 반품처리
사후관리	최종 소비자에게 판매된 상품에 대한 교환, 환불 등의 책임은 입점업체에게 귀속

자료: DB금융투자

미국은 하나의 주가 특정 나라의 전체 면적일 정도로 크다. 자연스럽게 유통의 원활한 수급이 어렵다. 대형 매장들은 매년 초에 그 해에 판매할 상품들을 대량으로 재고 비축한다. 미국에서는 비싼 배송비와 인건비를 부담하면서 재고를 보유하는 것보다 재고 상품을 50~90% 할인해서라도 고객에게 파는 것이 더 유리하기 때문에 블랙프라이데이와 같은 행사가 가능하다. 미국은 인건비와 배송비가 비싸다. 재고를 떠안고 있는 것 자체가 모두 비용이다. 특히 다음해 구입 목록들이 확정되면 재고 창고를 비워야 하니 배송비 부담 없이 고객에게 싸게 물건을 파는 것이 합리적이다.

미국에서 연말 블랙프라이데이는 자연스러운 현상이지만, 한국은 일일 생활권이라고 할 만큼 좁은 땅이며 미국처럼 한번에 재고를 비축할 필요가 없다. 유통업체는 판매되는 상황에 따라 주문한다. 재고가 남더라도 급하게 처리할 이유가 없다. 백화점이나 브랜드 매장에 맞는 사이즈가 없는 경우 직원은 네트워크를 통해 해당 사이즈가 있는 다른 매장을 찾아낸다. 주문만 하면 집까지 옷이 공짜로 배달된다. 값싼 배송료는 원활한 유통 수급을 가능하게 한다. 기업들은 재고 처리에 집중할 이유가 없으니 블랙프라이데이는 필요없다. 할인율도 자기 마진에서 깎아줘야하고 상품의 질도 낮을 수 밖에 없다.

미국의 국토면적은 한국의 98배다. 남한의 국토면적은 미국 버지니아 정도이며, 1제곱 km당 인구수는 미국의 15배 수준으로 많다. 특히 서울, 경기도, 인천 등 수도권 지역이 전체 대한민국 국토 면적에서 차지하는 비중은 11.8%에 불과하지만 수도권 인구(2,603만명)가 전체 인구에서 차지하는 비중은 50%가 넘는다. 미국에서 아마존이나 월마트가 전국적인 물류망과 풀필먼트를 갖춰야하는 것과 비교해서 한국에서 물류나 유통을 장악하려면 우선적으로 수도권에만 집중적으로 투자하면 된다. 이는 수도권 지역에 물류 거점이 될 수 있는 땅을 가지고 있고 일정 부분 적자를

감수할 수 있는 자본력을 갖출 수 있다면 생각보다 쉽게 익일배송, 새벽 배송을 할 수 있음을 의미한다.

도표 26. 미국과 한국 유통의 본질적 차이, 국토면적에서 온다



자료: 구글, DB금융투자

도표 27. 미국 VS 한국 국토면적 및 인구수

(단위: 제곱 km, 만명, 명)

	미국	버지니아	한국
국토면적	9,826,675	110,786	100,210
인구수	33,061	826	5,167
1제곱 km당 인구수	34	75	516

자료: 네이버, DB금융투자

도표 28. 한국, 수도권 면적과 인구수

(단위: 제곱 km, 만명, 명)

	인구수	인구수비중	면적	면적비중	1제곱 km당 인구수
전체인구수	5,167	100	100,210	100	516
서울	954	18.5	605	0.6	15,772
경기	1,354	26.2	10,195	10.2	1,328
인천	294	5.7	1,063	1.1	2,768
수도권합산	2,603	50.4	11,863	11.8	2,194

자료: 통계청, DB금융투자

쿠팡은 2020년말 기준 30개 이상의 도시에 100개 이상의 물류관련 시설을 확보하고 있고 우리나라 인구의 70%가 쿠팡 물류시설에서 11km 이내에 있다고 한다. 이와 비교해서 미국의 경우 월마트 매장 부근 10마일(16km)안내 미국인의 90%가 위치해 있다고 한다. 쿠팡이 도심형 밀집지역에 더 촘촘해 물류센터를 구축하고 있기 때문에 미국의 아마존 같은 사업자보다 사업전개상 유리하고 더 가치가 있다는 주장이 있다. 그러나, 이는 인구가 밀집된 수도권내에 월마트와 같은 형태의 옴니 서비스망을 구축할 수 있는 자금 여력이 풍부한 오프라인 유통 사업자가 우리나라에는 너무 많다는 점을 간과한 것이라고 생각한다.

