

글로벌 인터넷 (비중확대/Maintain)

2H21 전망: 진검 승부 시작

정용제, CFA
yongjei.jeong@miraeasset.com

송범용
bumyong.song@miraeasset.com



CONTENTS

I. Executive Summary	3
2H21 전망: 진검 승부 시작	3
세부 산업별 전망	3
2H21 추천 산업: 이커머스 광고 및 솔루션, F2P 게임	3
II. 세부 산업별 투자 전략	4
1. 전자상거래: 우려 대비 양호한 2H21, 중소 판매자 성장에 주목	4
2. 온라인 광고: 회복과 신규 추가 성장이 동시에	8
3. 게임: 새로운 수익 모델 부각	13
Top Picks 및 관심종목	16
알파벳 Alphabet (GOOGL US)	17
아마존 Amazon (AMZN US)	21
페이스북 Facebook (FB US)	25
페이팔 Paypal (PYPL US)	29
쇼피파이 Shopify (SHOP US)	33
우버 Uber (UBER US)	37
도어대시 DoorDash (DASH US)	41
액티비전 블리자드 Activision Blizzard (ATVI US)	45
로블록스 Roblox (RBLX US)	49
유니티 Unity (U US)	51

I. Executive Summary

2H21 전망: 진검 승부 시작

2Q21 이후 글로벌 인터넷 산업의 진검 승부가 시작 될 전망이다. 코로나19 영향 이후 2Q21 이후 미국을 중심으로 백신 접종률이 상승하며 본격적인 정상화가 시작될 것으로 예상되기 때문이다. 이에 따라 현재의 가파른 변화 (온라인 의존도 심화) 중 향후에도 '지속 가능'한 변화가 부각될 것으로 예상하며 이에 따른 투자 기회가 확대될 것으로 판단한다.

세부 산업별 전망

- 1) 전자상거래:** 2H21 전자상거래 시장은 중소 판매자 확대를 통한 카테고리 확대가 지속되며 정상화 우려 대비 양호한 성장이 예상된다.
- 2) 온라인 광고:** 2H21 온라인 광고 시장은 미진했던 카테고리의 회복과 쇼핑 광고 (Full Funnel)를 통한 추가 성장이 동시에 발생할 것으로 예상된다.
- 3) 게임:** 2H21 게임 시장은 정상화로 성장률 둔화가 예상되는 가운데, 일부 위주 (모바일, F2P)의 성장세가 부각될 전망이다.

2H21 추천 산업: 이커머스 광고 및 솔루션, F2P 게임

2H21 글로벌 인터넷 산업 중 이커머스 솔루션 (광고, 호스팅) 및 F2P 게임에 주목해야 한다. 코로나19 이후 존재하는 분명한 변화 ('뉴노멀')는 존재하지만 전반적인 정상화 우려로 인해 기대감이 낮아졌다고 판단하기 때문이다. 특히 1) 이커머스는 중소 판매자 위주의 구조적 성장에 주목해야 한다. 관련 기업으로는 알파벳, 페이스북, 페이팔, 쇼피파이와 도어대시 등이 있다. 또한 2) 게임 중에서는 전통 게임 대비 모바일 게임 관련 마케팅 및 신규 수익 모델 (플랫폼)에 주목해야 한다. 관련 기업으로는 로블록스, 유니티 등이 있다.

표 1. 미래에셋증권 글로벌 인터넷 2H21 추천 종목

기업명	티커	투자 의견	2H21 투자포인트
아마존	AMZN US	매수	- 2H21 양호한 전자상거래 시장. 쇼핑 광고의 본격적 성장과 클라우드 회복에 주목
알파벳	GOOGL US	Trading Buy	- 여행 등 코로나19 피해 업종의 본격적 회복. Buy On Google 등 쇼핑 광고 본격화
페이스북	FB US	매수	- 페이스북 Shops, 인스타그램 등 쇼핑 기능 본격화. 애플 IDFA 영향은 제한적
페이팔	PYPL US	매수	- 온라인 충성도 확대에 따른 신규 사용자 유입 확대. 후불결제, QR, 벤도 등 신규 기능 강화
쇼피파이	SHOP US	매수	- 중소판매자 유입의 최대 수혜. 멀티채널 (구글, FB, 틱톡, 월마트) 기반 거래금액 확대 지속
우버	UBER US	매수	- 2H21 차량 공유는 완전한 회복기 진입. 음식 배달은 정상화에도 고성장 지속 전망
도어대시	DASH US	매수	- 2H21에도 음식배달 사용 빈도 유지. 신규 가맹점 유입 및 카테고리 (생필품) 확대에 기인
로블록스	RBLX US	Not Rated	- 개발자 경쟁력 기반의 방대한 콘텐츠와 소셜 기능 기반으로 2H21 사용자 지속 상승 전망
유니티	U US	매수	- 게임 개발자 복귀 및 모바일 게임 내 광고 산업 확대에 인한 수혜

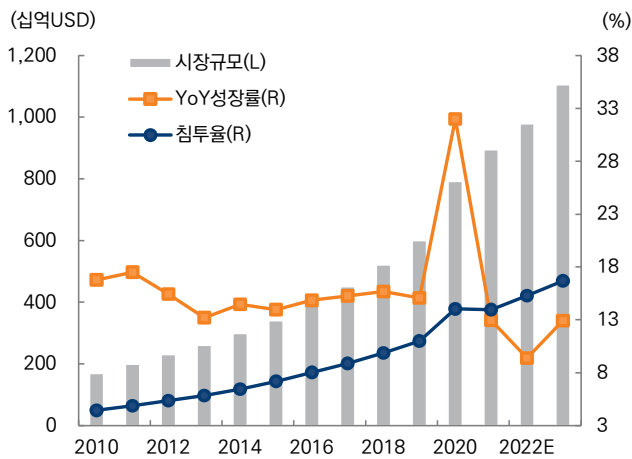
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 세부 산업별 투자 전략

1. 전자상거래: 우려 대비 양호한 2H21, 중소 판매자 성장에 주목

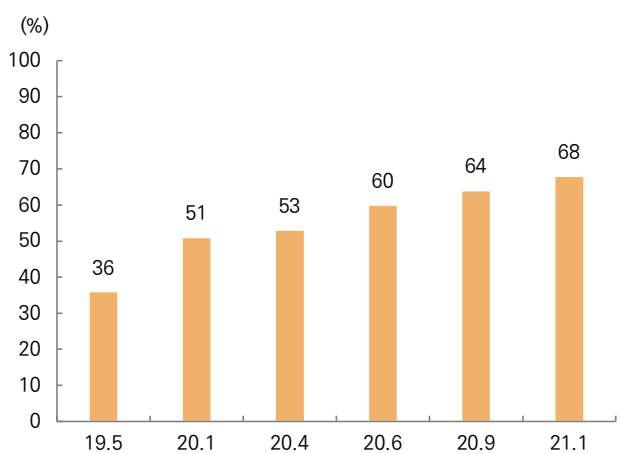
백신에 따른 정상화 우려에도 2H21 전자상거래 시장은 우려 대비 양호할 것으로 예상되며 특히 중소 판매자의 가파른 온라인화에 주목해야 한다. 그동안 온라인 판매를 하지 않았던 신규 중소 판매자의 진입으로 온라인으로 구매 가능한 품목 수가 가파르게 확대됨에 따라 전반적인 온라인 소비 빈도가 확대될 것으로 예상되기 때문이다. 이에 따라 정상화로 동일 품목에 대한 온라인 구매 빈도의 하락은 나타날 수 있으나 시장 전반적인 온라인 침투율을 가속화시키는 요인이다.

그림 1. 미국 전자상거래 연간 규모 전망



자료: 미국 통계청, eMarketer, 미래에셋증권 리서치센터

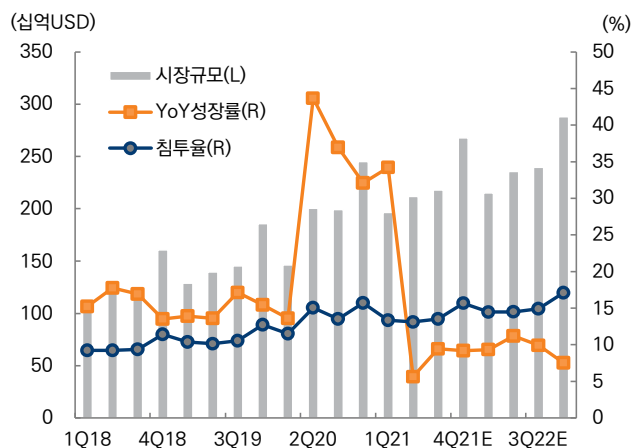
그림 2. 미국 중소 판매자의 모바일 앱 사용 비율



자료: Localogy, 미래에셋증권 리서치센터

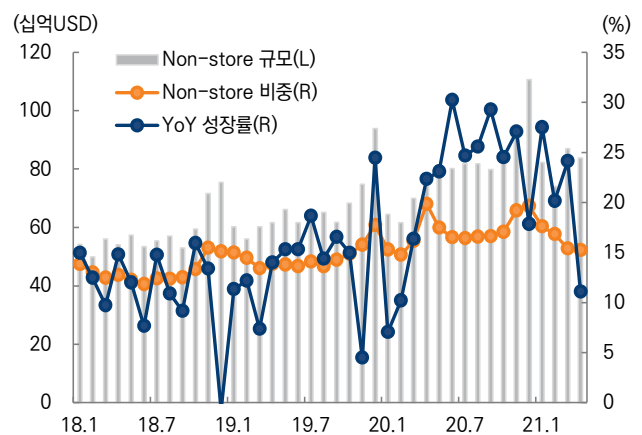
이미 1Q21 미국 전자상거래 시장은 정상화 기초 속에서도 지속되는 소비자의 온라인 충성도를 나타내고 있다. 1Q21 미국 전자상거래 성장률은 +34% YoY를 기록했는데 2Q20 고점 이후 지속적으로 하락한 YoY 성장률이 재반등했다. 3월 지급된 재난 지원금 효과뿐만 아니라 소비자의 온라인 의존도 확대 및 온라인 판매자 유입에 따른 판매 카테고리 확대에 기인한다. 이에 1Q21 소매 시장 침투율은 13.4% (+1.8ppt YoY) 기록했으며 향후 분기별 침투율 상승이 지속될 전망이다.

그림 3. 미국 전자상거래 시장 전망 (분기)



자료: 미국 통계청, eMarketer, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 미국 월별 소매 중 Non-Store 추이

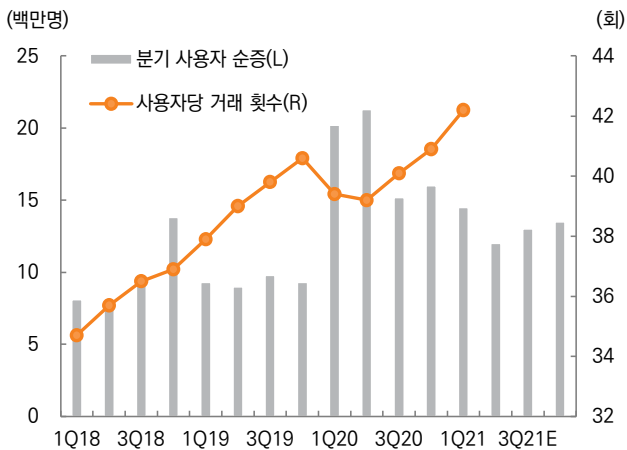


자료: 미국 통계청, eMarketer, 미래에셋증권 리서치센터

정상화 기조 속에서 소비자의 지속되는 온라인 충성도와 중소 판매자의 온라인화는페이팔과 쇼피파이의 1Q21 실적에서도 확인할 수 있다.

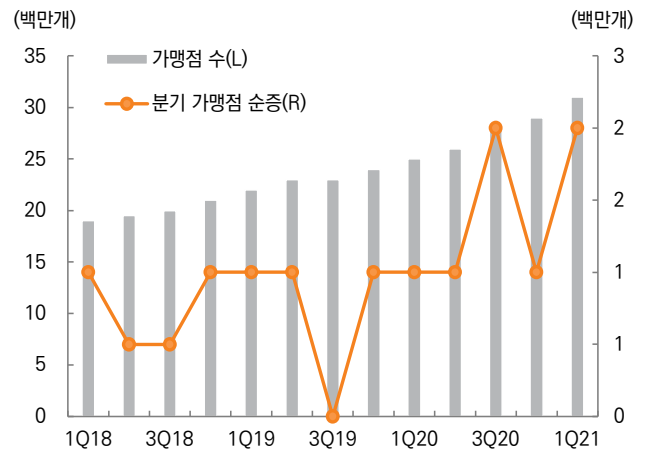
페이팔은 정상화 기조에도 1Q21 사용자가 392백만명 (+14.5백만명 QoQ)으로 증가했으며 2021년에는 54백만명의 증가 (2020년 +72백만명)가 예상된다. 특히 페이팔은 분기 순증 사용자가 축소되고 있지만 사용자 당 결제 건수는 오히려 증가했는데 이는 1) 페이팔 내 추가 기능의 사용 (벤모, QR코드, BNPL)과 2) 구매 카테고리 확대에 기인한다. 더구나 분기 순증 가맹점이 고성장이 지속한다는 점은 중소 판매자의 온라인화가 지속되고 있음을 의미한다.

그림 5. 페이팔 분기 사용자 순증 및 사용자당 거래 횟수



자료: 페이팔, 미래에셋증권 리서치센터

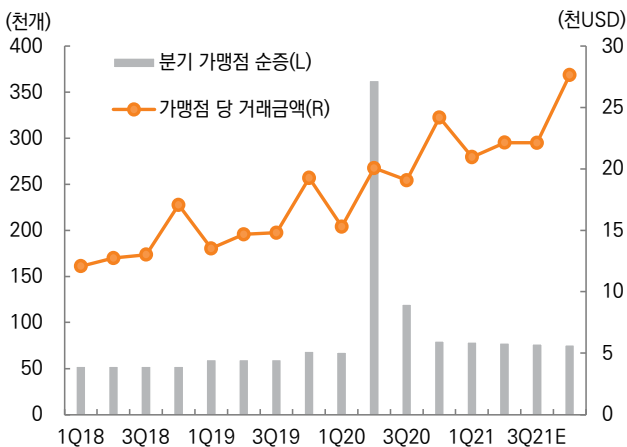
그림 6. 페이팔 분기 가맹점 순증 추이



자료: 페이팔, 미래에셋증권 리서치센터

중소 판매자의 가파른 전자상거래 시장 유입은 쇼피파이에서도 동일하게 관찰된다. 쇼피파이는 2020년말 기준 1.7백만개의 가맹점 확보 (+70% YoY)했으며 판매 효율의 검증에 따라 향후에도 가맹점 증가 속도는 유지될 것으로 예상된다. 온라인 소비 증가 (가맹점 당 거래금액 확대)에 따라 그동안 온라인 판매가 미미했던 중소 판매자의 대거 유입 지속될 전망이다. 이는 중소 판매자의 확대는 곧 온라인 상으로 구매 가능한 카테고리 확대 (의류, 뷰티, 생필품, 음식점 등)를 의미하며 소비자의 온라인 의존도 확대에 이어질 수 있다.

그림 7. 쇼피파이 분기 가맹점 순증 및 가맹점 당 거래금액 추이



자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

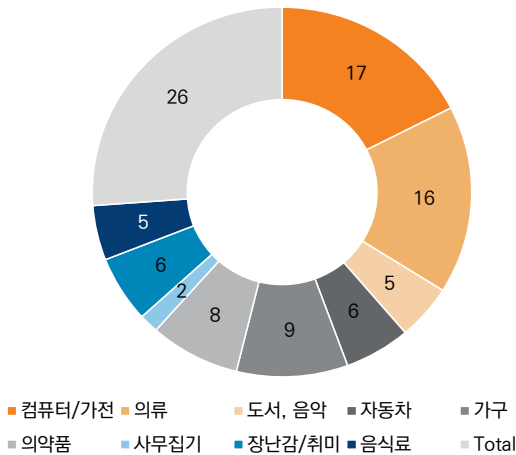
그림 8. 구글 쇼핑: 2020년초 이후 중소 판매자 증가 80%



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

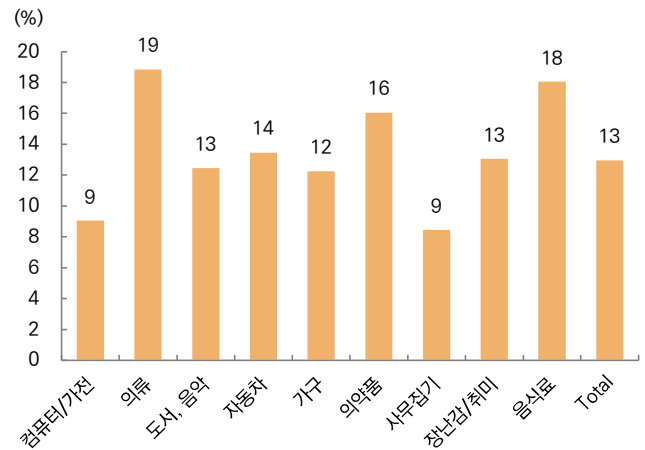
이와 같이 코로나19로 인해 발행한 중소 판매자의 가파른 유입은 전자상거래 시장의 확대가 일시적인 것이 아니라 구조적 성장 기조에 진입했다는 점을 의미한다. 물론 외부 이동 제한으로 인해 일시적으로 증가했던 소비자의 구매 빈도 (Frequency)는 정상화로 인해 감소할 수 있다. 그러나 중소 판매자의 진입으로 온라인 상 구매 가능한 품목 (SKU)이 증가했다는 점은 기존 소비자의 온라인 구매 빈도를 확대시키는 요인이다. 이에 2Q21 일시적으로 과도하게 확대 (손세정제 등 위생용품 등) 된 이커머스의 침투율은 소폭 하향될 수 있으나 신규 카테고리의 진입으로 중장기 관점에서 지속 성장을 이끌 수 있다.

그림 9. 2021년 미국 이커머스 카테고리별 비중



자료: 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터

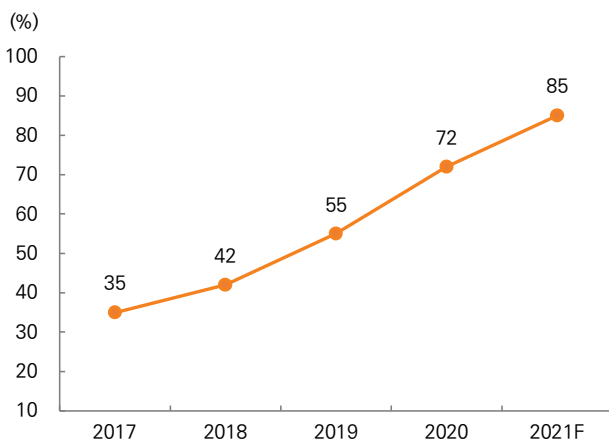
그림 10. 카테고리별 2021년 미국 이커머스 성장률



자료: 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터

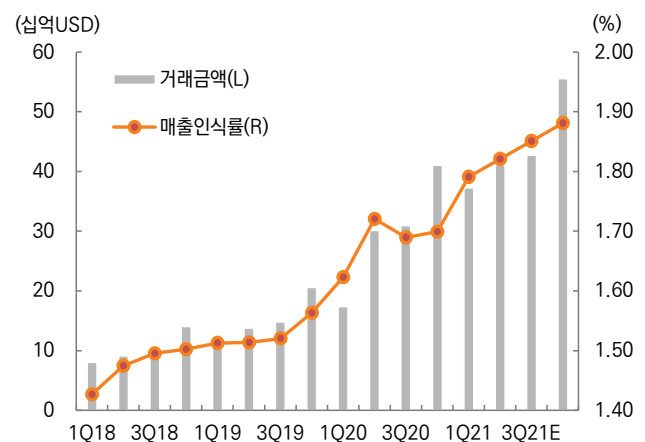
이처럼 중소 판매자 위주로 전자상거래 시장의 구조적 성장이 나타난다면 중소 판매자 대상으로 솔루션을 제공하는 제공 기업에게 긍정적 요인이다. 중소 판매자는 규모의 경제가 이미 실현된 대형 판매자 대비 자체 웹사이트, 마케팅, 회계, 결제 솔루션, 물류 인프라 및 자금 순환 등에서 뒤처질 수 밖에 없다. 이에 제품 경쟁력을 제외한 대부분 지원 기능을 외부 기업에 의존할 수 밖에 없는데 이에 중소 판매자 대상의 솔루션 제공 기업에 긍정적이다.

그림 11. 미국 중소 판매자의 SaaS 도입률 전망



자료: Localogy, 미래에셋증권 리서치센터

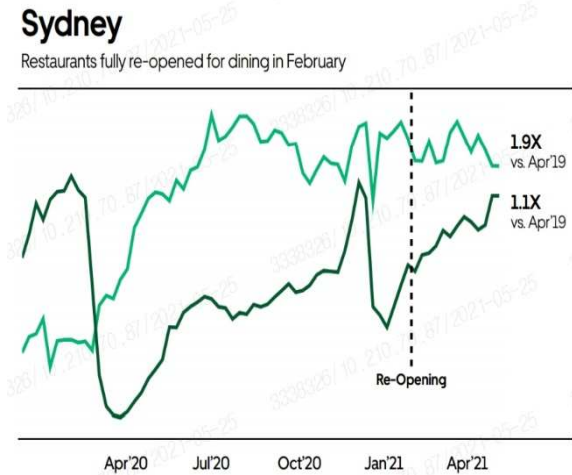
그림 12. 쇼피파이 거래금액 및 Take rate (매출 인식률) 전망



자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

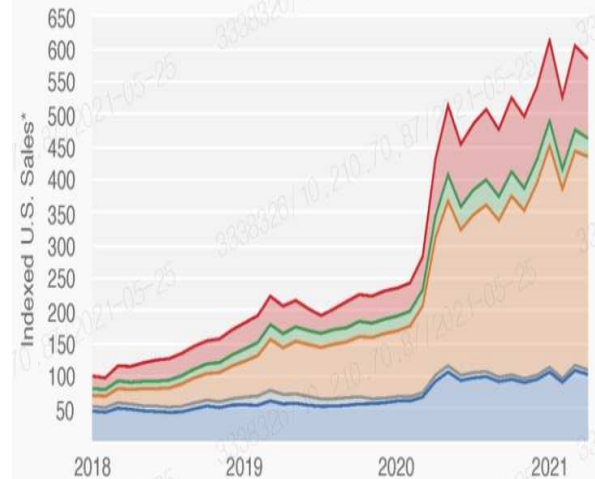
이와 같은 판매자(가맹점)의 가파른 증가로 인해 구조적인 변화가 나타나는 것은 음식 배달도 마찬가지이다. 실제로 우버는 시드니, 뉴욕시 등 정상화 지역에서 4월 중순까지 음식 배달 거래금액이 견고히 유지되고 있다고 언급했다. 또한 미국 4월 음식 배달 시장은 +36% YoY 성장했는데 시장 규모가 고점 대비 유지되고 있다는 점에 주목해야 한다. 더구나 음식 배달 플랫폼은 음식점과 더불어 편의점, 음식료품점, 생필품 점 등 다양한 카테고리 확대가 가능하다는 점은 추가 성장 기회이다.

