

2020. 10. 6

Global Equity Team

한주기
Analyst
jooki88.han@samsung.com
02 2020 7789

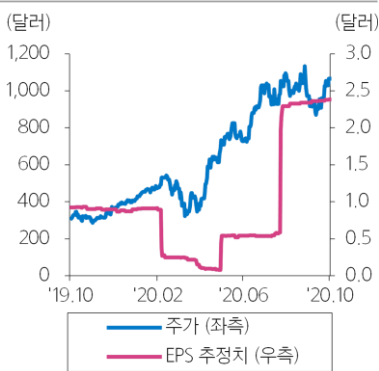
▶ AT A GLANCE

현재주가	1,065.5 USD
블룸버그 평균목표주가	1,085.9 USD
시가총액 (달러)	129.9 십억 달러
시가총액 (원)	153.4 조원
Shares (float)	109.6 백만주 (100%)
52주 최저//최고	282.1 / 1,146.9 달러
90일-평균거래대금	2.3 십억 달러
국가	CA
상장거래소	New York
산업	Internet
주요 주주	1. Fidelity (7.5%) 2. Capital Research (5.5%) 3. Baillie Gifford (5.4%)

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
Shopify (%)	9.5	197.9	225.7
S&P500 대비 (%pts)	10.0	170.0	210.2

▶ 주가 vs EPS 추정치



자료: Bloomberg, 삼성증권

Shopify (SHOP US)

제2의 아마존? 제1의 쇼피파이!

- 최근 이커머스 시장의 변화는 DTC 채널의 확대와 멀티채널의 보편화로 요약
- 쇼피파이는 DTC 채널을 위한 솔루션에서 유통업의 종합 운영체제로 진화 중
- 단기 밸류에이션 논란보다는 중장기 성장 스토리에 주목할 필요

WHAT'S THE STORY

기업소개 - 온라인 쇼핑물, 원스톱 서비스로 구축하세요: 쇼피파이는 온라인 쇼핑물 구축을 위한 솔루션을 제공하는 클라우드 기반(SaaS)의 전자상거래 플랫폼. 비전문가도 손쉽게 사용할 수 있어, 개인사업자부터 대기업까지 자체 온라인 쇼핑물을 원하는 자는 모두 쇼피파이 잠재 고객. 방대한 잠재 시장을 기반으로 빠르게 성장하고 있는 쇼피파이에 주목.

산업분석 - 고객과 직접(DTC), 채널은 다양하게(Multi): 마켓플레이스 중심으로 성장해온 이커머스 시장의 중심이 DTC(Direct-to-Consumer)로 이동 중. 그러나 유통업 패러다임이 변화하면서 자체 브랜드 쇼핑물(DTC채널)뿐만 아니라 마켓플레이스, SNS 플랫폼, 오프라인 매장 등 모든 채널을 관리할 필요. 이는 멀티채널을 하나의 Single Integrated Platform으로 통합해주는 쇼피파이가 대세가 되고 있는 배경.

투자포인트 - 유통업의 운영체제로 진화 중: 쇼피파이는 결제시스템, 파인낸싱, 배송, POS, fulfillment 서비스에 이르는 종합 솔루션을 제공하며 유통업의 운영체제로 진화 중. 마치 PC 세계의 Windows를 연상. 최근에는 SNS 플랫폼까지 파트너십을 맺으며 생태계를 확장시키고, 대기업과 해외 시장까지 고객 저변을 확대 중.

밸류에이션 및 투자전략: 12개월 Forward P/S는 42.9배로, 최근 5년 평균 대비 2.7배 수준에 달해 단기 밸류에이션 부담은 불가피. 그러나 유통업 패러다임 변화의 구조적인 승자로 진화할 가능성이 높은 점을 고려하면, 단기적인 밸류에이션 논란보다는 중장기 성장 스토리에 주목할 필요. 특히 팬데믹이 패러다임 변화 속도를 가속화시키고 있어 쇼피파이의 성장 스토리는 더욱 가시화되고 있는 상황. 단기적으로도 연말까지 이커머스 모멘텀이 지속될 가능성이 높다는 점에도 주목.

리스크요인: ① 기존 플레이어 및 대기업과의 경쟁 심화, ② 글로벌 경기 둔화 가능성, ③ 해외 시장 진출 둔화, ④ 높은 밸류에이션 등이 주요 리스크요인

SUMMARY OF FINANCIAL DATA

(12월 결산)	2018	2019	2020E	2021E
매출액 (백만달러)	1,073	1,578	2,612	3,402
영업이익 (백만달러)	(92)	(141)	233	268
순이익 (백만달러)	(65)	(125)	291	295
EPS (GAAP, 달러)	(0.6)	(1.1)	2.4	2.3
EPS growth (%)	적지	적지	흑전	(3.4)
EBITDA margin (%)	(6.0)	(5.6)	10.2	9.5
ROE (%)	(4.2)	(4.9)	5.1	2.5
P/E (배)	n/a	n/a	431.6	447.0
EV/EBITDA (배)	n/a	n/a	454.9	377.9
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Bloomberg, 삼성증권

Part 1 - 기업개요

온라인 쇼핑몰, 원스톱 서비스로 구축하세요

쇼피파이(Shopify)는 온라인 쇼핑몰 구축을 위한 솔루션을 제공하는 클라우드 기반(SaaS)의 전자상거래 플랫폼이다. 비전문가도 손쉽게 사용할 수 있어, 개인사업자부터 대기업까지 자체 온라인 쇼핑몰을 원하는 자는 모두 쇼피파이의 잠재 고객이다. 방대한 잠재 시장을 기반으로 빠르게 성장하고 있는 제2의 아마존, 쇼피파이에 주목하자.

자체 온라인 쇼핑몰 구축 = 쇼피파이

2004년 캐나다에서 설립된 쇼피파이는 클라우드 기반(SaaS)의 전자상거래 플랫폼으로, 소상공인이 온라인 쇼핑몰을 구축할 수 있는 솔루션을 원스톱 서비스로 제공한다. 판매자(Merchant)가 전문 개발자가 아니더라도 온라인 쇼핑몰을 쉽게 운영할 수 있게 해주는 직관적인 운영방식이 기존 플레이어들과의 차별화 요인이며, 판매자는 쇼피파이를 통해 도메인 호스팅(Hosting)부터 주문, 재고관리, 배송, 결제, 마케팅 등 온라인 쇼핑몰 제작에 필요한 모든 서비스를 이용할 수 있다.

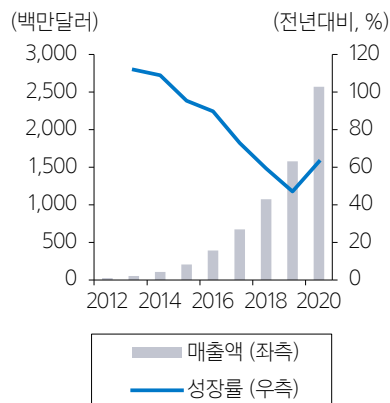
즉, 쇼피파이는 비전문가의 이커머스 진입 장벽을 현저하게 낮추어 주었고, 쇼피파이 온라인 쇼핑몰 솔루션에 대한 수요는 폭발적으로 증가하기 시작했다. 그 결과 쇼피파이의 매출액은 2012년 0.2억달러에서 2019년 15.8억달러로 연평균(CAGR) 82.2% 성장했으며, 전자상거래 기업 외형 성장의 지표인 GMV(Gross Merchandise Volume) 역시 2012년 7억달러에서 2019년 611억달러로 연평균 89.4%씩 성장했다. 특히 코로나19에 따른 반사이익으로 2020년 예상 매출성장률은 오히려 가속화될 전망이다.

그림 1. 주가 추이



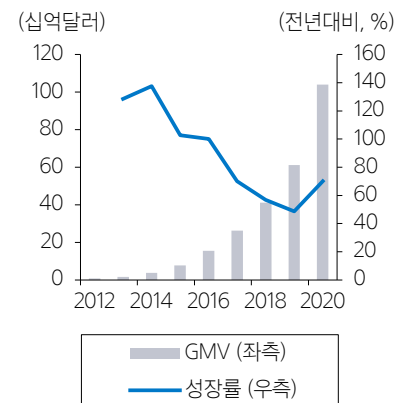
자료: FactSet, 삼성증권

그림 2. 매출액 및 성장률



자료: Shopify, 삼성증권

그림 3. Gross Merchandise Volume



자료: Shopify, 삼성증권

개인사업자 - 중소기업 - 대기업을 모두 아우르는 종합 솔루션

쇼피파이의 표준 요금제는 가장 기본적인 Basic(29달러/월)부터 Standard(79달러/월), Advanced(299달러/월) 플랜으로 이어진다. 물론 비싼 요금제일수록 추가적인 기능이 포함된다. Basic 플랜의 경우 개인사업자가 사용하기 적합하며, Standard와 Advanced 플랜은 중소기업을 타겟으로 한다. 최근에는 대기업이 사용하는 Shopify Plus 플랜(월 구독료 2,000달러 이상)이 빠르게 성장하고 있다.

한 눈에 봐도 고객군이 다양하다. 즉, 쇼피파이의 역할은 단순히 개인의 온라인 쇼핑몰을 만들어 주는 것에 한정되지 않는다. 보다 큰 그림에서는 개인사업자가 쇼피파이를 통해 중소기업과 대기업으로 진화할 수 있도록 도와주는 이커머스의 종합 솔루션으로 정의할 수 있으며, 이를 위해 쇼피파이는 각 고객군에 적합한 다양한 플랜을 제공하고 있다.

표 1. 쇼피파이 요금제 비교

구분	Basic	Standard	Advanced	비고
월 구독료	\$29	\$79	\$299	
주요 기능				
Online Store	0	0	0	웹사이트, 블로그
Unlimited products	0	0	0	무제한 제품 등록
Staff accounts	2	5	15	Shopify Admin 및 Shopify POS 이용 권한 수
24/7 support	0	0	0	연중무휴 24시간 지원
Sales channels	0	0	0	마켓플레이스, 소셜미디어 등
Locations	Up to 4	Up to 5	Up to 8	매장, 창고 등 재고 할당
Manual order creation	0	0	0	주문 관리
Discount codes	0	0	0	할인 코드 생성
Free SSL certificate	0	0	0	보안 서버 인증서(Secure Sockets Layer) 발급
Abandoned cart recovery	0	0	0	장바구니에 담긴 후 결제가 되지 않은 주문 정보
Gift cards	0	0	0	할인 카드, 프로모션 등
Professional reports	-	0	0	기간별 판매 리포트 생성
Advanced report builder	-	-	0	리포트 커스터마이징
Third-party calculated shipping rates	-	-	0	제3자 배송업체를 직접 이용하는 경우 연동
Shopify Shipping				
Shipping discount	up to 64%	up to 72%	up to 74%	DHL Express, UPS, USPS 등
Print shipping labels	0	0	0	배송 라벨 인쇄
USPS Priority Mail Cubic pricing	-	0	0	USPS Cubic rates 이용 가능
Shopify Payments				
Fraud analysis	0	0	0	사기 행위 분석
Online credit card rates	2.9%+30센트	2.6%+30센트	2.4%+30센트	온라인 결제 수수료
In-person credit card rates	2.7%	2.5%	2.4%	오프라인 결제 수수료 (POS)
Additional fees using all payment providers other than Shopify Payments	2.0%	1.0%	0.5%	제3자 결제 이용 시 추가 수수료
Point-of-Sale (POS)				
Shopify POS Lite	0	0	0	기본형
Shopify POS Pro (2020년 10월 31일까지 무료)	+\$89/월	+\$89/월	+\$89/월	옴니채널 시스템 구축, 스마트 재고관리 등

자료: Shopify, 삼성증권

수익 모델

쇼피파이 수익의 원천은 크게 1) 온라인 쇼핑물 구축을 위한 구독매출(Subscription Solutions) 2) 구축한 쇼핑물의 사업 확장을 위한 부가서비스(Merchant Solutions)로 나눌 수 있다. 초기에는 Subscription Solutions 중심으로 성장했다면, 최근에는 Merchant Solutions이 성장의 Key driver가 되고 있다.