도표 29. 이마트 쓱닷컴 VS 쿠팡 배송 능력

	이마트 쓱닷컴	쿠팡
PP센터(pickin&packing)	110개	없음
물류센터	3곳	110여개
일일물류소화 능력	47.9만 박스	330만 박스

자료: DB금융투자

국내 유통에서 수익성만 문제 삼지 않는다면 마켓컬리의 새벽배송이나, 쿠팡의 익일배송은 충분히 따라할 수 있다. GS리테일 등 근거리 유통채널을 확보하고 있는 업체에게 있어서 퀵배송 능력까지 갖추고 있다. 국내 유통시장에서 단지 풀필먼트와 커머스만으로 강력한 락인 효과를 창출하기는 어렵다고 판단한다. 이러한 이유로 국내 유통업종에서 당분간 치열한 배송 경쟁과 이커머스 시장에서의 경쟁 심화에 따른 수익성 악화 가능성이 상존하며 투자자들의 유통업종에 접근이 트레이딩 측면에서 이뤄지는 것을 피할 수 없을 것으로 판단한다. 다만, 기존 오프라인 유통업체는 수도권 등 핵심상권에 토지를 보유하고 있으며, 막대한 자본과 현금을 쌓아놓고 있으며 지금도 막대한 규모의 영업 활동 현금 흐름을 창출하고 있다. 옴니채널로 전환할 수 있는 핵심 지역 오프라인 매장 보유하고 자본력이 풍부한 신세계, 이마트, 현대백화점 등의 가치를 쿠팡, 마켓컬리 대비 지나치게 폄훼할 이유는 없을 것이다.

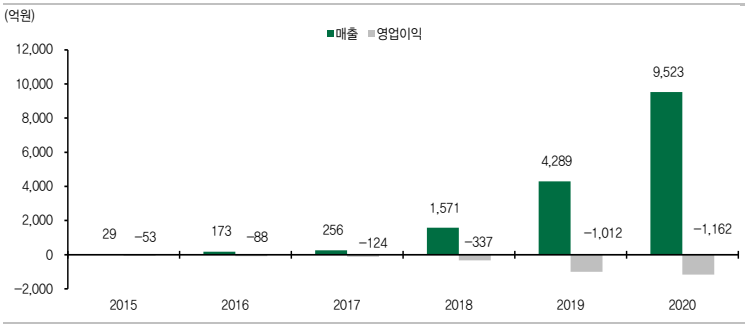
도표 30. 쿠팡 손익계산서

(단위: 억원)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	1H21
매출액	3,485	11,338	19,159	26,846	43,546	71,531	139,236	98,141
매출원가	1,892	9,891	15,263	21,665	41,428	59,500	115,830	82,422
일반관리비	2,808	6,917	9,549	11,570	13,398	19,236	28,911	24,555
영업손실	-1,215	-5,470	-5,653	-6,389	-11,280	-7,205	-5,504	-8,837
OP%	-34.9	-48.2	-29.5	-23.8	-25.9	-10.1	-4	-9
기타손익	21	202	42	-324	-142	-38	-610	-40
금융수익	28	204	181	94	193	504	356	32
금융비용	7	2	139	418	335	542	966	347
세전이익	-1,194	-5,261	-5,618	-6,735	-11,423	-7,240	-6,145	-9,198
당기순이익	-1,194	-5,261	-5,618	-6,735	-11,446	-7,232	-6,145	-9,198
지배순이익	-1,194	-5,253	-5,618	-6,735	-11,446	-7,337	-6,359	-9,198

자료: 쿠팡, DB금융투자

도표 31. 마켓컬리 매출 및 영업적자 추이



자료: 언론보도, DB금융투자

리오프닝 수혜, 한국이 더 강할 수 있다.

미국의 인구대비 누적 확진자 수 비율은 13.8%이며 한국의 경우 0.7% 수준이다. 치명률은 미국의 경우 1.6%, 한국은 0.8%수준이며 백신 2차 접종률은 미국이 50%중반에 머물고 있는 반면 한국은 70%를 넘었다. 그럼에도 불구하고 한국의 경우 아직 거리두기 4단계의 강한 방역 정책이 계속되고 있고 미국의 경우 주별로 차이는 있지만 대체로 완화되어 있다. 한국 정부는 긴급재난지원금 지급 이후에도 강한 소비활성화 정책을 추진하고 있으며 11월 사회적 거리두기 완화가 시행될 경우 그동안 억눌렸던 서비스업과 내수 소비는 시장의 예상보다 강한 반등을 보일 것으로 전망한다.