그림 13. 경제 재개 후 우버 차량 공유 vs. 음식 배달 거래금액 (시드니)



자료: 우버, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 미국 음식 배달 시장 규모 (2018년 1월: 100)



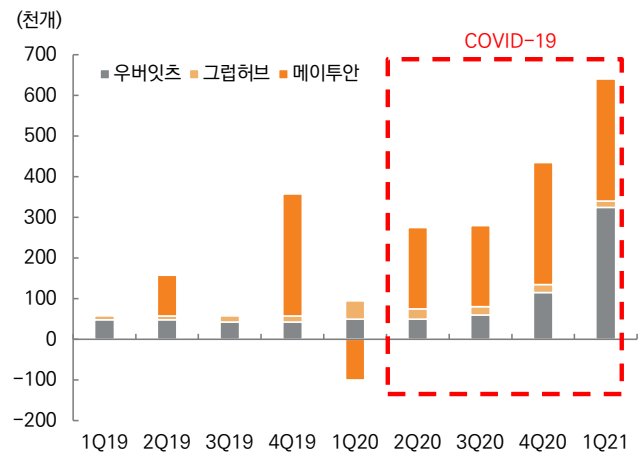
자료: Second Measure, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 글로벌 주요 음식 배달 플랫폼의 카테고리 확대

플랫폼 (배달 대행)	파트너	내용
우버	프랑스 '까르푸' 스페인 Galp 브라질 약국, 편의점 영국 세인즈버리 미국 고퍼프(Gopuff), 케이시	생필품 등 배달 대행 시작
인스타카트	7-Eleven	배달 대행 시작
도어대시	7-Eleven 등 편의점 Meijer 등 음식료품점 베드 배스 앤드 비욘드 라이트 에이드	생필품 등 배달 대행 시작
포스트메이츠	Walgreen	미국 전역 7천개 매장으로 확대
딜리버루	맥스&스펜서 저가 식품점 알디(Aldi)	생필품 등 배달 대행 시작

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 주요 음식 배달 플랫폼의 분기별 가맹점 순증 추이

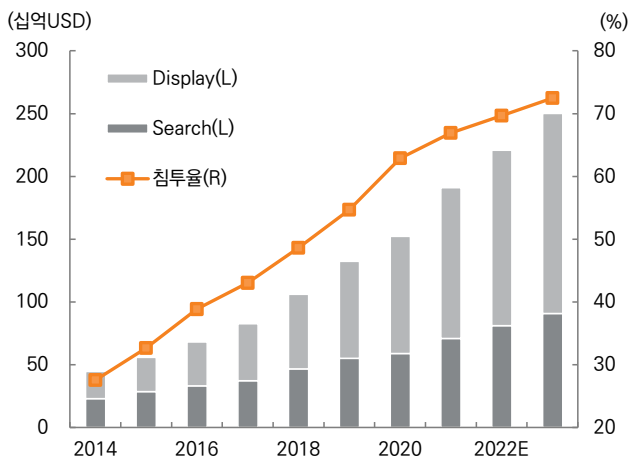


자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

2. 온라인 광고: 회복과 신규 추가 성장이 동시에

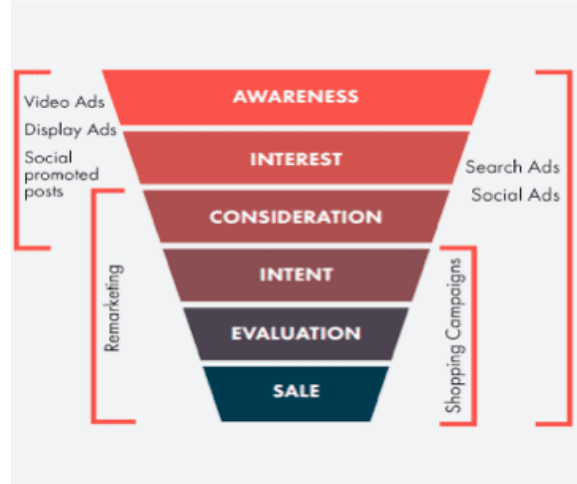
2H21 온라인 광고 시장은 회복과 더불어 신규 성장 동력에 의한 추가 성장이 동시에 나타나며 전통 광고 침투율이 가속화될 것으로 예상된다. 2020년은 코로나19로 인한 광고비 지출이 주춤했으나 2021년은 여행 광고와 CTV 광고 시장을 필두로 정상화가 빠르게 진행될 전망이다. 또한 회복과 더불어 추가 성장을 야기 하는 변화가 두드러질 것으로 예상되는데 검색 및 디스플레이광고 모두 쇼핑 광고의 성장이 해당한다. 이는 온라인 광고 플랫폼의 ‘풀 퍼널 마케팅’ 강화로 이어져 신규 수익원 창출로 이어질 전망이다.

그림 16. 미국 온라인 광고 시장 규모 및 전체 광고 침투율 전망



자료: 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터

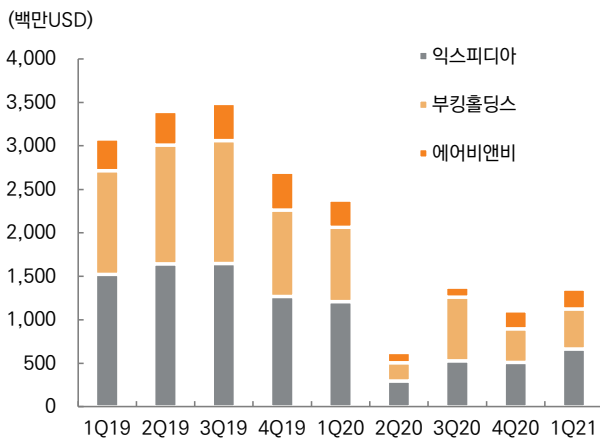
그림 17. 마케팅 퍼널 (Funnel)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

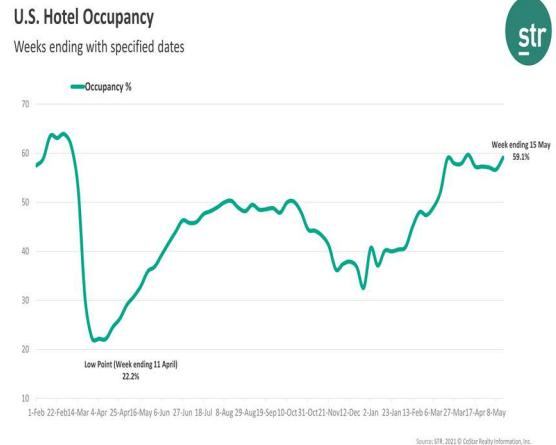
2021년 온라인 광고 시장은 검색 광고를 중심으로 향후 본격적인 회복기에 진입할 것으로 예상하며 여행 광고의 회복이 핵심이다. 여행 광고는 미국 온라인 광고의 10%를 차지하는 핵심 영역이지만 2Q20 이후 부진이 지속됐다. 따라서 리테일 등 내수 소비 관련 광고의 회복과는 달리 1Q21 까지도 회복 속도가 미진할 수 밖에 없다. 그러나 3월말을 기점으로 본격적인 회복기에 진입했으며 이미 3월말 기준 미국 호텔 가동률 58%로 코로나19 이전 수준과 유사하다.

그림 18. 주요 온라인 여행사 분기 마케팅비 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

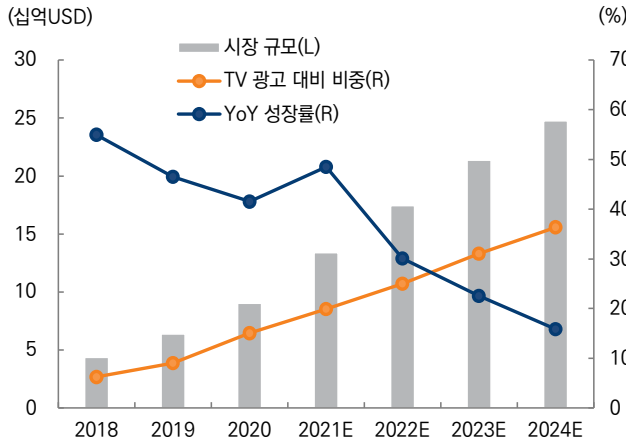
그림 19. 미국 호텔 가동률 추이 (5월 15일 주 기준)



자료: STR, 미래에셋증권 리서치센터

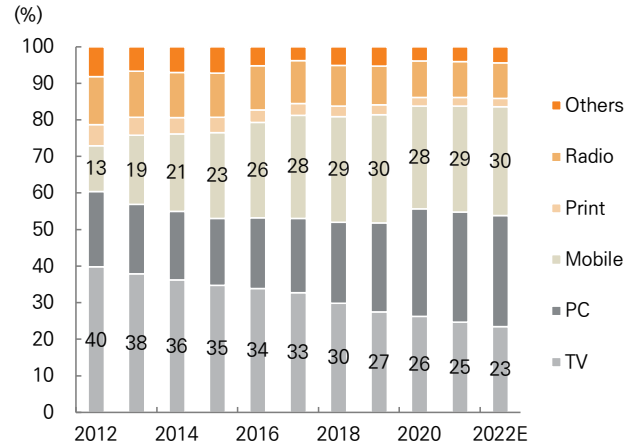
또한 2H21에 회복의 관점에서 TV 광고 시장을 잠식하는 CTV (Connected TV: 로쿠, 크롬캐스트, 아마존 파이어 TV) 시장의 성장이 두드러질 것으로 예상된다. 코로나19 완화에도 다양한 무료 콘텐츠의 시청을 위한 코드커팅 (케이블 TV 구독 중단)은 지속될 수 밖에 없다. 사용자 증가 및 동영상 콘텐츠 증가로 인해 CTV 시청 시간이 증가한다면 전통 TV 광고 시장에 대한 CTV의 잠식은 단기 트렌드가 아닌 2H21 이후에도 지속될 전망이다. 이에 온라인 광고 시장은 TV 광고의 디지털 전환이라는 신규 성장 동력을 확보했다고 판단한다.

그림 20. 미국 CTV 시장 규모



자료: 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 미국 매체 사용 시간



자료: 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터

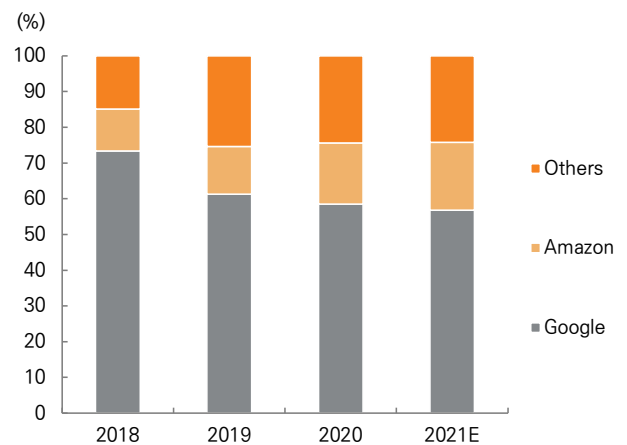
이처럼 가파른 회복이 지속되는 가운데 전자상거래 시장의 중소 판매자 확대와 궤를 맞추어 검색 광고 플랫폼의 쇼핑 전략 구체화는 2H21에 추가 성장을 야기하는 요인이다. 특히 아마존의 공격적인 쇼핑 광고 시장 진입에 대응하는 구글의 ‘오픈 리테일’ 전략에 주목해야 한다. 구글은 2020년초부터 ‘오픈 리테일’을 표방하며 판매자 확보로 전략을 변경했으며 페이팔, 쇼피파이와 Buy On Google (인앱 쇼핑) 기능도 확대시키며 편의성 개선을 목표로 하고 있다. 이에 단기적으로 전통 검색 광고 플랫폼의 점유율 하락은 피할 수 없으나 중장기 점유율 방어 및 중소 판매자 시장 확보가 가능하다고 판단한다.

표 3. 2020년 이후 구글의 쇼핑 광고 업데이트

시기	내용
2019~12	페이팔에서 Bill Ready 영입
2020~04	구글 쇼핑의 ‘리스팅 수수료’ 무료화
	구글 쇼핑의 ‘판매 수수료’ 무료화
2020~07	Buy On Google (인앱 결제) 서비스 출시 쇼피파이, 페이팔과 파트너십
2021~03	호텔의 판매 수수료 무료화 구글 쇼핑 내 Best 상품 섹션 추가
2021~05	쇼피파이, 스쿼어, 고대디 등과 파트너십 구축

자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 22. 미국 검색 광고 점유율 추이



자료: 이마케터, 미래에셋증권 리서치센터

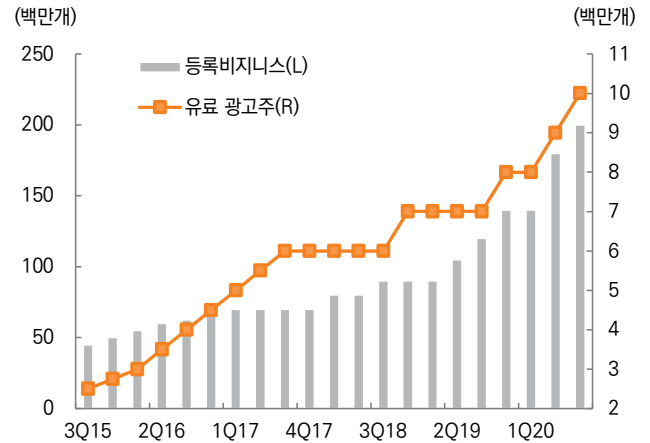
검색 광고와 더불어 디스플레이 광고 매체인 소셜 미디어의 쇼핑 광고 전략은 2H21 매출 성장률 둔화 우려를 개선시킬 수 있다. 페이스북은 2020년 5월 출시한 Shops 판매자 1백만개, 월 접속자 2.5억명 언급했으며 시장 기대치를 상회했다. 이외에도 인스타그램, 왓츠앱도 쇼핑 태그, 비즈니스 계정 등 확대시키며 쇼핑 광고주 확보 추진 중이다. 이러한 쇼핑 광고는 소셜미디어가 보유한 기존의 광고 상품 (노출형)과 달리 즉각적인 판매로 연결이 가능하다. 따라서 판매 목적을 가진 중소 판매자의 유입이 가능하며 전체 광고주의 확대에 이어질 수 있다.

그림 23. 페이스북의 쇼핑 생태계



자료: 미래에셋증권 리서치센터

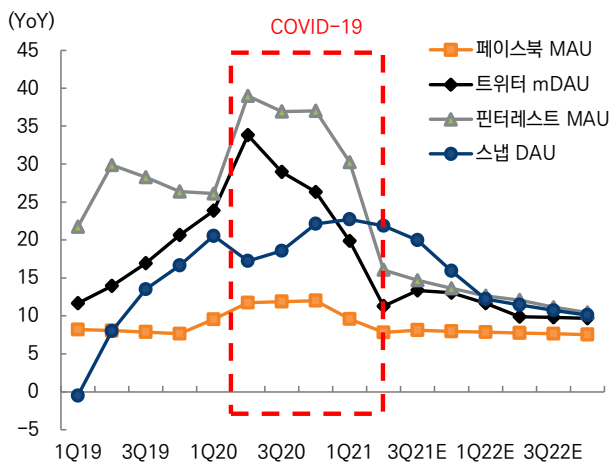
그림 24. 페이스북 분기별 등록 비즈니스 및 광고주 추이



자료: 페이스북, 미래에셋증권 리서치센터

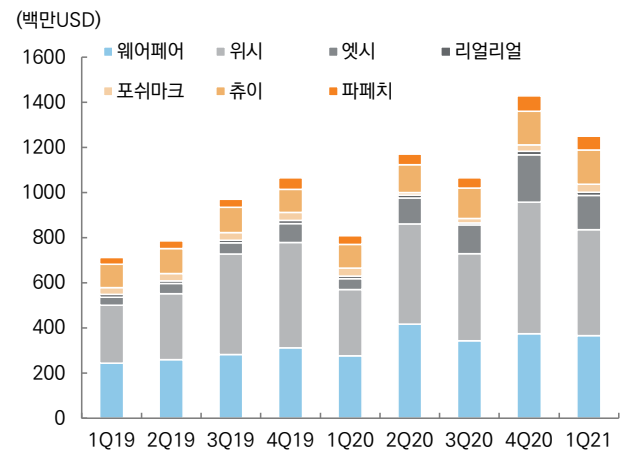
특히 2H21은 광고 지면의 성장률 (사용자, 사용시간)은 둔화될 가능성이 높는데 쇼핑 광고 매출의 추가는 매출 성장률 둔화 우려를 약화시킬 것으로 예상된다. 실제 페이스북을 중심으로 성과형 광고 지면 수요가 확대되며 소셜 미디어의 광고 단가 상승 효과가 관찰된다. 특히 최근 WISH, 포쉬마크 등 중소 이커머스 플랫폼이 가파르게 성장하며 마케팅 경쟁이 심화됐다는 점은 소셜미디어에 긍정적이다. 이에 광고 지면 성장률의 둔화에도 단가 상승 효과가 하반기에도 두드러질 전망이다.

그림 25. 주요 소셜 미디어 분기 사용자 YoY 증가율



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 주요 이커머스 플랫폼 분기 마케팅비 추이



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. Conversion Rate Optimization 효과



자료: webimnd, 미래에셋증권 리서치센터

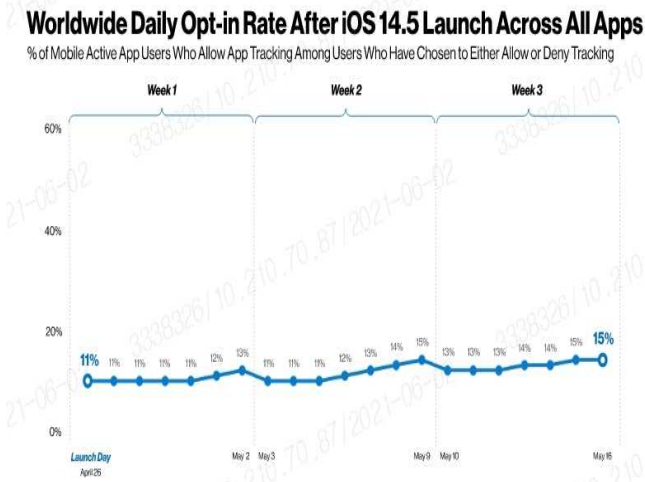
표 4. Conversion Rate Optimization 효과

	기본	CTR 1ppt 상승	CVR 1ppt 상승	CVR + CTR 1ppt 상승
광고 노출 (회)	10,000	10,000	10,000	10,000
CTR (%)	1.0%	1.5%	1.0%	1.5%
클릭수	100	150	100	100
CPC (KRW)	100	100	100	100
CVR (%)	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%
구매수 (회)	2.0	3.0	3.0	4.5
APRU (원)	50,000	50,000	50,000	50,000
총 판매액 (원)	100,000	150,000	150,000	225,000
ROAS (%)	1000%	1000%	1500%	2250%
결과	-	매출 1.5배 상승	매출 1.5배 상승	매출 2.25배 상승

자료: 미래에셋증권 리서치센터

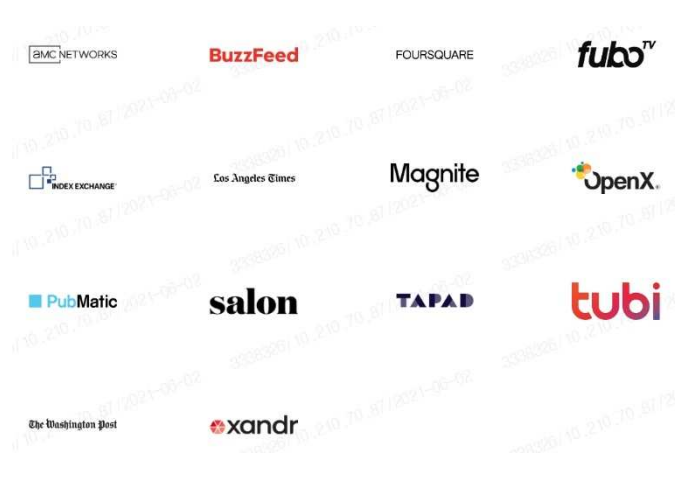
2H21 온라인 광고 사업의 핵심 리스크로 꼽히는 애플의 ATT (App Tracking Transparency, 앱 추정 투명성) 영향도 제한적이다. 1) 애플은 IDFA (광고 식별자) 추적에 대해 사용자에게 선택권을 부여함과 동시에 광고주와 퍼블리셔를 위한 별도의 타겟 광고 방식인 SKAdNetwork를 제공한다. 2) 애드테크 업계는 더트레이드데스크 (TTD US)를 중심으로 UID (Unified ID 2.0)를 새로운 타겟 광고 기반으로 활용하고 있다. 3) 더구나 오히려 자체 데이터와 사용자를 가지고 콘텐츠를 공급하는 대형 플랫폼에게는 광고비가 집중될 수 있는 기회이다.

그림 28. iOS14.5 출시 후 개인 정보 제공 동의 여부



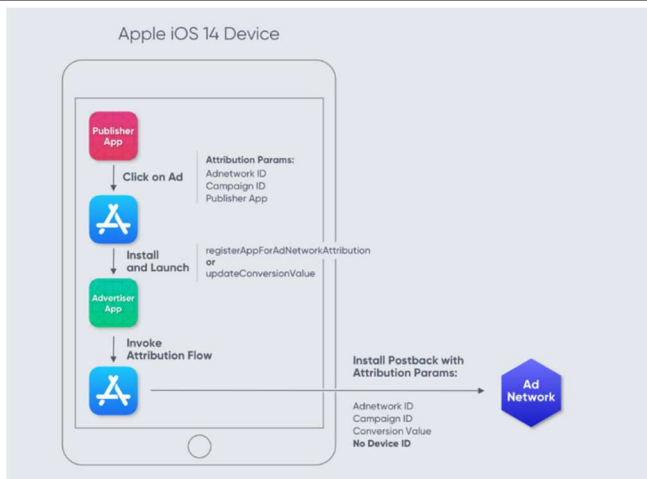
자료: Flurry, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. TTD가 주요하는 UID 2.0 파트너



자료: 트레이드데스크, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 애플이 제공하는 SKAdNetwork를 통한 광고 효율 측정



자료: Singular, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. Facebook의 데이터 획득 방법

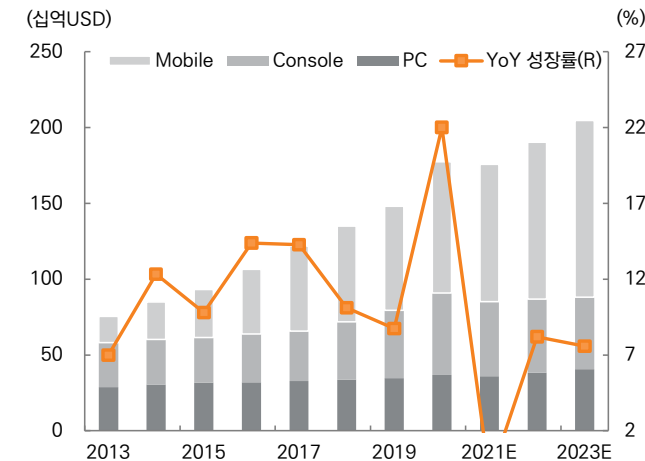


자료: Salesforce, 미래에셋증권 리서치센터

3. 게임: 새로운 수익 모델 부각

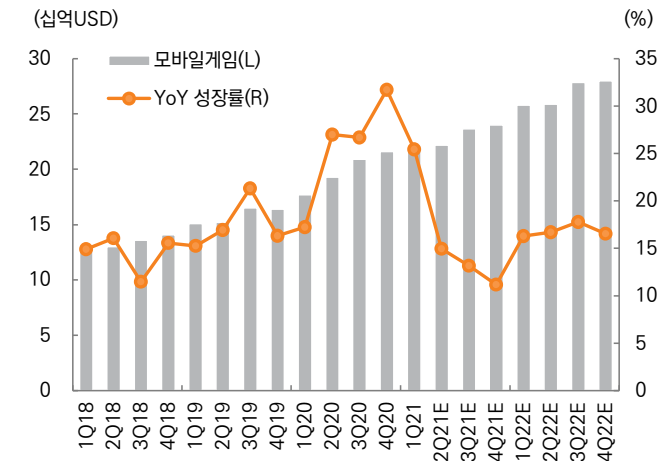
코로나19 정상화 기조로 인해 2H21 게임 시장의 둔화 우려가 존재하나 새로운 수익 모델의 성장 가능성에 주목해야 한다. 2021년 글로벌 게임 시장은 1,758억달러 (-1% YoY)로 역성장할 전망이며 2H21 가파른 정상화로 인한 둔화 경향이 확대될 것으로 예상된다. 그러나 전반적인 시장 축소가 진행되는 가운데 PC, 콘솔 시장 대비 모바일 게임의 성장 가능성에 주목해야한다. 또한 점차 확대되는 F2P (부분 유료화)와 모바일 게임의 광고 수익 모델 확대에 주목해야한다.

그림 32. 글로벌 게임 시장 전망



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

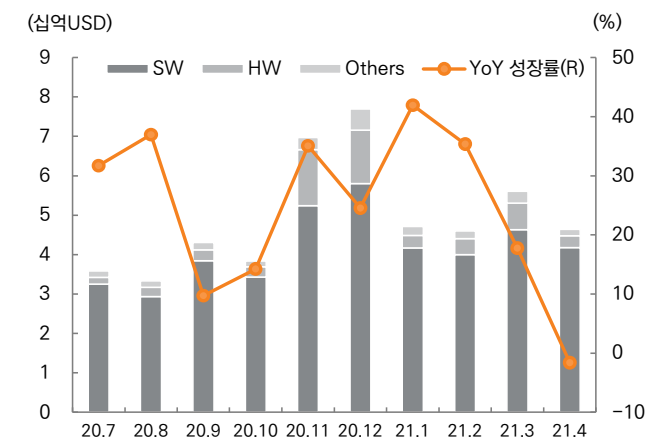
그림 33. 글로벌 모바일 게임 분기 전망



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

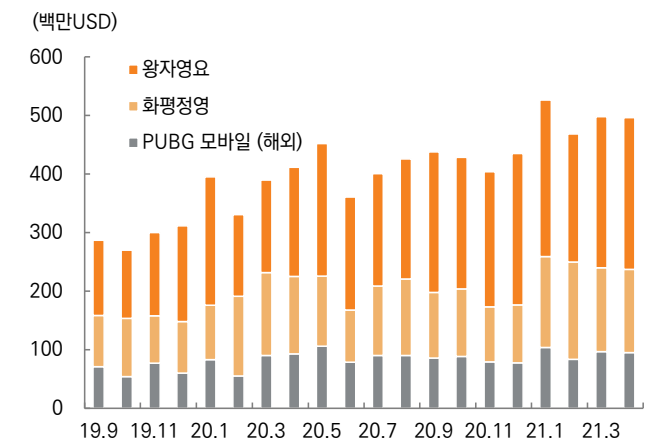
정상화에 따른 전반적인 시장 둔화 우려에도 2H21 게임 시장은 모바일 게임을 중심으로 우려를 상회하는 실적이 예상된다. 실제로 2021년 4월 미국 게임 시장은 -2% YoY를 기록했지만 이는 반도체 공급 부족에 따른 HW 판매의 부진 (-30% YoY) 때문이며 SW 시장은 +2% YoY 기록했다. 또한 사용자 확대가 가파르게 발생한 1Q21 글로벌 모바일 게임 시장은 222억달러 (+25% YoY)를 기록하며 4Q20 대비 3% 성장했다는 점이 특징적이다.

