

Bloomberg 최고목표주가 **USD 200.00**

현재주가 (19/02/12) **USD 175.55**

국가 **미국**

거래소 **NYSE**

상승여력 **13.9%**

Bloomberg Rating

매수	보유	매도
64%	32%	4%

EPS 성장률 (19F,%)	15.0
P/E (19F,x)	416.8
MKT P/E (19F,x)	16.4
배당수익률 (%)	-
시가총액 (백만USD)	19,374
시가총액 (조원)	
유통주식수 (백만주)	107.7
52주 최저가 (USD)	112.50
52주 최고가 (USD)	180.00

주가상승률 (%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	17.5	17.6	37.2
상대주가	11.1	21.0	33.1



[글로벌 인터넷]

정용제 Yongjei Jeong, CFA
 02-3774-1938
 yongjei.jeong@miraeasset.com

쇼피파이 Shopify

(SHOP US)

4Q18 리뷰 - 2019년은 투자의 해

4Q18 리뷰: 컨센서스 상회

쇼피파이의 3Q18 Non-GAAP 실적은 매출액 3.4억달러 (+54% YoY), 영업이익 0.2억달러 (+73% YoY)를 기록했다. 이는 컨센서스 (OP 17백만달러)를 상회한다.

- 1) 머천트 매출액은 2.1억달러 (+63% YoY vs. 3Q18 +68% YoY)를 기록하며 당사 추정치를 상회했다. 거래 금액이 140억달러 (+54% YoY, -1ppt QoQ)로 호조를 기록했는데 결제, 배송, 캐피탈의 고성장에 기인한다. 이에 GPM은 37.5% (+0.2ppt YoY)로 개선됐다.
- 2) 구독 매출액은 1.3억달러 (+42% YoY vs. 3Q18 +46% YoY)를 기록하며 당사 추정치를 상회했다. 기업용 Shopify Plus 가맹점이 5,300개 (+47% YoY)로 증가하며 관련 매출액이 31백만달러 (+65% YoY)를 기록했다. 또한 파트너십 강화로 App 수수료 매출이 11백만달러 (+160% YoY)로 고성장했다. GPM은 80% (+2ppt QoQ)를 기록했는데 구글 클라우드 전환 완료에 따른 비용 부담 감소 때문이다.

1H19은 수익성 둔화, 2H19 회복, 2020년 고성장 예상

1H19은 투자 확대에 따른 비용 부담이 존재하나 2H19에 일부 회복되며 기대감은 지속될 전망이다. 쇼피파이의 2019년 실적 가이던스 (평균)은 매출액 14.7억달러 (+37% YoY), OP 15백만달러 (+28% YoY)이다. 이는 당사 추정치 대비 매출액은 +2%, OP는 -17%이다.

투자 확대에 의해 1H19 쇼피파이의 수익성이 부진할 전망이다. 쇼피파이의 1Q19 가이던스는 OP -14백만달러 (OPM -5%)로 당사 추정치 -1백만달러 (OPM -0.4%)를 하회한다. 이는 해외 진출, 브랜드 광고, 제품 라인업 확대에 따른 R&D 및 마케팅비 상승에 기인한다.

다만 이러한 투자는 2019년 및 2020년 매출에 긍정적으로 작용할 전망이다. 이에 각각 매출 추정치를 기존 대비 5%, 6% 상향 조정한다. 매출액 증가율 상승에 따라 1H19 부진했던 수익성 또한 2H19부터 개선될 것으로 예상된다. 특히 2019년 3천만달러의 추가 마케팅비 집행이 2H19부터 둔화될 전망이다. 이에 2019년 OPM 1.0% (-1ppt YoY) 기록 후 2020년은 2.1% (+1.1ppt YoY)로 개선될 전망이다.

1Q19은 실적 저점, 2H19 이후 기대감은 유효

쇼피파이 주가는 부진한 1Q19 가이던스로 단기 약세가 예상되나 2H19 이후 성장 기대감은 지속될 전망이다. 특히 1) 영미권 국가로 해외 사업 확대 가능성, 2) 쇼피파이 플러스의 지속적인 성장, 3) 온-오프라인 옴니 채널 (ex. POS) 기능 확대는 기대감을 유지시켜주는 요소이다. 1H19에 대한 기대감은 낮아졌으나 2H19 이후에 대한 기대감은 지속될 전망이다.