도표 32. 미국 VS 한국 펜데믹 상황 (단위: 만명, %, 명)

	미국	한국
누적확진자수	45,997	346
(전체 인구대비)	13.8	0.7
누적 사망자수	749	2.7
(치명률)	1.6	0.8
1일 확진자수	241	1.6
백신 1차 접종률	65.1	79.4
백신 2차 접종률	56.3	70.1
현재 방역상황	주별 방역 단계 천차만별	거리두기 4단계

자료: 보건복지부, DB금융투자

도표 33. 미국, 한국 코로나 방역현황

미국	한국
일부 주, 야외마스크 의무화 중단 및 야외공연 허용	7월부터 거리두기 수도권 거리두기 4단계, 비수도권 3단계. 4인 이상 사적모임 금지, 실내영업시설 10시 영업제한
캐나다, 멕시코 백신접종 외국인 입국 전면 허용	10월 15일 백신접종자 포함 8인 사적모임 허용
뉴욕, 캘리포니아 등 7개 주, 실내영업장 출입에 한해 백신패스	11월 단계적 일상회복 추진

자료: DB금융투자

도표 34. 2021년 2차 추가경정 예산(7월 24일 국회의결) (단위: 조원)

	정부안	국회 확정
총규모	33.0	34.9
1. 코로나19 피해지원(3종 패키지)	15.7	17.3
– 소상공인 피해지원	3.9	5.3
– 코로나 상생 국민 지원금	10.4	11
저소득층 소비플러스 자금	0.3	0.3
– 상생지원금(신용카드캐시백)	1.1	0.7
2. 백신, 방역 보강	4.4	4.9
3. 고용 및 민생안정 지원	2.6	2.5
– 고용 조기 회복 지원	1.1	0.8
– 청년 희망사다리 패키지	1.8	1.7
4. 지역 경제 활성화	12.6	12.6
– 지역상권, 농어가 지원	0.4	0.4
– 지방재정 보강	12.2	12.2

자료: 행정안전부, DB금융투자

기획재정부의 하반기 경제정책 방향 자료에 제시된 2022년 경제 성장률 전망자료를 보면 내년의 국내 경제 성장은 내수 회복을 중심으로 전개 가능성이 높다. 수출 증가율은 2021년 18.5%에서 2022년 3.8%중반으로 둔화되고 민간소비는 이연된 소비 분출이 본격화되면서 위기 이전 수준을 회복할 것으로 전망된다(민간소비 증가율 19년 2.1%, 20년 -5.0%, 21년(E) +2.8%, 22년(E) +3.5%). 생산가능인구 감소에도(22년(E) -24.6만명) 서비스업 고용이 본격적으로 회복되면서 고용은 21년대비 25만명 증가할 것으로 예상되고 있다.

도표 35. 기획재정부, 2021년~22년 국내 경제성장률 전망

(단위: %)

	2020년	2021년(예상)		2020년(전망)
		수정후	기존	
경제성장률	-0.9	4.2	3.2	3.0
취업자증감(만명)	-21.8	25	15	25
- 고용률(15~64세)	65.9	66.4	65.9	66.8
소비자물가	0.5	1.8	1.1	1.4
경상수지(억불)	753	770	630	660
- 수출(전년대비)	-5.5	18.5	8.6	3.8
- 수입(전년대비)	-7.1	22.4	9.3	3.0