그림 34. 미국 월별 게임 시장 규모



자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

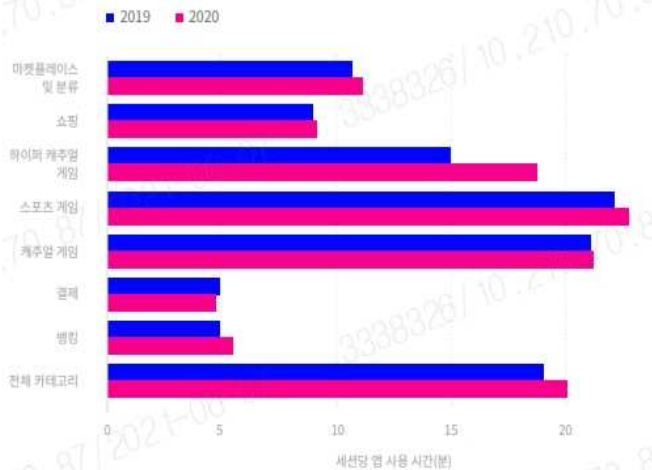
그림 35. 왕자영요, PUBG 모바일 월별 매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

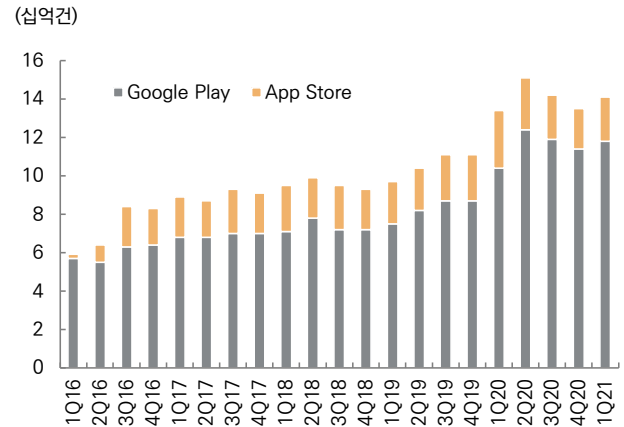
이처럼 모바일 게임 위주 호조는 2H21에도 지속 전망인데 코로나19를 계기로 하이퍼 캐주얼 (Hyper Casual) 장르가 급부상하며 신규 사업 모델 확대가 예상되기 때문이다. 하이퍼 캐주얼 게임은 기존의 캐주얼보다도 더욱 단순한 게임으로 넓은 사용자 저변을 기반으로 하고 있다. 하이퍼 캐주얼은 짧고 단순하다는 장점이 존재하는데 코로나19는 성장의 기폭제 (2020년 다운로드 게임의 31%가 하이퍼 캐주얼)이다. 이러한 하이퍼 캐주얼 게임 시장의 성장은 ‘인게임 (In-game) 광고’라는 신규 사업 모델의 확대로 이어져 2H21 모바일 게임 시장 성장에 긍정적이다.

그림 36. 앱 카테고리별 세션 당 평균 사용 시간



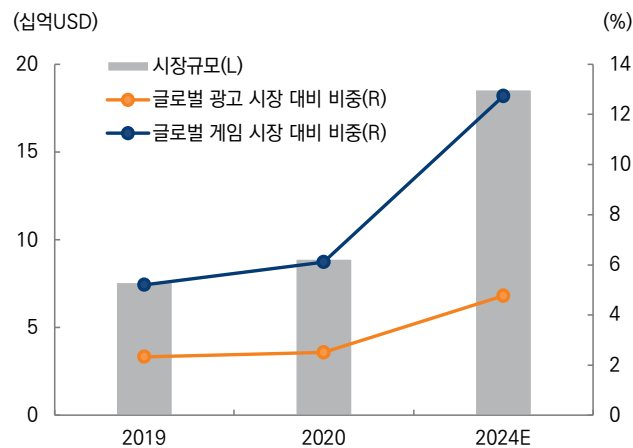
자료: Adjust, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 글로벌 모바일 게임 다운로드 추이



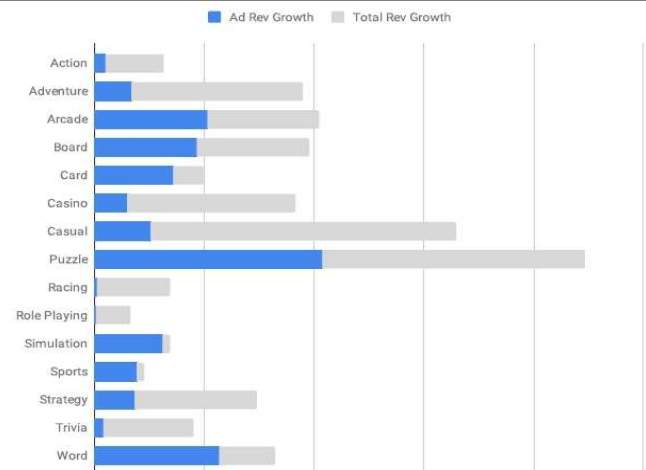
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 글로벌 인게임 광고 시장 전망



자료: Technavio, 미래에셋증권 리서치센터

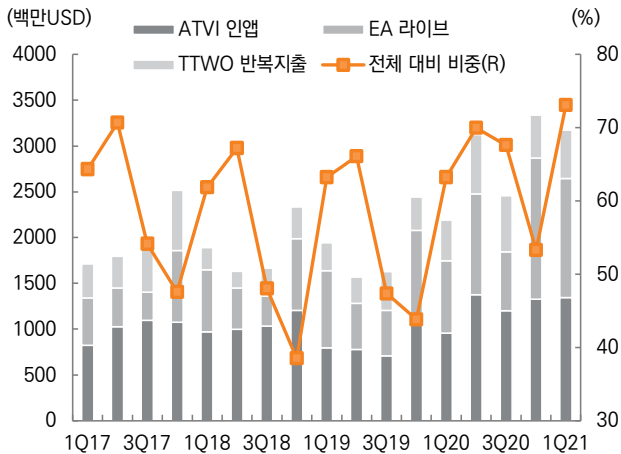
그림 39. 2018~2019년 광고 사업의 장르별 게임 매출 기여도



자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

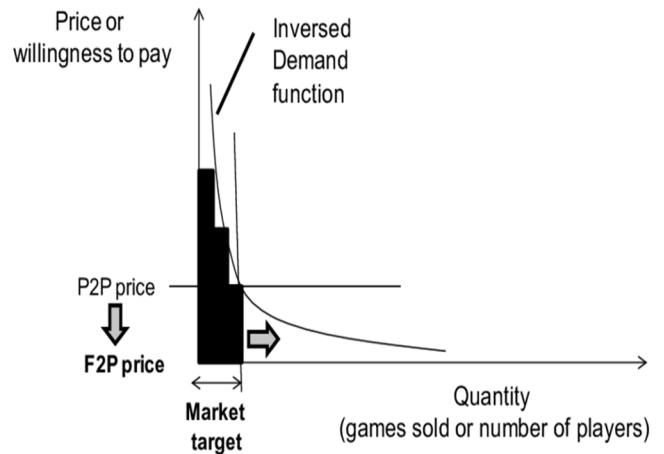
이와 더불어 기존의 PC, 콘솔 게임 시장에서도 유료화 모델에서 부분 유료화 (F2P: Free to Play)로 수익 모델 변화가 2H21에 지속될 전망이다. 코로나19 이후 게임 사용 시간이 급증하게 되면서 신규 게임 출시를 통한 게임 판매 보다는 아이템 판매, 광고 매출 등 신규 수익원 발굴이 핵심으로 부각될 것으로 예상된다. 이는 게임 산업의 주요 수익 모델이 유료화 (P2P)에서 부분 유료화 (F2P)로 급선화한다는 것을 의미하며 모바일 게임을 넘어 PC, 콘솔 시장 전반에 해당한다.

그림 40. 주요 게임사의 F2P 매출 비중 (인게임, 라이브, 반복 매출)



자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 41. P2P와 F2P 수익모델의 함수



자료: 미래에셋증권 리서치센터

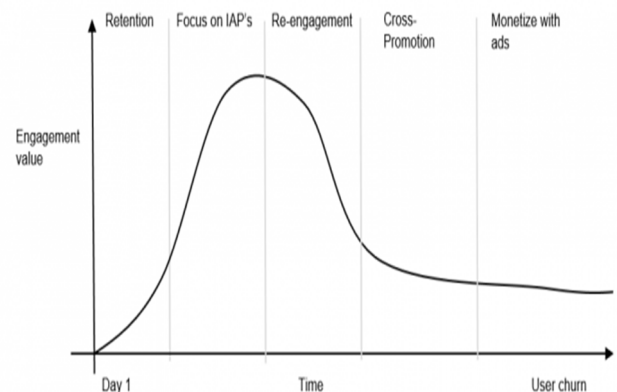
특히 다중접속 기반의 F2P 게임은 2H21 이후에도 게임의 수명을 연장 시켜 신규 수익 모델 창출에 기여할 수 있다. 지속적인 콘텐츠 공급을 통해 사용자의 잔존율 (Retention)을 극대화할 수 있기 때문이다. 사용자 잔존율의 지속적인 상승은 전반적인 사용 시간 확대로 이어질 수 있으며 이는 광고 (마케팅) 채널로서의 게임의 가치 상승으로도 이어질 수 있다. 이는 개발자 생태계를 통한 지속적인 콘텐츠 공급이 가능한 로블록스가 대표적이다.

그림 42. 로블록스의 성장 전략: 개발자 + 사용자 + 소셜



자료: 로블록스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. F2P 모델의 사용자 LTV (Life Time Value)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

알파벳 (GOOGL US/ Trading BUY) 2H21 전망: 검색의 회복과 유튜브의 호황

아마존 (AMZN US/매수) 2H21 전망: 지속되는 온라인 충성도

페이스북 (FB US/매수) 2H21 전망: 긍정적 사용자 지표와 높은 수요

페이팔 (PYPL US)/매수) 2H21 전망: 강화되는 장기 성장성

쇼피파이 (SHOP US/매수) 2H21 전망: 본격화되는 중소 판매자 유입 효과

우버 (UBER US/매수) 2H21 전망: 차량 공유 회복 + 음식 배달 고성장

도어대시 (DASH US/매수) 2H21 전망: ‘배달’은 곧 도어대시

액티비전 블리자드 (ATVI US/매수) 2H21 전망: 하반기부터 신작 모멘텀 기대

로블록스 (RBLX US/Not rated) 2H21 전망: 기대치 상회 가능성 농후

유니티 (U US/매수) 2H21 전망: ‘하이퍼 캐주얼’ 시대의 도래

알파벳 Alphabet (GOOGL US)

Trading BUY
(유지)

목표가: USD 2,744
상승여력: 14.2%

2H21 전망: 검색의 회복과 유튜브의 호황

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2H21 전망: 검색의 회복과 유튜브의 호황

구글 검색 광고는 여행 등 코로나19 피해 업종의 회복에 따른 가파른 회복세 예상

- 여행 광고는 미국 온라인 광고의 10% 차지. 특히 대부분 검색 광고에 지출
- 3월 이후 본격적으로 미국 여행 광고 시장 회복 예상. 검색 증가 및 광고비 지출 확대
- 이에 2021년 회복 기대감 지속. 2H21 검색광고 매출 성장률 +22% YoY로 정상화
- 유튜브는 브랜드 광고주의 복귀와 더불어 코로나19 이후 성과형 광고 성장 부각 전망
- 유튜브의 핵심 광고주인 브랜드 대형 광고주의 2H21 복귀가 두드러질 전망
- 또한 코로나19 이후 유튜브 내 쇼핑, 앱 다운로드 등 성과형 광고는 주류로 부각 전망
- 다만 2H20 호황 이후 성장률 둔화 우려는 존재. 2H21 유튜브 매출 성장률 +16% YoY

2H21 관전 포인트: 구글 쇼핑의 생태계 구축

2H21 구글 쇼핑의 '오픈 생태계' 전략 구체화 예상. 점유율 방어 가능 판단

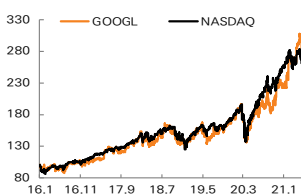
- 2020년 초 이후 구글은 수수료 무료화, 쇼피파이 + 페이팔과 파트너십 강화
- 5월 진행한 I/O와 마케팅 행사에서는 판매자 확보 및 지원 솔루션 확대 전략 발표
- 구글 쇼핑 전략 확대는 아마존에 잠식당하고 있는 검색 광고 점유율 회복 목적
- 아직 초기 단계로 단기 점유율 회복은 어려울 수 있으나 중장기 방어&반등 가능 판단

단기 회복 및 수익성 개선 기대감 지속

알파벳에 대한 투자의견 Trading BUY, 목표 주가 2,744달러 유지

- 2020년 내내 광고주의 지출 축소로 미진했던 회복은 2021년 가파른 회복세 예상
- 또한 아마존 대비 미진했던 쇼핑 경쟁력의 강화 전략은 중장기 성장 동력으로 판단
- 이에 2H20 이후 지속된 주가의 회복을 넘어 단기 추가 성장 모멘텀 기대 가능
- 현재 2022년 P/E 23배 거래 중. 고성장 후 안정화된 2019년 P/E 26배 대비 낮음

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)	2,402.30	시가총액 (십억USD)	1,632.0
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	1,819.3
EPS 성장률 (21F,x)	65.1	유통주식수 (백만주)	695.2
P/E (21F,x)	24.8	52주 최저가 (USD)	1,351.65
MKT P/E (21F,x)	22.5	52주 최고가 (USD)	2,431.38
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.1	32.6	65.9
상대주가	2.3	16.2	26.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	136.8	161.9	182.5	237.6	274.4	333.0
영업이익 (십억USD)	31.6	36.5	41.2	66.9	76.7	97.1
영업이익률 (%)	23.1	22.5	22.6	28.2	27.9	29.2
순이익 (십억USD)	33.4	36.0	40.3	65.2	68.8	85.6
EPS (USD)	47.51	51.58	58.70	96.99	105.67	135.62
ROE (%)	20.2	19.0	19.0	27.6	25.8	27.7
P/E (배)	22.0	26.0	29.6	24.8	22.8	17.8
P/B (배)	4.1	4.6	5.3	6.4	5.5	4.5

주: GAAP

자료: 알파벳 Alphabet, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 알파벳 P/E 밸류에이션

(USD)

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
GAAP EPS	(과징금 포함)	22.82	27.70	32.01	40.30	49.04	58.70	96.99	105.67	135.62
	YoY (%)	13.9%	21.4%	15.5%	25.9%	3.2%	19.7%	65.2%	8.9%	28.3%
GAAP EPS	(과징금 제외)	22.82	27.70	35.90	47.51	51.58	58.70	96.99	105.67	135.62
	YoY (%)	13.9%	21.4%	29.6%	32.4%	8.6%	13.8%	65.2%	8.9%	28.3%
P/E (x)		34.0	26.8	29.3	22.0	26.0	29.6	24.8	22.8	17.8

2022년 EPS 105.67 * 2022년

Target P/E (x) 26.0 * 2019년 P/E: 2018년 고성장 후 둔화 구간

TP 2,743.8

자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 알파벳 실적 전망 (GAAP)

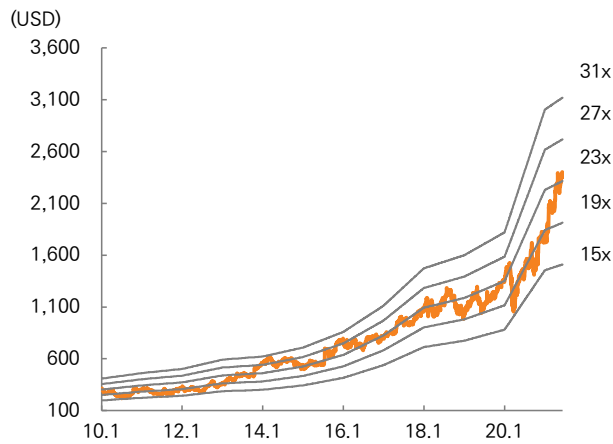
(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	41,159	38,297	46,173	56,898	55,314	53,915	59,043	69,326	161,857	182,527	237,598	274,407
	QoQ (%)	(10.7)	(7.0)	20.6	23.2	(2.8)	(2.5)	9.5	17.4			
	YoY (%)	13.3	(1.7)	14.0	23.5	34.4	40.8	27.9	21.8	18.4	12.8	30.2
검색	24,502	21,319	26,338	31,903	31,879	30,699	33,449	37,568	98,115	104,062	133,594	145,643
유튜브	4,038	3,812	5,037	6,885	6,005	5,741	6,397	7,426	15,149	19,772	25,570	29,331
네트워크	5,223	4,736	5,720	7,411	6,800	5,967	7,058	9,058	21,565	23,090	28,884	34,503
클라우드	2,777	3,007	3,444	3,831	4,047	4,448	4,798	6,203	8,918	13,059	19,495	27,965
기타	4,484	5,124	5,478	6,674	6,494	6,843	7,080	8,783	17,014	21,760	29,199	35,552
신규사업	135	148	178	196	198	217	261	287	659	657	964	1,413
영업비용	33,182	31,914	34,960	41,247	38,877	40,109	42,897	48,795	127,082	141,303	170,678	197,729
	QoQ (%)	(9.9)	(3.8)	9.5	18.0	(5.7)	3.2	7.0	13.7			
	YoY (%)	11.6	7.2	13.6	12.1	17.2	25.7	22.7	18.3	15.0	11.2	20.8
매출원가	18,982	18,553	21,117	26,080	24,103	24,090	25,790	30,532	71,896	84,732	104,515	123,048
(TAC)	7,452	6,694	8,166	10,466	9,712	9,035	10,247	12,322	30,089	32,778	41,316	47,418
R&D	6,820	6,875	6,856	7,022	7,485	8,041	8,856	8,661	26,018	27,573	33,043	38,467
마케팅	4,500	3,901	4,231	5,314	4,516	4,393	4,786	6,222	18,464	17,946	19,916	21,337
SG&A	2,880	2,585	2,756	2,831	2,773	3,585	3,465	3,380	9,007	11,052	13,203	14,877
EU 과징금	0	0	0	0	0	0	0	0	1,697	0	0	0
영업이익	7,977	6,383	11,213	15,651	16,437	13,806	16,146	20,532	36,472	41,224	66,921	76,678
	QoQ (%)	(13.9)	(20.0)	75.7	39.6	5.0	(16.0)	16.9	27.2			
	YoY (%)	(3.9)	(30.5)	15.3	68.9	106.1	116.3	44.0	31.2	15.7	13.0	62.3
OPM (%)	19.4	16.7	24.3	27.5	29.7	25.6	27.3	29.6	22.5	22.6	28.2	27.9
Pretax	7,757	8,277	13,494	18,689	21,283	15,700	18,427	23,570	40,069	48,217	78,980	83,900
Tax	921	1,318	2,247	3,462	3,353	2,826	3,317	4,243	4,044	7,948	13,738	15,102
NI	6,836	6,959	11,247	15,227	17,930	12,874	15,110	19,327	36,025	40,269	65,241	68,798
NPM (%)	16.6	18.2	24.4	26.8	32.4	23.9	25.6	27.9	22.3	22.1	27.5	25.1

주: 2017년 실적 중 일부 세금 효과 조정 / 과징금 제외 기준

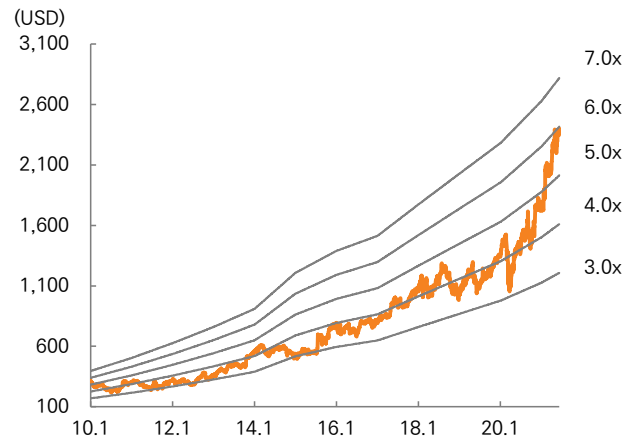
자료: 알파벳, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 알파벳 P/E 밴드



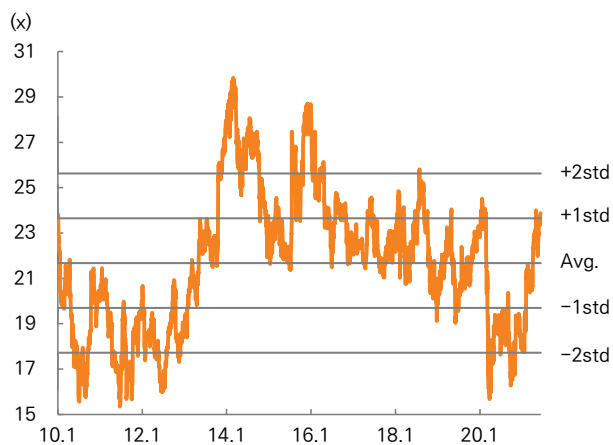
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 알파벳 P/B 밴드



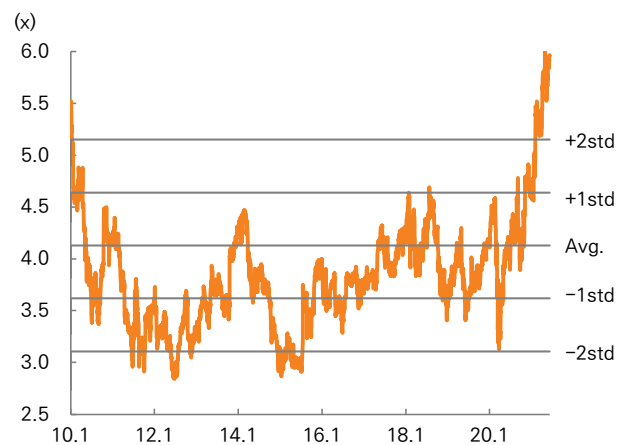
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 알파벳 P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 알파벳 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

알파벳 Alphabet (GOOGL US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	161,857	182,527	237,598	274,407
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	161,857	182,527	237,598	274,407
판매비와관리비	127,082	141,303	170,678	197,729
발표영업이익	36,472	41,224	66,921	76,678
비영업손익	3,597	6,993	12,059	7,222
금융 이익	2,128	1,730	1,434	1,434
기타 이익	1,469	5,263	10,625	5,788
세전사업손익	40,069	48,217	78,980	83,900
법인세비용	4,044	7,948	13,738	15,102
비지배주주 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	36,025	40,269	65,241	68,798

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	18.3	12.8	30.2	15.5
GP 증가율(%)	18.3	12.8	30.2	15.5
영업이익 증가율(%)	15.3	13.0	62.3	14.6
순이익 증가율(%)	7.8	11.8	62.0	5.5
EPS증가율(%)	8.6	13.8	65.2	8.9
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	22.5	22.6	28.2	27.9
NPM	22.3	22.1	27.5	25.1

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	54,520	65,124	91,544	106,307
당기순이익	36,025	40,269	65,241	68,798
주식보상비	11,974	12,685	15,461	17,790
D&A	11,781	13,697	12,184	15,921
운전자본변동 및 기타	(5,260)	(1,527)	(1,343)	3,798
투자활동으로 인한 현금흐름	(27,500)	(32,773)	(22,038)	(23,067)
유형자산처분(취득)	(23,548)	(22,281)	(24,127)	(25,107)
기타	(3,952)	(10,492)	2,089	2,040
재무활동으로 인한 현금흐름	(23,209)	(24,408)	(52,998)	(53,236)
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	(18,396)	(31,149)	(45,580)	(45,580)
장단기금융부채의 감소(증가)	(268)	5,847	(37)	0
현금의 증가	3,788	7,967	16,365	30,005
기초현금	16,701	18,498	26,465	42,830
기말현금	18,498	26,465	42,830	72,835

자료: 알파벳 Alphabet, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	152,578	174,296	191,092	220,194
현금 및 현금성자산	119,675	136,694	142,846	161,563
매출채권 및 기타채권	25,326	30,930	36,933	44,882
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	7,577	6,672	11,314	13,749
비유동자산	123,331	145,320	170,648	189,081
유형자산	13,078	20,703	27,232	29,816
기타 비유동자산	110,253	124,617	143,416	159,265
자산총계	275,909	319,616	361,740	409,275
유동부채	45,221	56,834	70,067	84,106
매입채무	5,561	5,589	6,511	7,912
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	39,660	51,245	63,556	76,194
비유동부채	29,246	40,238	41,763	41,906
장기금융부채	4,554	13,932	13,887	13,887
기타비유동부채	24,692	26,306	27,876	28,019
부채총계	74,467	97,072	111,831	126,013
지배주주지분	201,442	222,544	249,909	283,262
자본금	50,552	58,510	59,436	59,436
이익잉여금	152,122	163,401	190,476	223,829
기타	(1,232)	633	(3)	(3)
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	201,442	222,544	249,909	283,262