쇼피파이는 현재 2019년 PSR 12.8배 (매출액 +41% YoY)에서 거래 중이다. 이는 페이스북의 2017년 PSR 12.6배 (매출액 +47% YoY)와 유사하다. 현재 밸류에이션 메리트는 크지 않으나 향후 실적 상향 가능성을 고려하면 중장기 매력은 충분하다고 판단한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (백만USD)	389.3	673.3	1,073.1	1,517.5	1,987.0	2,477.6
영업이익 (백만USD)	(12.1)	6.6	11.7	15.5	41.2	66.1
영업이익률 (%)	(3.1)	1.0	1.1	1.0	2.1	2.7
순이익 (백만USD)	(10.3)	15.2	39.2	47.2	72.9	97.7
EPS (USD)	(0.13)	0.15	0.37	0.42	0.63	0.81
ROE (%)	(11.7)	(5.7)	(4.2)	(5.2)	(6.1)	(7.2)
P/E (배)	-	678.0	479.2	416.8	280.0	217.6
P/B (배)	9.3	10.0	9.0	9.1	9.0	8.9

주: Non-GAAP

자료: 쇼피파이 Shopify, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 쇼피파이 PSR 밸류에이션

(백만USD)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
매출액	105	205	389	673	1,073	1,517	1,987	2,478	
YoY (%)	492.2%	95.4%	89.7%	72.9%	59.4%	41.4%	30.9%	24.7%	
PSR	-	9.6	9.8	14.9	13.9	12.8	9.8	7.8	
2019년 매출액	1,517								
적용 PSR (x)	12.6	페이스북 2017년 PSR (매출액 성장을 +47% YoY)							
시가총액	19,120								
유통주식수 (백만주)	112	2019년 말							
TP (USD)	170.42								

자료: 쇼피파이, 미래에셋대우 리서치센터

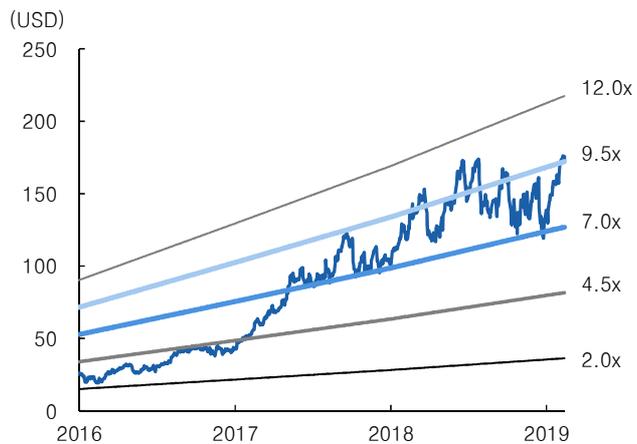
표 2. 쇼피파이 실적 전망 (Non-GAAP)

(백만USD)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
거래금액	8,000	9,100	10,000	14,000	11,907	13,251	14,010	19,028	26,228	41,100	58,195	76,224
QoQ (%)	(12.1)	13.8	9.9	40.0	(15.0)	11.3	5.7	35.8				
YoY (%)	65.2	55.6	55.3	53.8	48.8	45.6	40.1	35.9	71.0	56.7	41.6	31.0
매출액	214	245	270	344	319	352	376	470	673	1,073	1,517	1,987
QoQ (%)	(3.8)	14.3	10.2	27.4	(7.2)	10.5	6.8	24.8				
YoY (%)	68.3	61.5	57.5	54.4	48.9	43.9	39.4	36.5	72.9	59.4	41.4	30.9
구독	100	111	121	134	139	152	163	178	310	465	632	806
머천트	114	134	150	210	180	201	213	291	363	608	885	1,181
영업비용	215	249	274	324	330	359	375	437	667	1,061	1,502	1,946
QoQ (%)	1.6	16.1	9.8	18.3	2.0	8.6	4.6	16.4				
YoY (%)	63.0	61.8	61.2	53.3	54.0	44.0	37.2	35.0	66.1	59.2	41.5	29.5
매출원가	90	107	120	157	139	154	164	215	292	475	671	879
마케팅	71	81	85	89	114	117	118	119	216	326	469	596
R&D	36	39	46	50	52	57	62	66	101	171	238	311
SG&A	18	22	23	28	25	30	32	37	58	90	123	160
영업이익	(0)	(4)	(4)	20	(11)	(6)	1	32	7	12	16	41
QoQ (%)	TP	RN	(14.4)	(640.1)	(156.7)	(43.4)	(114.5)	3,368.7				
YoY (%)	RN	RN	(316.2)	72.9	4,263.2	48.4	(125.2)	61.9	(154.1)	78.3	32.7	165.3
OPM (%)	(0.1)	(1.8)	(1.4)	5.8	(3.6)	(1.8)	0.2	6.9	1.0	1.1	1.0	2.1
세전이익	4	2	4	28	(3)	2	9	40	16	39	47	73
Tax	(0)	(0)	(0)	0	(0)	0	0	0	1	(0)	0	0
순이익	4	3	5	28	(3)	2	9	40	15	39	47	73
NPM (%)	2.0	1.0	1.7	8.1	(1.1)	0.4	2.4	8.6	2.3	3.6	3.1	3.7