자료: 기획재정부, DB금융투자

도표 36. 기획재정부, 2021년~22년 경제전망 상세 설명

	2021년 경제전망	2022년 경제전망
성장	정부 예상보다 빠르고 강하게 반등하며 4.2%성장 전망 위기前 GDP규모는 회복. 20~21년 평균 1.7%로 위기前 성장경로 복귀를 위해서는 정책적 노력 지속 필요. 내수는 거주자 국내소비, 취약부문 보강 정책으로 위기 이전 수준 회복 기대. 19년 민간소비 (국내+해외 소비) 894조원, 20년 849조원(-5.0%), 21년 +2.8%19년 거주자 국내소비 825조원, 20년 802조원(-2.8%), 21년 +2.8%이상	회복국면 이어져 3.0%성장 전망. 20~22년 평균성장률 2.1%로 위기前 잠재수준과 격차 축소. 98년 외환위기 당시 회복속도보다 빠름. 95~97년 평균 7.9%, 98~00년 평균 5.1%(65%회복)이었고, 17~19년 평균 2.8%, 20~22년 평균 2.1%(76% 회복)임. 내수는 이연된 소비 분출로 위기전 수준 회복. 민간소비는 19년 2.1%, 20년 -5.0%, 21E +2.8%, 22E +3.5% 전망. 수출은 높은 기저에도 신흥국 경기 회복으로 3.8%증가 전망
고용	최근 회복 속도가 빨라지는 가운데, 일자리 추가 지원 효과로 취업자수 25만명 증가 전망, 연간으로 작년 감소분(-22만명) 이상 회복 전망	생산가능인구 감소에도 서비스업 고용이 본격회되면서 21년과 동일한 +25만명 전망. 생산가능인구(만명) 18년 +7.4, 19년 -5.6, 20년 -23.1, 21년 -22.5, 22년 -24.6
물가	하반기 공급측 수급 여건 개선, 물가 안정 정책 노력 등으로 소비자물가는 1.8% 상승 전망. 국제유가, 기상여건 리스크 감안 물가안정목표 (2%) 관리	공급측 상승 압력 완화로 2021년보다 오름폭이 둔화되면서 소비자물가 1.4%상승. 본격적인 수요 회복으로 상방요인 작용
경상수지	상품수지 흑자, 서비스수지 개선으로 작년보다 소폭 확대된 770억불 흑자 전망. 수출 18.5%증가 (6,075억불), 수입 22.4%증가(5,725억불)	-

자료: 기획재정부, DB금융투자

도표 37. 실질 GDP성장률(전년대비)



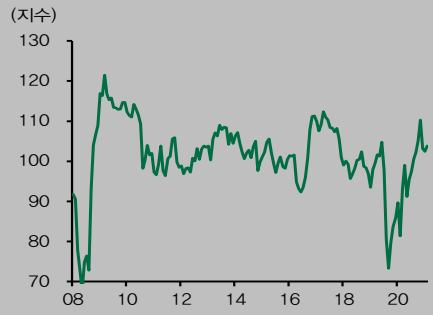
자료: 통계청, DB금융투자

도표 38. 실질 민간소비증가율(전년대비)



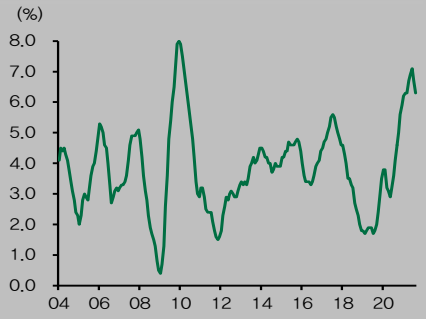
자료: 통계청, DB금융투자

도표 39. CSI지수(소비자동향지수)