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	26.0	29.6	24.8	22.8
P/B (x)	4.6	5.3	6.4	5.5
EV/EBITDA (x)	16.7	19.1	19.0	16.0
EPS (USD)	51.58	58.70	96.99	105.67
BPS (USD)	289.76	325.85	375.90	439.36
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전을 (회)	7.0	6.5	7.0	6.7
재고자산 회전을 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전을 (회)	32.6	32.7	39.3	38.1
ROA(%)	14.2	13.5	19.2	17.8
ROE(%)	19.0	19.0	27.6	25.8
ROIC(%)	30.4	33.1	44.9	41.5
부채비율(%)	37.0	43.6	44.7	44.5
유동비율(%)	123.7	119.9	112.0	116.5
순차입금/자기자본(%)	(57.1)	(55.2)	(51.6)	(52.1)

아마존 Amazon (AMZN US)

2H21 전망: 지속되는 온라인 충성도

매수
(상향)

목표가: USD 4,136
상승여력: 29.3%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2Q21 전망: 오래가는 이커머스 충성도

아마존의 리테일 사업은 정상화 기조에도 2H21 성장률은 우려 대비 긍정적으로 예상

- 2H21 리테일 매출액 +19% YoY 예상. 2020년 가파르게 확대된 직매입은 둔화 예상
- 그러나 풀필먼트 기반의 마켓플레이스 (3P) 매출은 카테고리 확대에 견조한 성장 예상
- 또한 광고 사업은 아마존 프라임 고객 확대와 광고 상품 라인업 추가로 고성장 유지
- 향후 정상화에 따른 코로나19 관련 비용의 분기별 감액 (1Q21 15억달러)도 가능 판단

AWS는 전자상거래 고객들의 지속 성장에 따른 수혜가 2H21에도 지속 전망

- 2H21 AWS 매출액 성장률은 +33% YoY. 부진했던 2H20 +28% YoY에서 회복 예상
- 2Q20 이후 코로나19로 지연됐던 신규 고객 확보 및 기능 추가 확대가 두드러질 전망

2H21 관전 포인트: 확대된 배송 캐파는 곧 매출 증대로 연결

멈추지 않는 온라인 충성도. 신규 직원 대규모 채용은 이에 대한 핵심 근거

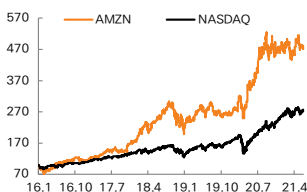
- 5월 아마존은 북미에서 미국에서 7.5만명, 영국 1만명의 배송 관련 신규 채용 발표
- 아마존의 1Q21 직원수는 이미 127만명 (+43만명 YoY)을 기록하며 가파른 확대
- 배송 관련 추가 채용은 정상화 우려와 달리 지속되는 높은 온라인 충성도를 의미
- 1일 배송, 오프라인 매장 기반의 배송 경쟁력은 아마존의 중장기 경쟁력으로 부각

여전히 낮은 밸류에이션

아마존에 대한 목표 주가는 4,136달러로 유지. 투자 의견은 매수로 상향

- 3Q20부터 아마존 주가의 횡보 지속. 전자상거래 시장의 단기 고점 우려에 기인
- 그러나 미국 전자상거래 시장은 2Q21 YoY 성장률을 저점으로 2H21 재확대 판단
- 이에 아마존 주가의 단기 모멘텀은 부진하나 2022년 성장 기대감이 주가에 반영 전망
- 현재 2022년 EV/EBITDA 18배 거래. 2008년 17배 제외시 역사적 저점

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)	3,198.0	시가총액 (십억USD)	1,612.8
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	1,798.6
EPS 성장률 (21F,x)	24.6	유통주식수 (백만주)	513.0
P/E (21F,x)	61.5	52주 최저가 (USD)	2,487.34
MKT P/E (21F,x)	22.5	52주 최고가 (USD)	3,554.00
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.8	0.7	26.7
상대주가	-2.7	-11.8	-3.1

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	232.9	280.5	386.1	493.5	577.2	669.9
영업이익 (십억USD)	12.4	14.5	22.9	31.9	44.0	50.9
영업이익률 (%)	5.3	5.2	5.9	6.5	7.6	7.6
순이익 (십억USD)	10.1	11.6	21.3	26.8	36.4	41.9
EPS (USD)	20.14	23.0	41.8	52.0	69.4	78.6
ROE (%)	28.3	21.9	27.4	23.9	23.3	19.9
P/E (배)	74.6	80.3	78.0	61.5	46.1	40.7
P/B (배)	17.3	15.0	17.9	12.7	9.3	7.1

주: GAAP

자료: 아마존 Amazon, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 아마존 EV/EBITDA 밸류에이션

(백만USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBITDA	8,089	12,303	15,584	27,761	36,329	48,150	65,265	83,304	95,757
YoY (%)	64.3%	52.1%	26.7%	78.1%	30.9%	32.5%	35.5%	27.6%	14.9%
EV/EBITDA	38.0	27.6	36.8	26.5	24.8	33.6	23.5	18.0	15.3
2022년 EBITDA	83,304								
Target EV/EBITDA (x)	24.8	* 2019년 EV/EBITDA							
순차입금	(79,823)	* 2020년말 기준							
목표 시가 총액	2,147,132								
주식수 (백만주)	519								
TP (USD)	4,135.8								

자료: 아마존, 미래에셋증권 리서치센터

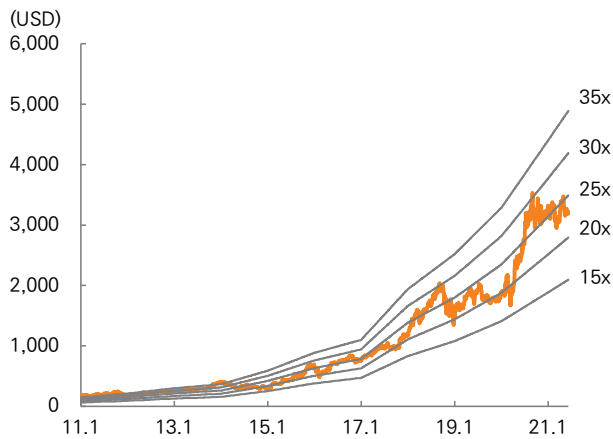
표 4. 아마존 실적 (GAAP 기준)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	75,452	88,912	96,145	125,555	108,518	112,609	120,032	152,299	232,887	280,522	386,064	493,458
QoQ (%)	(13.7)	17.8	8.1	30.6	(13.6)	3.8	6.6	26.9				
YoY (%)	26.4	40.2	37.4	43.6	43.8	26.7	24.8	21.3	30.9	20.5	37.6	27.8
리테일	61,327	73,883	79,146	104,861	88,110	90,962	95,822	123,038	197,123	231,410	319,217	397,932
1P	36,652	45,896	48,350	66,451	52,901	54,253	56,965	75,859	122,987	141,247	197,349	239,978
매장	4,640	3,774	3,788	4,022	3,920	3,963	3,902	4,062	17,224	17,192	16,224	15,847
3P	14,479	18,195	20,436	27,327	23,709	24,905	26,846	34,738	42,745	53,761	80,437	110,198
프라임	5,556	6,018	6,572	7,061	7,580	7,842	8,109	8,379	14,167	19,210	25,207	31,910
AWS	10,219	10,808	11,601	12,742	13,503	14,509	15,455	16,858	25,656	35,026	45,370	60,325
기타	3,906	4,221	5,398	7,952	6,905	7,138	8,755	12,403	10,108	14,086	21,477	35,201
영업비용	71,463	83,069	89,951	118,682	99,653	106,142	112,648	143,118	220,467	265,982	363,165	461,561
QoQ (%)	(14.5)	16.2	8.3	31.9	(16.0)	6.5	6.1	27.0				
YoY (%)	29.3	37.7	34.6	42.0	39.4	27.8	25.2	20.6	26.9	20.6	36.5	27.1
매출원가	44,257	52,660	57,106	79,284	62,403	64,294	69,725	92,445	139,156	165,536	233,307	288,868
풀필먼트	11,531	13,806	14,705	18,474	16,530	18,017	18,925	23,128	34,027	40,231	58,516	76,601
마케팅	4,828	4,345	5,434	7,403	6,207	7,151	7,649	10,115	13,814	18,879	22,010	31,122
R&D	9,325	10,388	10,976	12,049	12,488	14,639	14,223	14,990	28,837	35,932	42,738	56,340
G&A	1,452	1,580	1,668	1,968	1,987	2,001	2,082	2,387	4,336	5,203	6,668	8,458
기타	70	290	62	(496)	38	39	42	53	297	201	(74)	173
영업이익	3,989	5,843	6,194	6,873	8,865	6,466	7,385	9,181	12,420	14,540	22,899	31,897
QoQ (%)	2.8	46.5	6.0	11.0	29.0	(27.1)	14.2	24.3				
YoY (%)	(9.8)	89.5	96.2	77.2	122.2	10.7	19.2	33.6	202.5	17.1	57.5	39.3
OPM (%)	5.3	6.6	6.4	5.5	8.2	5.7	6.2	6.0	5.3	5.2	5.9	6.5
리테일	914	2,486	2,659	3,309	4,702	2,087	2,709	3,532	5,124	5,339	9,368	13,031
AWS	3,075	3,357	3,535	3,564	4,163	4,379	4,676	5,649	7,296	9,201	13,531	18,867
세전이익	3,383	6,221	6,809	7,765	10,268	6,818	8,016	8,887	11,261	13,975	24,178	33,989
Tax	848	978	478	543	2,161	1,435	1,687	1,870	1,188	2,387	2,847	7,153
순이익	2,535	5,243	6,331	7,222	8,107	5,383	6,329	7,017	10,073	11,588	21,331	26,836
NPM (%)	3.4	5.9	6.6	5.8	7.5	4.8	5.3	4.6	4.3	4.1	5.5	5.4

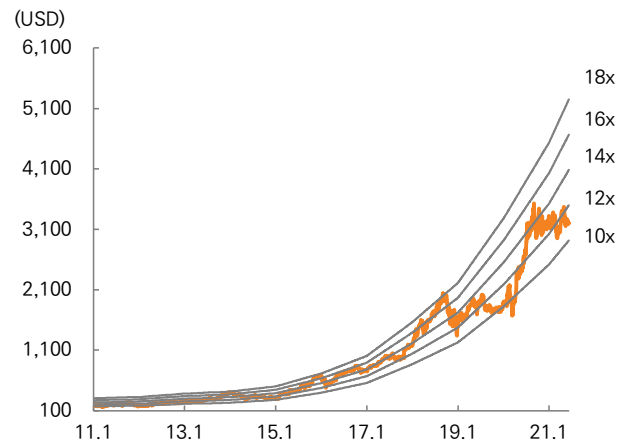
자료: 아마존, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 아마존 EV/EBITDA 밴드



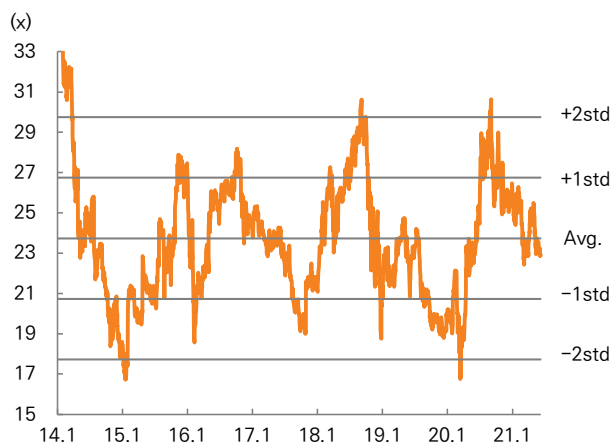
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 아마존 P/B 밴드



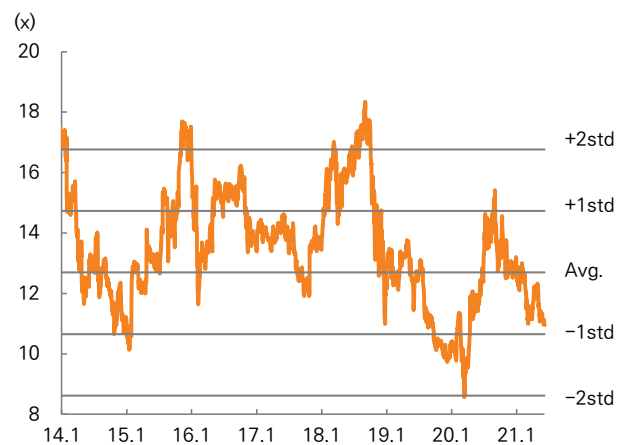
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 아마존 EV/EBITDA 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 아마존 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

아마존 Amazon (AMZN US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	280,522	386,064	493,458	577,210
매출원가	165,536	233,307	288,868	322,764
매출총이익	114,986	152,757	204,591	254,446
판매비와관리비	100,446	129,858	172,693	210,448
발표영업이익	14,540	22,899	31,897	43,998
비영업손익	(565)	1,279	2,092	2,092
금융 이익	(767)	(1,092)	(1,176)	(1,176)
기타 이익	202	2,371	3,268	3,268
세전사업손익	13,975	24,178	33,989	46,090
법인세비용	2,387	2,847	7,153	9,700
비지배주주 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	11,588	21,331	26,836	36,390

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	20.5	37.6	27.8	17.0
GP 증가율(%)	23.0	(16.9)	(2.8)	(15.2)
영업이익 증가율(%)	17.1	57.5	39.3	37.9
순이익 증가율(%)	15.0	84.1	25.8	35.6
EPS증가율(%)	14.3	81.4	24.6	33.4
GPM	59.0	60.4	58.5	55.9
OPM	5.2	5.9	6.5	7.6
NPM	4.1	5.5	5.4	6.3

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2021F
영업활동으로 인한 현금흐름	38,515	66,064	96,508	106,657
당기순이익	11,588	21,331	26,836	36,390
주식보상비	6,864	9,208	11,025	13,834
D&A	28,653	34,459	44,392	53,140
운전자본변동 및 기타	(1,726)	1,066	14,255	3,294
투자활동으로 인한 현금흐름	(24,282)	(59,612)	(52,322)	(61,753)
유형자산처분(취득)	(16,861)	(40,141)	(53,848)	(59,233)
기타	(7,421)	(19,471)	1,526	(2,520)
재무활동으로 인한 현금흐름	(10,066)	(1,104)	(13,694)	(13,624)
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
장단기금융부채의 감소(증가)	(10,066)	(1,104)	(13,694)	(13,624)
현금의 증가	4,237	6,439	30,199	31,280
기초현금	31,750	36,092	42,122	72,255
기말현금	36,092	42,122	72,255	103,536

자료: 아마존 Amazon, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2021F
유동자산	96,331	132,733	174,784	216,776
현금 및 현금성자산	55,021	84,396	111,691	142,972
매출채권 및 기타채권	20,816	24,542	34,266	40,083
재고자산	20,497	23,795	28,827	33,721
기타유동자산	(3)	0	0	0
비유동자산	128,917	188,462	219,465	241,912
유형자산	72,705	113,114	137,367	157,294
기타 비유동자산	56,212	75,348	82,098	84,618
자산총계	225,248	321,195	394,249	458,687
유동부채	87,812	126,385	169,347	197,185
매입채무	47,183	72,539	95,761	112,017
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	40,629	53,846	73,586	85,168
비유동부채	75,376	101,406	94,135	80,511
장기금융부채	23,414	31,816	31,868	31,868
기타비유동부채	51,962	69,590	62,267	48,643
부채총계	163,188	227,791	263,482	277,696
지배주주지분	62,060	93,404	130,768	180,991
자본금	33,658	42,865	45,165	45,165
이익잉여금	31,225	52,556	88,106	138,329
기타	(2,823)	(2,017)	(2,503)	(2,503)
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	62,060	93,404	130,768	180,991

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2021F
P/E (x)	80.3	78.0	61.5	46.1
P/B (x)	15.0	17.9	12.7	9.3
EV/EBITDA (x)	26.5	24.8	33.6	23.5
EPS (USD)	23.02	41.75	52.01	69.40
BPS (USD)	122.89	182.07	251.89	343.13
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	15.0	17.0	16.8	15.5
재고자산 회전율 (회)	14.9	17.4	18.8	18.5
매입채무 회전율 (회)	6.6	6.4	5.9	5.6
ROA(%)	6.0	7.8	7.5	8.5
ROE(%)	21.9	27.4	23.9	23.3
ROIC(%)	11.8	16.2	18.6	0.0
부채비율(%)	263.0	243.9	201.5	153.4
유동비율(%)	74.7	70.4	79.6	89.6
순차입금/자기자본(%)	(50.9)	(56.3)	(61.0)	(61.4)

페이스북 Facebook (FB US)

2H21 전망: 긍정적 사용자 지표와 높은 수요

매수
(유지)

목표가: USD 403
상승여력: 20.8%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2H21 전망: 긍정적 사용자와 높은 수요

여전히 증가하는 사용자. 2021년말 페이스북 MAU 30억명 (+8% YoY) 예상

- 백신 접종률 상승하는 북미 및 유럽 사용자의 증가폭은 2020년 대비 둔화될 전망
 - 또한 외부 활동 증가로 사용 시간 증가율도 미미할 것으로 광고 노출 성장률 둔화 예상
 - 그러나 아시아 및 기타 지역의 사용자는 코로나19 상황 지속되며 전체 성장 이끌 전망
- 예상 대비 높은 이커머스 수요로 단가 긍정적. 페이스북의 쇼핑 광고 전략도 본격화**
- 코로나19로 가파르게 성장한 중소 이커머스 플랫폼의 광고 지면 수요 확대 지속
 - 또한 20년 5월 출시한 Shops 판매자 1백만명, 월 사용자 2.5억명으로 긍정적 지표
 - 이에 즉각적 판매 목표를 가진 중소 판매자의 신규 진입 예상. 2H21 매출에 기여 전망

2H21 관전 포인트: 프라이버시 정책 영향 제한적

4월 본격 도입된 애플의 프라이버시 강화 정책 영향은 제한적 판단

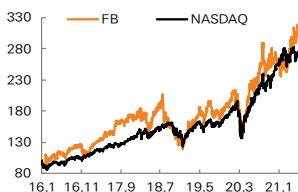
- 애플은 4월 iOS14.5 업데이트를 통해 광고 ID (IDFA) 트래킹에 대한 선택 기능 추가
- 그러나 애플은 IDFA 트래킹 중단에도 SKAdNetwork라는 별도 식별자를 제공
- 또한 페이스북같이 자체 데이터와 사용자를 기반으로 하는 대형 플랫폼은 영향 제한적
- 물론 일부 타겟 효율성 하락은 존재. 그러나 광고주의 대형 플랫폼 의존도 심화로 상쇄

2H21 둔화 우려에도 성장 기대감 지속

페이스북에 대한 투자의견 매수 및 목표 주가 USD 403달러 유지

- 2H21 매출 성장률 둔화 우려에도 이커머스 광고주의 초과 수요로 단가 상승 지속 판단
- 또한 1) 쇼핑 광고의 긍정적 초기 성과, 2) AR/VR 가능성 감안시 장기 성장성 유호
- 페이스북 2022년 P/E 22배. 실적 부진으로 기대감 낮아진 2019년 24배보다 낮음
- 지속되는 자사주 매입 (1Q21 39억달러)과 커머스 전략 구체화 감안시 저평가 판단

Key data



현재주가 (21/06/08, USD)	333.7	시가총액 (십억USD)	954.4
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	1,064.7
EPS 성장률 (21F, %)	34.5	유통주식수 (백만주)	2,850.0
P/E (21F, x)	23.7	52주 최저가 (USD)	207.11
MKT P/E (21F, x)	22.5	52주 최고가 (USD)	337.69
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	5.5	18.8	45.5
상대주가	5.6	4.0	11.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	55.8	70.7	86.0	118.9	141.9	176.8
영업이익 (십억USD)	24.9	29.5	32.9	48.8	53.3	62.6
영업이익률 (%)	44.6	41.8	38.2	41.0	37.6	35.4
순이익 (십억USD)	22.1	24.7	29.1	40.8	44.6	52.2
EPS (USD)	7.58	8.61	10.55	14.19	15.56	18.30
ROE (%)	27.9	26.7	25.4	28.4	24.9	23.4
P/E (배)	17.3	23.8	25.9	23.7	21.6	18.4
P/B (배)	4.5	5.8	5.5	6.1	4.9	3.9

주: GAAP

자료: 페이스북 Facebook, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 페이스북 P/E 밸류에이션

(USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
GAAP EPS	1.29	3.50	5.40	7.58	8.61	10.55	14.19	15.56	18.30
YoY (%)	17.1%	171.9%	54.1%	40.5%	13.5%	22.6%	34.5%	9.6%	17.6%
P/E (x)	82.5	32.8	32.7	17.3	23.8	25.9	23.7	21.6	18.4
2022년 EPS	15.56								
Target P/E (x)	25.9	* 2020년 P/E: 소셜미디어 성장세 확대 기대감							
TP (USD)	402.8								

자료: 페이스북, 미래에셋증권 리서치센터

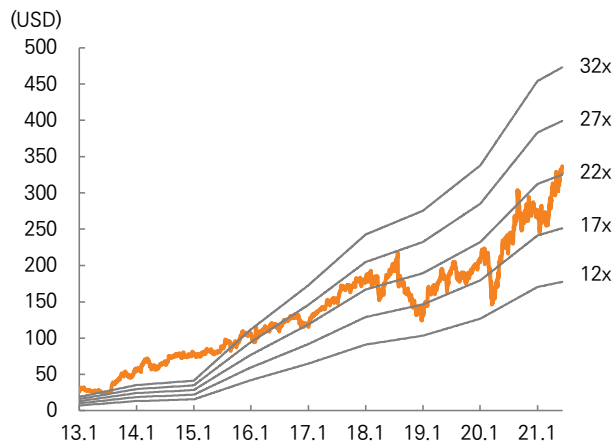
표 6. 페이스북 실적 전망 (GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	17,737	18,687	21,470	28,072	23,949	25,794	26,645	32,110	70,697	85,966	108,498	125,096
QoQ (%)	(15.9)	5.4	14.9	30.7	(14.7)	7.7	3.3	20.5				
YoY (%)	17.6	10.7	21.6	33.2	35.0	38.0	24.1	14.4	26.6	21.6	26.2	15.3
광고	17,440	18,321	21,221	27,187	23,568	25,247	26,197	31,527	69,655	84,169	106,539	122,625
북미	8,379	9,059	9,988	13,150	11,356	12,417	13,092	16,113	33,493	40,576	52,979	64,918
유럽	4,171	4,411	5,051	6,822	5,697	6,070	6,034	7,428	16,780	20,455	25,229	27,178
아시아	3,236	3,312	4,202	4,703	4,361	4,571	4,863	5,459	12,540	15,453	19,254	21,593
기타	1,654	1,539	1,980	2,512	2,153	2,190	2,208	2,527	6,842	7,685	9,077	8,936
결제&기타	297	366	249	885	381	547	448	583	1,042	1,797	1,960	2,471
영업비용	11,651	12,724	13,430	15,297	15,542	17,351	17,324	18,708	41,161	53,102	68,924	82,908
QoQ (%)	(0.2)	9.2	5.5	13.9	1.6	11.6	(0.2)	8.0				
YoY (%)	33.0	24.0	28.3	31.0	33.4	36.4	29.0	22.3	33.1	29.0	29.8	20.3
매출원가	3,459	3,829	4,194	5,210	5,082	5,690	6,004	7,007	12,770	16,692	23,783	31,145
R&D	4,015	4,462	4,763	5,208	5,508	6,253	6,008	6,074	13,600	18,448	23,843	27,872
마케팅	2,787	2,840	2,683	3,280	2,952	3,238	3,118	3,827	9,876	11,590	13,136	14,609
SG&A	1,390	1,593	1,790	1,599	1,999	2,169	2,194	1,799	4,915	6,372	8,162	9,283
영업이익	6,086	5,963	8,040	12,775	8,407	8,443	9,322	13,403	29,536	32,864	39,574	42,188
QoQ (%)	(35.3)	(2.0)	34.8	58.9	(34.2)	0.4	10.4	43.8				
YoY (%)	(3.7)	(10.0)	11.9	35.8	38.1	41.6	15.9	4.9	18.6	11.3	20.4	6.6
OPM (%)	34.3	31.9	37.4	45.5	35.1	32.7	35.0	41.7	41.8	38.2	36.5	33.7
Pretax	6,054	6,131	8,133	13,055	8,375	8,611	9,415	13,683	30,362	33,373	40,083	42,697
Tax	1,152	953	287	1,836	1,466	1,507	1,648	2,394	5,642	4,228	7,015	7,472
NI	4,902	5,178	7,846	11,219	6,909	7,104	7,767	11,288	24,720	29,145	33,069	35,225
NPM (%)	27.6	27.7	36.5	40.0	28.8	27.5	29.1	35.2	35.0	33.9	30.5	28.2