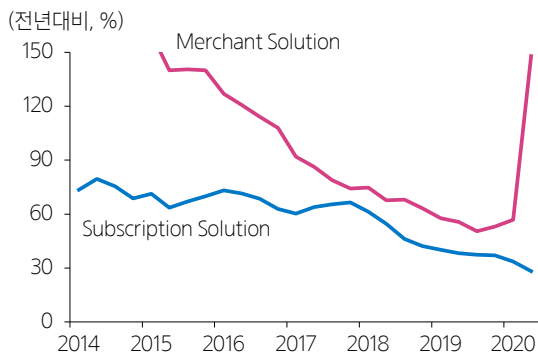
Subscription Solutions

- **MRR(Monthly Recurring Revenue) - Core:** Shopify Plus 사용자를 제외한 모든 판매자(Merchant)로부터 벌어들인 월 구독료의 합계다. Subscription Solutions 매출액에서 차지하는 비중은 2017년 75%에서 2019년 65%로 하락했으나, 여전히 구독매출의 가장 큰 비중을 차지한다.
- **MRR(Monthly Recurring Revenue) - Shopify Plus:** 매출액 백만 달러 이상의 대기업(Enterprise)을 대상으로 하는 Shopify Plus에서 발생한 월 구독료 매출이다. 월 구독료는 최소 2,000달러부터 시작하며, 2014년 출시 이후 Subscription Solutions에서 차지하는 비중은 지속적으로 상승하는 추세다.
- **Apps, Themes, Domains, Shopify Plus Platform Fee:** 월 구독료(=플랫폼 이용료)와 별개로 유료 앱과 유료 테마, 도메인 등록에서 발생하는 매출이다. 통상 신규 판매자가 구독을 시작할 때 앱, 테마 등을 함께 구매한 이후 반복적으로 매출이 인식되므로 Subscription Solutions에 포함된다.

Merchant Solutions

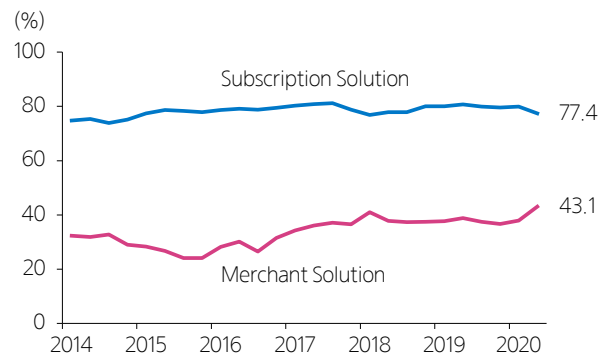
- **Shopify Payments:** Merchant Solutions 매출액의 대부분을 차지한다. 기본 결제수수료(30센트)에 결제대금의 일부(2.4-2.9%)가 매출액으로 인식된다. Shopify Payment 대신 제3자 결제서비스 공급업체를 직접 이용할 경우, 판매자는 제3자 결제업체에게 지불하는 결제수수료(Processing fee)와 별개로 쇼피파이에게 거래수수료(Transaction fee; 0.5-2.0%)를 지불해야 한다.
- **Shopify Capital:** 미국을 비롯한 일부 국가에서 제공되는 서비스로, MCA(Merchant Cash Advance)와 Loan(대출) 두 가지 방식으로 나뉜다. MCA의 경우 판매자의 매출채권을 쇼피파이가 할인된 가격에 선매입하는 구조로, 판매자의 미래 현금흐름이 담보가 된다.
- **Shopify Shipping:** 배송 라벨을 할인된 가격에 구매하여 직접 인쇄할 수 있게 해주는 서비스다. 현재 미국(USPS, UPS, DHL Express), 캐나다(Canada Post), 호주(Sendle)에서 서비스를 제공 중이며, 판매자가 지불한 금액에서 쇼피파이의 배송 라벨 구매비용(=원가)가 차감된 금액을 매출로 인식한다.
- **Shopify Fulfillment Network:** 현재 미국에 한해 이용 가능한 쇼피파이의 자체 풀필먼트 서비스다. 쇼피파이가 판매자들의 제품을 보관해 주고, 주문이 들어오면 포장하여 배송까지 모든 프로세스를 대신 이행해준다. 판매자는 재고량 등에 기반해 계산된 비용을 지불하게 된다.
- **Shopify POS:** 판매자들이 오프라인 매장에서 사용하는 POS(Point-of-Sale)기기 및 소프트웨어 판매 매출이다. 쇼피파이는 제3자 공급업체로부터 제품을 소싱하며, 구매비용은 매출원가에 포함된다.

그림 4. 부문별 매출성장률



자료: Shopify, 삼성증권

그림 5. 부문별 매출총이익률



자료: Shopify, 삼성증권

Part 2 - 산업분석

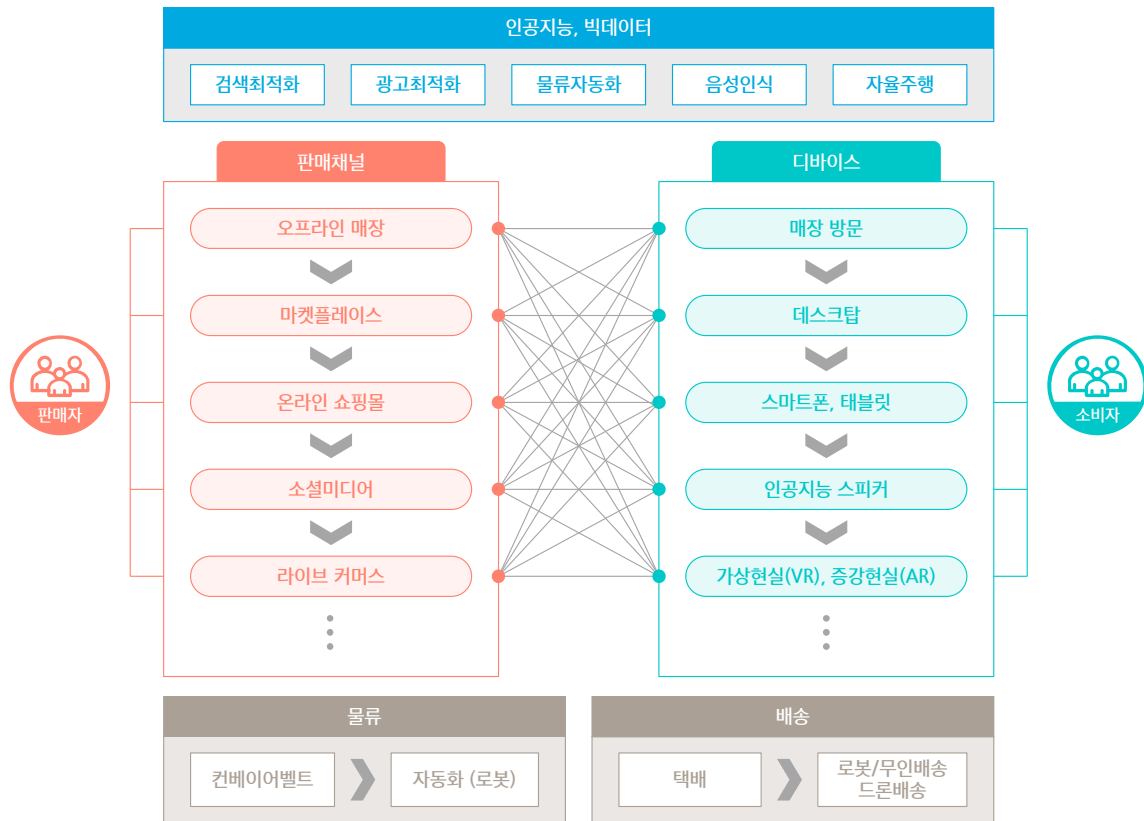
고객과 직접(DTC), 채널은 다양하게(Multi)

마켓플레이스 중심으로 성장해온 이커머스 시장의 중심이 DTC(Direct-to-Consumer)로 이동하고 있다. 그렇다고 DTC 채널 하나만 관리할 수는 없다. 유통업 패러다임이 변화하면서 마켓플레이스, 자체 브랜드 쇼핑몰(DTC), SNS 플랫폼, 오프라인 매장 등 모든 채널을 관리해야 된다. 멀티채널을 하나의 Single Integrated Platform으로 통합해주는 쇼피파이가 대세가 되고 있는 배경이다.

옴니채널로의 패러다임 변화 - 관리할 채널이 너무 많아졌다

단일 판매채널로 승부를 보는 시대는 끝났다. 이제 멀티채널이 대세다. 아마존이라는 하나의 마켓플레이스에서 물건을 판매한다면 성공할 확률이 낮아진다. 판매자들은 이제 아마존과 같은 마켓플레이스뿐만 아니라 자체 온라인 쇼핑몰, 페이스북이나 인스타그램과 같은 SNS플랫폼, 오프라인 매장 등 다양한 채널을 동시에 공략해야 한다. 선택이 아닌 생존을 위한 필수 조건이다.

그림 6. 유통업의 패러다임 변화



자료: 삼성증권

대세는 DTC(Direct-to-Consumer) - 나만의 브랜드 가치

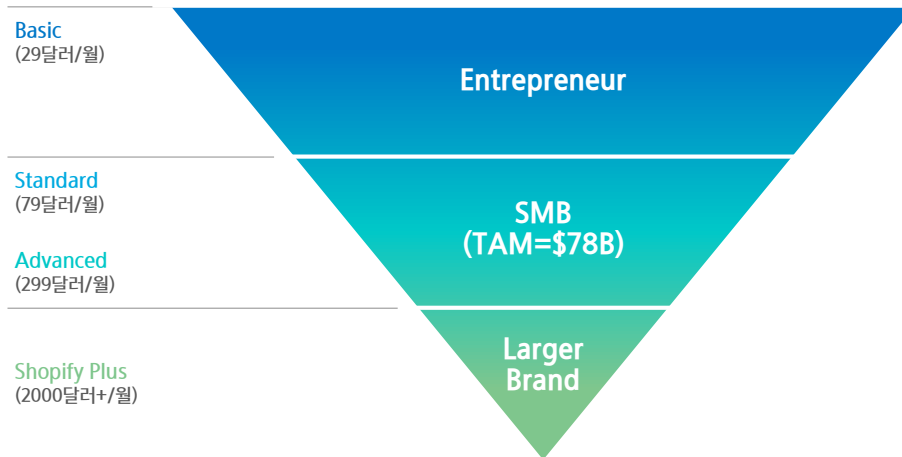
물건을 온라인으로 판매하는 방법은 크게 두 가지로 나뉜다. 1) 아마존이나 이베이 같은 마켓플레이스(Marketplace)에 제품을 등록하여 판매하거나, 2) 직접 온라인 쇼핑몰을 구축해 판매하는 것이다. 후자의 경우 유통구조 상 홀세일러(Wholesaler)가 존재하지 않기 때문에, 판매자가 소비자에게 직접 제품을 판매한다는 뜻에서 DTC(Direct-to-Consumer)라고 정의된다.

과거에는 전자상거래를 아마존과 같은 제3자 마켓플레이스에 의존했다면, 최근에는 DTC 방식이 대세다. 1) 기술의 발달(누구나 쉽게 쇼핑몰 구축 가능), 2) 수익성 개선(중간 유통 단계 제거), 3) 브랜드 가치 제고(소비자 충성도 상승) 등이 DTC 방식 확대의 주요 배경이다. 최근 SNS 플랫폼 등으로 이커머스 판매채널이 다변화되는 점도 DTC 확대에 일조할 것이다.

탈(脫)아마존을 선언한 나이키가 대표적이다. 2019년 11월 나이키는 ‘아마존 탈퇴’를 공식 선언했다. 마켓플레이스에 대한 의존도를 낮추고 소비자에게 직접 다가가려는 전략이다. 아마존 탈퇴 이전에도 이미 DTC로의 전환은 진행되고 있었는데, 실제로 나이키의 DTC 매출 비중은 2011년 15.9%에서 2020년 34.8%로 두 배 이상 확대됐다. 결과적으로 나이키는 충성고객 확보와 마진 개선이라는 결실을 맺었다.