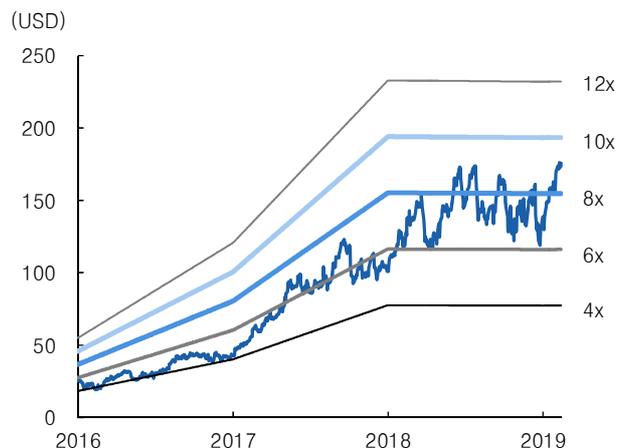
자료: 쇼피파이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 쇼피파이 PSR 밴드



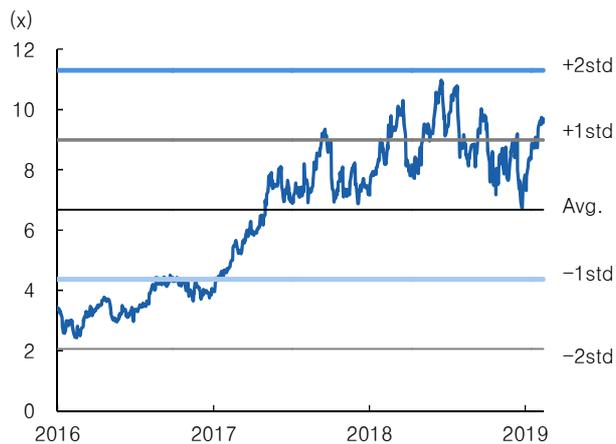
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 쇼피파이 PBR 밴드



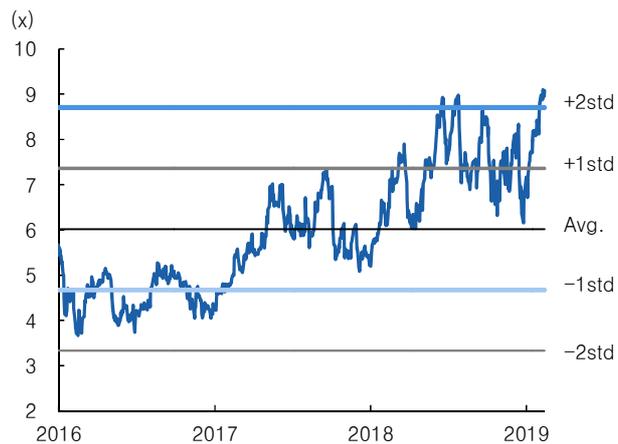
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 쇼피파이 PSR 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 쇼피파이 PBR 표준편차 밴드



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

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 본 자료에서 매매를 권유한 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 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.