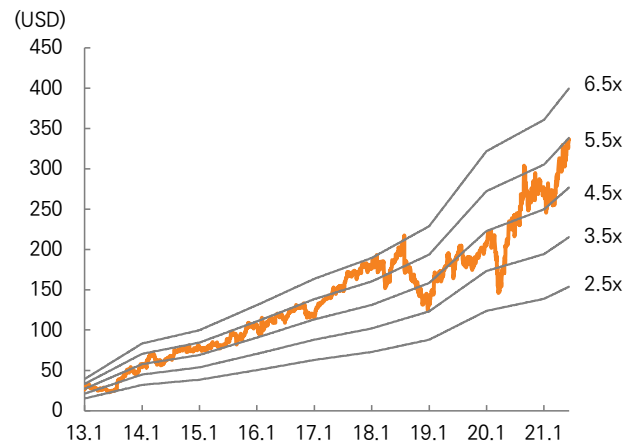
자료: 페이스북, 미래에셋증권 리서치센터 / * 2H19 실적 중 FTC 과징금 효과 제외, 4Q19 일리노이 소송 비용 5.5억달러 제외

그림 52. 페이스북 P/E 밴드



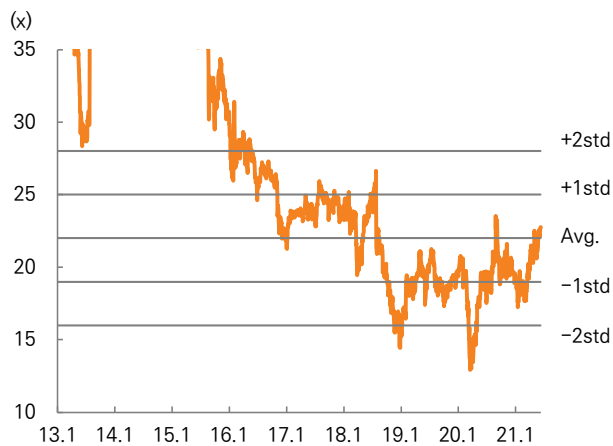
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 페이스북 P/B 밴드



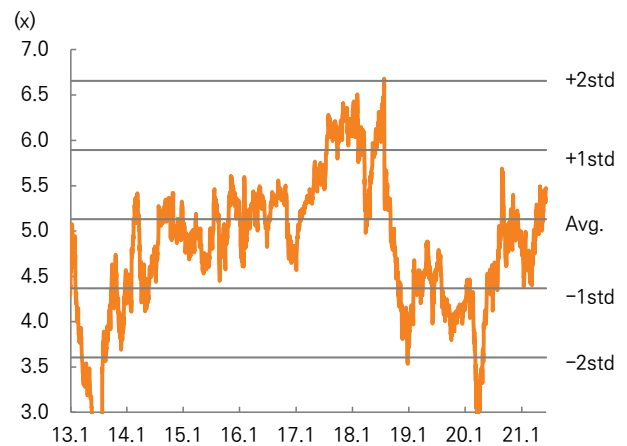
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 54. 페이스북 P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 페이스북 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

페이스북 Facebook (FB US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	70,697	85,966	118,880	141,865
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	70,697	85,966	118,880	141,865
판매비와관리비	41,161	53,102	70,084	88,537
발표영업이익	29,536	32,864	48,796	53,328
비영업손익	826	509	666	666
금융 이익	826	509	666	666
기타 이익	0	0	0	0
세전사업손익	30,362	33,373	49,462	53,994
법인세비용	5,642	4,228	8,626	9,416
비지배주주 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	24,720	29,145	40,836	44,578

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	26.6	21.6	38.3	19.3
GP 증가율(%)	26.6	21.6	38.3	19.3
영업이익 증가율(%)	18.6	11.3	48.5	9.3
순이익 증가율(%)	11.8	17.9	40.1	9.2
EPS증가율(%)	13.5	22.6	34.5	9.6
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	41.8	38.2	41.0	37.6
NPM	35.0	33.9	34.4	31.4

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	36,313	38,747	58,943	67,021
당기순이익	24,720	29,145	40,836	44,578
주식보상비	4,835	6,536	8,547	10,612
D&A	5,741	6,862	8,613	10,598
운전자본변동 및 기타	1,017	(3,796)	947	1,234
투자활동으로 인한 현금흐름	(19,864)	(30,058)	(23,174)	(24,211)
유형자산처분(취득)	(15,102)	(15,115)	(20,772)	(21,811)
기타	(4,762)	(14,943)	(2,402)	(2,400)
재무활동으로 인한 현금흐름	(7,297)	(10,292)	(17,455)	(16,360)
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	(4,201)	(6,272)	(15,756)	(15,756)
장단기금융부채의 감소(증가)	0	(394)	(604)	(604)
현금의 증가	9,155	(1,325)	18,068	26,451
기초현금	10,019	19,079	17,576	35,644
기말현금	19,079	17,576	35,644	62,094

자료: 페이스북 Facebook, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	66,225	75,670	98,056	130,652
현금 및 현금성자산	54,855	61,954	82,150	111,000
매출채권 및 기타채권	9,518	11,335	12,112	14,964
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1,852	2,381	3,794	4,688
비유동자산	67,151	83,646	96,060	107,273
유형자산	35,323	45,633	57,674	68,986
기타 비유동자산	31,828	38,013	38,386	38,287
자산총계	133,376	159,316	194,116	237,925
유동부채	15,053	14,981	17,524	22,503
매입채무	1,363	1,331	1,482	1,831
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	13,690	13,650	16,042	20,672
비유동부채	17,269	16,045	17,149	17,149
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	17,269	16,045	17,149	17,149
부채총계	32,322	31,026	34,673	39,652
지배주주지분	101,054	128,290	159,443	198,273
자본금	45,851	50,018	51,160	51,160
이익잉여금	55,692	77,345	108,129	146,959
기타	(489)	927	154	154
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	101,054	128,290	159,443	198,273

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	23.8	25.9	23.7	21.6
P/B (x)	5.8	5.5	6.1	4.9
EV/EBITDA (x)	11.5	15.0	18.0	15.2
EPS (USD)	8.61	10.55	14.19	15.56
BPS (USD)	35.20	49.53	55.50	69.31
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	8.3	8.2	10.1	10.5
재고자산 회전율 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전율 (회)	64.8	63.8	84.5	85.6
ROA(%)	21.4	19.9	23.1	20.6
ROE(%)	26.7	25.4	28.4	24.9
ROIC(%)	39.7	39.3	47.3	44.7
부채비율(%)	32.0	24.2	21.7	20.0
유동비율(%)	87.2	93.4	102.2	131.2
순차입금/자기자본(%)	(54.3)	(48.3)	(51.5)	(56.0)

페이팔 Paypal (PYPL US)

2H21 전망: 강화되는 장기 성장성

매수
(유지)

목표가: USD 324 ▲
상승여력: 24.3%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2H21 리뷰: 강화되는 장기 성장성

지속되고 있는 정상화 우려에도 페이팔의 2021년 사용자 지표 긍정적 판단

- 21년말 사용자 4.3억명 (+54백만명 YoY) 예상. 2H21에도 상반기와 유사한 증가 예상
- 이베이와 이탈에도 신규 기능 (후불결제, QR코드)의 추가로 인한 사용자 확대 긍정적
- 특히 1Q21 가맹점이 +2백만개 QoQ 기록하며 예년 상회. 카테고리 확대에 기여
- 사용자당 페이팔 사용 빈도 확대도 긍정적. 2H21 거래금액 추가 성장에 기여 전망
- 벤모 뿐만 아니라 2020년 초 이후 후불결제, QR코드, 암호화폐 등 신규 기능 추가
- 이를 통해 1Q21 페이팔 사용자의 분기 거래 빈도는 11회 (+11% YoY)로 상승
- 충성도가 유지되며 2H21 거래금액 성장률 +22% YoY로 2019년 +23% YoY와 유사

2H21 관전 포인트: 슈퍼앱으로 변신

페이팔은 3Q21 디지털 지갑 관련 신규 기능 출시 예정. 슈퍼앱으로 진화 본격화

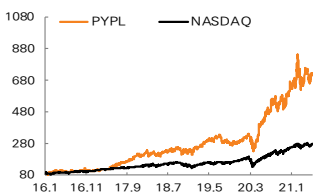
- 페이팔은 이를 통해 결제, 투자, 자산관리를 포함한 금융 서비스 중개 플랫폼으로 변화
- 벤모를 통한 2021년 매출 기여 (9억달러) 뿐만 아니라 신규 서비스 기대감 존재
- 금융 '슈퍼앱' 관련 페이팔의 경쟁자 등장 가능성 낮음. 신규 수익원 창출 기대

슈퍼앱으로 변화 통한 장기 성장성 강화에 주목

페이팔에 대한 투자의견 매수, 목표 주가 USD 324달러로 4% 상향

- 단기 주가 상승을 이끌었던 비트코인 관련 기대감이 제거된 현재 주가는 매력적
- 2Q21 이후 예상 보다 높은 이커머스 시장 (크로스보더, 카테고리 확대) 수혜 전망
- 또한 2H21 온라인 여행 수요 회복 본격화되면 거래금액 확대에 기여 판단
- 페이팔 2022년 P/E 38배. 성장 가속화 나타난 2017~2018년 평균 37배와 유사
- 현재 페이팔은 온라인 결제에서 '슈퍼앱'으로 변화 시작 단계. 장기 성장성 강화 판단

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)	260.60	시가총액 (십억USD)	306.1
거래소	NASDAQ	시가총액 (조원)	341.3
EPS 성장률 (21F,x)	38.0	유통주식수 (백만주)	1,172.0
P/E (21F,x)	48.6	52주 최저가 (USD)	151.89
MKT P/E (21F,x)	22.5	52주 최고가 (USD)	309.14
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	20.1	67.0
상대주가	3.0	5.2	27.7

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	15.5	17.8	21.5	26.1	31.1	36.7
영업이익 (십억USD)	3.3	4.2	5.4	7.1	9.3	11.0
영업이익률 (%)	21.7	23.5	25.0	27.1	29.8	29.9
순이익 (십억USD)	2.9	3.7	4.6	6.4	8.1	9.5
EPS (USD)	2.42	3.10	3.89	5.36	6.88	8.19
ROE (%)	13.1	15.2	22.7	22.3	27.8	28.7
P/E (배)	34.7	34.9	60.2	48.6	37.9	31.8
P/B (배)	6.5	7.6	13.9	15.2	13.3	11.2

주: Non-GAAP / ROE는 GAAP

자료: 페이팔 Paypal, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 페이팔 PEG 밸류에이션

(백만USD)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Non-GAAP EPS (USD)	1.50	1.90	2.42	3.10	3.89	5.36	6.88	8.19
YoY (%)	15.8%	26.7%	27.5%	28.1%	25.3%	38.0%	28.2%	19.1%
P/E (x)	26.3	38.8	34.7	34.9	60.2	48.6	37.9	31.8
PEG (x)	1.67	1.45	1.26	1.24	2.38	1.28	1.34	1.67
2022년 EPS (USD)	6.88							
2022년 EPS 성장률 (%)	28.2%							
타겟 PEG (x)	1.67	* 2016년						
타겟 P/E (x)	47.1							
TP (USD)	324.14							

자료: 페이팔, 미래에셋증권 리서치센터

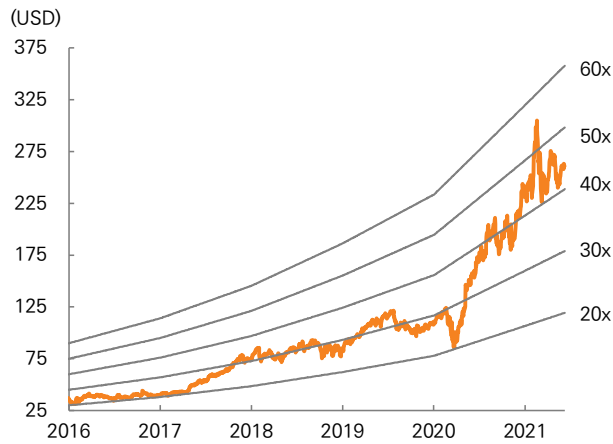
표 8. 페이팔 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
거래금액	1,906	2,217	2,467	2,771	2,854	2,971	3,043	3,396	7,119	9,361	12,265	14,297
QoQ (%)	(4.4)	16.4	11.3	12.3	3.0	4.1	2.4	11.6				
YoY (%)	18.0	28.6	38.1	39.0	49.8	34.0	23.4	22.6	23.1	31.5	31.0	16.6
매출액	4,618	5,261	5,459	6,116	6,033	6,312	6,497	7,287	17,772	21,454	26,129	31,072
QoQ (%)	(6.9)	13.9	3.8	12.0	(1.4)	4.6	2.9	12.2				
YoY (%)	11.9	22.2	24.7	23.3	30.6	20.0	19.0	19.1	15.0	20.7	21.8	18.9
거래 수수료	4,215	4,945	5,076	5,682	5,621	5,881	6,053	6,790	16,099	19,918	24,344	28,950
기타	403	316	383	434	412	431	444	498	1,673	1,536	1,784	2,122
영업비용	3,708	3,776	3,970	4,598	4,360	4,650	4,734	5,306	13,590	16,091	19,051	21,801
QoQ (%)	(2.1)	1.8	5.2	15.8	(5.3)	6.7	1.8	12.1				
YoY (%)	17.3	14.7	18.6	21.4	16.8	23.0	19.2	15.2	12.3	18.4	18.4	14.4
거래 비용	1,739	1,843	2,022	2,330	2,275	2,368	2,425	2,707	6,790	7,934	9,775	11,395
Loan losses	591	440	344	366	273	284	291	325	1,380	1,741	1,173	1,367
고객관리&운영	347	359	386	436	446	459	453	503	1,417	1,528	1,861	2,083
마케팅	289	324	383	524	516	564	523	649	1,136	1,520	2,252	2,337
R&D	428	433	472	526	541	517	592	618	1,593	1,860	2,268	2,329
G&A	334	384	366	424	309	458	449	504	1,351	1,508	1,721	1,879
기타	18	(2)	19	35	32	35	36	44	(23)	70	147	158
영업이익	910	1,485	1,489	1,518	1,673	1,661	1,763	1,981	4,182	5,363	7,078	9,271
QoQ (%)	(22.5)	63.2	0.2	1.9	10.8	(0.7)	6.1	12.4				
YoY (%)	(5.8)	46.7	44.6	29.3	88.8	12.2	18.6	31.2	24.9	28.2	32.0	31.0
OPM (%)	19.7	28.2	27.3	24.8	27.7	26.3	27.1	27.2	23.5	25.0	27.1	29.8
세전이익	775	1,485	1,656	2,414	1,503	1,761	1,863	2,081	4,461	6,291	7,208	9,401
Tax	(11)	222	381	1,133	48	247	261	291	777	1,674	847	1,316
순이익	786	1,263	1,275	1,281	1,455	1,515	1,602	1,790	3,684	4,617	6,361	8,084
NPM (%)	17.0	24.0	23.4	20.9	24.1	24.0	24.7	24.6	20.7	21.5	24.3	26.0

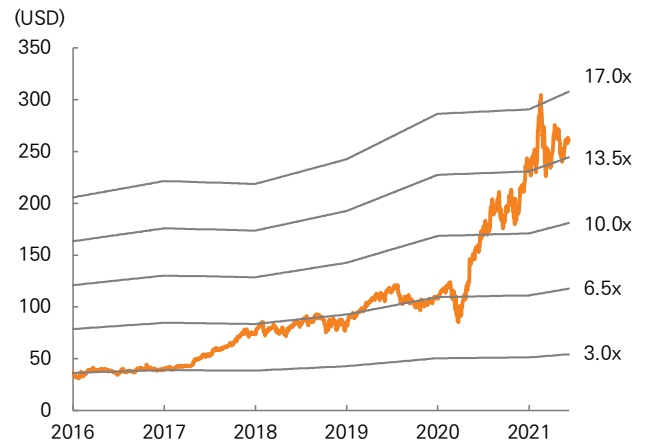
자료: 페이팔, 미래에셋증권 리서치센터

그림 56. 페이스북 P/E 밴드



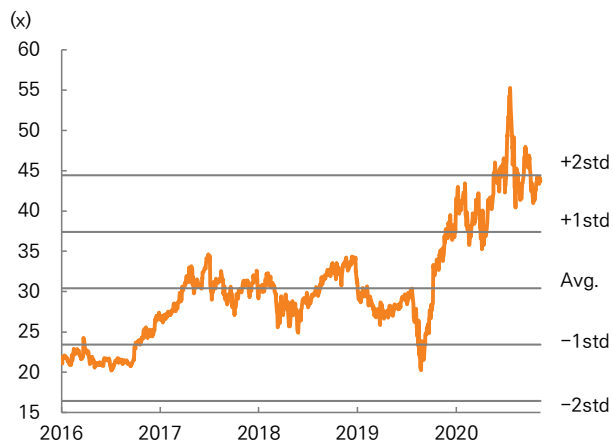
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 57. 페이스북 P/B 밴드



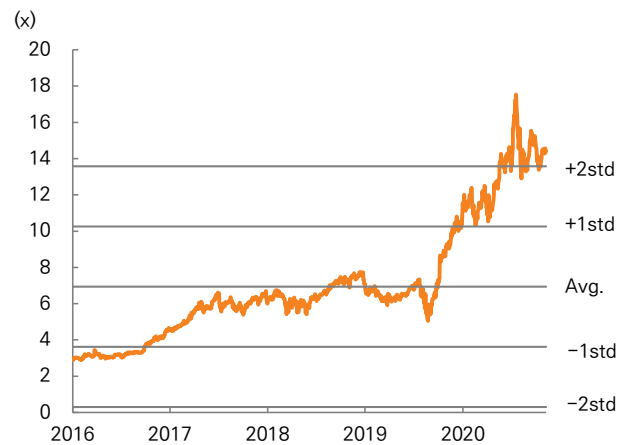
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 페이스북 P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 59. 페이스북 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

페이팔 Paypal (PYPL US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	17,772	21,454	26,129	31,072
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	17,772	21,454	26,129	31,072
판매비와관리비	15,053	18,144	21,380	24,145
발표영업이익	2,719	3,310	4,749	6,927
비영업손익	279	1,776	130	130
금융 이익	0	0	0	0
기타 이익	279	1,776	130	130
세전사업손익	2,998	5,086	4,879	7,057
법인세비용	539	884	376	1,059
비지배주주 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	2,459	4,202	4,503	5,999

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	15.0	20.7	21.8	18.9
GP 증가율(%)	15.0	20.7	21.8	18.9
영업이익 증가율(%)	23.9	21.7	43.5	45.9
순이익 증가율(%)	19.5	70.9	7.2	33.2
EPS증가율(%)	21.1	70.8	7.3	34.4
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	15.3	15.4	18.2	22.3
NPM	13.8	19.6	17.2	19.3

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	4,561	5,954	13,952	13,998
당기순이익	2,459	4,202	4,503	5,999
주식보상비	1,050	1,411	1,621	1,789
D&A	912	1,189	1,171	1,259
운전자본변동 및 기타	140	(848)	6,658	4,951
투자활동으로 인한 현금흐름	(5,733)	(16,200)	(6,359)	(6,582)
유형자산처분(취득)	(704)	(666)	(1,226)	(1,554)
기타	(5,029)	(15,534)	(5,133)	(5,028)
재무활동으로 인한 현금흐름	3,688	12,374	(3,010)	(5,158)
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	(1,273)	(1,498)	(5,158)	(5,158)
장단기금융부채의 감소(증가)	2,455	3,966	0	0
현금의 증가	2,510	2,297	4,541	2,259
기초현금	13,233	29,876	38,212	44,921
기말현금	15,743	38,212	44,921	47,180

자료: 페이팔 Paypal, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	38,495	50,995	61,708	70,020
현금 및 현금성자산	19,155	46,501	56,061	63,348
매출채권 및 기타채권	435	577	756	893
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	18,904	3,917	4,891	5,779
비유동자산	12,838	19,384	19,219	19,513
유형자산	1,693	1,807	2,185	2,710
기타 비유동자산	11,145	17,577	17,034	16,803
자산총계	51,333	70,379	80,926	89,533
유동부채	26,919	38,447	48,938	54,915
매입채무	232	252	268	316
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	26,687	38,195	48,671	54,598
비유동부채	7,485	11,869	11,736	11,736
장기금융부채	4,965	8,939	8,942	8,942
기타비유동부채	2,520	2,930	2,794	2,794
부채총계	34,404	50,316	60,674	66,651
지배주주지분	16,929	20,063	20,252	22,882
자본금	15,588	16,644	16,161	16,161
이익잉여금	8,342	12,410	18,243	26,165
기타	(7,001)	(8,991)	(14,152)	(19,444)
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	16,929	20,063	20,252	22,882

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	52.2	66.2	68.6	51.1
P/B (x)	7.6	13.9	15.2	13.3
EV/EBITDA (x)	33.4	60.1	49.8	35.1
EPS (USD)	2.07	3.54	3.80	5.10
BPS (USD)	14.26	16.85	17.13	19.52
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	47.5	42.4	39.2	37.7
재고자산 회전율 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전율 (회)	69.3	88.7	100.6	106.5
ROA(%)	5.2	6.9	6.0	7.0
ROE(%)	15.2	22.7	22.3	27.8
ROIC(%)	20.9	22.8	24.4	0.0
부채비율(%)	203.2	250.8	299.6	291.3
유동비율(%)	299.9	263.1	321.1	358.8
순차입금/자기자본(%)	(34.2)	(20.7)	(56.8)	(82.1)

쇼피파이 | Shopify (SHOP US)

2H21 전망: 본격화되는 중소 판매자 유입 효과

매수
(유지)

목표가: USD 1,752
상승여력: 42.4%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2Q21 전망:

본격화되는 중소 판매자 유입 효과

2020년 가파르게 유입된 중소 판매자를 기반으로 2H21 거래금액 확대 본격화 전망

- 21년말 판매자 2백만개 (+31만개 YoY) 예상. 20년 (+70만개) 보다 낮으나 평년 상회
 - 신규 판매자의 진입은 곧 판매 가능한 카테고리 확대를 의미. 소비자 의존도 확대 예상
 - 이에 1Q21 호실적 이후 2H21에도 낮아진 우려를 상회하는 거래금액 기록 예상
- 중소 판매자의 가파른 유입과 SaaS 도입률 증대는 매출 인식률의 개선으로 이어질 전망**
- 중소 판매자는 온라인 판매 성공을 위해서 주변 기능의 외주화가 필수적
 - 쇼피파이는 페이, 캐피탈, SHIPPING와 앱스토어 중개를 통한 추가 기능 판매 가능 판단
 - 이에 4Q21 거래 금액 대비 매출 인식률은 1.88% (+0.18ppt YoY)로 확대 전망

2H21 관전 포인트:

멀티 채널 효과 본격화

다양한 이커머스 플랫폼, SNS 및 광고 플랫폼과 협업은 쇼피파이의 최대 경쟁 우위

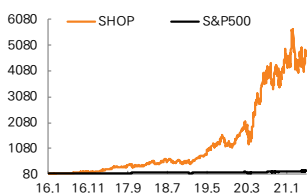
- 이미 쇼피파이는 아마존, 이베이 등 대부분의 이커머스 플랫폼화 세일즈 채널 구축
- 최근에는 페이스북, 핀터레스트, 틱톡과 월마트 등 신규 채널 파트너십도 확대
- 특히 5월 구글은 개발자 대회를 통해 쇼피파이와 대부분 지면에서 쇼핑 강화 발표
- 향후 판매자 대상 솔루션 기업으로서 쇼피파이의 가치는 지속 상승할 것으로 예상

장기 성장성 감안시 저평가 판단

쇼피파이에 대한 투자의견 매수 및 목표 주가는 USD 1,752달러 유지

- 쇼피파이는 2Q20 가파른 수혜 이후 정상화 기조에 따라 최근까지 주가 횡보세
- 그러나 1) 이커머스 호조세 지속, 2) 신규 솔루션 판매 확대로 실적 기대감 확대 전망
- 장기적으로는 구글 및 FB과 파트너십으로 아마존의 유일한 대항마로 부각 판단
- 쇼피파이 2022년 PSR 25배. 2019년 29배 대비 낮음. 저평가 매력 부각 전망

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)	1,230.6	시가총액 (십억USD)	152.6
거래소	NYSE	시가총액 (조원)	170.6
EPS 성장률 (21F,x)	82.8	유통주식수 (백만주)	125.5
P/E (21F,x)	170.1	52주 최저가 (USD)	708.01
MKT P/E (21F,x)	22.5	52주 최고가 (USD)	1,499.75
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	11.0	11.7	68.4
상대주가	11.2	-2.2	28.8

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	1.1	1.6	2.9	4.7	6.2	7.9
영업이익 (십억USD)	0.0	0.0	0.4	0.9	1.1	1.4
영업이익률 (%)	1.3	3.0	14.9	18.7	18.3	17.5
순이익 (십억USD)	0.0	0.1	0.5	0.9	1.1	1.4
EPS (USD)	0.37	0.79	3.96	7.23	8.49	10.01
ROE (%)	(4.2)	(3.0)	6.8	19.1	4.9	4.9
P/E (배)	377.9	500.5	286.1	170.1	145.0	122.9
P/B (배)	7.1	15.3	22.2	16.2	15.0	13.7

주: Non-GAAP / ROE는 GAAP 기준

자료: 쇼피파이 Shopify, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 투자 파트너 -

MIRAE ASSET
미래에셋증권

표 9. 쇼피파이 P/GMV 밸류에이션

(백만USD)