나이키 정도 규모의 글로벌 브랜드가 아니더라도, 자신만의 브랜드를 구축하고자 하는 소규모 브랜드는 셀 수 없이 많을 것이다. 이들을 위한 솔루션이 쇼피파이 플랫폼이다. 즉, 쇼피파이가 도달 가능한 시장 규모(Total Addressable Market)가 매우 크다는 뜻이다. AMI Partners에 따르면 전 세계 4,700만개의 리테일 사업자가 존재하며, 그들의 ARPU(Average Revenue Per User)는 1,653달러다. 쇼피파이는 이 둘을 곱한 777억달러를 TAM이라고 정의하고 있다. 2019년 연간 매출액 15.8억달러의 49배다. 777억달러의 TAM에는 초기 단계의 사업가들과 엔터프라이즈급 기업들(=Shopify Plus 고객)이 포함되지 않는다는 점을 감안하면 꽤 보수적인 숫자다. 시장이 쇼피파이에게 높은 밸류에이션을 부여하는 이유다.

그림 7. 쇼피파이의 TAM(Total Addressable Market): 무궁무진한 성장 기회



자료: Shopify, 삼성증권

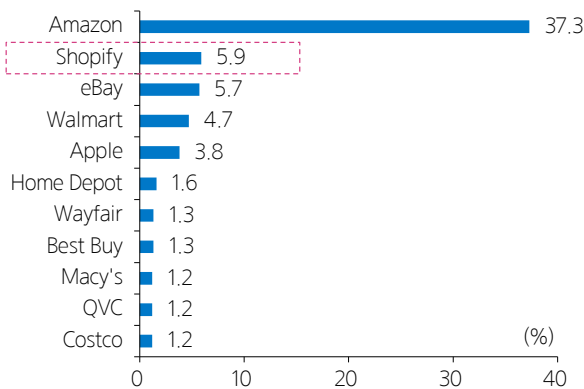
경쟁 구도 - 이제는 DTC 이커머스 플랫폼의 선두주자

2019년 4분기, GMV를 기준으로 쇼피파이는 미국 이커머스 시장점유율 2위로 올라섰다. 25년 역사의 전통 마켓플레이스 이베이를 넘어선 결과다. 마켓플레이스를 아마존이 장악했다면, 자체 브랜드 쇼핑물 시장은 쇼피파이가 사실상의 지배적인 플랫폼으로 진화하며 이커머스 시장을 양분하는 모습이다.

실제로 DTC 이커머스 플랫폼 내에서도 쇼피파이의 시장지배력은 점차 견고해지는 추세다. 2011년 출시된 WordPress의 WooCommerce, 2008년 출시된 Magento(Adobe Systems가 2018년 인수) 등 기존 강자들의 자리를 쇼피파이가 넘어서고 있는 상황이다. 특히 트래픽 기준 상위 웹사이트로 범위를 좁힐 수록 쇼피파이의 시장점유율이 높다. '성공한 이커머스 사이트=쇼피파이 이용자'라는 증거다.

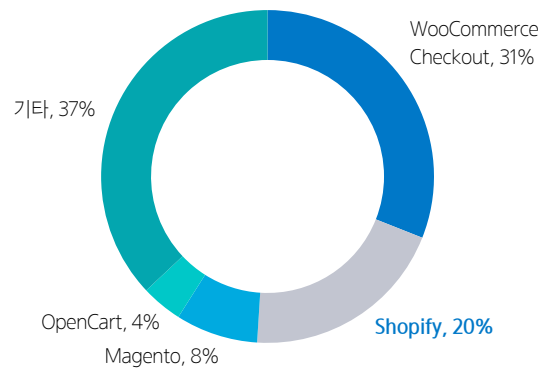
쇼피파이가 경쟁 플랫폼들 대비 빠르게 성장하는 이유는 '전문 개발인력이 아니더라도 누구나 쉽게 온라인 쇼핑몰을 구축하고 운영할 수 있게 해주는 직관적인 사용법'에 있다고 판단된다. 즉, 쇼핑몰 구축 난이도가 낮고, 제작기간도 기존 솔루션 대비 크게 단축된다. 누구나 전자상거래를 꿈꾸는 현 시대에 가장 적합한 솔루션이며, 이미 선순환 구조에 진입한 이상 시장지배력 확대는 지속될 것으로 판단된다.

그림 8. 미국 이커머스 시장점유율



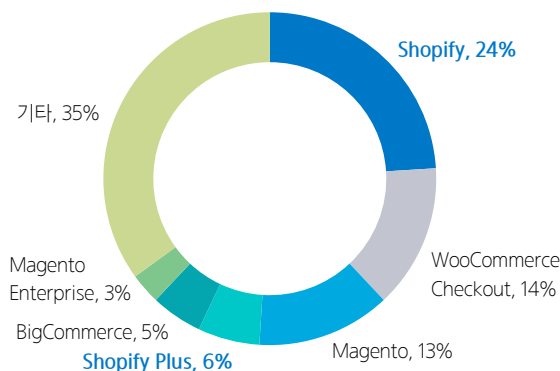
참고: 마켓플레이스를 포함한 전체 시장 기준, 미국 GMV 기준
자료: eMarketer, 삼성증권

그림 9. 이커머스 플랫폼 시장점유율 (Top 100만개 웹사이트)



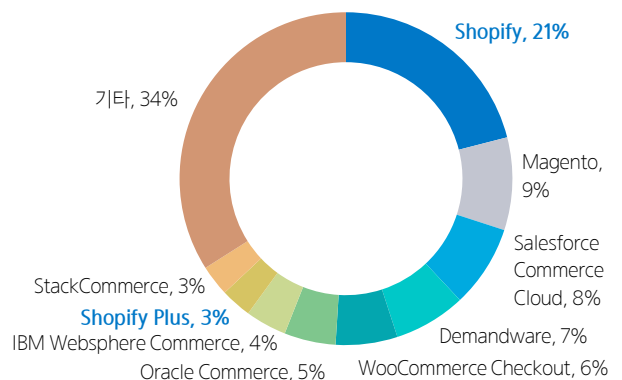
참고: 모수는 트래픽 상위 1백만개 웹사이트 중 이커머스 솔루션이 사용되는 사이트
자료: BuiltWith.com, 삼성증권

그림 10. 이커머스 플랫폼 시장점유율 (Top 10만개 웹사이트)



참고: 모수는 트래픽 상위 10만개 웹사이트 중 이커머스 솔루션이 사용되는 사이트
자료: BuiltWith.com, 삼성증권

그림 11. 이커머스 플랫폼 시장점유율 (Top 1만개 웹사이트)



참고: 모수는 트래픽 상위 1만개 웹사이트 중 이커머스 솔루션이 사용되는 사이트
자료: BuiltWith.com, 삼성증권

Part 3 - 투자포인트

유통업의 운영체제로 진화 중

쇼피파이는 결제시스템, 파이낸싱, 배송, POS, 풀필먼트 서비스에 이르는 종합 솔루션을 제공하며 유통업의 운영체제로 진화 중이다. 마치 PC 세계의 Windows를 연상시킨다. 최근에는 SNS 플랫폼까지 파트너십을 맺으며 생태계를 확장시키고, 대기업과 해외 시장까지 고객 저변을 넓히고 있다. 제2의 아마존을 찾는다면 쇼피파이에 주목하자.

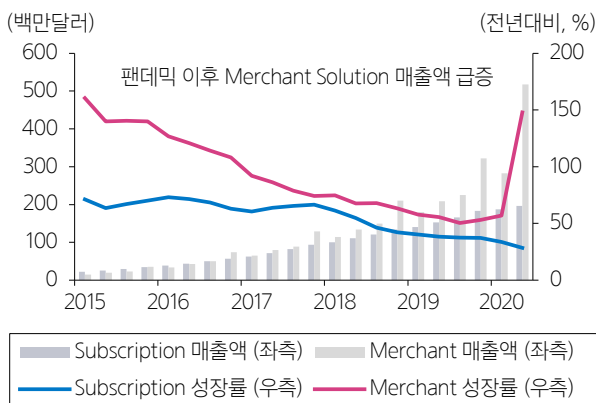
1. Merchant Solutions - 뭐가 필요할 지 몰라서 다 준비해 봤어

쇼피파이가 단순히 쇼핑물 호스팅(Hosting) 서비스 정도만 제공한다고 생각한다면 오산이다. 호스팅 서비스는 빙산의 일각이며 쇼피파이 플랫폼의 첫 단추에 불과하다. 일단 쇼피파이의 호스팅 서비스를 이용해 쇼핑물을 구축했다면, 쇼피파이가 제공하는 다양한 서비스를 마주하게 된다. 결제시스템, 배송, 캐피탈, POS 등이 대표적이다. 해당 서비스들은 월 구독료와는 별개로 매출에 연동된 수수료를 받는 구조이며, 최근 성장의 Key driver로 작용 중이다.

머천트(=쇼피파이 판매자)를 위한 다양한 솔루션을 제공한다는 의미로 해당 서비스들은 Merchant Solutions 부문에 포함되는데, 이미 2016년부터 Subscription Solutions 부문 매출액을 넘어섰다. 2020년 2분기 기준으로 Merchant Solutions 부문의 매출 비중은 72.5%에 달할 정도로 최근 쇼피파이 성장의 대부분을 책임지고 있다. 특히 2분기 매출성장률은 무려 +147.9% YoY에 달하는 놀라운 수준이다.

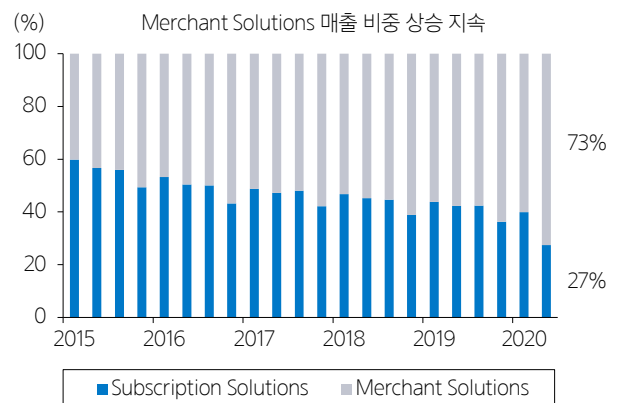
판매자들이 이처럼 부가서비스와 같은 성격의 다양한 솔루션들을 이용하는 이유는 '사업의 번창'을 위해서다. 쉽게 말해 전자상거래로 돈을 버는데 큰 도움이 되기 때문에, 판매자들에게는 좋은 레버리지 수단이며 이용하지 않을 이유가 없다. 중요한 점은, 이처럼 온라인 사업에 필요한 모든 툴을 쇼피파이라는 하나의 플랫폼에서 모두 이용 가능하다는 것이다.

그림 12. 부문별 매출액 및 성장률



자료: Shopify, 삼성증권

그림 13. 부문별 매출액 비중



자료: Shopify, 삼성증권

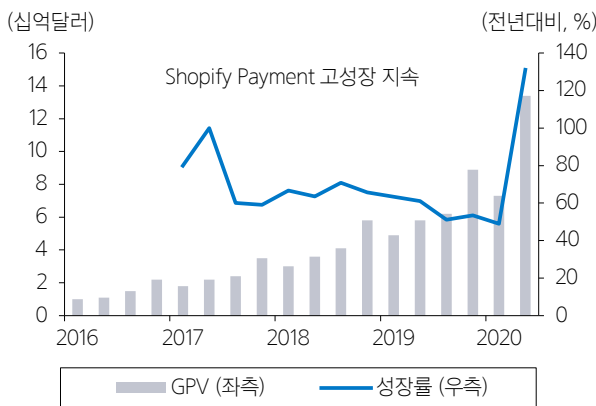
① Shopify Payments (매출 비중 74% 추정)

Merchant Solutions 사업부문 매출액의 대부분을 차지한다. 온라인 쇼핑몰을 운영하려면 기본적으로 결제 시스템을 구축해야 하는데, 이 때 판매자 입장에서는 1) 제3자 결제시스템을 이용하거나, 2) 소피파이의 자체 결제시스템(2013년 7월 글로벌 PG사 Stripe와 파트너십을 체결하여 서비스 제공)을 이용하는 방법이 있다.