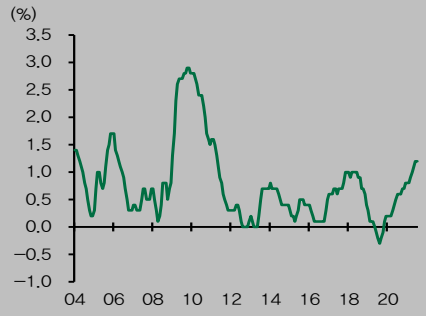
자료: 통계청, DB금융투자

도표 40. 경기선행지수 전년동월비



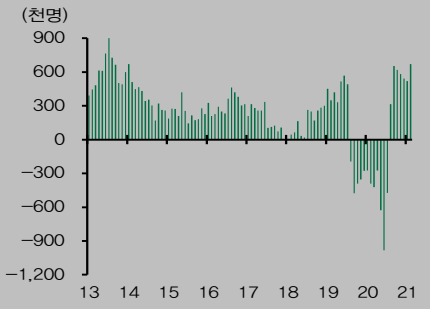
자료: 통계청, DB금융투자

도표 41. 장단기 금리차



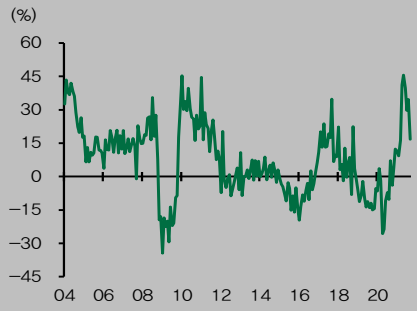
자료: 통계청, DB금융투자

도표 42. 취업자 증가 수



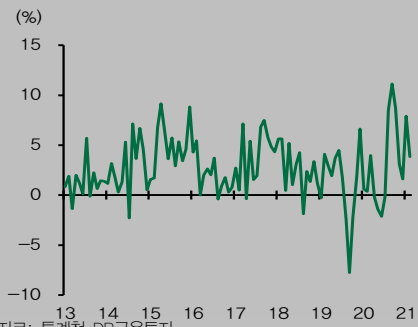
자료: 통계청, DB금융투자

도표 43. 수출증가율



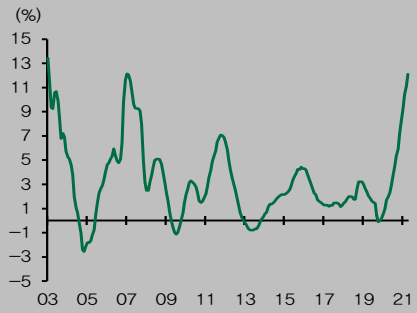
자료: 통계청, DB금융투자

도표 44. 소매판매증가율



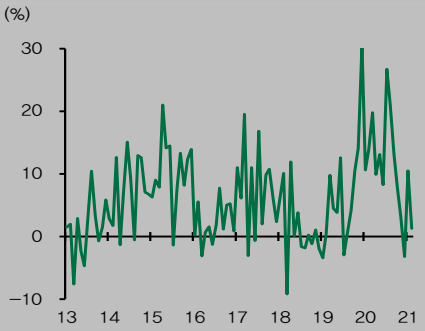
자료: 통계청, DB금융투자

도표 45. 주택매매가격 상승률



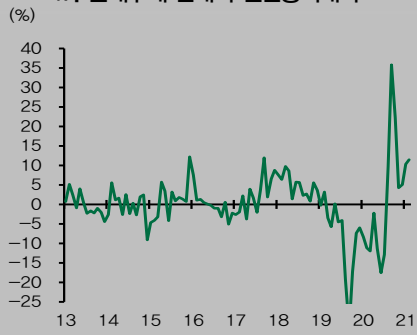
자료: 통계청, DB금융투자

도표 46. 내구재 판매액 전년동월대비



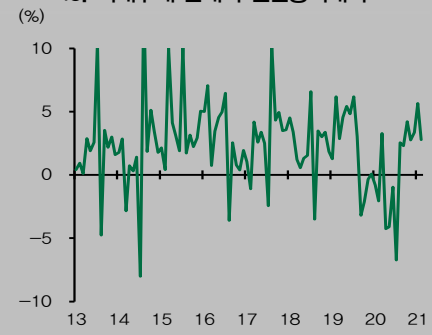
자료: 통계청, DB금융투자

도표 47. 준내구재 판매액 전년동기대비



자료: 통계청, DB금융투자

도표 48. 비내구재 판매액 전년동기대비



자료: 통계청, DB금융투자

한국 유통업, Valuation 정말 싼가?

미국 유통기업과 비교할 때 Valuation측면에서 국내 유통기업은 높은 EPS성장율 대비 낮은 PER을 적용받고 있다. 펜데믹에 따른 사회적 거리두기가 미국보다 더 심하게 오랫동안 지속됐기 때문이라고 판단한다. 펜데믹 완화와 소비회복으로 2022년 이마트, 현대백화점, 신세계 등 한국 유통기업의 실적은 견고한 흐름을 보일 것으로 전망한다. 오프라인 유통이 쉽게 망하지 않는다면 내수 반등시 저렴해진 이마트, 현대백화점, 신세계 등 한국 오프라인 유통기업의 주가는 월마트와 같은 방향성을 보일 수 있을 것으로 추정한다.

PBR기준 한국 유통기업은 절대 저평가로 보이지만, 사실 장기간 지속되어온 구조적 ROE하락을 감안시 어느정도 저평가는 불가피했다. 10년 이상 지속된 가치하락의 함정에서 벗어나려면 지속 가능한 ROE회복이 필요하다. 이를 위해서라면 이제 국내 유통기업은 2005년 당시의 월마트의 경쟁력을 영혼없이 반복적으로 벤치마킹하기 보다는 지금의 미국 유통시장의 변화에 주목해야할 것으로 판단한다. 과도하게 비대해진 자본을 줄이거나(부동산 매각, 현금 배당확대, 적극적 M&A), 성공적인 옴니채널 전환을 통한 고객 락인 효과를 보여줄 수 있어야할 것으로 판단한다.