		2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
거래금액		15,339	26,228	41,100	61,100	119,500	176,724	214,630	259,683
	YoY (%)	99.4%	71.0%	56.7%	48.7%	95.6%	47.9%	21.4%	21.0%
매출액		389	673	1,073	1,578	2,929	4,734	6,179	7,891
	YoY (%)	89.7%	72.9%	59.4%	47.1%	85.6%	61.6%	30.5%	27.7%
P/GMV	(x)	0.25	0.38	0.36	0.75	1.16	0.86	0.71	0.59
PSR	(x)	9.8	14.9	13.9	29.2	47.2	32.2	24.7	19.3
2022년 거래금액		214,630							
적용 P/GMV (x)		1.06	* 아마존 2013년 ~ 2014년 P/GMV 평균 (2013년: 1.29, 2014년: 0.83)						
시가총액		227,779							
유통주식수 (백만주)		130	2021년 말						
TP (USD)		1,752.0							

자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터

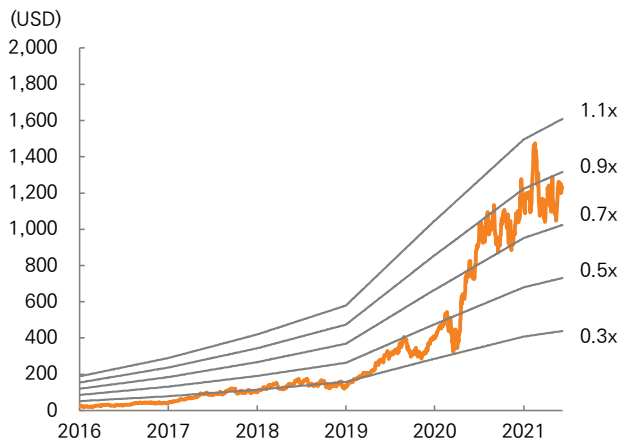
표 10. 쇼피파이 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
거래금액		17,400	30,100	30,900	41,100	37,300	41,128	42,754	55,543	61,100	119,500	176,724	214,630
	QoQ (%)	(15.5)	73.0	2.7	33.0	(9.2)	10.3	4.0	29.9				
	YoY (%)	46.2	118.1	108.8	99.5	114.4	36.6	38.4	35.1	48.7	95.6	47.9	21.4
매출액		470	714	767	978	989	1,101	1,172	1,473	1,578	2,929	4,734	6,179
	QoQ (%)	(7.0)	52.0	7.4	27.4	1.1	11.3	6.5	25.7				
	YoY (%)	46.7	97.4	96.5	93.5	110.4	54.1	52.7	50.6	47.1	85.6	61.6	30.5
	구독	188	196	245	279	321	352	381	428	642	909	1,481	1,971
	머천트	282	518	522	698	668	749	791	1,045	936	2,021	3,253	4,208
영업비용		477	601	636	778	778	936	969	1,165	1,531	2,492	3,848	5,050
	QoQ (%)	0.1	25.9	6.0	22.2	0.0	20.4	3.5	20.2				
	YoY (%)	49.1	68.2	68.8	63.2	63.0	55.9	52.3	49.8	44.6	62.8	54.4	31.2
	매출원가	206	333	355	465	424	495	544	705	700	1,359	2,168	2,875
	마케팅	142	132	136	144	175	209	210	217	434	554	811	1,049
	R&D	80	83	96	105	120	128	145	157	250	364	550	713
	SG&A	49	39	39	51	49	93	57	71	130	164	269	347
영업이익		(7)	114	131	200	211	165	203	308	47	437	886	1,129
	QoQ (%)	(125.5)	(1,663.0)	15.2	52.7	5.5	(21.9)	23.2	51.7				
	YoY (%)	(1,936.6)	2,303.3	863.1	600.6	(2,999.7)	44.8	54.9	53.9	228.2	825.3	102.6	27.5
	OPM (%)	(1.5)	15.9	17.1	20.5	21.3	15.0	17.3	20.9	3.0	14.9	18.7	18.3
세전이익		6	118	134	197	211	165	203	308	93	454	886	1,129
	Tax	(16)	(12)	(7)	(2)	(43)	0	0	0	2	(37)	(43)	0
순이익		22	129	141	199	254	165	203	308	91	491	929	1,129
	NPM (%)	4.7	18.1	18.3	20.3	25.7	15.0	17.3	20.9	5.8	16.8	19.6	18.3

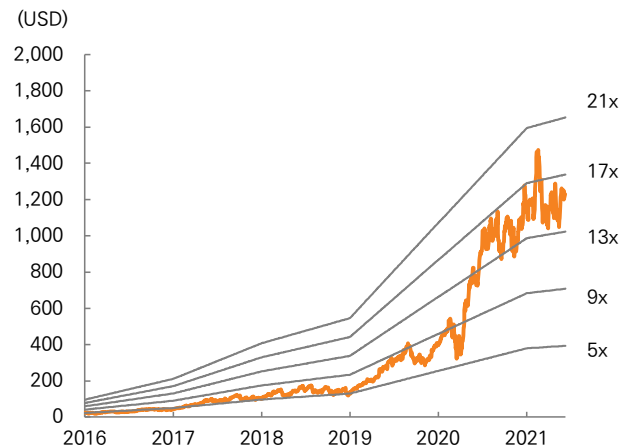
자료: 쇼피파이, 미래에셋증권 리서치센터 / 3Q19 일회성 세금 48백만달러 제외

그림 60. 쇼피파이 P/GMV 밴드



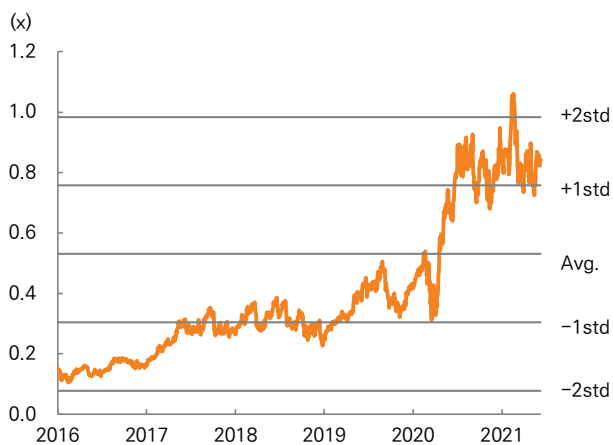
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 61. 쇼피파이 P/B 밴드



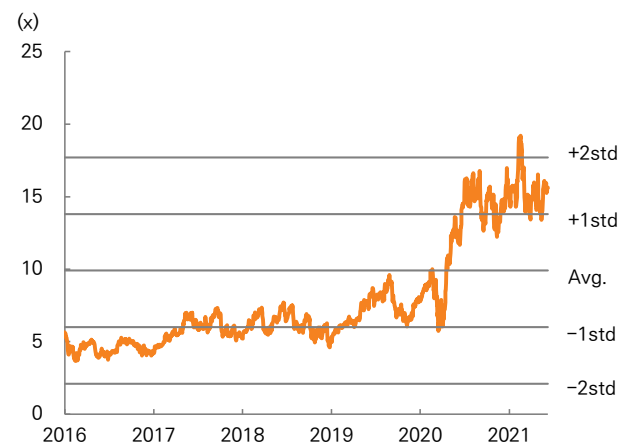
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 62. 쇼피파이 P/GMV 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 63. 쇼피파이 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

쇼피파이 Shopify (SHOP US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,578	2,929	4,734	6,179
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,578	2,929	4,734	6,179
판매비와관리비	1,719	2,839	4,318	5,667
발표영업이익	(141)	90	416	512
비영업손익	45	150	1,251	0
금융 이익	45	150	1,251	0
기타 이익	0	0	0	0
세전사업손익	(96)	240	1,667	512
법인세비용	(19)	(79)	111	0
비지배주주 손이익	0	0	0	0
지배주주손이익	(77)	320	1,556	512

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	47.1	85.6	61.6	30.5
GP 증가율(%)	47.1	85.6	61.6	30.5
영업이익 증가율(%)	53.2	(165.3)	362.1	23.0
순이익 증가율(%)	18.6	(517.3)	386.9	(67.1)
EPS증가율(%)	11.6	(471.6)	381.3	(68.5)
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	(8.9)	3.1	8.8	8.3
NPM	(4.9)	10.9	32.9	8.3

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	71	425	789	1,101
당기순이익	(77)	320	1,556	512
주식보상비	177	294	451	601
D&A	36	70	60	49
운전자본변동 및 기타	(65)	(259)	(1,279)	(62)
투자활동으로 인한 현금흐름	(569)	(1,932)	(1,634)	(21)
유형자산처분(취득)	(57)	(42)	(21)	(21)
기타	(513)	(1,890)	(1,613)	0
재무활동으로 인한 현금흐름	736	3,557	1,631	89
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	688	2,579	1,630	89
장단기금융부채의 감소(증가)	0	908	0	0
현금의 증가	239	2,054	786	1,169
기초현금	411	650	2,704	3,490
기말현금	650	2,704	3,490	4,659

자료: 쇼피파이 Shopify, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	2,745	6,878	9,436	10,869
현금 및 현금성자산	2,455	6,388	8,577	9,745
매출채권 및 기타채권	150	245	415	543
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	139	245	444	581
비유동자산	745	885	2,313	2,285
유형자산	111	92	72	59
기타 비유동자산	633	793	2,241	2,226
자산총계	3,489	7,763	11,748	13,154
유동부채	316	438	651	853
매입채무	181	301	476	623
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	135	138	174	230
비유동부채	157	924	1,188	1,188
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	157	924	1,188	1,188
부채총계	474	1,362	1,838	2,041
지배주주지분	3,016	6,401	9,871	11,073
자본금	3,319	6,377	7,854	7,854
이익잉여금	(304)	15	2,011	3,213
기타	1	9	6	6
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	3,016	6,401	9,871	11,073

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	-	445.3	100.6	319.8
P/B (x)	15.3	22.2	16.2	15.0
EV/EBITDA (x)	-	823.6	302.3	254.5
EPS (USD)	(0.68)	2.54	12.23	3.85
BPS (USD)	25.99	51.02	75.92	82.27
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	13.0	14.8	14.3	12.9
재고자산 회전율 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전율 (회)	11.3	12.2	12.2	11.2
ROA(%)	79.4	395.7	723.5	848.9
ROE(%)	11.6	(471.6)	381.3	(68.5)
ROIC(%)	116.9	398.1	82.8	17.3
부채비율(%)	15.7	21.3	18.6	18.4
유동비율(%)	368.5	777.0	408.0	475.8
순차입금/자기자본(%)	(81.4)	(99.8)	(86.9)	(88.0)

우버 Uber (UBER US)

2H21 전망: 차량 공유 회복 + 음식 배달 고성장

매수
(유지)

목표가: USD 74
상승여력: 45.8%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2Q21 전망:

차량 공유 회복 +
음식 배달 고성장

우버 차량 공유는 2H21 경제 재개 등 정상화 기조 지속되며 완전한 회복 예상

- 미국의 백신 접종률 상승으로 출퇴근, 여가, 여행 등 이동 수요 회복 예상
- 기사 수급 문제 존재하나 5월 중순 이후 인센티브 제공 통해 해소 국면. 2H21 정상화
- 이에 2H21 모빌리티 거래금액 성장률 +32% YoY 예상. 1H21 +4% YoY에서 가속화
- 음식 배달은 코로나19 이후의 뉴노멀. 우버잇츠에 대한 수요는 2H21 견조히 유지 전망
- 이미 우버는 4월 중순 정상화가 진행된 일부 지역에서도 음식 배달 수요 지속을 언급
- 온라인 수요와 공급에 대한 소비자, 판매자 니즈가 맞기 때문. 낮아진 기대치 상회 전망
- 이에 2H21 음식배달 거래금액은 +55% YoY 예상. 둔화 예상되나 우려 일부 해소 판단

2H21 관전 포인트:
수익성 개선 기대감

2H21 중 우버는 구조조정, 사업 매각을 통해 EBITDA 흑전 예상. 흑자 전환 폭에 기대

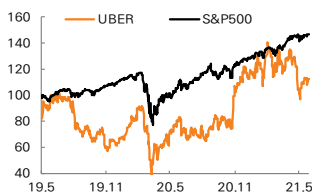
- 높아진 기대감 대비 흑자전환 시기가 빠르지는 않지만 2019년 당시 예상 대비 가속화
- 이미 2H21 중 EBITDA 흑전은 기정 사실. 현재 관건은 흑자 전환의 폭과 속도임
- 최근과 같은 가파른 회복과 기사 수급 문제가 해결된다면 예상 대비 빠른 흑전도 가능

향후 회복 및 음식 배달 확대
가능성에 주목

우버에 대한 투자 의견 매수 및 목표주가는 USD 74 유지

- 최근 주가는 가파르게 높아진 수요에도 기사 수급 문제로 인한 우려가 반영
- 또한 높아진 기대감 대비 미진했던 EBITDA 흑전 가이드선 (연내)로 인해 횡보 지속
- 그러나 가파른 차량 공유 회복과 음식배달 시장 호조는 기대치 상회하는 수익성 예상
- 또한 자율 주행 매각과 본격적인 MaaS 구체화는 플랫폼 가치 부각으로 이어질 전망
- 현재 2022년 PSR 4.5배 거래. 그룹허브 안정기인 2018년 6.9배 대비 낮음

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)	50.76	시가총액 (십억USD)	95.0
거래소	NYSE	시가총액 (조원)	105.9
EPS 성장률 (21F, %)	(51.2)	유통주식수 (백만주)	1,972.7
P/E (21F, x)	-	52주 최저가 (USD)	28.39
MKT P/E (21F, x)	22.5	52주 최고가 (USD)	64.05
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.9	-4.2	36.9
상대주가	8.1	-16.1	4.7

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	11.3	14.1	11.1	15.1	21.0	26.9
영업이익 (십억USD)	(1.8)	(2.7)	(2.7)	(1.1)	0.6	2.3
영업이익률 (%)	(15.8)	(19.3)	(24.5)	(7.5)	3.1	8.6
순이익 (십억USD)	(3.5)	(3.4)	(3.2)	(1.7)	(0.1)	1.7
EPS (USD)	(7.94)	(3.90)	(1.83)	(0.89)	(0.05)	0.74
ROE (%)	(12.4)	(218.2)	(46.9)	(15.5)	(14.6)	(3.2)
P/E (배)	-	-	-	-	-	68.4
P/B (배)	-	3.4	6.6	7.7	8.5	8.2

주: Non-GAAP / ROE는 GAAP

자료: 우버 Uber, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. 우버 PSR 밸류에이션

(백만USD)

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	7,203	10,393	12,897	11,145	15,056	20,994	26,919
YoY (%)	106.3%	42.1%	25.5%	-13.6%	35.1%	39.4%	28.2%
PSR (x)	-	-	3.9	8.2	6.3	4.5	3.5
2022년 매출액	20,994						
타겟 PSR (x)	6.9	* 그룹허브 2018년 PSR: 2017년 고성장 후 안정화 구간					
시가총액	145,215						
주식 수 (백만주)	1,973	* Fully Diluted					
TP (USD)	73.6						

자료: 우버, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2020년부터 매출 인식 방법 (기사에 대한 인센티브를 매출원가에서 Contra revenue로 조정) 변경

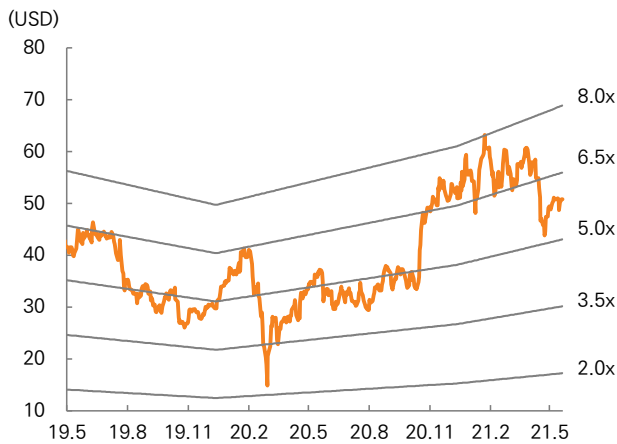
표 12. 우버 분기 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
거래금액	15,776	10,224	14,745	17,152	19,536	21,682	23,131	23,320	65,011	57,897	87,669	113,124
QoQ (%)	(13.0)	(35.2)	44.2	16.3	13.9	11.0	6.7	0.8				
YoY (%)	7.6	(35.1)	(10.4)	(5.4)	23.8	112.1	56.9	36.0	30.5	(10.9)	51.4	29.0
모빌리티	10,874	3,046	5,905	6,789	6,773	7,712	8,320	8,481	49,700	26,614	31,287	42,293
딜리버리	4,683	6,961	8,550	10,050	12,461	13,613	14,407	14,408	14,489	30,244	54,890	68,456
기타	21	5	0	0	0	0	0	0	370	26	0	0
매출액	3,251	1,915	2,814	3,165	2,903	3,822	4,125	4,207	14,147	11,145	15,056	20,994
QoQ (%)	(20.1)	(41.1)	46.9	12.5	(8.3)	31.6	7.9	2.0				
YoY (%)	4.9	(39.5)	(26.2)	(22.2)	(10.7)	99.6	46.6	32.9	25.5	(21.2)	35.1	39.4
모빌리티	20.6	18.7	19.1	18.5	14.9	17.6	17.8	18.0	21.8	19.2	17.2	18.6
딜리버리	2,470	790	1,365	1,471	853	1,542	1,672	1,713	10,745	6,096	5,781	8,651
기타	527	885	1,136	1,356	1,741	1,916	2,042	2,056	2,510	3,904	7,755	9,943
매출 인식률 (%)	254	240	313	338	309	364	410	437	892	1,145	1,520	2,400
영업비용	3,889	2,782	3,522	3,687	3,812	3,947	4,202	4,227	15,885	13,880	16,188	20,351
QoQ (%)	(10.5)	(28.5)	26.6	4.7	3.4	3.5	6.5	0.6				
YoY (%)	7.1	(26.6)	(14.5)	(15.1)	(2.0)	41.9	19.3	14.6	29.5	(12.6)	16.6	25.7
매출원가	1,486	892	1,282	1,428	1,699	1,643	1,753	1,767	6,061	5,088	6,862	8,549
운영관리비	478	371	353	359	395	428	458	464	1,781	1,561	1,745	2,263
R&D	478	426	391	349	382	397	422	424	1,825	1,644	1,625	2,038
마케팅	871	691	913	1,026	1,034	1,086	1,152	1,154	4,275	3,501	4,427	5,498
판관비	576	402	583	525	302	392	416	418	1,943	2,086	1,528	2,002
영업이익	(638)	(867)	(708)	(522)	(909)	(125)	(77)	(20)	(2,726)	(2,735)	(1,132)	643
QoQ (%)	3.7	35.9	(18.3)	(26.3)	74.1	(86.3)	(38.0)	(73.5)				
YoY (%)	(26.6)	32.0	21.0	(15.1)	42.5	(85.6)	(89.1)	(96.1)	53.3	0.3	(58.6)	(156.8)
OPM (%)	(19.6)	(45.3)	(25.2)	(16.5)	(31.3)	(3.3)	(1.9)	(0.5)	(19.3)	(24.5)	(7.5)	3.1
세전이익	(756)	(977)	(820)	(640)	(1,024)	(240)	(192)	(135)	(3,285)	(3,193)	(1,592)	183
Tax	(166)	164	(77)	85	(185)	93	93	93	131	6	94	288
순이익	(590)	(1,141)	(743)	(725)	(839)	(332)	(286)	(229)	(3,416)	(3,199)	(1,686)	(105)
NPM (%)	(18.1)	(59.6)	(26.4)	(22.9)	(28.9)	(8.7)	(6.9)	(5.4)	(24.1)	(28.7)	(11.2)	(0.5)

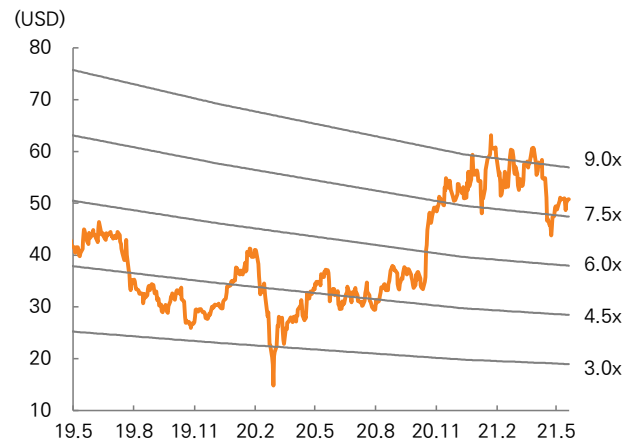
자료: 우버, 미래에셋증권 리서치센터 / 1Q21부터 매출 인식방법 변경

그림 64. 우버 PSR 밴드



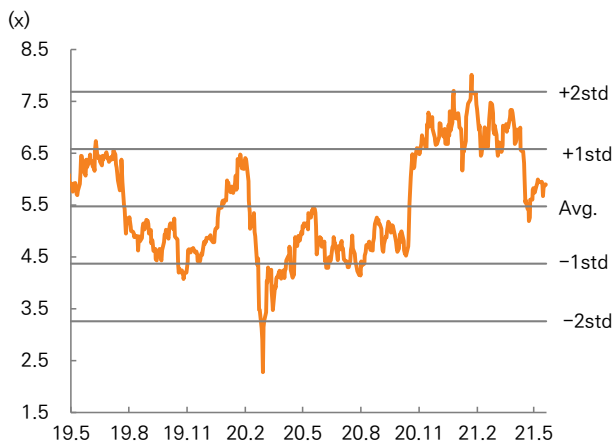
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. 우버 P/B 밴드



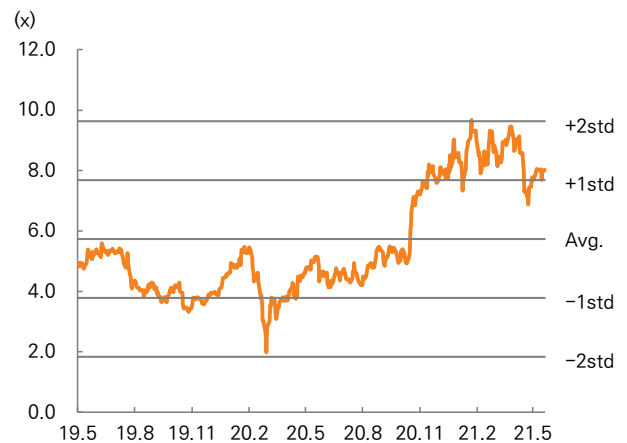
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 66. 우버 PSR 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 우버 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

우버 Uber (UBER US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	14,147	11,145	15,056	20,994
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	14,147	11,145	15,056	20,994
판매비와관리비	22,743	16,002	18,199	22,413
발표영업이익	(8,596)	(4,857)	(3,144)	(1,419)
비영업손익	163	(2,083)	1,250	(460)
금융 이익	(559)	(458)	(460)	(460)
기타 이익	722	(1,625)	1,710	0
세전사업손익	(8,433)	(6,940)	(1,894)	(1,879)
법인세비용	75	(153)	179	0
비지배주주 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	(8,508)	(6,787)	(2,073)	(1,879)

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	25.5	(21.2)	35.1	39.4
GP 증가율(%)	25.5	(21.2)	35.1	39.4
영업이익 증가율(%)	183.4	(43.5)	(35.3)	(54.9)
순이익 증가율(%)	(962.0)	(20.2)	(69.5)	(9.4)
EPS증가율(%)	(442.4)	(52.9)	(72.4)	(15.1)
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	(60.8)	(43.6)	(20.9)	(6.8)
NPM	(60.1)	(60.9)	(13.8)	(8.9)

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	(8,512)	(2,745)	(2,599)	1,408
당기순이익	(8,508)	(6,787)	(2,073)	(1,879)
주식보상비	4,682	827	1,207	1,518
D&A	472	575	683	544
운전자본변동 및 기타	(5,158)	2,640	(2,416)	1,225
투자활동으로 인한 현금흐름	(790)	(2,869)	617	1,156
유형자산처분(취득)	(588)	(616)	(284)	(284)
기타	(202)	(2,253)	901	1,440
재무활동으로 인한 현금흐름	8,939	1,379	(226)	0
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	7,973	125	0	0
장단기금융부채의 감소(증가)	1,189	2,628	0	0
현금의 증가	(367)	(4,327)	(2,254)	2,564
기초현금	6,406	10,873	5,647	3,715
기말현금	10,873	5,647	3,715	6,280

자료: 우버 Uber, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	13,925	9,882	7,166	9,366
현금 및 현금성자산	11,313	6,827	3,454	4,579
매출채권 및 기타채권	1,214	1,073	1,556	2,040
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	1,398	1,982	2,155	2,747
비유동자산	17,836	23,370	26,102	25,842
유형자산	1,731	1,814	1,499	1,239
기타 비유동자산	16,105	21,556	24,603	24,603
자산총계	31,761	33,252	33,268	35,208
유동부채	5,639	6,865	8,061	10,021
매입채무	272	235	338	443
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	5,367	6,630	7,723	9,578
비유동부채	10,939	12,633	12,175	12,515
장기금융부채	5,707	7,560	7,801	7,801
기타비유동부채	5,232	5,073	4,374	4,714
부채총계	16,578	19,498	20,236	22,536
지배주주지분	15,183	13,754	13,032	12,672
자본금	30,739	35,931	36,182	36,182
이익잉여금	(16,362)	(23,130)	(24,277)	(24,637)
기타	806	953	1,127	1,127
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	15,183	13,754	13,032	12,672