소피파이가 제공하는 자체 결제시스템을 이용하면, 판매자는 기본 수수료(30센트)와 함께 결제대금의 일부(2.4-2.9%)를 결제처리수수료(Processing fee)로 지불해야 한다. 반면 Shopify Payment 대신 제3자 결제서비스 공급업체를 직접 이용할 경우, 판매자는 제3자 결제업체에게 지불하는 결제처리수수료와 별개로 소피파이에게 거래수수료(Transaction fee; 0.5-2.0%)를 추가로 지불해야 한다.

따라서 판매자가 반드시 제3자 결제시스템을 이용해야 되는 특별한 배경이 있거나, 서비스가 제공되지 않는 해외 지역(현재 전 세계 16개국 이용 가능)의 판매자들을 제외하면 굳이 추가 거래수수료를 지불하고 제3자 결제시스템을 이용할 이유가 없다. 실제로 2019년말 기준으로 미국의 경우 Shopify Payments 이용률이 91%에 달한다. 캐나다, 호주, 영국 등도 88-90% 수준이며, Shopify Payments 서비스 이용이 가능한 16개국 중 상위 6개국을 제외한 나머지 국가들도 평균 이용률은 70%로 상당히 높다. 향후 글로벌 확장과 함께 Shopify Payments의 사용자 기반 확대가 예상된다.

그림 14. Gross Payments Volume* (GPV)



참고: * Shopify Payment를 통해 거래된 금액
자료: Shopify, 삼성증권

그림 15. Gross Payments Volume 침투율*



참고: * 총 거래대금(GMV) 중 Shopify Payment를 통해 거래된 금액의 비중
자료: Shopify, 삼성증권

② Shopify Capital (매출 비중 4~5% 추정)

미국을 비롯한 일부 국가에서 제공되는 서비스(2016년 출시)로, MCA(Merchant Cash Advance)와 Loan(대출) 두 가지 방식으로 나뉜다. MCA의 경우 판매자의 매출채권을 소피파이가 할인된 가격에 선매입하는 구조로, 판매자의 미래 현금흐름이 담보가 된다. Loan의 경우 미국 일부 주에서 서비스가 제공되고 있으며, 대출 기간(12개월)과 60일 주기의 마일스톤이 존재한다는 차이점을 제외하면 기본적인 구조는 Merchant Cash Advance와 같다.

예를 들어 아래 표와 같이 Shopify Capital에서 판매자에게 5,000달러를 선지급(Cash Advance)하면, 판매자는 일매출의 일정 비율만큼을 Shopify Capital에 송금하게 된다. 판매자가 갚아야 할 총 금액은 선지급금액 5,000달러에 인수율(Factor rate)을 곱한 금액(5,650달러)이 되며, 이 금액이 0이 될 때까지 갚아나가면 된다(기한 없음). Cash Advance 서비스는 최소 200달러에서 최대 백만 달러까지 이용 가능하며, 송금률, 인수율 등은 각 판매자의 리스크를 종합적으로 고려하여 결정된다.

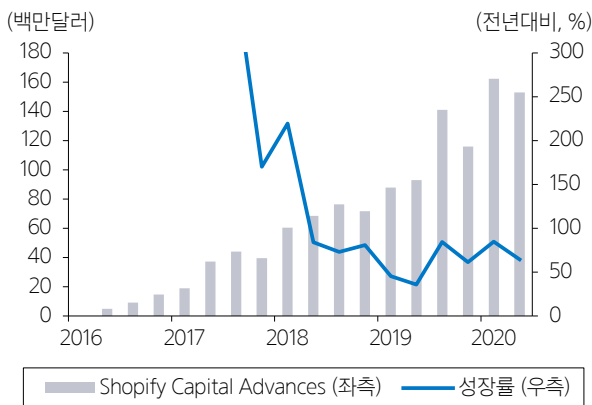
표 2. Merchant Cash Advance 예시: \$5,000 대출 실행할 경우

Day	일매출	Shopify Capital에 송금되는 금액 (송금률 10% 가정)	잔액 (인수율 13% 가정)
1	\$100	\$10.0	\$5,640
2	\$150	\$15.0	\$5,625
3	\$125	\$12.5	\$5,613
⋮	⋮	⋮	⋮
n-2	\$150	\$15.0	\$30
n-1	\$100	\$10.0	\$20
n	\$200	\$20.0	\$0

자료: Shopify, 삼성증권

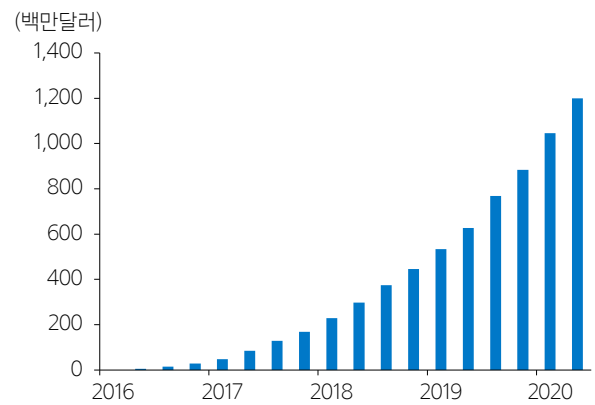
소피파이의 Capital 서비스는 폭발적으로 성장하고 있다. 이처럼 Capital 서비스가 빠르게 성장하는 이유는 사실 단순하다. 소피파이 이용자의 대부분을 차지하는 소상공인 입장에서, 사업 확장을 위해서 초기 투자비용과 신속한 현금 회전이 중요한데 소피파이가 이러한 문제를 해결해주기 때문이다. 예를 들어 사업이 잘 되는 경우에도 문제다. 온라인 쇼핑몰에서 제품을 판매하면, 실제 판매대금 정산까지 상당한 시간이 소요된다. 새로운 재고를 구매할 돈이 모자란다는 뜻이다. 이런 상황에서 소피파이가 2-5일 이내로 펀딩을 지원한다면, 이용하지 않을 이유가 없다. 즉, 소피파이의 Capital 서비스는 소상공인 입장에서 사업 확장을 위해 매우 용이한 도구이며 사업 성공을 위한 레버리지 수단이다. 그리고 결국 그들의 사업 성공은 곧 소피파이의 성장으로 직결되는 구조이며, 이미 선순환 궤도에 진입했다.

그림 16. Shopify Capital: Cash Advances 분기별 금액



자료: Shopify, 삼성증권

그림 17. Shopify Capital: 누적 Cash Advances



자료: Shopify, 삼성증권

③ Shopify Shipping (매출 비중 3~4% 추정)

배송 레이블을 할인된 가격에 구매하여, 판매자가 직접 인쇄할 수 있게 해주는 서비스다. 현재 미국 (USPS, UPS, DHL Express), 캐나다(Canada Post), 호주(Sendle)에서 서비스를 제공 중이며, 판매자가 지불한 금액에서 쇼피파이의 배송 라벨 구매비용(=원가)가 차감된 금액을 매출로 인식한다. 판매자 입장에서 Shopify Shipping 서비스를 이용하는 이유는 시간 단축과 저렴한 가격이다. 쇼피파이가 제휴 업체에게 받은 Volume discount를 판매자에게 전가시켜주는 구조이기 때문이다. 예를 들어 쇼피파이 Advanced 플랜을 사용하는 판매자가 쇼피파이와 제휴된 USPS를 이용해서 미국→미국으로 배송하는 경우, 최대 90%까지 할인을 받을 수 있다. Shipping 서비스 역시 사용하지 않을 이유가 별로 없다.

표 3. Shopify Shipping: 배송업체별 최대 할인율

국가	배송업체	구분	Basic (%)	Standard (%)	Advanced (%)
미국	USPS	국내	15.0	90.0	90.0
		국제	21.7	21.7	21.0
	S	국내	6.4	61.4	61.4
		국제	73.4	73.0	73.4
	DHL	캐나다	26.1	26.1	26.1
		국제	78.9	78.9	78.9
캐나다	Canada Post	국내	20.0	26.7	40.7
		국제	31.3	37.5	40.8
	미국	11.9	19.1	19.8	
호주	Sendle	국내	16.3	16.3	16.3
		국제	33.6	33.6	3.6

자료: Shopify, 삼성증권

표 4. Shopify Shipping 이용 시 배송료 할인 예시 (UPS)

서비스	비회원 요금	Shopify Shipping 요금	절약 금액
UPS Ground (뉴욕→시카고)	\$11.39	\$8.31	27% 절약
UPS Next Day Air (뉴욕→시카고)	\$72.47	\$37.51	48% 절약
캐나다로 UPS Standard (뉴욕→토)	\$26.7	\$19.56	26% 절약
UPS Worldwide Expedited (뉴욕→런던)	\$107.07	\$39.33	63% 절약

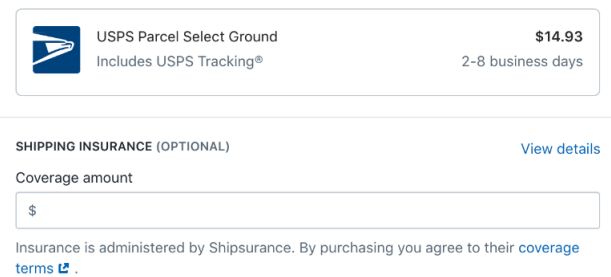
자료: Shopify, 삼성증권

그림 18. Shopify Shipping Adoption



자료: Shopify, 삼성증권 추정

그림 19. 배송 레이블 구매 시 운송 보험 추가 구매 가능



자료: Shopify, 삼성증권

④ Shopify POS (매출 비중 1% 내외 추정)

판매자들이 오프라인 매장에서 사용하는 POS(Point-of-Sale)기기 및 소프트웨어 판매 매출이다. 쇼피파이는 제3자 공급업체로부터 제품을 소싱하며, 구매비용은 매출원가에 포함된다. 온라인 쇼핑물 구축을 지원하는 쇼피파이가 오프라인 매장에도 인프라와 솔루션을 지원하는 배경에는 온라인-오프라인의 경계가 사라지는 옴니채널(Omni-Channel)의 보편화가 존재한다.

예를 들어 오프라인 매장을 운영하던 상인이 온라인 쇼핑물까지 동시에 운영하고자 한다면, 당장 직면하는 문제는 온라인-오프라인 간의 통합 재고관리일 것이다. Shopify POS를 이용하면 통합 관리가 가능하다. 또한 최근에는 BOPIS(Buy Online, Pickup In Store)가 보편화되고 있어, 인프라 측면에서 온라인과 오프라인의 통합이 필수적이다. 이를 연결시켜 주는 역할도 Shopify POS인 것이다. 오프라인을 포함한 멀티채널을 관리해야 되는 판매자 입장에서 필수적인 솔루션이라고 판단된다.

그림 20. Shopify Retail Kit 9.7인치 (229달러)



자료: Shopify, 삼성증권

그림 21. Tap & Chip Reader (49달러)



자료: Shopify, 삼성증권

표 5. Shopify POS 주요 기능 요약

구분	Shopify POS Lite	Shopify POS Pro
추가비용	<ul style="list-style-type: none"> • 모든 Shopify 플랜에 포함 (추가비용 없음) 	<ul style="list-style-type: none"> • Shopify 플랜 구독료 + 스토어당 \$89/월 • Shopify Plus 플랜에 포함 • 2020년 10월 31일까지 무료
주요 기능	<ul style="list-style-type: none"> • Shopify POS 앱 • 주문 및 제품 관리 시스템 • 고객 프로필 관리 시스템 	<ul style="list-style-type: none"> • Shopify POS Lite 모든 기능 포함 • 직원 무제한 등록 • 스마트 재고 관리 시스템 • 옴니채널 판매 기능 • In-store 애널리틱스

자료: Shopify, 삼성증권

2. 파트너십을 통한 생태계 확장 - 아마존, 페이스북은 내 친구

쇼피파이에 대한 궁극적인 의구심은 “아마존과 경쟁하는 구도인가?”일 것이다. 적어도 현 시점에서는 “그렇지 않다”고 볼 수 있다. 오히려 쇼피파이는 아마존과 파트너십을 체결한 상황이며, 이는 아마존과의 경쟁에서 승리한 결과다. 실제로 2015년 5월, 아마존은 쇼피파이와 같은 온라인 쇼핑물 호스팅 서비스인 ‘Amazon Webstore’ 서비스 종료를 발표하면서 기존 고객들에게 쇼피파이로의 이전을 권유했다.