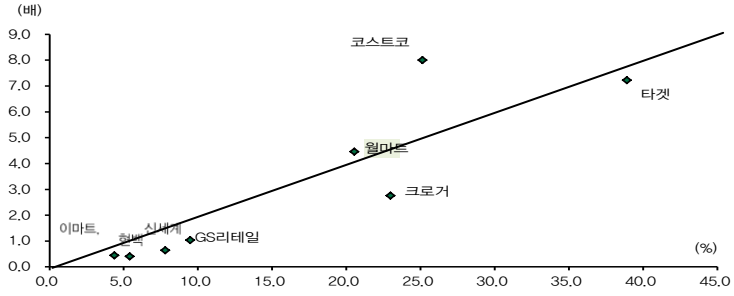
도표 49. 한국, 미국 유통기업 밸류에이션 비교

(단위: %, 배)

		이마트	현대백화점	신세계	GS리테일	Walmart	Kroger	Costco	Target
영업이익률(%)	2020	1.1	6.0	1.9	2.8	4.0	2.1	3.4	7.0
	2021E	1.7	9.1	8.4	2.6	4.7	2.7	3.5	8.4
	2022E	2.1	9.6	8.6	3.3	4.7	2.7	3.5	8.1
P/E(배)	2020	12.2	22.5	적자	15.8	25.6	9.9	36.5	19.2
	2021E	6.7	9.7	10.9	14.9	22.9	11.8	38.8	19.7
	2022E	10.5	7.7	8.3	11.8	21.9	12.0	35.4	19.5
ROE(%)	2020	3.7	1.7	-2.9	7.5	17.4	28.1	27.9	33.3
	2021E	7.7	4.5	6.5	7.5	19.3	25.6	26.5	42.6
	2022E	4.4	5.4	7.8	9.5	20.5	23.0	25.1	38.9
P/B(배)	2020	0.5	0.4	0.7	1.2	4.9	2.7	11.3	6.3
	2021E	0.5	0.4	0.7	1.1	4.8	3.0	9.7	8.2
	2022E	0.4	0.4	0.6	1.0	4.5	2.8	8.0	7.2
EV/EBITDA(배)	2020	8.6	8.6	11.7	6.3	12.3	7.0	22.5	10.4
	2021E	8.0	6.9	7.8	8.1	11.8	5.9	21.9	11.5
	2022E	7.4	6.0	7.4	7.6	11.4	5.9	20.0	11.5

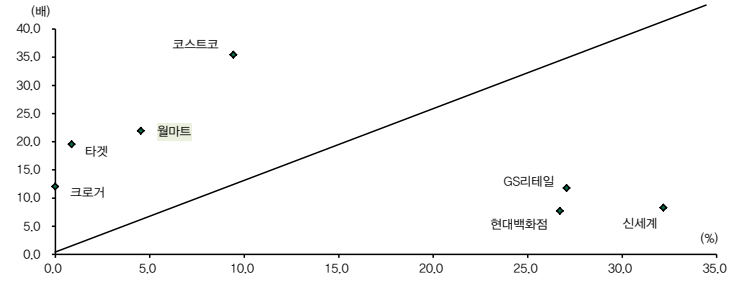
자료: DB금융투자, 20일 종가 기준
* Walmart, Kroger, Target은 1월 결산 법인으로 2022E는 2021.2~2022.1을 의미
Costco는 8월 결산법인으로 22E는 2021.9~2022.8을 의미
Amazon은 12월 결산법인으로 22E는 2021.1~2021.12을 의미