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	-	-	-	-
P/B (x)	3.4	6.6	7.7	8.5
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (USD)	(8.27)	(3.89)	(1.07)	(0.91)
BPS (USD)	8.88	7.67	6.61	5.96
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	13.3	9.7	11.5	11.7
재고자산 회전율 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전율 (회)	67.0	44.0	52.5	53.7
ROA(%)	(30.5)	(20.9)	(6.2)	(5.5)
ROE(%)	(218.2)	(46.9)	(15.5)	(14.6)
ROIC(%)	(292.3)	(65.7)	(19.7)	(17.7)
부채비율(%)	109.2	141.8	155.3	177.8
유동비율(%)	78.1	42.3	27.5	36.2
순차입금/자기자본(%)	(36.9)	5.3	33.4	25.4

도어대시 DoorDash (DASH US)

2H21 전망: '배달'은 곧 도어대시

매수
(유지)

목표가: USD 173 ▲
상승여력: 21.4%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2H21 전망: 음식 배달은 곧 도어대시

2020년 이후 지속적으로 높아지는 점유율. 도어대시로 음식 배달 플랫폼 집중 가속화

- 21년 4월 도어대시 음식배달 점유율 56% (+11ppt YoY). 20년말 52% 대비 상승
 - 20년부터 지속되어온 쏠림 현상 지속. 가맹점 수 (40만개) 기반의 경쟁 우위에 기인
 - 특히 한국, 중국 (1위 M/S 60% 이상) 고려시 2H21 점유율의 추가 확대 가능 판단
- 또한 2H21 정상화 우려에도 예상 대비 거래금액 호조 예상. 사용자 확대 지속
- 정상화 국면에도 증가한 사용자와 높아진 구매 빈가 유지될 것으로 예상
 - 이는 신규 가맹점의 확보에 따른 카테고리 확대에 기인. 음식 배달의 새로운 발견
 - 이에 가파르게 성장한 2H21 거래금액 성장률은 +18% YoY로 '플러스' 성장 유지 전망

2H21 관전 포인트: 배달의 '뉴노멀'화

음식 배달을 넘어 생필품, 음식료품 등 모든 '배달'의 뉴노멀화. 도어대시가 주도

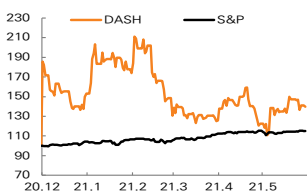
- 5월 중순까지 도어대시 거래금액 성장률 +71% YoY 기록 추정 (자료: Yipitdata)
- 음식 배달 외에 생필품, 음식료품 등 신규 카테고리 및 배달 대행 (Drive) 수요 긍정적
- 1Q21 非음식점 거래금액 본격화 (비중 7%). 4월 편의점 점유율 58% (+40% YoY)
- 로컬 상점의 온라인화와 배달 수요 확대에 따른 도어대시 거래금액의 성장 긍정적

음식 + 신규 카테고리 성장세 지속

도어대시에 대한 투자의견 매수, 목표주가는 USD 173으로 9% 상향

- 우려와 달리 음식 배달의 '뉴노멀'화 진행은 고무적. 2Q21 이후 실적 호조 지속 예상
- 또한 편의점, 음식료품 등 신규 카테고리 및 배달 대행 확대는 신규 성장 요인
- 2Q21 긍정적 가이던스로 최근 주가 상승. 2H21 실적 기대치 상회하며 주가 반등 예상
- 도어대시 2022년 PSR 10배. 그립허브 상장 초기 성장성 부각 시 2014년 PSR 12배

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)	142.50	시가총액 (십억USD)	46.4
거래소	NYSE	시가총액 (조원)	51.7
EPS 성장률 (21F,x)	-	유통주식수 (백만주)	327.8
P/E (21F,x)	1,689.4	52주 최저가 (USD)	110.13
MKT P/E (21F,x)	22.5	52주 최고가 (USD)	256.09
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	14.1	-	-
상대주가	14.3	-	-

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	0.3	0.9	2.9	4.1	4.8	6.2
영업이익 (십억USD)	(0.2)	(0.6)	0.0	0.2	0.3	0.6
영업이익률 (%)	(60.8)	(64.0)	0.6	3.7	6.4	9.0
순이익 (십억USD)	(0.2)	(0.6)	0.0	0.0	0.2	0.5
EPS (USD)	-	-	0.10	0.08	0.59	1.42
ROE (%)	93.6	87.9	(25.5)	(7.8)	(4.6)	(0.3)
P/E (배)	-	-	1449.1	1689.4	241.6	100.4
P/B (배)	-	-	8.6	10.2	9.8	8.9

주: Non-GAAP / ROE는 GAAP

자료: 도어대시 DoorDash, 미래에셋증권 리서치센터

표 13. 도어대시 PSR 밸류에이션

(백만USD)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
거래금액	2,812	8,039	24,664	37,657	42,420	52,036	63,778
YoY (%)	-	185.9%	206.8%	52.7%	12.6%	22.7%	22.6%
P/GMV	0.00	0.00	1.90	1.23	1.09	0.89	0.73
매출액	291	885	2,886	4,146	4,844	6,150	7,793
YoY (%)	61.7%	204.1%	226.1%	43.7%	16.8%	27.0%	26.7%
PSR (x)	0.0	0.0	16.2	11.2	9.6	7.5	6.0
2022E 매출액	4,844						
타겟 PSR (x)	11.7	* 그립허브 2014년 PSR: 상장 초기 성장성 부각 시기					
시가총액	56,565						
주식 수 (백만주)	328	* 2021년말 주식수					
목표주가 (USD)	173.0						

자료: 도어대시, 미래에셋증권 리서치센터

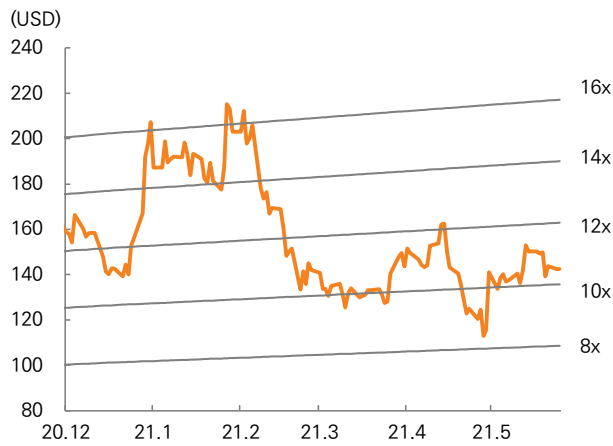
표 14. 도어대시 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
거래금액	3,083	6,150	7,252	8,179	9,913	9,589	9,114	9,040	8,039	24,664	37,657	42,420
QoQ (%)	23.2	99.5	17.9	12.8	21.2	(3.3)	(5.0)	(0.8)				
YoY (%)	97.6	227.1	245.8	226.9	221.5	55.9	25.7	10.5	185.9	206.8	52.7	12.6
매출액	362	675	879	970	1,077	1,051	1,008	1,009	885	2,886	4,146	4,844
QoQ (%)	21.5	86.5	30.2	10.4	11.0	(2.4)	(4.1)	0.1				
YoY (%)	172.2	214.0	267.8	225.5	197.5	55.8	14.7	4.1	204.1	226.1	43.7	16.8
Take rate (%)	11.7	11.0	12.1	11.9	10.9	11.0	11.1	11.2	11.0	11.7	11.0	11.4
영업비용	456	614	877	922	1,047	1,015	967	962	1,451	2,869	3,991	4,534
QoQ (%)	9.9	34.6	42.8	5.1	13.6	(3.0)	(4.7)	(0.6)				
YoY (%)	43.8	83.8	127.8	122.2	129.6	65.4	10.3	4.3	210.0	97.7	39.1	13.6
매출원가	193	323	382	438	554	539	515	513	521	1,336	2,121	2,439
R&D	32	36	39	37	46	44	41	40	99	144	170	177
마케팅	151	168	290	310	323	313	299	297	592	919	1,232	1,401
판관비	80	87	166	137	124	120	113	112	239	470	468	518
영업이익	(94)	61	2	48	30	36	41	48	(566)	17	155	310
QoQ (%)	(19.7)	(164.9)	(96.7)	2,300.0	(37.5)	20.4	14.0	16.0				
YoY (%)	(48.9)	(151.3)	(101.4)	(141.0)	(131.9)	(40.8)	1,959.6	(0.4)	219.8	(103.0)	812.4	99.8
OPM (%)	(26.0)	9.0	0.2	4.9	2.8	3.4	4.1	4.7	(64.0)	0.6	3.7	6.4
Pretax	(47)	97	107	49	32	38	43	50	(548)	2	163	318
Tax	53	59	68	(6)	29	38	35	33	15	(30)	135	125
NI	(100)	38	39	55	3	(0)	8	17	(563)	32	28	193
NPM (%)	(27.6)	5.6	4.4	5.7	0.3	(0.0)	0.8	1.7	(63.6)	1.1	0.7	4.0

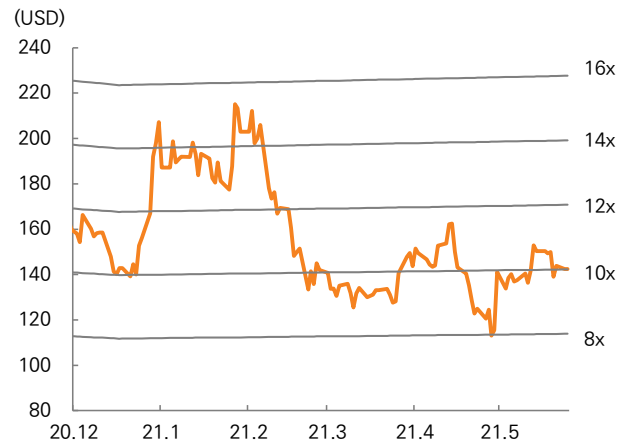
자료: 도어대시, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 도어대시 PSR 밴드



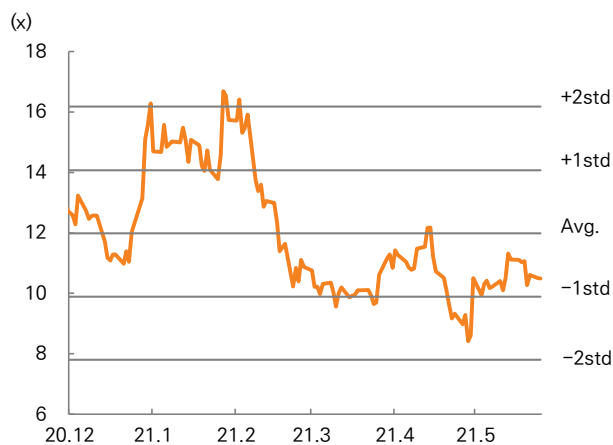
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 69. 도어대시 P/B 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 도어대시 PSR 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 71. 도어대시 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

도어대시 DoorDash (DASH US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	885	2,886	4,146	4,844
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	885	2,886	4,146	4,844
판매비와관리비	1,501	3,322	4,466	5,020
발표영업이익	(616)	(436)	(320)	(176)
비영업손익	18	(22)	(40)	(40)
금융 이익	0	0	0	0
기타 이익	18	(22)	(40)	(40)
세전사업손익	(598)	(458)	(360)	(216)
법인세비용	69	3	1	0
비지배주주 손이익	0	0	0	0
지배주주손이익	(667)	(461)	(361)	(216)

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	204.1	226.1	43.7	16.8
GP 증가율(%)	204.1	226.1	43.7	16.8
영업이익 증가율(%)	193.3	(29.2)	(26.6)	(45.0)
순이익 증가율(%)	227.0	(30.9)	(21.7)	(40.2)
EPS증가율(%)	-	-	(33.5)	(40.2)
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	(69.6)	(15.1)	(7.7)	(3.6)
NPM	(75.4)	(16.0)	(8.7)	(4.5)

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	(467)	252	254	489
당기순이익	(667)	(461)	(361)	(216)
주식보상비	18	333	376	409
D&A	32	120	154	178
운전자본변동 및 기타	150	260	85	118
투자활동으로 인한 현금흐름	(570)	(192)	(4)	(614)
유형자산처분(취득)	(78)	(106)	(170)	(218)
기타	(492)	(86)	166	(396)
재무활동으로 인한 현금흐름	1,109	3,996	(496)	0
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	1,111	3,664	0	0
장단기금융부채의 감소(증가)	0	333	(333)	0
현금의 증가	72	4,058	(247)	(125)
기초현금	215	257	4,345	4,097
기말현금	257	4,345	4,097	3,973

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	998	5,517	4,944	5,394
현금 및 현금성자산	765	4,859	4,423	4,695
매출채권 및 기타채권	58	291	268	361
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	175	367	252	339
비유동자산	734	836	890	930
유형자산	10	210	263	303
기타 비유동자산	724	626	627	627
자산총계	1,732	6,353	5,834	6,324
유동부채	382	1,402	1,001	1,298
매입채무	20	80	73	98
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	362	1,322	929	1,201
비유동부채	168	251	253	253
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	168	251	253	253
부채총계	550	1,653	1,254	1,551
지배주주지분	(1,082)	4,700	4,580	4,773
자본금	70	6,313	6,278	6,278
이익잉여금	(1,182)	(1,613)	(1,698)	(1,505)
기타	30	0	0	0
비지배주주지분	2,264	0	0	0
자본총계	1,182	4,700	4,580	4,773

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	-	-	-	-
P/B (x)	0.0	8.6	10.2	9.8
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (USD)	-	(1.66)	(1.10)	(0.66)
BPS (USD)	(4.16)	16.60	13.97	14.56
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	23.0	16.5	14.8	15.4
재고자산 회전율 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전율 (회)	32.2	57.7	54.3	56.9
ROA(%)	(55.2)	(11.4)	(5.9)	(3.6)
ROE(%)	87.9	(25.5)	(7.8)	(4.6)
ROIC(%)	(167.2)	(88.7)	(62.7)	(36.5)
부채비율(%)	46.5	35.2	27.4	32.5
유동비율(%)	136.0	659.9	555.6	579.9
순차입금/자기자본(%)	139.5	(103.4)	(96.6)	(98.4)

자료: 도어대시 DoorDash, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

액티비전 블리자드 Activision Blizzard (ATVI US)

2H21 전망: 하반기부터 신작 모멘텀 기대

매수
(유지)

목표가: USD 126
상승여력: 30.3%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2H21 리뷰:

꾸준한 액티비전과 블리자드의 모멘텀

액티비전은 '콜 오브 듀티 워존'을 기반으로 안정적인 성장세 예상

- '워존'이 출시 1주년 (20년 3월)을 넘어감에 따라 2H21 성장률 둔화 우려는 존재
- 그러나 워존 사용자 1억명 상회, '콜 오브 듀티 모바일' 중국 수익화 영향은 긍정적
- 이에 정상화에도 2H21 액티비전 매출액 성장률 flat% YoY 기록하며 유지 예상

2H21 블리자드는 다양한 신작 출시를 통한 매출 성장세 두드러질 전망

- 6월 와우 클래식 '불타는 성전' 확장팩 이후 '디아블로2 리저렉션'이 2H21 출시 예정
- 또한 연말에는 '디아블로 임모탈'이 예정되어 있어 모바일로 진입 본격화
- 이에 2H21 블리자드 매출액 성장률 +27% YoY로 신작 기반 성장 모멘텀 확대 예상

2H21 관전 포인트:

인기 IP 파이프라인의 구체화

2H21부터 2022년 이후 인기 IP 기반 신작 라인업 구체화. 중장기 성장 동력 예상

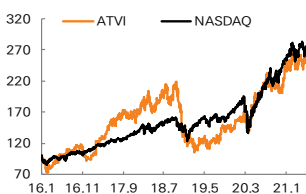
- 11월 예정인 '블리즈컨'은 취소. 다만 2022년초 개최 예정으로 기대감 존재
- 2022년 이후 디아블로4, 오버워치2 등 기존에 언급한 게임들의 일정 구체화 기대
- 또한 워크래프트 기반 다수 게임 출시도 언급. 액티비전 또한 지속적인 모바일화 예상
- 따라서 향후 신작 라인업 구체화에 따른 2022~2023년 실적 상향 가능성 존재

구체화되는 신작 라인업 감안시 저평가

액티비전 블리자드에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 USD126 유지

- 최근 주가는 정상화에 따른 매출 성장 둔화 우려로 인해 횡보 지속
- 그러나 2H21 블리자드 위주의 신작 효과 반영되며 기대감 확대될 것으로 예상
- 중장기 관점에서 액티비전 블리자드의 IP는 글로벌 탑티어. 신작 라인업 구체화에 주목
- ATVI 2022년 P/E 23배. 2022년 이후 예상되는 라인업 감안시 저평가 판단

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)

97.12

시가총액 (십억USD)

75.5

거래소

NASDAQ

시가총액 (조원)

84.2

EPS 성장률 (21F,x)

10.9

유통주식수 (백만주)

780.0

P/E (21F,x)

27.3

52주 최저가 (USD)

68.33

MKT P/E (21F,x)

22.5

52주 최고가 (USD)

104.53

배당수익률 (%)

0.4

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.4	16.1	37.3
상대주가	2.6	1.7	5.0

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	7.5	6.5	8.1	8.8	10.4	10.0
영업이익 (십억USD)	2.6	2.1	3.1	3.5	4.3	3.8
영업이익률 (%)	34.4	32.8	38.6	40.0	41.2	37.4
순이익 (십억USD)	2.1	1.8	2.5	2.8	3.4	3.0
EPS (USD)	2.72	2.28	3.21	3.56	4.31	3.74
ROE (%)	17.4	12.4	15.8	14.7	16.8	11.8
P/E (배)	17.0	26.1	28.9	27.3	22.5	26.0
P/B (배)	3.1	3.6	4.8	4.9	4.5	4.4

주: Non-GAAP / ROE는 GAAP

자료: 액티비전 블리자드 Activision Blizzard, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 액티비전 블리자드 P/E 밸류에이션

(백만USD)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS	1.32	2.17	2.22	2.72	2.28	3.21	3.56	4.31	3.74
YoY (%)	7.3%	64.4%	2.3%	22.7%	-16.5%	41.1%	10.9%	21.1%	-13.4%
P/E (x)	29.3	16.6	28.2	17.0	25.8	28.8	27.3	22.5	26.0
2022E EPS	4.31								
타겟 P/E	29.3	* 2015년 P/E: 신작 기대감 반영 시기							
목표주가 (USD)	126.5								

자료: 액티비전 블리자드, 미래에셋증권 리서치센터

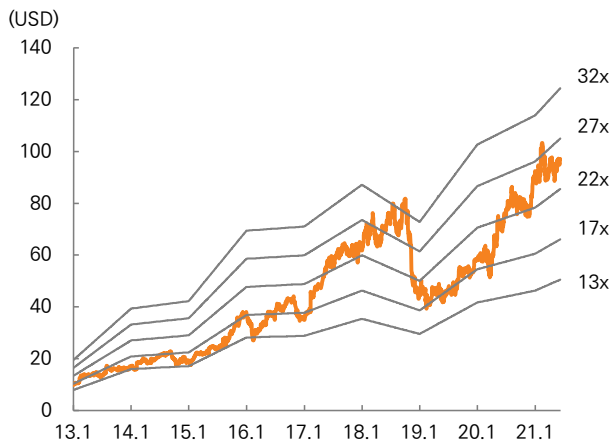
표 16. 액티비전 블리자드 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,788	1,932	1,954	2,413	2,275	2,151	1,764	2,628	6,489	8,087	8,818	10,416
QoQ (%)	(10.0)	8.1	1.1	23.5	(5.7)	(5.5)	(18.0)	49.0				
YoY (%)	(2.0)	38.4	52.4	21.5	27.2	11.3	(9.7)	8.9	(13.5)	24.6	9.0	18.1
액티비전	519	993	773	1,657	891	826	663	1,740	2,220	3,942	4,120	4,113
블리자드	452	461	411	579	483	365	383	878	1,717	1,903	2,109	3,752
킹	498	553	536	577	609	604	590	598	2,031	2,164	2,401	2,505
기타	68	99	65	287	108	99	65	287	462	519	559	559
(이연매출)	266	(146)	187	(638)	209	285	81	(826)	102	(331)	(251)	(393)
결제액	1,522	2,078	1,767	3,051	2,066	1,866	1,682	3,454	6,387	8,418	9,069	10,809
QoQ (%)	(43.8)	36.5	(15.0)	72.7	(32.3)	(9.7)	(9.8)	105.3				
YoY (%)	21.0	72.2	45.6	12.7	35.7	(10.2)	(4.8)	13.2	(12.7)	31.8	7.7	19.2
영업비용	1,077	1,121	1,098	1,666	1,294	1,197	1,028	1,771	4,360	4,962	5,290	6,122
QoQ (%)	(22.9)	4.1	(2.1)	51.7	(22.3)	(7.5)	(14.1)	72.3				
YoY (%)	(0.4)	17.6	18.1	19.3	20.1	6.7	(6.4)	6.3	(11.4)	13.8	6.6	15.7
매출원가	469	456	455	799	569	505	408	867	1,875	2,179	2,348	2,737
R&D	230	280	262	336	337	307	234	361	946	1,108	1,240	1,452
마케팅	236	236	233	338	232	232	225	337	915	1,043	1,026	1,036
판관비	142	149	148	193	156	153	161	205	624	632	676	898
영업이익	711	811	856	747	981	954	736	857	2,129	3,125	3,528	4,294
QoQ (%)	20.5	14.1	5.5	(12.7)	31.3	(2.7)	(22.9)	16.4				
YoY (%)	(4.4)	83.1	143.2	26.6	38.0	17.7	(14.0)	14.7	(17.4)	46.8	12.9	21.7
OPM (%)	39.8	42.0	43.8	31.0	43.1	44.4	41.7	32.6	32.8	38.6	40.0	41.2
Pretax	708	808	853	744	978	951	733	854	2,117	3,113	3,516	4,282
Tax	117	177	170	154	210	190	147	171	363	618	718	856
NI	591	631	683	590	768	761	586	683	1,754	2,495	2,799	3,426
NPM (%)	33.1	32.7	35.0	24.5	33.8	35.4	33.2	26.0	27.0	30.9	31.7	32.9

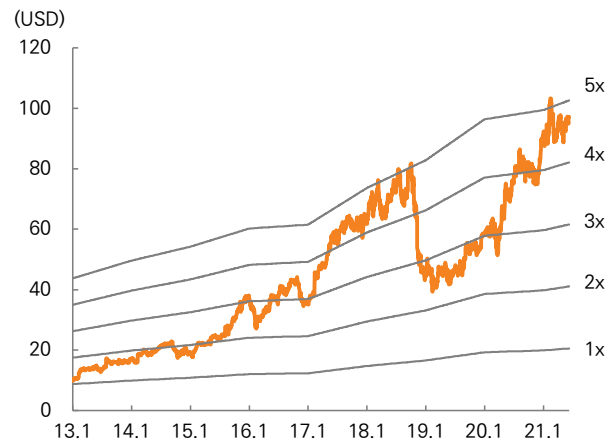
자료: 액티비전 블리자드, 미래에셋증권 리서치센터

그림 72. 액티비전 블리자드 P/E 밴드



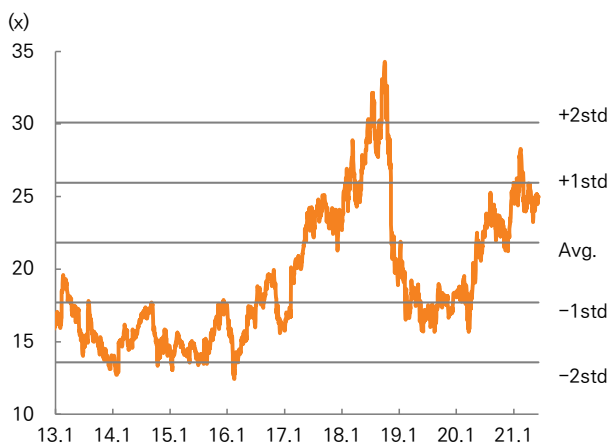
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 73. 액티비전 블리자드 P/B 밴드



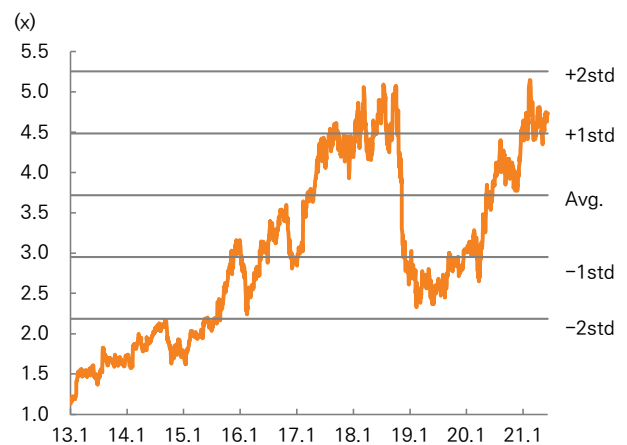
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 액티비전 블리자드 P/E 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 액티비전 블리자드 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