이후 2017년 1월, 쇼피파이는 아마존과의 통합을 발표했다. 쇼피파이는 자체 마켓플레이스 플랫폼이 없지만 파트너십을 통해 자체 쇼핑물과 제3자 마켓플레이스를 연동하기 시작한 것이다. 아마존에 이어 이베이, Wish.com 등 다양한 글로벌 마켓플레이스와 통합이 발표되었다. 지난 2020년 6월 월마트와 쇼피파이가 파트너십을 체결(월마트 마켓플레이스와 쇼피파이를 integration)한 것도 같은 맥락이다.

2020년 5월에는 페이스북이 ‘Facebook Shops’ 런칭을 발표하면서 쇼피파이와 제휴에 나섰다. 아마존과 같은 제3자 마켓플레이스를 연동시키는 것과 마찬가지로, 쇼피파이 사용자는 관리페이지에서 ‘Facebook Channel’ 앱을 설치하고 쇼피파이 플랫폼을 페이스북과 연동시키는 구조다. 해당 파트너십 체결은 전 세계 30억명 유저에게 쇼피파이 플랫폼 생태계를 확대시킨다는 점에서 의미가 크다.

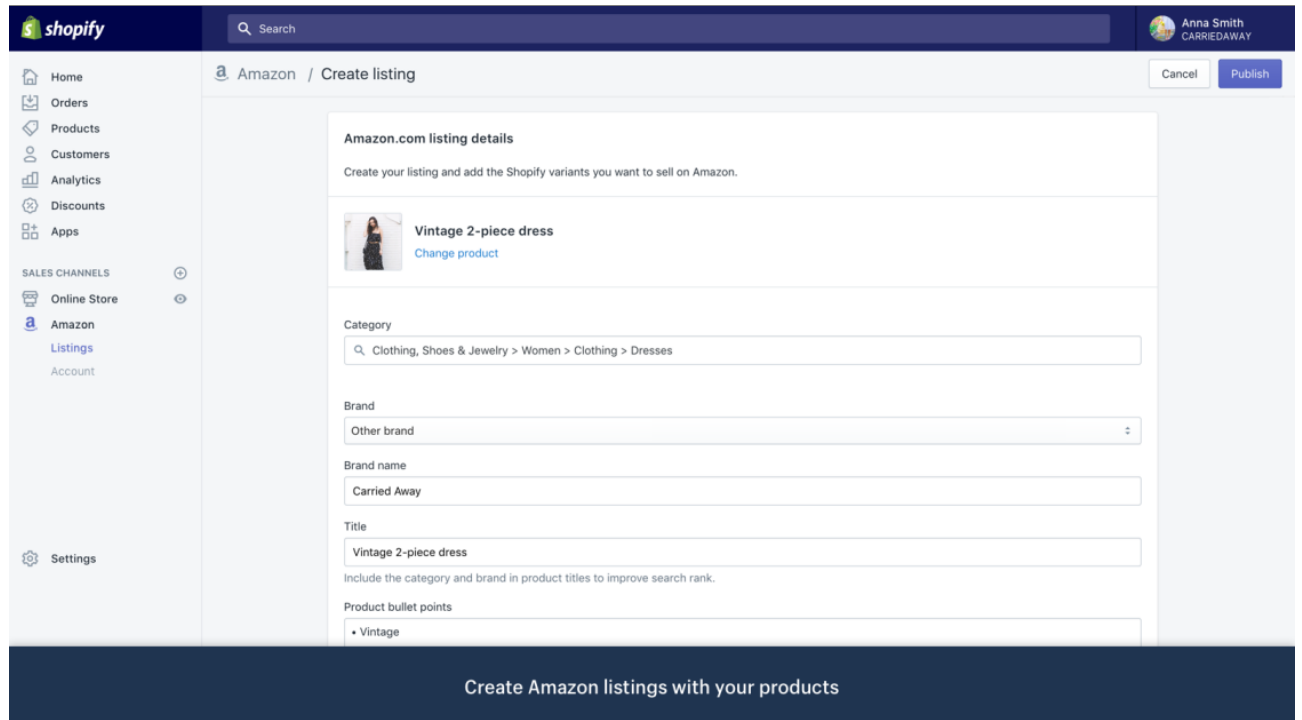
사용자는 마켓플레이스부터 SNS 플랫폼에 이르는 다수의 판매채널에서 이루어지는 주문/재고관리/배송 등의 과정을 단일 플랫폼(쇼피파이)에서 한 번에 관리할 수 있게 된다. 따라서 쇼피파이의 파트너사가 많아질수록 쇼피파이 플랫폼 가치는 상승하게 되며, 판매자 입장에서는 레버리지 효과가 극대화되어 쇼피파이를 사용할 유인이 더 커지는 선순환 구조가 형성된다. 즉, 쇼피파이 플랫폼은 멀티 채널을 아우르는 허브(Hub) 역할을 하는 것이며, 아마존과 페이스북은 쇼피파이 입장에서 레버리지 수단이다.

표 6. 파트너십 체결 주요 내용

분야	파트너사	일자	주요 내용
마켓플레이스	아마존	2015-05	‘Amazon Webstore’ 서비스 종료. 기존 고객 쇼피파이로 이전 권유
		2015-09	아마존과 파트너십 체결 (쇼피파이 전환 시에도 결제, 물류 등 아마존 서비스 이용 가능)
	2017-01	아마존 마켓플레이스와 통합	
	이베이	2017-10	이베이 마켓플레이스와 통합
월마트	2020-06	월마트 마켓플레이스와 통합	
소셜미디어	페이스북	2014-07	페이스북 뉴스피드 또는 페이지에서 사용 가능한 ‘Buy’ 버튼 베타 테스트 시작
		2015-09	페이스북 페이지 ‘Shop’ 섹션 출시, 쇼피파이를 통한 결제 및 배송
	2020-05	‘Facebook Shops’와 통합	
	인스타그램	2017-10	인스타그램 인앱 구매 파트너십 체결
핀터레스트	2014-07	핀터레스트 인앱 구매 파트너십 체결	
검색엔진	구글	2018-05	구글 페이 연동
		2018-07	구글 쇼핑 채널 출시 및 쇼핑물 광고 협력 강화

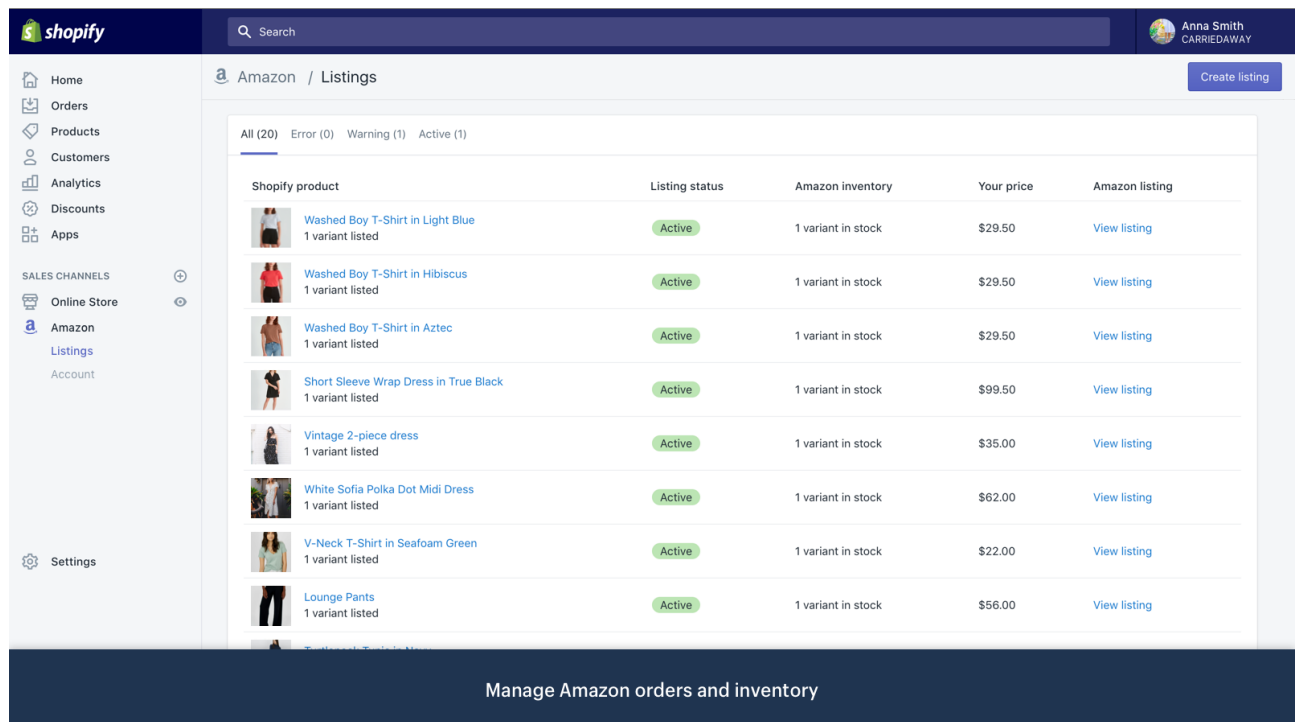
자료: 언론 보도, 삼성증권

그림 22. 쇼피파이 플랫폼 내에서 아마존 상품 리스팅 생성 가능 (혹은 기존 아마존에 리스팅한 상품을 쇼피파이와 연결)



자료: Shopify, 삼성증권

그림 23. 이후 쇼피파이 플랫폼 내에서 아마존에 리스팅한 상품의 주문, 재고 등을 관리



자료: Shopify, 삼성증권

쇼피파이의 파트너 에코시스템

쇼피파이를 통해 온라인 쇼핑몰을 구축하고 나면 다양한 부가기능을 추가할 수 있다. 예를 들어 자신의 쇼핑몰과 아마존을 연동시킬 수 있는데, 방법은 쇼피파이 앱 스토어에서 'Amazon channel' 앱을 설치하는 구조다. 'Amazon channel'은 쇼피파이 앱 스토어에 등록된 4,800개 이상의 어플리케이션 중 단 하나에 불과하다. 마켓플레이스나 SNS와 쇼피파이 플랫폼을 연동시키는 어플리케이션뿐만 아니라 마케팅, 회계, 세무, 분석 등 다양한 형태의 솔루션들이 앱 스토어에 등록되어 있다.

이처럼 수많은 어플리케이션들을 쇼피파이가 자체적으로 모두 개발할 수는 없다. 예를 들어 'Amazon channel'은 쇼피파이가 내부적으로 개발해 무료로 배포하는 어플리케이션이지만, 앱 스토어에 등록된 4,800개 이상의 어플리케이션 중 대부분은 제3자 개발자에 의해 개발됐다. 쇼피파이는 API를 공개하고 개발자들은 이를 활용해 앱을 개발하는 구조다. 즉, 쇼피파이는 앱 스토어라는 플랫폼을 활용해 생태계를 확대시키고 있으며, 여기서 쇼피파이/개발자/판매자의 선순환 구조가 형성된다.

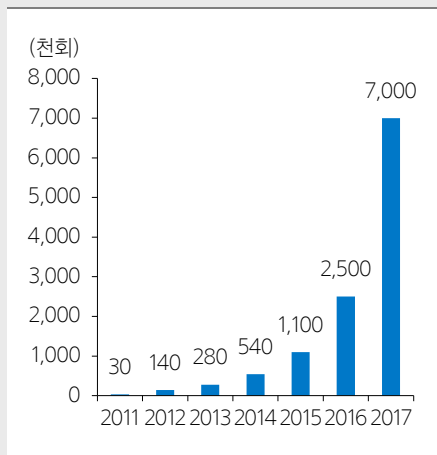
먼저 개발자 입장에서는 앱을 개발해서 쇼피파이 플랫폼에 등록할 유인이 크다. 쇼피파이가 글로벌 시장을 선도하고 있어(트래픽↑), 본인의 앱을 구매해줄 사람들이 많기 때문이다. 실제로 쇼피파이가 앱 개발자들에게 지급하는 금액은 매년 빠른 속도로 증가하고 있다(그림 25). 쇼피파이에 따르면 쇼피파이 앱 스토어의 상위 25% 개발자들은 연평균 27.2만달러를 벌어들인다. 개발자 입장에서 구미가 당기는 시장임에 틀림없다. 쇼피파이 Theme Store도 마찬가지다.