도표 50. 한국, 미국 오프라인 유통기업 ROE, PBR



자료: DB금융투자 * 2022년 컨센서스 예상 실적 기준

도표 51. 한국, 미국 오프라인 유통기업 EPS성장률, PER



자료: DB금융투자 * 2022년 컨센서스 예상 실적 기준

대차대조표

9월 결산(백만달러)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	**57,689**	**59,664**	**61,897**	**61,806**	**90,067**
현금및현금성자산	6,867	6,756	7,722	9,465	17,741
매출채권및기타채권	5,835	5,614	6,283	6,284	6,516
재고자산	43,046	43,783	44,269	44,435	44,949
비유동자산	**141,136**	**144,858**	**157,398**	**174,689**	**162,429**
유형자산	114,178	114,818	111,395	127,049	109,848
자산총계	**198,825**	**204,522**	**219,295**	**236,495**	**252,496**
유동부채	**66,928**	**78,521**	**77,477**	**77,790**	**92,645**
매입채무및기타채무	41,433	46,092	47,060	46,973	49,141
단기차입금및단기사채	3,920	9,662	7,830	8,241	5,296
비유동부채	**51,362**	**45,179**	**62,184**	**77,153**	**72,320**
사채및장기차입금	26,958	30,040	46,003	47,640	52,581
부채총계	**118,290**	**123,700**	**139,661**	**154,943**	**164,965**
자본금및자본잉여금	2,676	2,943	3,253	3,531	3,928
이익잉여금	89,354	85,107	80,785	83,943	88,763
자본총계	**80,535**	**80,822**	**79,634**	**81,552**	**87,531**

손익계산서

9월 결산(백만달러)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	**485,873**	**500,343**	**514,405**	**523,964**	**559,151**
매출원가	361,256	373,396	385,301	394,605	420,315
매출총이익	**124,617**	**126,947**	**129,104**	**129,359**	**138,836**
판관비	101,853	106,510	107,147	108,791	116,288
영업이익	**22,764**	**20,437**	**21,957**	**20,568**	**22,548**
EBITDA	**32,844**	**30,966**	**32,635**	**34,225**	**36,326**
영업외손익	**2,267**	**5,314**	**10,497**	**452**	**1,984**
세전이익	**20,497**	**15,123**	**11,460**	**20,116**	**20,564**
법인세비용	6,204	4,600	4,281	4,915	6,858
당기순이익	**13,643**	**9,862**	**6,670**	**14,881**	**13,510**
총포괄이익	**11,008**	**13,913**	**6,745**	**13,618**	**14,549**
EPS	**4.3**	**4.4**	**4.9**	**4.9**	**5.5**
증감률(%YoY)					
매출액	0.8	3.0	2.8	1.9	6.7
영업이익	-5.6	-10.2	7.4	-6.3	9.6
EPS	-5.9	2.3	11.1	0.4	11.2

현금흐름표

9월 결산(백만달러)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동현금흐름	**31,673**	**28,337**	**27,753**	**25,255**	**36,074**
당기순이익	13,643	9,862	6,670	14,881	13,510
비현금항목	**1,617**	**4,703**	**10,110**	**-286**	**3,440**
유형및무형자산상각비	10,080	10,529	10,678	10,987	11,152
영업관련자산부채변동	**6,333**	**3,243**	**295**	**-327**	**7,972**
매출채권의감소	-402	-1,074	-368	154	-1,086
재고자산의감소	1,021	-140	-1,311	-300	-2,395
매입채무의증가	1,021	-140	-1,311	-300	-2,395
투자활동현금흐름	**-13,896**	**-9,079**	**-24,036**	**-9,128**	**-10,071**
CAPEX	-10,619	-10,051	-10,344	-10,705	-10,264
투자자산의순증	-1,901	0	#N/A	#N/A	#N/A
재무활동현금흐름	**-19,072**	**-19,875**	**-2,537**	**-14,299**	**-16,117**
차입금의증가	-1,918	-5,585	12,088	3,585	-5,382
자본금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-6,216	-6,124	-6,102	-6,048	-6,116
기타재무활동	-967	-4,018	-1,060	-1,463	-1,670
현금의증가	**-1,747**	**-130**	**742**	**1,759**	**10,121**
기초현금	**8,891**	**7,144**	**7,014**	**7,756**	**9,515**
기말현금	**7,144**	**7,014**	**7,756**	**9,515**	**17,788**

주요 투자지표

9월 결산(달러, %, 배)	2017	2018	2019	2020	2021
주당지표(달러)					
EPS	4.6	4.3	4.4	4.9	4.9
BPS	25.5	25.5	26.4	25.2	26.4
DPS	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1
Multiple(배)					
P/E	14.5	15.4	24.1	19.5	23.2
P/B	2.6	2.6	4.0	3.8	4.3
EV/EBITDA	7.5	7.4	11.4	10.1	11.5
수익성(%)					
영업이익률	5.0	4.7	4.1	4.3	3.9
EBITDA마진	7.0	6.8	6.2	6.3	6.5
순이익률	3.0	2.8	2.0	1.3	2.8
ROE	18.1	17.2	12.7	8.9	20.2
ROA	7.3	6.8	4.9	3.1	6.5
ROIC	17.9	17.6	16.2	16.6	14.5
안정성및기타					
부채비율(%)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
이자보상배율(배)	11.7	10.9	10.2	11.1	9.1
배당성향(배)	42.8	45.6	62.1	91.5	40.6

자료: Bloomberg, DB금융투자

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
  본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

애널리스트 현황

DB금융투자 리서치센터



[리서치센터장]
장화탁
02)369-3370
mousetak@db-fi.com



[금융]
이병건
02)369-3381
pyrrhon72@db-fi.com



[IT총괄/전기전자]
권성률
02)369-3724
srkwon@db-fi.com



[글로벌크레딧]
유승우
02)369-3426
seyoo@db-fi.com



[음식료/유통]
차재헌
02)369-3378
imcjh@db-fi.com



[제약/바이오]
구자용
02)369-3425
jaykoo@db-fi.com



[채권/FX전략]
문홍철
02)369-3436
m304050@db-fi.com



[조선/기계/철강]
김홍균
02)369-3102
usckim10@db-fi.com



[반도체/IT소재장비]
어규진
02)369-3713
kjsyndrome@db-fi.com



[주식전략]
강현기
02)369-3479
hygkang@db-fi.com



[건설/건자재/부동산]
조윤호
02)369-3367
uhno@db-fi.com



[자동차/운송]
김평모
02)369-3053
pmkim@db-fi.com



[중국전략]
김선영
02)369-3438
tjs00dud@db-fi.com



[에너지/케미칼]
한승재
02)369-3921
sjhan@db-fi.com



[인터넷/게임/엔터]
황현준
02)369-3385
realjun20@db-fi.com



[경제]
박성우
02)369-3441
p3swo@db-fi.com



[뷰티/패션/생활용품]
박현진
02)369-3477
hjpark@db-fi.com



[미디어/통신서비스]
신은정
02)369-3458
ej.shin@db-fi.com



[퀀트/해외주식]
설태현
02)369-3709
thseol@db-fi.com



[비상장/IPO기업]
유경하
02)369-3353
last88@db-fi.com



[헬스케어/신성장산업]
유현재
02)369-3369
Jay.yoo@db-fi.com



[글로벌주식]
강대승
02)369-3437
bigwin92@db-fi.com



[비상장기업]
남기윤
02)369-3387
kqnam@db-fi.com



[핀테크]
정광명
02)369-3746
kmc92@db-fi.com



[연구원]
박경민
02)369-3446
gmpark@db-fi.com



[비상장기업]
이승우
02)369-3354
swlee@db-fi.com



[연구원]
김지은
02)369-3455
kje7335@db-fi.com



[연구원]
서재호
02)369-3431
wogh7082@db-fi.com



[2차전지소재]
정재헌
02)369-3429
kevinj@db-fi.com



[연구원]
조현지
02)369-3457
hyunji96@db-fi.com

DB금융투자

DB금융투자

본 사

본사 영업부	02) 369-3200	서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터	02) 3474-9000	서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
DB금융센터	02) 3011-5000	서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터 3층)
목동금융센터	02) 2636-6000	서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (한국루터회관1층)

경기지역

분당	031) 718-7000	경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천	032) 518-3434	인천광역시 부평구 길주로 633 (삼산메디캐슬 2층)
평촌	031) 382-6200	경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
진접	031) 572-4020	경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
화성향남	031) 366-0900	경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

대전 · 충청지역

대전	042) 522-6600	대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
청주	043) 253-9400	충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

부산 · 경상지역

남포	051) 242-6000	부산광역시 중구 구덕로 90 2층
부산	051) 515-6200	부산광역시 동래구 충렬대로 353 2층
센텀	051) 741-7200	부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (트럼프월드센텀아파트 2층)
양산	055) 388-0900	경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC마트 204호)
창원	055) 600-5500	경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
대구금융센터	053) 476-4000	대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

광주 · 전라지역

광주	062) 655-3400	광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
전주	063) 229-2211	전라북도 전주시 완산구 홍산로 254 (코튼빌딩 6층)

강원지역

원주	033) 765-9400	강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.