액티비전 블리자드 Activision Blizzard (ATVI US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	6,489	8,087	8,818	10,416
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	6,489	8,087	8,818	10,415
판매비와관리비	4,882	5,354	6,002	6,992
발표영업이익	1,607	2,733	2,816	3,423
비영업손익	36	117	120	120
금융 이익	36	86	120	120
기타 이익	0	31	0	0
세전사업손익	1,643	2,850	2,936	3,543
법인세비용	139	653	670	780
비지배주주 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	1,504	2,197	2,266	2,764

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	(13.5)	24.6	9.0	18.1
GP 증가율(%)	0	0	0	0
영업이익 증가율(%)	(19.2)	70.1	3.0	21.6
순이익 증가율(%)	(17.0)	46.1	3.1	22.0
EPS증가율(%)	(17.1)	45.3	1.7	20.7
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	24.8	33.8	31.9	32.9
NPM	23.2	27.2	25.7	26.5

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,831	2,252	3,758	4,217
당기순이익	1,504	2,197	2,266	2,764
주식보상비	167	218	642	831
D&A	327	197	142	133
운전자본변동 및 기타	(167)	(360)	709	490
투자활동으로 인한 현금흐름	(22)	(178)	(83)	(85)
유형자산처분(취득)	(116)	(78)	(83)	(85)
기타	94	(100)	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	(237)	711	(2,139)	(2,151)
배당금의 지급	(283)	(316)	(363)	(375)
자본의 증가(감소)	105	170	(1,384)	(1,884)
장단기금융부채의 감소(증가)	0	944	0	0
현금의 증가	1,521	2,854	1,536	1,981
기초현금	4,225	5,794	8,647	10,439
기말현금	5,794	8,647	10,439	12,420

자료: 액티비전 블리자드 Activision Blizzard, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	7,292	10,565	12,452	14,749
현금 및 현금성자산	5,794	8,647	10,439	12,420
매출채권 및 기타채권	848	1,052	1,054	1,247
재고자산	32	0	0	0
기타유동자산	618	866	959	1,082
비유동자산	12,553	12,544	12,455	12,408
유형자산	253	209	180	172
기타 비유동자산	12,300	12,335	12,275	12,236
자산총계	19,845	23,109	24,907	27,157
유동부채	2,915	3,100	4,221	5,027
매입채무	292	295	300	355
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	2,623	2,805	3,920	4,672
비유동부채	4,125	4,972	4,913	4,913
장기금융부채	2,675	3,605	3,606	3,606
기타비유동부채	1,450	1,367	1,307	1,307
부채총계	7,040	8,072	9,134	9,940
지배주주지분	12,805	15,037	15,776	17,220
자본금	11,174	11,531	11,717	11,941
이익잉여금	7,813	9,691	11,722	14,942
기타	(18,987)	(6,185)	(7,663)	(9,663)
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	12,805	15,037	15,776	17,220

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	30.1	32.6	33.7	27.9
P/B (x)	3.5	4.8	4.9	4.5
EV/EBITDA (x)	13.5	21.7	22.7	23.5
EPS (USD)	2.0	2.8	2.9	3.5
BPS (USD)	16.57	19.3	20.0	21.6
DPS (USD)	0.41	0.5	0.5	0.6
배당성향(%)	20.9	16.5	16.5	16.5
배당수익률(%)	0.69	0.5	0.5	0.6
매출채권 회전율 (회)	8.7	8.5	8.4	9.1
재고자산 회전율 (회)	173.0	505.4	-	-
매입채무 회전율 (회)	23.8	27.6	29.6	31.8
ROA(%)	8.0	10.2	9.4	10.6
ROE(%)	12.4	15.8	14.7	16.8
ROIC(%)	12.4	15.8	14.7	16.8
부채비율(%)	55.0	53.7	57.9	57.7
유동비율(%)	58.1	84.2	100.0	118.9
순차입금/자기자본(%)	(24.4)	(33.5)	(43.3)	(51.2)

로블록스 Roblox (RBLX US)

2H21 전망: 기대치 상회 가능성 농후

Bloomberg
최고목표주가USD 103.00
상승여력: 10.2%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2H21 전망: 기대치 상회 가능성 농후

2H21에도 시장 기대치를 상회하는 사용자 지표 기록 전망

- 로블록스의 4월 사용자 (DAU)는 정상화에도 43백만명 (+1백만명 MoM)으로 호조
- 미국은 5월 등교 이후 6월 방학 시작. 3Q21 이후 사용자 감소폭은 미미할 것으로 예상
- 또한 미국외 지역의 정상화 속도는 아직 미미. 4Q21 사용자 42백만명으로 유지 전망
- 사용자당 일 사용시간 소폭 감소 예상되나 미미. 높은 결제율로 결제액 호조 예상
- 2H21 사용자 유지와 별개로 등교가 본격화되면 일 평균 사용 시간의 일부 감소 예상
- 그러나 충성 사용자 중심의 결제율 (2020년 1.3%)은 오히려 상승할 것으로 예상
- 이에 4Q21 사용자당 결제액은 18달러 (+15% YoY)로 우려를 상회할 전망

2H21 관전 포인트: 마케팅 채널로서 가치 부각

기존 사업 (로블록스)의 호조와 더불어 로블록스의 마케팅 채널로서 확장 가능성에 주목

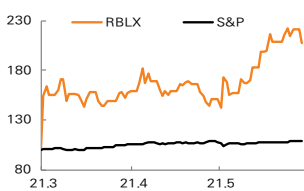
- 로블록스는 5월 17일 구찌와 협력하여 '구찌 가든' 오픈. 4일만에 7.6백만명 접속
- 또한 구찌 아이템이 한정판으로 재판매되며 브랜드 마케팅 채널로서 부각
- 이는 1.5억명 MAU를 가진 로블록스의 재조명. 중장기 광고 매출 확보 가능성 부각

흔들리지 않는 경쟁 우위

개발자, 콘텐츠, 충성 사용자를 보유한 로블록스에 대한 긍정적 관점 유지

- 긍정적인 1Q21 실적을 계기로 로블록스의 개발자 및 콘텐츠 경쟁 우위 부각
- 이에 대형 게임사의 부분 유료화 (F2P) 진입에 따른 경쟁 우려에도 로블록스 우위 예상
- 최근 단기 주가 상승으로 밸류에이션 부담 존재하나 중장기 성장 기조는 지속 전망
- 더구나 마케팅 채널로서 부각되며 신규 수익원 창출 가능성은 리레이팅 요인
- 로블록스의 2021년 결제액 대비 시가총액 19배. 유니티 2021년 PSR 27배

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)

93.44

시가총액 (십억USD)

53.2

거래소

NYSE

시가총액 (조원)

59.4

EPS 성장률 (21F,x)

-

P/E (21F,x)

-

MKT P/E (21F,x)

22.5

배당수익률 (%)

-

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
100%	0%	0%

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	37.6	-	-
상대주가	37.8	-	-

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (백만USD)	0.3	0.5	0.9	1.7	2.3	2.8
영업이익 (백만USD)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.0
영업이익률 (%)	(15.8)	(11.6)	(19.6)	(9.1)	(1.3)	0.8
순이익 (백만USD)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.0)	0.0
EPS (USD)	-	-	(0.35)	(0.42)	(0.06)	0.03
ROE (%)	155.6	62.8	146.7	(200.5)	(30.5)	(24.3)
P/E (배)	-	-	-	-	-	3159.8
P/B (배)	-	-	-	103.7	111.1	107.3

주: Non-GAAP / ROE는 GAAP

자료: 로블록스 Roblox, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 17. 로블록스 PSR 밸류에이션

(백만USD)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
결제액	499	694	1,883	2,749	3,375	4,151	5,072
YoY (%)	-	39.1%	171.2%	46.0%	22.8%	23.0%	22.2%
P/Bookings	-	-	-	19.4	15.8	12.8	10.5
매출액	325	508	924	1,746	2,340	2,785	3,462
YoY (%)	-	56.4%	81.7%	89.0%	34.0%	19.0%	24.3%
PSR (x)	-	-	-	30.5	22.8	19.1	15.4
2022E 결제액	3,375						
타겟 PSR (x)	21.0	* 유니티 2022년 PSR					
시가총액	70,844						
주식 수 (백만주)	663						

자료: 로블록스, 미래에셋증권 리서치센터

표 18. 로블록스 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
결제액	250	494	496	642	652	633	657	807	694	1,883	2,749	3,375
QoQ (%)	5.6	98.0	0.5	29.4	1.6	(3.0)	3.8	22.8				
YoY (%)	75.4	228.7	200.2	171.8	161.4	28.1	32.4	25.6	39.1	171.2	46.0	22.8
매출액	162	200	252	310	387	411	414	534	508	924	1,746	2,340
QoQ (%)	9.5	24.0	25.7	23.1	24.8	6.3	0.6	29.0				
YoY (%)	46.3	68.1	92.1	110.0	139.5	105.3	64.3	72.3	56.4	81.7	89.0	34.0
(이연매출)	(88)	(294)	(245)	(332)	(265)	(221)	(243)	(273)	(186)	(959)	(1,003)	(1,035)
영업비용	192	264	287	362	471	437	440	557	567	1,105	1,906	2,370
QoQ (%)	9.6	37.4	8.6	26.5	30.0	(7.3)	0.8	26.5				
YoY (%)	63.2	104.3	97.7	106.8	145.3	65.5	53.7	53.7	50.8	94.8	72.4	24.4
매출원가	42	54	66	79	98	103	103	132	122	240	437	567
개발자 분배 비용	44	83	82	114	119	111	114	140	112	323	484	575
인프라	50	61	70	76	88	100	101	129	155	257	419	561
R&D	33	36	43	50	65	65	66	84	97	162	280	364
판관비	12	17	14	29	83	37	37	48	39	71	205	203
마케팅	11	13	12	15	18	19	19	24	42	52	81	100
영업이익	(31)	(64)	(35)	(52)	(84)	(26)	(26)	(23)	(59)	(181)	(159)	(30)
QoQ (%)	10.5	108.0	(45.5)	51.4	60.8	(69.6)	2.8	(12.7)				
YoY (%)	319.1	533.8	150.7	89.4	175.8	(59.7)	(24.0)	(56.2)	14.8	208.1	(12.2)	(81.1)
OPM (%)	(18.9)	(31.7)	(13.7)	(16.9)	(21.8)	(6.2)	(6.4)	(4.3)	(11.6)	(19.6)	(9.1)	(1.3)
Pretax	(29)	(63)	(34)	(52)	(84)	(26)	(26)	(23)	(52)	(179)	(159)	(30)
Tax	3	1	5	(10)	(1)	1	1	1	1	(1)	2	4
NI	(32)	(64)	(40)	(43)	(83)	(27)	(27)	(24)	(53)	(178)	(161)	(34)
NPM (%)	(19.9)	(32.0)	(15.7)	(13.7)	(21.6)	(6.5)	(6.6)	(4.5)	(10.5)	(19.3)	(9.2)	(1.5)

자료: 로블록스, 미래에셋증권 리서치센터

유니티 Unity (U US)

2H21 전망: '하이퍼 캐주얼' 시대의 도래

매수
(유지)

목표가: USD 128 ▲
상승여력: 30.5%

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

송범용 bumyong.song@miraeeasset.com

2H21 전망: '하이퍼 캐주얼' 시대의 도래

2H21 '하이퍼 캐주얼' 게임 개발 확대 지속. 유니티에 대한 의존도 확대 전망

- 2020년은 코로나19로 인해 대부분 게임 개발 지연. 그러나 2H21 개발 복귀 가속화
- 특히 코로나19로 인해 '하이퍼캐주얼' 게임 장르 부각. 2020년 전체 다운로드의 31%
- 유니티는 하이퍼캐주얼 게임 개발에 적합. 2H21 신규 고객 82개 (+7개 HoH) 예상
- 게임 내 광고는 코로나19 이후 핵심 트렌드. Operate 솔루션 매출 확대
- '하이퍼 캐주얼' 게임 장르의 부각은 모바일 게임의 수익 모델이 광고로 변화함을 의미
- 또한 향후 중소 개발자의 지속 확대로 게임 개발&운영 위한 유니티 의존도 심화 전망
- 이에 유니티 Ads 위주의 호조가 지속되며 2H21 Operate 매출 +36% YoY 예상

2H21 관전 포인트: 투자의 성과가 나타나는 시간

핵심 변수는 2021년 투자 성과의 발현. 2H21은 투자의 성과가 구체화되는 시간

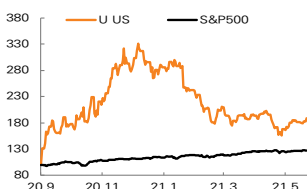
- 2021년 매출 성장에도 유니티 2021년 OPM은 -8% (-1ppt YoY)로 부진 전망
- 이는 신규 서비스 위한 인력 채용 등 R&D 투자 확대 영향. 관건은 매출 발생 시기
- 그러나 1Q21부터 가전, 헬스케어, 우주산업 등에서 유니티에 대한 수요 증가 관찰
- 더구나 '원신', '크러쉬밴디츠' 등이 유니티를 통해 개발. 대형 개발사로 수요 확대 가능

최근 우려는 과도 장기 성장성에 주목

유니티에 대한 투자의견 매수 유지. 목표주가는 USD 128로 19% 상향

- 4월 적용된 애플의 프라이버시 강화 정책으로 인한 유니티 Ads 매출 둔화 우려는 과도
- 오히려 모바일 게임의 다운로드 확대와 수익 모델 변화 (광고)에 따른 수혜에 주목 필요
- 향후 투자 성과의 구체화로 사업 모델의 장기 성장성 (매출 성장률 +30%) 부각 전망
- 유니티 2022년 PSR 21배 거래. 9월 상장 당시와 유사. 밸류에이션 매력 상승 판단

Key data



현재주가 (21/06/07, USD)	98.10	시가총액 (십억USD)	27.4
거래소	NYSE	시가총액 (조원)	30.5
EPS 성장률 (21F,x)	-	유통주식수 (백만주)	287.9
P/E (21F,x)	-	52주 최저가 (USD)	65.11
MKT P/E (21F,x)	22.5	52주 최고가 (USD)	174.94
배당수익률 (%)	-		

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.7	-37.0	-
상대주가	9.9	-45.0	-

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	12/18	12/19	12/20	12/21F	12/22F	12/23F
매출액 (십억USD)	0.4	0.5	0.8	1.0	1.3	1.6
영업이익 (십억USD)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
영업이익률 (%)	(28.9)	(17.5)	(6.5)	(8.3)	(4.8)	(1.0)
순이익 (십억USD)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
EPS (USD)	-	(0.62)	(0.28)	(0.30)	(0.19)	(0.03)
ROE (%)	(46.0)	(46.1)	(23.2)	(22.8)	(26.7)	(28.9)
P/E (배)	-	-	-	-	-	-
P/B (배)	-	-	20.5	13.8	15.1	16.0

주: Non-GAAP / ROE는 GAAP

자료: 유니티 Unity, 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 유니티 PSR 밸류에이션

(백만USD)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	210	300	381	542	772	1,025	1,306	1,612	1,932
YoY (%)		42.9%	26.9%	42.3%	42.6%	32.7%	27.4%	23.4%	19.9%
PSR (x)	-	-	-	-	54.1	26.7	21.0	17.0	14.2
2022E 매출액	1,306								
타겟 PSR (x)	28.2	* 트레이드데스크와 데이터독의 평균 PSR							
시가총액	36,866								
주식 수 (백만주)	288	* 2021년 말							
목표주가 (USD)	128.1								

자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

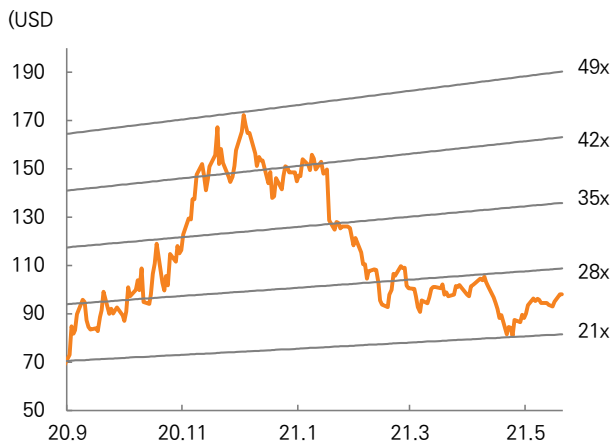
표 20. 유니티 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	167	184	201	220	235	246	260	284	542	772	1,025	1,306
QoQ (%)	5.6	10.4	8.9	9.7	6.6	4.9	5.4	9.4				
YoY (%)	35.3	42.5	53.3	39.4	40.6	33.6	29.3	28.9	42.3	42.6	32.7	27.4
Create	47	55	62	67	70	73	75	82	169	231	301	371
Operate	104	113	120	134	147	155	165	182	293	472	649	857
전략적 파트너	16	17	18	19	18	18	19	20	80	70	75	79
영업비용	185	197	209	241	258	267	280	304	636	823	1,110	1,369
QoQ (%)	(0.7)	6.8	8.0	15.4	7.3	3.3	5.1	8.6				
YoY (%)	27.8	28.2	29.7	32.1	43.0	38.2	34.4	26.5	29.7	29.3	34.9	23.3
매출원가	31	40	42	48	51	53	55	60	115	161	219	270
R&D	77	79	85	90	109	113	119	130	242	331	471	588
마케팅	35	37	33	45	44	46	48	52	111	142	190	235
판관비	41	41	49	58	54	56	58	63	168	189	230	276
영업이익	(18)	(13)	(8)	(20)	(23)	(21)	(21)	(20)	(95)	(51)	(85)	(63)
QoQ (%)	(36.6)	(27.4)	(10.7)	161.6	14.7	(12.1)	1.0	(1.7)				
YoY (%)	(16.1)	(47.3)	(73.9)	(15.7)	72.0	135.5	166.4	0.1	(13.9)	(46.6)	68.5	(25.8)
OPM (%)	(10.6)	(7.0)	(3.9)	(9.3)	(10.0)	(8.4)	(8.0)	(7.2)	(17.5)	(6.5)	(8.3)	(4.8)
Pretax	(18)	(14)	(8)	(21)	(24)	(21)	(21)	(21)	(95)	(52)	(86)	(64)
Tax	(1)	2	7	3	4	(2)	(2)	(2)	8	6	(1)	(6)
NI	(17)	(15)	(16)	(23)	(27)	(19)	(19)	(19)	(103)	(58)	(85)	(57)
NPM (%)	(10.2)	(8.3)	(7.8)	(10.4)	(11.6)	(7.8)	(7.4)	(6.7)	(19.0)	(7.5)	(8.3)	(4.4)

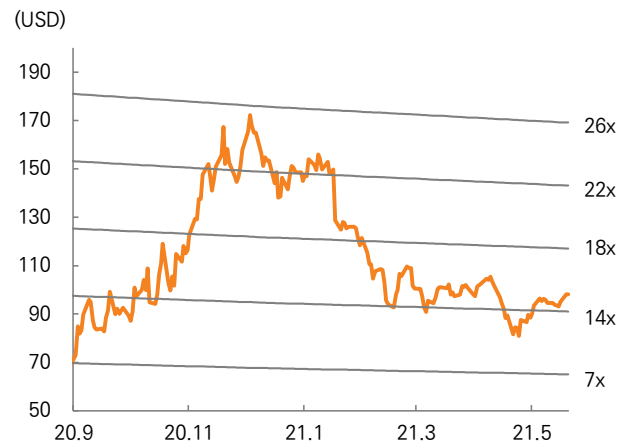
자료: 유니티, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 유니티 PSR 밴드



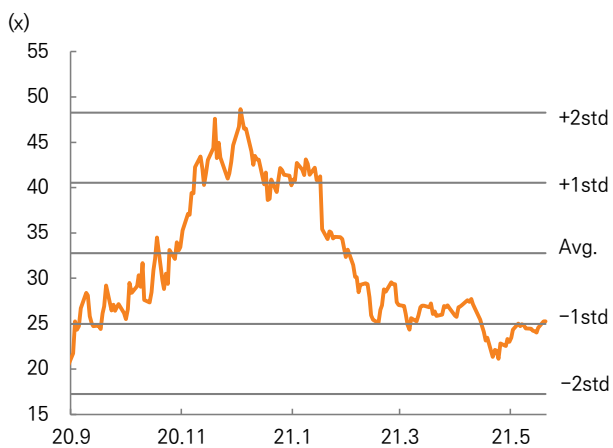
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 유니티 P/B 밴드



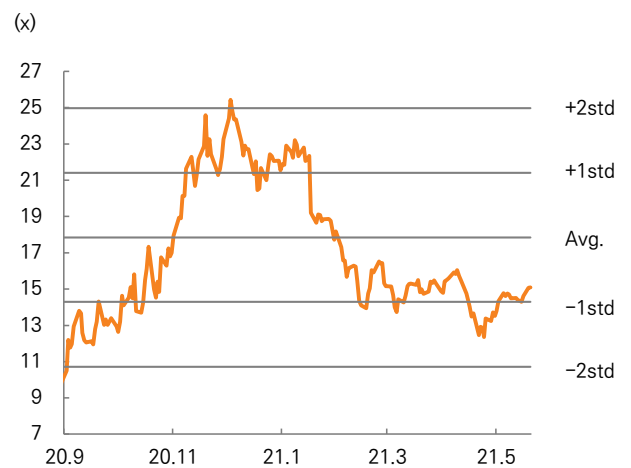
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 78. 유니티 PSR 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 79. 유니티 P/B 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

유니티 Unity (U US)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	542	772	1,025	1,306
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	542	772	1,025	1,306
판매비와관리비	692	1,047	1,486	1,821
발표영업이익	(151)	(275)	(461)	(515)
비영업손익	509	(6)	6	6
금융 이익	0	(2)	(0)	(0)
기타 이익	(3)	(4)	6	6
세전사업손익	(153)	(280)	(455)	(509)
법인세비용	10	2	(2)	0
비지배주주 순이익	0	0	0	0
지배주주순이익	(164)	(282)	(453)	(509)

Growth & margins (%)

매출액증가율(%)	42.3	42.6	32.7	27.4
GP 증가율(%)	42.3	42.6	32.7	27.4
영업이익 증가율(%)	15.2	82.4	67.8	11.6
순이익 증가율(%)	24.3	72.6	60.6	12.2
EPS증가율(%)	-	12.0	35.6	6.3
GPM	0.0	0.0	0.0	0.0
OPM	(27.8)	(35.6)	(45.0)	(39.4)
NPM	(30.2)	(36.5)	(44.3)	(39.0)

예상 현금흐름표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
영업활동으로 인한 현금흐름	(68)	4	(87)	12
당기순이익	(164)	(282)	(453)	(509)
주식보상비	49	143	357	438
D&A	13	43	53	51
운전자본변동 및 기타	33	101	(44)	32
투자활동으로 인한 현금흐름	(220)	(575)	(125)	(47)
유형자산처분(취득)	(27)	(40)	(47)	(47)
기타	(193)	(535)	(78)	0
재무활동으로 인한 현금흐름	161	1,701	23	0
배당금의 지급	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	460	1,518	0	0
장단기금융부채의 감소(증가)	125	150	0	0
현금의 증가	(126)	1,131	(190)	(35)
기초현금	259	130	1,273	1,086
기말현금	130	1,273	1,086	1,051

자료: 유니티 Unity, 미래에셋증권 리서치센터 / GAAP 기준

예상 재무상태표 (요약)

(백만USD)	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	367	2,081	2,038	2,114
현금 및 현금성자산	130	1,752	1,614	1,579
매출채권 및 기타채권	205	274	346	436
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	33	54	78	99
비유동자산	395	591	634	630
유형자산	79	96	106	116
기타 비유동자산	316	495	528	515
자산총계	763	2,671	2,673	2,744
유동부채	337	503	585	727
매입채무	11	11	16	21
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	326	492	568	706
비유동부채	32	131	147	154
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	32	131	147	154
부채총계	369	634	732	881
지배주주지분	394	2,037	1,945	1,874
자본금	226	2,838	2,927	2,927
이익잉여금	(515)	(797)	(978)	(1,049)
기타	683	(3)	(4)	(4)
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	394	2,037	1,945	1,874

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2019	2020	2021F	2022F
P/E (x)	-	-	-	-
P/B (x)	-	20.5	13.8	15.1
EV/EBITDA (x)	-	-	-	-
EPS (USD)	(0.77)	(1.13)	(1.61)	(1.71)
BPS (USD)	1.85	7.49	6.76	6.17
DPS (USD)	0	0	0	0
배당성향(%)	0	0	0	0
배당수익률(%)	0	0	0	0
매출채권 회전율 (회)	3.0	3.2	3.3	3.3
재고자산 회전율 (회)	0	0	0	0
매입채무 회전율 (회)	54.1	70.2	73.7	70.1
ROA(%)	(24.2)	(16.4)	(17.0)	(18.8)
ROE(%)	(46.1)	(23.2)	(22.8)	(26.7)
ROIC(%)	(28.7)	(40.2)	(57.7)	(587)
부채비율(%)	93.7	31.1	37.6	47.0
유동비율(%)	92.9	352.3	321.2	335.4
순차입금/자기자본(%)	(33.0)	(86.0)	(82.9)	(84.2)

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 DASH US 263주, SHOP US 44주를 보유하고 있습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.