개발자들이 알아서 어플리케이션을 개발해준다면, 쇼피파이 입장에서는 당연히 나쁠 게 없다. 개발자들이 앱을 개발할 수 있도록 좋은 환경만 제공해주면 된다. 다양한 어플리케이션의 증가는 결국 쇼피파이 플랫폼의 가치 상승으로 귀결될 뿐만 아니라 직접적인 매출 상승(수수료수익)으로 이어진다.

판매자 입장에서도 이득이다. 활용 가능한 어플리케이션이 많아질수록 다양한 기능을 추가할 수 있기 때문이다. 본인에게 도움이 될 만한 어플리케이션을 찾아서 잘 활용하기만 하면 된다. 온라인 비즈니스 확대를 위한 좋은 레버리지 수단들이다.

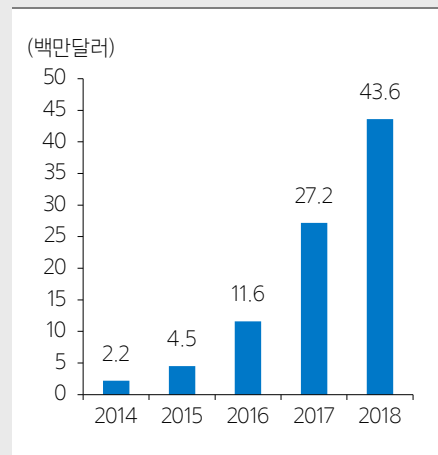
이미 쇼피파이 앱 스토어의 강력한 선순환구조가 형성되었다는 점을 감안하면, 후발주자가 따라 잡는 것은 매우 어렵다. 플랫폼 선점의 중요성이다. 결국 향후 더 많은 개발자들이 쇼피파이 앱 스토어로 유입되면서 쇼피파이의 파트너 에코시스템은 더 강력해질 것으로 판단된다.

그림 24. Shopify App Store 설치 횟수



참고: 2018년 1월 집계 기준
자료: Shopify, 삼성증권

그림 25. 앱 개발자 지급액



참고: 2019년 1월 집계 기준
자료: Shopify, 삼성증권

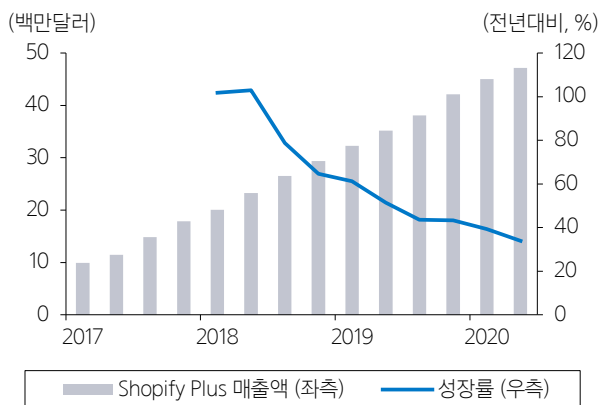
3. Shopify Plus - 이제 대기업도 쇼피파이로

개인사업자와 같은 소상공인을 중심으로 사업을 확장해온 쇼피파이는 2014년 엔터프라이즈급 기업들을 대상으로 하는 'Shopify Plus' 서비스를 출시하며 고객군을 대기업으로 확장시키기 시작했다. Shopify Plus 구독료는 최소 월 2,000달러부터 시작하며, 보다 다양하고 커스터마이징된 서비스를 받을 수 있다. Shopify Plus의 대표적인 기업고객으로 Heineken, The Economist, Heinz, BBC, Red Bull 등이 있다.

Shopify Plus를 이용하는 고객 수는 약 7,000개 수준이다. 많은가 싶지만 쇼피파이의 전체 고객 수가 107만개(2019년말 기준)임을 고려하면 전체 대비 비중은 0.7%에 불과하다. 그러나 MRR에서 Shopify Plus가 차지하는 비중은 2019년 기준 27.1%에 달한다. 머릿수는 적지만 ARPU가 워낙 높은 까닭이다. MRR에서 차지하는 비중은 2016년 1분기만 하더라도 11.0%에 불과했으나, 2020년 2분기 29.1%로 상승했다. 실질적으로 전사 성장을 견인하고 있으며, 우리가 Shopify Plus에 주목해야 되는 이유다.

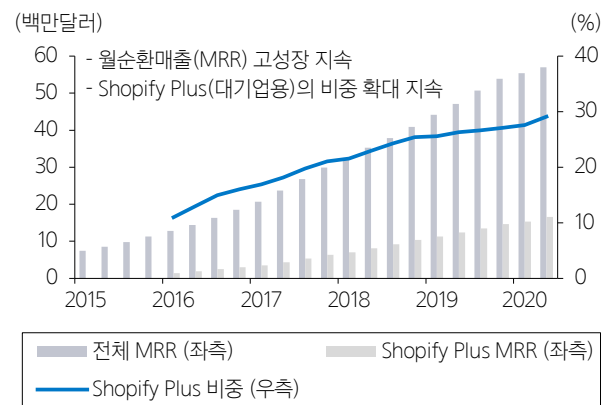
Shopify Plus가 빠르게 성장하는 배경에는 DTC 판매방식의 보편화가 자리하고 있다. DTC 채널은 이제 선택이 아닌 필수다. 나이키의 경우 DTC 매출 비중이 2011년 15.9%에서 2020년 34.8%로 확대됐을 정도다. 쇼피파이가 이커머스의 구조적 변화(DTC로의 이동)의 최대 수혜기업임에 주목할 필요가 있다.

그림 26. Shopify Plus 매출액 및 성장률



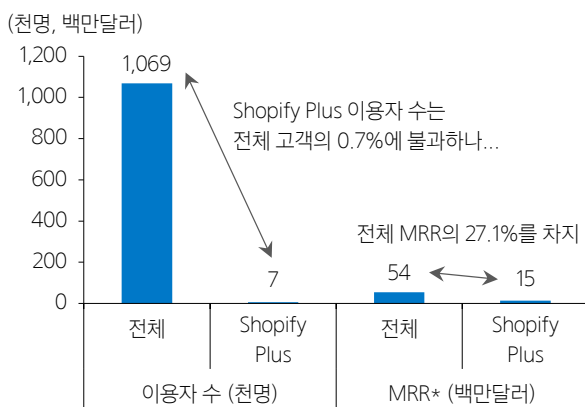
자료: Shopify, 삼성증권

그림 27. 월순환매출 (Monthly Recurring Revenue)



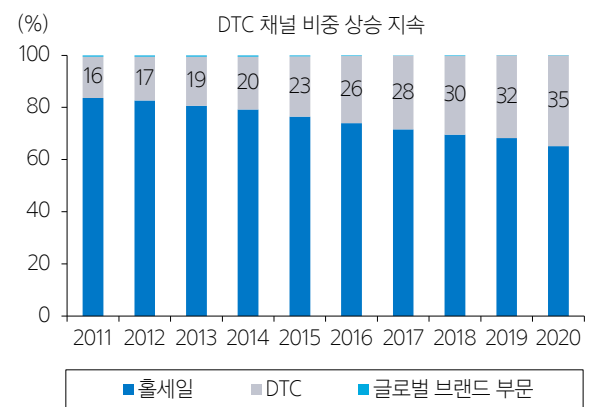
자료: Shopify, 삼성증권

그림 28. Shopify Plus: 이용자 수 vs MRR 비중



참고: * 2019년 기준
자료: Shopify, 삼성증권

그림 29. 나이키 채널별 매출 비중 추이



자료: Nike, 삼성증권

4. Shopify Fulfillment Network(SFN) - 굳히기에 들어간다

최근 유통업계의 화두이자 핵심 경쟁력으로 부각되는 것은 단연 ‘물류와 배송’이다. 쇼피파이 역시 2019년 6월 연례 컨퍼런스에서 Shopify Fulfillment Network(SFN) 출시를 발표하며 풀필먼트 시장에서의 출사표를 던졌다. 2019-2023년까지 5년 간 총 10억달러를 투자한다는 계획이다. 처음 2년 동안은 제3자 물류업체와 파트너십 체결을 강화하며 사업모델을 구체화하고, 이후 3년 간은 자체 물류창고 인프라를 구축하면서 스케일업(Scale-up)에 나설 계획이다. 경영진은 SFN가 2023년 손익분기점을 달성할 것으로 예상하고 있는데, 사측의 투자계획을 감안하면 2019-2023년 SFN 누적 매출액은 10억달러 수준이 될 것으로 추정된다.

온라인 판매자 입장에서 물류와 배송은 가장 큰 Pain Point로 작용한다. 판매자들이 직접 컨트롤 할 수 없는 분야인데다가, 특히 최근에는 소비자들이 1-2일 배송을 기본으로 요구하기 때문이다. 빠른 배송을 위해 판매자들은 값비싼 배송료를 부담할 수 밖에 없다. 이러한 문제점들을 저렴하고 편리하게 해결해주는 것이 SFN의 기본 목표다.

SFN의 경쟁력은 수많은 판매데이터에 기반한 머신러닝 활용이 될 것으로 판단된다. 수요 예측, 물류센터별 재고 할당 등이 구체적인 솔루션이다. 쇼피파이의 자체 머신러닝 분석 툴을 활용하여 각 지역별 수요를 예측하고, 가령 워싱턴 풀필먼트 센터에는 16일치, 샌프란시스코 풀필먼트 센터에는 28일치의 재고가 남아있다고 분석해주는 식이다. 실제로 사측은 2019년 Investor Day에서 “SKU(Stock Keeping Unit)가 언제 어디에서 판매될 지 85% 이상의 정확도로 예측 가능하다”고 밝힌 바 있다.

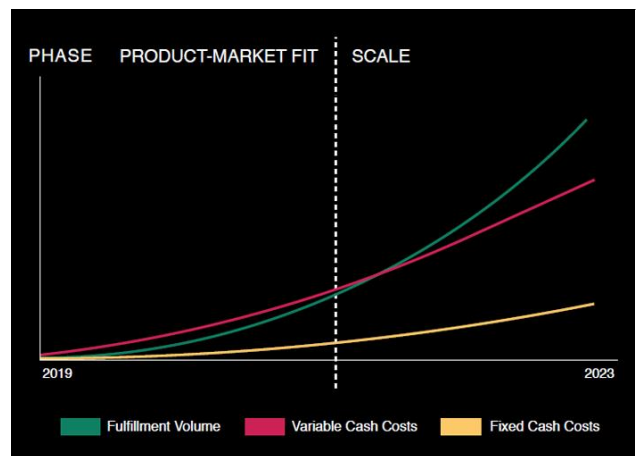
이를 통해 쇼피파이와 판매자 입장에서는 재고관리 비용, 그리고 주문에서 배송까지 소요되는 시간을 현저하게 줄일 수 있다. 이는 결국 쇼피파이 플랫폼의 경쟁력 강화로 이어질 가능성이 매우 높다. 재무적 관점에서도 아직까지 SFN 매출액은 Merchant Solutions 부문의 1% 미만에 불과하지만, 아마존의 FBA(Fulfillment By Amazon) 케이스를 감안하면 중장기적으로 쇼피파이의 성장을 견인할 핵심 드라이버가 될 것으로 판단된다.

표 7. SFN 단계별 목표

단계	Product-Market Fit	Scale
시기	• 2019-2020년	• 2021-2023년
주요 내용	• Build the brain • 3PL 파트너십 체결 (WMS* & warehouses)	• 3PL 파트너십 체결 지속 • 자체 물류창고 구축

참고: * Warehouse Management System
자료: Shopify, 삼성증권

그림 30. SFN: 2023년 손익분기점 달성 전망



자료: Shopify, 삼성증권

5. 해외 확장 - 아직 시작에 불과하다

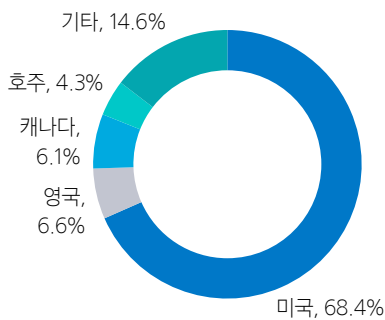
이커머스 사업을 크게 하고 싶지만 자국 시장규모 만으로는 무언가 부족하다면, 답은 글로벌 셀링일 것이다. 실제로 이를 위한 인프라와 솔루션들이 갖추어지면서 글로벌 셀링에 대한 수요가 증가하고 있는 추세다. 쇼피파이의 해외부문 성장이 가속화되는 배경이기도 하다. 예를 들어 한국 사람이 글로벌 시장을 대상으로 온라인 쇼핑물을 제작한다면, 쇼피파이가 가장 좋은 선택지다. 언어, 결제, 통화 등 다양한 부문에서 이미 시장을 선도하고 있기 때문이다.

2019년 기준으로 쇼피파이 매출액 중 미국 비중은 68.4%이다. 영국, 캐나다, 호주를 포함한 4개국의 합산 비중은 85.4%에 달한다. 주요 영어권 국가를 대상으로 성장해온 까닭이다. 그러나 4개국을 제외한 기타 해외부문의 비중이 지속적으로 상승하는 추세다. 실제로 기타 해외부문의 매출 비중은 2012년 11.7%에서 2019년 14.6%로 상승했으며, 2017년 이후로 매출성장률도 가장 높다. 즉, 해외 시장으로의 진출이 가속화되고 있다고 해석할 수 있다.

이를 위해 쇼피파이는 가용 언어 확대, 결제시스템을 위한 파트너십 체결 등의 작업을 진행 중이다. 언어의 경우 2018년 5개(프랑스, 독일, 이탈리아, 브라질, 포르투갈)를 추가한 데 이어, 2019년에는 한국어를 포함한 11개 언어를 추가하여 현재는 총 20개 언어로 서비스를 제공 중이다. 결제시스템의 경우에도 지속적인 파트너십을 체결 중이며, 일례로 지난 2020년 3월에는 KG이니시스와 전략적 파트너십을 통해 원화결제 서비스를 제공하게 됐다. 한국과 마찬가지로, 페이먼트 협력사인 Stripe가 진출하지 않은 국가에서는 로컬 PG사와의 파트너십 체결이 가속화될 것으로 판단된다.

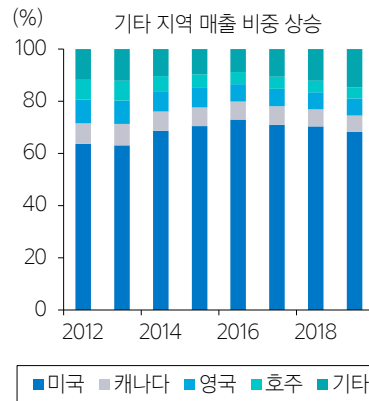
결론적으로 해외 시장으로의 진출 속도는 점차 가팔라지며 전사 성장을 견인할 가능성이 높다. 쇼피파이의 미국 매출 비중은 70%에 달하지만, 글로벌 전자상거래 시장에서 미국의 비중은 18%에 불과하다. 쇼피파이의 해외 시장 침투율이 상당히 낮다는 뜻이며, 중장기적으로 우리가 주목해야 되는 이유다.

그림 31. 지역별 매출액 비중 (2019)



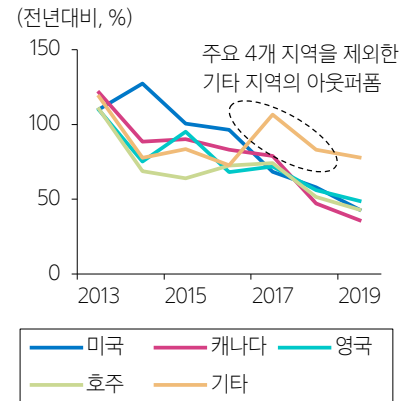
자료: Shopify, 삼성증권

그림 32. 지역별 매출액 비중 추이



자료: Shopify, 삼성증권

그림 33. 지역별 매출성장률



자료: Shopify, 삼성증권

표 8. 분기 및 연간 실적 요약

(백만달러)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	320.5	362.0	390.6	505.2	470.0	714.3	645.4	776.9	1,073.2	1,578.2	2,570.9	3,390.6
가이던스 - Low	305.0	345.0	377.0	472.0	440.0	-	-	-	1,045.0	1,545.0	2,430.0	-
가이던스 - High	310.0	350.0	382.0	482.0	446.0	-	-	-	1,055.0	1,555.0	2,460.0	-
성장률 (% YoY)	49.5	47.8	44.6	46.9	46.7	97.3	65.2	53.8	59.4	47.0	62.9	31.9
1) Subscription Solutions	140.5	153.0	165.6	183.2	187.6	196.4	215.5	235.8	465.0	642.2	833.4	1,054.4
성장률 (% YoY)	40.2	38.2	37.4	37.1	33.6	28.3	30.2	28.7	50.0	38.1	29.8	26.5
① MRR - Core (SMB)	95.5	101.0	107.6	115.4	118.2	121.8	-	-	325.3	419.5	-	-
성장률 (% YoY)	28.8	28.5	27.6	30.9	23.8	20.6	-	-	40.1	29.0	-	-
② MRR - Shopify Plus (Enterprise)	32.3	35.2	38.1	42.1	45.0	47.1	-	-	99.2	147.7	-	-
성장률 (% YoY)	61.2	51.4	43.6	43.4	39.4	33.9	-	-	83.4	48.9	-	-
③ 기타*	12.6	15.3	18.2	25.6	24.4	27.5	-	-	41.7	71.8	-	-
성장률 (% YoY)	110.3	72.8	67.9	60.0	92.9	79.7	-	-	75.5	72.0	-	-
2) Merchant Solutions	180.0	208.9	225.0	322.0	282.4	517.9	429.3	541.0	608.2	935.9	1,751.8	2,286.4
성장률 (% YoY)	57.7	55.6	50.4	53.1	56.9	147.9	90.8	68.0	67.4	53.9	87.2	30.5
매출총이익	180.3	204.8	216.7	263.9	257.0	278.4	344.0	402.0	596.3	865.6	1,383.6	1,801.3
Subscription Solutions	112.5	123.5	132.3	145.8	149.9	152.0	133.9	152.9	364.0	514.1	534.2	682.2
Merchant Solutions	67.8	81.3	84.4	118.1	107.1	223.0	175.8	216.7	232.3	351.6	759.4	1,021.8
매출총이익률 (%)	56.3	56.6	55.5	52.2	54.7	39.0	53.3	51.7	55.6	54.9	53.8	53.1
Subscription Solutions	80.1	80.7	79.9	79.6	79.9	77.4	62.1	64.8	78.3	80.0	64.1	64.7
Merchant Solutions	37.7	38.9	37.5	36.7	37.9	43.1	40.9	40.1	38.2	37.6	43.4	44.7
영업비용	220.5	244.4	252.4	294.0	330.2	374.8	299.0	337.0	688.2	1,002.1	1,168.3	1,535.3
Selling & Marketing	105.0	119.2	116.5	132.1	154.9	144.9	149.4	165.3	350.1	472.8	596.0	764.6
Research & Development	76.4	85.5	90.4	102.8	116.4	133.2	94.0	106.4	230.7	355.0	363.9	504.0
General & Administrative	34.7	34.9	45.4	59.2	44.8	83.3	55.7	65.2	107.4	174.2	208.4	266.8
Transaction and loan losses	4.4	4.7	-	-	14.1	13.4	-	-	-	-	-	-
영업이익	(1.4)	6.4	10.5	23.3	(7.3)	113.7	52.9	77.8	11.8	38.9	219.5	243.8
가이던스 - Low	(15.0)	(8.0)	0.0	10.0	(34.0)	-	-	-	8.0	27.0	(20.0)	-
가이던스 - High	(13.0)	(6.0)	3.0	20.0	(30.0)	-	-	-	10.0	37.0	0.0	-
영업이익률 (%)	(0.4)	1.8	2.7	4.6	(1.5)	15.9	8.2	10.0	1.1	2.5	8.5	7.2
세전이익	10.3	15.8	21.8	40.0	5.8	2.5	59.0	73.4	39.2	87.8	271.2	304.4
세전이익률 (%)	3.2	4.4	5.6	7.9	1.2	0.4	9.1	9.4	3.7	5.6	10.5	9.0
당기순이익	10.3	15.8	(33.6)	50.0	22.3	129.4	60.2	84.5	39.2	42.5	273.4	270.5
순이익률 (%)	3.2	4.4	(8.6)	9.9	4.8	18.1	9.3	10.9	3.7	2.7	10.6	8.0
EPS (달러)	0.09	0.14	(0.29)	0.43	0.19	1.05	0.46	0.65	0.36	0.37	2.29	2.17
EPS 성장률 (% YoY)	125.0	600.0	적전	65.4	111.1	650.0	흑전	51.0	140.0	2.8	518.6	(5.3)

참고: Non-GAAP 기준; 추정치는 컨센서스 기준; 취소선은 가이던스 철회를 의미

* Apps, Themes, Domains, Shopify Plus Platform Fee

자료: Shopify, FactSet, 삼성증권

표 9. Key Metrics

(백만달러)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
Monthly Recurring Revenue (MRR)	44.2	47.1	50.7	53.9	55.4	57.0	63.1	64.0	40.9	53.9	66.0	80.0
성장률 (% YoY)	36.0	33.4	33.8	31.8	25.3	21.0	24.4	18.7	36.9	31.7	22.5	21.1
Shopify Plus	11.3	12.4	13.5	14.6	15.3	16.6	-	-	10.4	14.6	-	-
Shopify Plus 비중 (%)	25.6	26.3	26.6	27.1	27.6	29.1	-	-	25.4	27.1	-	-
Gross Merchandise Volume (GMV)	11,900	13,800	14,800	20,600	17,400	30,100	24,913	32,166	41,103	61,138	103,934	126,928
성장률 (% YoY)	48.8	51.6	48.0	47.1	46.2	118.1	68.3	56.1	56.9	48.7	70.0	22.1
Take rate (%)	1.51	1.51	1.52	1.56	1.62	1.72	1.72	1.68	1.48	1.53	1.69	1.80
Gross Payments Volume (GPV)	4,900	5,800	6,200	8,900	7,300	13,400	-	-	16,500	25,800	-	-
성장률 (% YoY)	63.3	61.1	51.2	53.4	49.0	131.0	-	-	66.7	56.4	-	-
Payment Penetration rate (%)	41.2	42.0	41.9	43.2	42.0	44.5	-	-	40.1	42.2	-	-
Shopify Capital Advances	87.8	93.0	141.0	115.9	162.4	153.0	-	-	277.1	437.7	-	-
성장률 (% YoY)	45.4	35.8	84.6	61.4	85.0	64.5	-	-	98.1	58.0	-	-
Cumulative cash advanced	533.7	626.7	767.7	883.6	1,046.0	1,199.0	-	-	445.9	883.6	-	-
Shopify Shipping Adoption (%)	40.0	42.0	44.0	45.0	46.0	49.0	-	-	39.0	45.0	-	-
Number of merchants ('000)	-	-	1,000	1,069	-	-	-	-	820	1,069	-	-
Growth (% YoY)	-	-	30.0	30.4	-	-	-	-	34.6	30.4	-	-
MRR per merchant (달러)	-	-	50.7	50.4	-	-	-	-	49.9	50.4	-	-

참고: 추정치는 컨센서스 기준

자료: Shopify, FactSet, 삼성증권

밸류에이션 및 투자전략

밸류에이션 논란보다는 중장기 성장 스토리에 주목

소피파이의 12개월 Forward P/S는 42.9배로, 최근 5년 평균 대비 2.7배 수준에 달해 단기 밸류에이션 부담은 불가피하다. 재택근무의 최대 수혜주로 주목 받는 줌비디오 정도를 제외하면 소피파이보다 높은 멀티플을 받는 기업을 찾아보기 힘들 정도다.

그러나 유통업 패러다임 변화의 구조적인 승자로 진화할 가능성이 높은 점을 고려하면, 단기적인 밸류에이션 논란보다는 중장기 성장 스토리에 주목할 필요가 있다. 유통업의 패러다임이 마켓플레이스-SNS-온라인쇼핑몰-오프라인 등 모든 채널이 통합되는 옴니채널로 변화하는 상황에서, 소피파이는 재고-풀필먼트-주문관리-배송-결제-대출-마케팅-분석 등을 모두 아우르는 단일 운영체제(OS)로 진화 중이다. 잠재 성장 여력이 매우 크고, 아마존과 더불어 이커머스의 구조적 승자가 될 가능성이 상당히 높다.

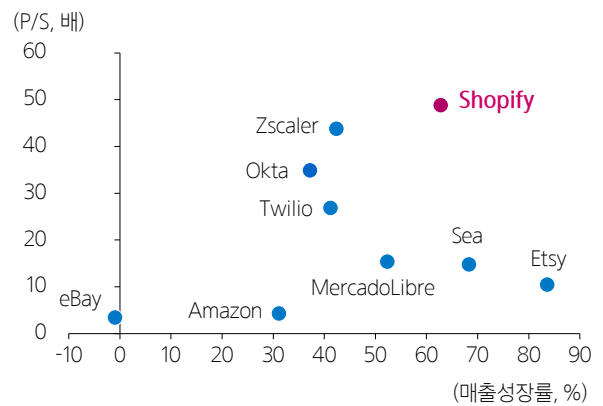
특히 팬데믹이 패러다임 변화 속도를 가속화시키고 있어 소피파이의 성장 스토리는 더욱 가시화되고 있는 상황이다. 단기적으로도 연말까지 이커머스 모멘텀이 지속될 가능성이 높다는 점에도 주목하자.

표 10. 주요 피어그룹 Valuation 비교

기업명	종목코드	시가총액 (백만달러)	2020E 매출액 (백만달러)	PSR (배)	매출성장률 (% YoY)
Amazon	AMZN	1,565,280	367,939	4.3	31.2
eBay	EBAY	36,170	10,699	3.4	(0.9)
Etsy	ETSY	15,707	1,503	10.5	83.6
MercadoLibre	W	53,653	3,499	15.3	52.4
Sea	SE	72,410	4,910	14.7	68.4
Okta	OKTA	28,059	804	34.9	37.2
Twilio	TWLO	43,030	1,603	26.9	41.3
Zscaler	ZS	18,879	431	43.8	42.4
평균				19.2	44.4
중위값				15.0	41.8
Shopify	SHOP	125,411	2,569	48.8	62.8

참고: 2020년 10월 5일 종가 기준
자료: FactSet, 삼성증권

그림 34. PSR vs Sales growth 피어그룹 비교



참고: 2020년 매출액 컨센서스 기준
자료: FactSet, 삼성증권

그림 35. Shopify: 12개월 Forward P/S 표준편차 밴드



자료: FactSet, 삼성증권

그림 36. Shopify: 12개월 Forward EV/Sales 표준편차 밴드



자료: FactSet, 삼성증권

표 11. Valuation comparison

기업명		Shopify	Amazon	Ebay	MercadoLibre	Sea	Okta
종목코드		SHOP US	AMZN US	EBAY US	MELI US	SE US	OKTA US
시가총액 (백만달러)		125,817	1,565,280	36,170	53,653	75,775	28,059
매출액 (백만달러)	2019	1,578	280,522	10,800	2,296	2,175	399
	2020E	2,612	368,418	10,739	3,518	4,572	575
	2021E	3,402	435,409	11,482	4,760	6,621	803
매출성장률 (% YoY)	2019	47.0	20.5	0.5	59.5	163.1	55.6
	2020E	65.5	31.3	(0.6)	53.2	110.2	43.9
	2021E	30	18	7	35	45	40
매출총이익률 (%)	2019	54.9	41.0	76.8	48.0	27.8	71.6
	2020E	53.6	40.1	78.1	47.7	30.8	77.2
	2021E	51.9	41.0	76.9	47.9	37.7	78.1
영업이익 (백만달러)	2019	(141)	14,541	2,321	(153)	(891)	(120)
	2020E	233	20,455	3,332	69	(954)	(61)
	2021E	268	29,632	3,550	101	(546)	(12)
영업이익률 (%)	2019	(8.9)	5.2	21.5	(6.7)	(41.0)	(30.0)
	2020E	8.9	5.6	31.0	1.9	(20.9)	(10.6)
	2021E	7.9	6.8	30.9	2.1	(8.3)	(1.5)
EPS (달러)	2019	(1.10)	23.46	2.10	(3.53)	(3.35)	(1.17)
	2020E	2.38	47.56	3.59	0.95	(2.23)	(0.35)
	2021E	2.30	59.89	3.93	1.88	(1.52)	(0.01)
EV/Sales (배)	2019	27.9	3.4	3.2	11.6	7.8	22.8
	2020E	46.7	4.3	3.7	14.7	16.3	47.8
	2021E	35.8	3.6	3.4	10.9	11.3	34.2
EV/EBITDA (배)	2019	n/a	23.6	10.7	n/a	n/a	n/a
	2020E	455.3	28.9	9.9	290.5	n/a	n/a
	2021E	378.1	23.2	9.2	239.6	n/a	2,755.0
EV/FCF (배)	2019	3,176.6	43.5	13.4	84.5	(59.0)	(1,961.5)
	2020E	660.9	51.2	15.0	99.6	(701.6)	983.3
	2021E	576.3	35.5	13.1	141.0	(194.5)	448.2
FCF margin (%)	2019	0.9	7.7	23.7	13.7	(13.3)	(1.2)
	2020E	7.1	8.4	24.4	14.8	(2.3)	4.9
	2021E	6.2	10.2	26.2	7.7	(5.8)	7.6

참고: 2020년 10월 2일 종가 기준 / 자료: Bloomberg, 삼성증권

리스크요인

1. 경쟁 심화

시장이 빠르게 성장하는 만큼 참여자도 많다. WooCommerce, Magento, BigCommerce 등 기존 경쟁자 뿐만 아니라 엔터프라이즈급 이커머스 플랫폼을 제공하는 세일즈포스, 오라클 등 글로벌 대기업들과의 경쟁에서도 생존해야 한다. 특히 엔터프라이즈 기업을 대상으로 하는 Shopify Plus가 최근 쇼피파이의 성장을 견인하고 있어, 대기업 고객군에서의 경쟁 구도를 면밀히 지켜볼 필요가 있다.

2. 글로벌 경기 둔화

2분기 실적을 통해 쇼피파이가 팬데믹에 따른 이커머스의 최대 수혜 기업이라는 점을 확인했다. 그럼에도 불구하고 글로벌 경기 둔화에 따른 리스크는 존재한다. 실제로 올해 상반기 일부 Shopify Plus 고객들이 낮은 가격 플랜으로 다운그레이드 했던 사실이 포착됐다. 그러나 코로나19의 반사이익 영향이 더 큰 상황임을 고려하면 큰 우려사항은 아니라는 판단이다.

3. 해외 시장 진출 둔화

미국, 영국, 캐나다, 호주 4개국을 제외한 해외 시장의 매출 비중은 14.6%이지만, 매출성장률이 가장 높아 비중이 지속적으로 상승 중이다. 즉, 해외 시장은 쇼피파이의 중장기 성장 드라이버로 작용하고 있으며 현재의 높은 밸류에이션을 설명하는 요인 중 하나다. 그러나 1) 로컬 플레이어와의 경쟁, 2) 결제 및 통화 관련 규제 등으로 해외 시장 진출 속도가 예상 대비 둔화된다면 멀티플 하락이 불가피하다.

4. 밸류에이션

쇼피파이의 잠재 성장 여력에 대해서는 의심의 여지가 없으나, 높은 밸류에이션에 대한 논란 역시 벗어나기 힘들다. 최근 동사의 12개월 Forward P/S가 40-50배 수준에 달하는 점을 감안하면, 성장 지표 중 일부라도 기대를 충족시키지 못할 경우 멀티플 하락으로 이어질 가능성을 배제할 수 없다.

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	205	389	673	1,073	1,578
매출원가	94	180	293	477	713
매출총이익	111	209	380	596	866
판매관리비	89	172	293	451	644
기타영업비용	(11)	(23)	(26)	(65)	(89)
EBITDA	(11)	(23)	(26)	(65)	(89)
유무형자산상각비	7	14	23	27	36
영업이익	(18)	(37)	(49)	(92)	(141)
영업외손실	1	(2)	(9)	(27)	(45)
세전이익 (조정)	(19)	(35)	(40)	(65)	(96)
비경상손실	0	0	0	0	0
세전이익 (GAAP)	(19)	(35)	(40)	(65)	(96)
법인세비용	0	0	0	0	29
비지배자분귀속 수익	0	0	0	0	0
당기순이익 (GAAP)	(19)	(35)	(40)	(65)	(125)
EPS (GAAP, 달러)	(0.30)	(0.42)	(0.42)	(0.61)	(1.10)
희석 EPS (달러)	(0.30)	(0.42)	(0.42)	(0.61)	(1.10)

현금흐름표

12월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동에서의 현금흐름	16	14	8	9	71
당기순이익	(19)	(35)	(40)	(65)	(125)
감가상각비 & 무형자산상각비	7	14	23	27	36
비현금항목	10	22	50	103	204
비현금 운전자본 변동	17	13	(26)	(56)	(44)
투자활동에서의 현금흐름	(84)	(270)	(527)	(811)	(569)
고정&무형자산 변동	(21)	(26)	(24)	(42)	(62)
인수&사업매각	0	(14)	(16)	(19)	(266)
기타	(63)	(229)	(487)	(750)	(242)
재무활동에서의 현금흐름	138	229	575	1,072	736
배당금	0	0	0	0	0
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	138	229	575	1,072	736
기타	0	0	0	0	0
현금증감	68	(26)	58	269	239
기초현금	42	110	84	142	411
기말현금	110	84	142	411	650
Free cash flow	(1)	(10)	(12)	(19)	14

참고: * 지배주주기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

재무상태표

12월 31일 기준 (백만달러)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산 총계	202	423	1,026	2,129	2,745
현금 및 현금성자산	190	392	938	1,970	2,455
매출채권	6	21	69	103	160
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산 총계	41	68	88	126	745
순 유형자산	33	46	50	62	246
기타 비유동자산	8	22	38	64	499
자산 총계	244	491	1,114	2,255	3,489
유동부채 총계	37	67	95	139	316
매입채권	24	43	62	85	251
단기차입금	0	0	0	0	9
기타 유동부채	14	23	33	54	57
비유동부채 총계	11	14	18	25	157
장기차입금	0	0	0	0	143
기타 비유동부채	11	14	18	25	15
부채 총계	48	80	112	164	474
보통주자본금/주식발행초과금	243	496	1,121	2,291	3,319
이익잉여금	(48)	(83)	(123)	(188)	(304)
자본 총계	195	410	1,001	2,091	3,016
부채 및 자본 총계	244	491	1,114	2,255	3,489

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2015	2016	2017	2018	2019
중감률 (%)					
매출액	95.4	89.7	72.9	59.4	47.0
영업이익	(17.9)	109.3	32.3	87.0	53.6
순이익	(15.8)	88.2	13.1	61.4	93.4
희석 EPS	(47.4)	40.0	0.0	45.2	80.3
주당지표 (달러)					
희석 EPS	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(1.1)
BPS	2.4	4.6	10.0	18.9	25.9
DPS (보통주)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuations (배)					
P/E*	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B*	10.6	9.3	10.1	7.3	15.4
EV/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
비율					
ROE (%)	n/a	(11.7)	(5.7)	(4.2)	(4.9)
ROA (%)	(11.1)	(9.6)	(5.0)	(3.8)	(4.3)
ROIC (%)	(13.7)	(12.1)	(6.6)	(5.5)	(5.9)
배당성장률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (보통주, %)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 10월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 10월 5일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpoc.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM