

하나 글로벌 리서치

2021년 3월 9일 | 미국

질로우(Z.US)



프롭테크의 성장과 함께 시장 장악 중

미국 온라인 부동산 플랫폼

질로우(Z.US)는 미국의 1위 온라인 부동산 플랫폼 기업이다. 2004년 설립, 2011년 상장했으며 초기엔 단순 부동산 정보만을 제공을 했다면 질로우 2.0의 시작과 함께 임대, 매입, 모기지, 매각 등 부동산 관련 모든 서비스를 제공하고 있다. 사업부는 ①주택(Home) ②IMT(Internet, Media&Technology), ③모기지 부문으로 분류되어 있다. 주택 사업부의 경우 2018년에 출시한 주택 거래 플랫폼인 질로우 오퍼스(Zillow Offers)를, IMT 사업부는 질로우의 전통 사업인 프리미어 에이전트(Premier Agent)를 포함하고 있다. 질로우 오퍼스는 현재 미국 내 25개 지역에서 서비스되고 있으며 2020년 한 해 동안 질로우 오퍼스가 구매한 주택은 총 4,162채, 판매한 주택은 총 5,337채로 전년 대비 24% 증가했다. 평균 월간 사용자 수는 2억명으로 전년 대비 16% 증가했다.

프롭테크와 함께 부동산 생태계 장악

미국의 역사적으로 낮은 모기지 금리는 미국의 주택 수요를 폭발적으로 증가시켰다. 질로우의 이용률 역시 급등했고 2020년 7월 기준 이용자 수는 2.4억명으로 최고치를 기록했으며 2020년 한 해 동안 웹 사이트 및 앱 방문자 수는 약 96억명(YoY +19%)이었다. 질로우의 인기를 높이는 데 큰 역할을 한 것은 주택 전매를 통해 수익을 창출하는 질로우 오퍼스다. 주택 거래뿐만 아니라 에스크로 서비스인 '질로우 클로징 서비스', 중개인 매칭 서비스인 '프리미어 에이전트' 등을 통해 주택 거래의 전과정에 걸쳐서 사업영역을 확장해 부동산 생태계를 장악하고 있다. 또한 질로우는 2019년 빅데이터 및 러닝머신을 기반으로 주택감정시스템인 제스티메이트(Zestimate)를 출시, 주택별로 적정 매매가 및 렌트비, 중개 수수료 등을 산정하고 시계열 추세 데이터를 제공하면서 사용자의 신뢰도 및 편의성을 높이고 있다.

실적 상승 모멘텀과 함께 밸류에이션 매력 부각

질로우는 2020년 하반기 EBITDA, 순이익, EPS 모두 흑자 전환을 하면서 시장 기대치를 크게 상회하는 실적을 시현했다. 2021년 예상 EV/EBITDA는 67.8배로 피어그룹인 레드핀(RDFN.US) 90배 대비 다소 부담이 낮으며 향후 프롭테크의 성장성 및 질로우의 시장 장악력을 볼 때 매력적인 주가 수준이라는 판단이다.

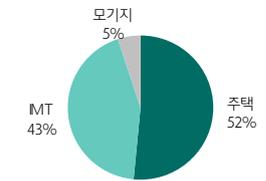
투자선호도 ★★★★★

성장성 ★★★ 모멘텀 ★★☆☆ 밸류에이션 ★★★

Key Data

국가	미국
상장거래소	나스닥
산업 분류	커뮤니케이션서비스
주요 영업	인터랙티브 미디어
홈페이지	www.zillow.com
시가총액(십억USD)	32.8
시가총액(조원)	37.1
52주최고/최저(USD)	208.11/20.04
주요주주 지분율(%)	
칼레도니아 사모투자	21.00
뱅크드 그룹	6.80
블룸버그 목표가(USD)	162.00
최근 증가(USD)	135.16
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(13.8) 61.1 173.9
상대	(12.6) 49.0 144.6

매출 비중



주가 추이



주: 1. 2021.03.05(미국시간) 기준 2. 투자선호도는 별 개수에 따라서 1개(약), 3개(중), 5개(강)로 구분. 성장성, 모멘텀, 밸류에이션 별 개수는 1개(부족), 2개(보통), 3개(좋은) 의미.

Financial Data

백만 USD	2019	2020	2021F	2022F
매출액	2,743	3,340	5,431	8,032
영업이익	(247)	(41)	320	547
순이익	(305)	(162)	29	131
EPS(USD)	(1.48)	(0.72)	(0.06)	0.31
EPS(YOY, %)	CR	CR	CR	TB
ROE(%)	(9.1)	(4.0)	(2.5)	(4.1)
PER(배)	N/A	N/A	144.4	96.3
PBR(배)	N/A	N/A	6.6	6.2
배당률(%)	N/A	N/A	0.0	0.0

자료: S&P Capital, Bloomberg 시장 컨센서스, 하나금융투자



글로벌 리츠/기업분석 이송희
02-3771-3673
shlee95@hanafn.com

기업개요: 미국 온라인 부동산 플랫폼

프롭테크는(PropertyTech)는 Property와 Technology가 결합된 용어로 IT를 활용한 부동산 서비스산업을 일컫는다. 질로우(Z.US)는 미국의 1위 프롭테크 기업으로, 과거 단순 부동산 정보만을 제공하던 질로우 1.0 모델에서 이제 질로우 2.0의 도입으로 임대, 매입, 모기지, 매각 등 부동산 관련 모든 서비스를 제공하고 있다.

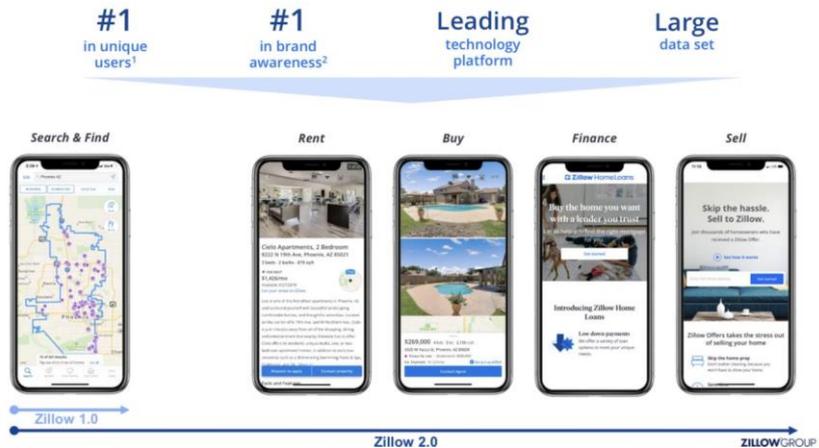
사업부는

- ① 주택, ② IMT, ③ 모기지

사업부는 ① 주택(Home) ② IMT(Internet, Media & Technology), ③ 모기지 부문으로 분류되어 있다. 주택 사업부의 경우 2018년에 출시한 주택 거래 플랫폼인 질로우 오퍼스(Zillow Offers)와 에스스로 서비스 사업을 영위하는 질로우 클로징 서비스(Zillow Closing Services)를 포함하고 있다. IMT 사업부는 질로우의 전통 사업인 프리미어 에이전트(Premier Agent)를 포함하고 있는데 이는 부동산 중개인에게 광고 서비스를 제공하는 사업으로 질로우 오퍼스를 이용하는 주택 구매자 및 판매자에게 선택받은 중개인들이 내는 광고료가 수익의 주 원천이다. 마지막으로 모기지사업부는 모기지론 사업을 영위하는 질로우 홈 론(Zillow Home Loans)을 포함하고 있다.

그림 1. 질로우 2.0

과거엔 앱을 통해 단순 부동산 정보만 제공했으나(질로우 1.0), 이제는 임대, 매입, 모기지, 매각 등 부동산 관련 모든 서비스를 제공(질로우 2.0)



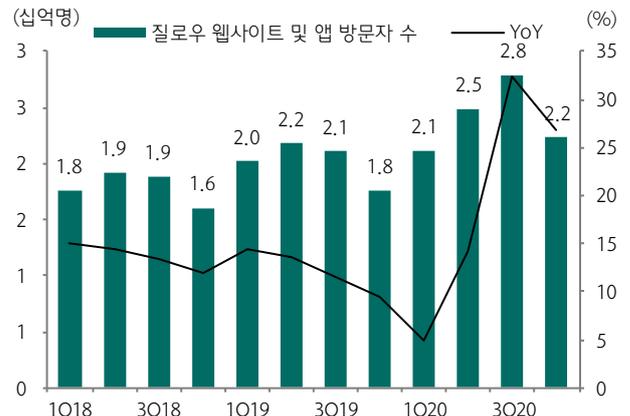
자료: Zillow Group, 하나금융투자

그림 2. 질로우의 브랜드 및 비즈니스



자료: Zillow Group, 하나금융투자

그림 3. 질로우 웹사이트 및 앱 방문자 수



자료: Zillow Group, 하나금융투자

프롭테크와 함께 부동산 생태계 장악

코로나19로 인해 직접
매물 확인이 어려워 짐
→질로우 이용률 급등

미국 부동산 거래시장은 연간 1.6조 달러에 육박하지만, 프롭테크 기업의 점유율은 아직 1%로 미미한 수준이다. 코로나19로 촉발된 언택트 수요로 부동산 시장이 오프라인에서 온라인으로 전환되면서 프롭테크 기업 역시 빠르게 성장할 것으로 전망된다. 특히 미국 내 총 주택 수는 약 1.4억 호(2019년 기준)로 질로우는 이 중 97%에 해당하는 1.35억 호의 주택 데이터베이스를 보유하고 있다.

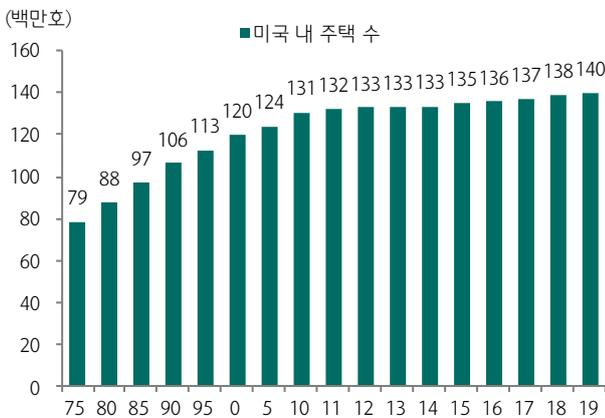
‘질로우 오피스’를 통한
주택 판매부터 구매까지 전 과정의
부동산 생태계 장악

질로우의 핵심 사업인 ‘질로우 오피스’는 주택 전매를 통해 수익을 창출한다. 주택 판매자가 질로우 오피스에 주택을 판매하고 질로우 오피스는 이를 다시 주택 구매자에게 판매하며 차익을 얻는다. 이러한 사업자를 iBuyer라고 하며 이 때 i는 internet 또는 instant를 의미한다. iBuyer는 주변의 시세 및 주택의 상태 등의 데이터베이스에 근거해 가격을 산출 후 판매자에게 제시하고 매입이 완료되면 약간의 리모델링 후 다시 주택 데이터베이스에 근거해 매각 가격을 산정하고 주택 구매자에게 매각하게 된다. 모든 과정은 온라인 상에서 진행되며 주택의 위치뿐만 아니라 가격 시계열데이터 및 3D홈투어, 평면도 등을 고객에게 제공한다. 특히 질로우는 과정에서 발생하는 거래를 에스크로 서비스인 ‘질로우 클로징 서비스’를 통해 진행하고, 각각의 주택 판매자와 구매자에게는 ‘프리미어 에이전트’를 통해 중개인을 섭외해주며, 중개인들은 질로우에 광고료를 내게 된다. 주택 판매 및 매입의 전 과정에 걸쳐서 개인 대신 기업이 관여하기 때문에 사용자 입장에서도 편의성이 높아 수효는 꾸준히 증가하고 있다.

‘프리미어 에이전트’를 통한
중개인 매칭으로
광고료 수익 발생

질로우 오피스는 현재 미국 내 25개 지역에서 서비스되고 있으며 2020년 한 해 동안 질로우 오피스가 구매한 주택은 총 4,162채, 판매한 주택은 총 5,337채로 전년대비 24% 증가했다. 평균 월간 사용자 수는 2억명으로 전년대비 16% 증가했다.

그림 4. 미국 내 주택 수 추이



자료: Statista, 하나금융투자

그림 5. 질로우 오피스 매출총이익/판매가구



자료: Zillow Group, 하나금융투자

낮은 모기지 금리와 주택 수요 증가

**낮은 모기지 금리와
코로나19로 주택 수요 증가**

미국의 평균 LTV는 75%로 모기지를 통한 주택 구매가 용이하며, 2020년 미국의 역사적으로 낮은 모기지 금리는 미국의 주택 수요를 폭발적으로 증가시켰다. 더불어 코로나19로 인한 재택근무 증가와 단독주택 수요 증가도 주택 거래 증가에 한 몫을 했다고 할 수 있다. 질로우의 이용률 역시 급등했고 2020년 7월 기준 이용자 수는 2.4억명으로 최고치를 기록했으며 2020년 한 해 동안 웹 사이트 및 앱 방문자 수는 약 96억명(YoY +19%)이었다. 이처럼 미국 내 폭발적인 인기로 질로우닷컴을 자주 방문하는 사람을 지칭하는 ‘질로우 스크롤러(Zillow Scroller)’라는 용어도 탄생했다.

**2020년 질로우 웹 사이트 및 앱
방문자 수 약 96억명(YoY +19%)**

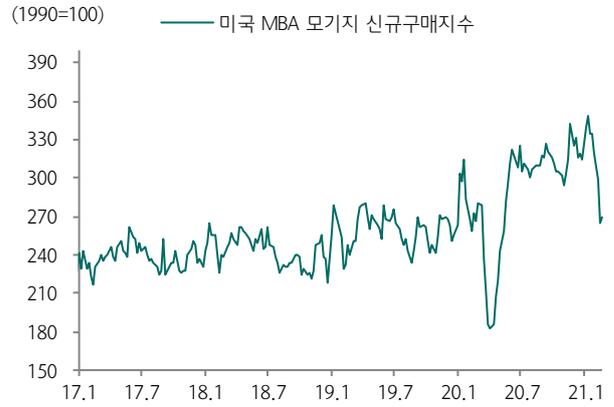
하지만 최근의 시장 금리상승은 다소 걱정스러울 수 있으나 하나금융투자는 시장금리를 다소 후행하는 모기지 특성상 단기적으로 오히려 모기지 수요는 높게 형성될 수 있다는 판단이다. 결과적으로 1Q21~2Q21까지 미국 주택시장은 현재와 같이 초과 수요 상태를 유지할 가능성이 높다.(리포트 참조: 미국 주택시장 업데이트 및 글로벌 건설업 밸류에이션에 대한 소고(윤승현))

그림 6. 미국 30년 고정 모기지 금리: 시장 금리 상승 소폭 반영



자료: Fred, 하나금융투자

그림 7. 금리 상승으로 모기지 수요 감소



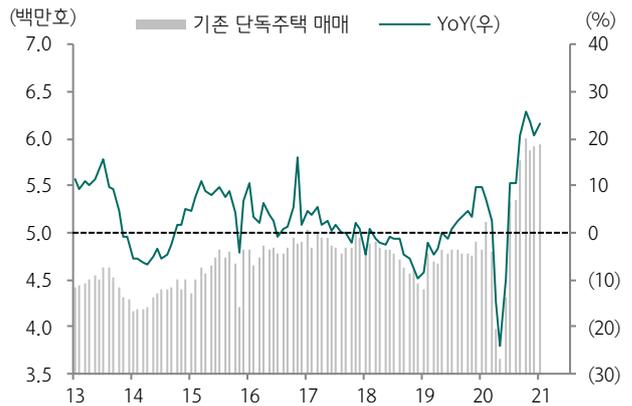
자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 8. 미국 주택 예상구매자 동향: 2월 72p 기록하며 높은 수요 지속



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 9. 미국 기존주택 매매거래량 1월 YoY +23%, MoM +0.2%



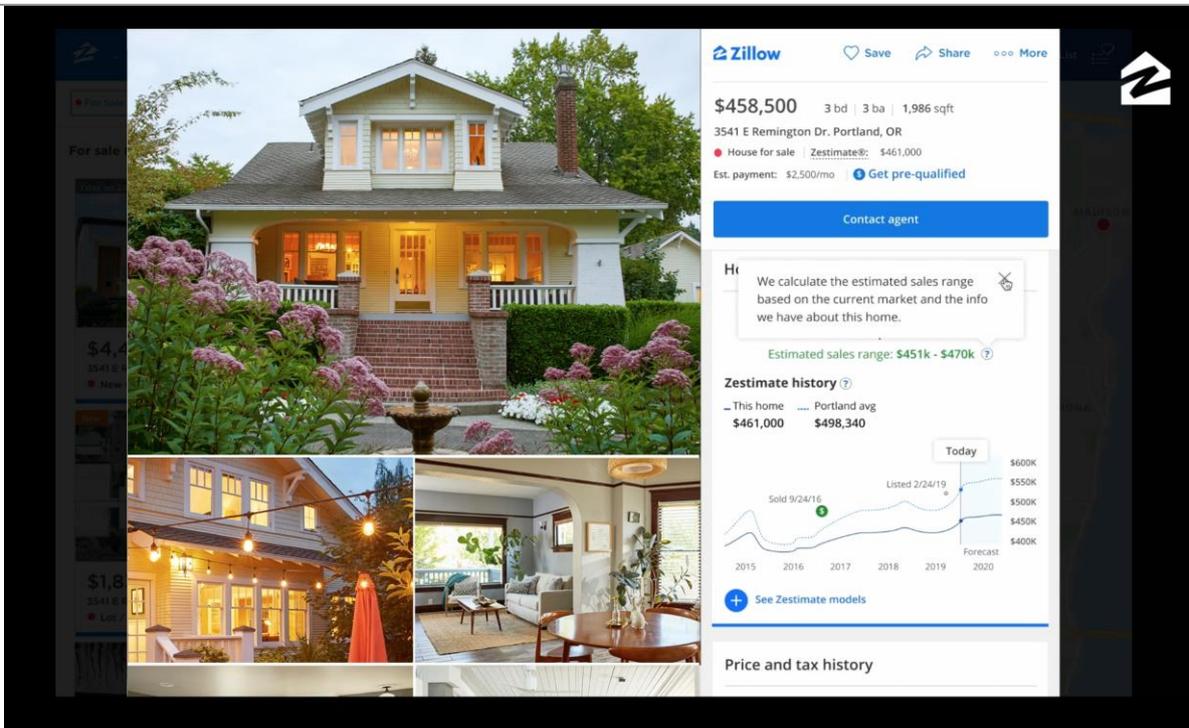
자료: Bloomberg, 하나금융투자

빅데이터와 러닝머신을 기반으로한 데이터베이스 구축

빅데이터 및 러닝머신을 기반으로
주택 가격을 추정하는
제스티메이트(Zestimate)

미국의 경우 아파트가 아닌 대부분 개인주택이기 때문에 정량적인 부동산 가격 산정이 다소 어렵다. 이에 질로우는 2019년 빅데이터 및 러닝머신을 기반으로 주택감정시스템인 제스티메이트(Zestimate)를 출시, 주택별로 적정 매매가 및 렌트비, 중개 수수료 등을 산정하고 시계열 추세 데이터를 제공할 수 있게 되었다. 특히 미국 내 주요 부동산 중개업자, 모기지 전문가, 부동산 관리자, 주택건설업자 등과의 파트너십으로 데이터베이스의 기반을 만들고 있으며, 전국 597개의 지역부동산정보제공업체(Multiple Listing Services, MLS)와 협력해 각 지역의 주택 데이터를 수집하고 있다. 제스티메이트의 추정치는 현재 매매 대상 주택의 경우 1.8%, 시외 주택의 경우 7.4% 내외의 오차를 보이면서 사용자의 신뢰도와 편의성을 높이고 있다.

그림 10. 질로우 오피스와 제스티메이트



자료: Zillow Group, 하나금융투자

리스크 요인

- ① 주택 수요 또는 매물 감소 우려
- ② 경쟁심화

① 부동산 기업 특성상 모기지 금리 상승으로 인한 주택 수요 감소 리스크가 존재한다. 특히 iBuying 모델은 주택 판매자 및 구매자가 신속하게 주택 거래를 할 수 있다는 장점이 있지만, 주택 수요가 감소할 경우, 기업의 미분양 주택 재고량이 증가하게 된다. 반대로, 주택 매물 부족으로 인한 주택 거래량 자체가 감소하는 경우도 존재한다. 다만 적정 가격 책정과 지리적 다각화로 특정 지역의 주택 경제 침체에 대비할 수 있다. ② 부동산 시장의 경쟁 심화로 미국 내 10.6만개의 부동산 중개업체와 5만개의 모기지 사업자가 존재하며 질로우의 경우 현재까지 미국 내 주택거래의 0.1%, 모기지 대출의 0.1% 미만을 차지하고 있다.

실적 요약 및 밸류에이션

2개 분기 연속 흑자전환

질로우의 2020년 매출액은 33.4억달러(YoY +22%)를 기록했다. 특히 3, 4분기 EBITDA, 순이익, EPS 모두 흑자전환을 하면서 시장 기대치를 크게 상회했다. 올해 상반기 역시 긍정적인 주택시장 전망과 함께 실적 호조를 이어갈 것으로 예상된다.

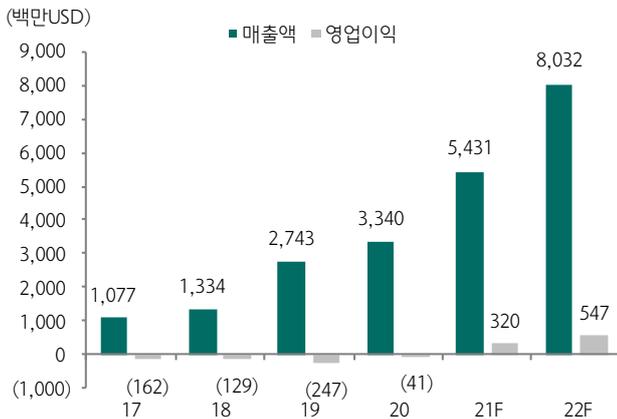
IMT 사업부의 매출비중 증가와 함께 실적호조 지속

주택 부문 매출 비중은 2019년 50~60%로 크게 증가했으나 2020년을 기점으로 점차 축소되어 4Q20 기준 39%를 차지하고 있다. 특히 2020년 하반기 미국 전역의 부동산 매물 부족 현상으로 4Q20 주택부문 매출은 전년 동기대비 50% 감소했다. 주택 부문의 GPM은 4~9%대로 매우 낮기 때문에 이익 측면에서 비중축소는 긍정적이라는 판단이다. 오히려 프롭테크 성장과 함께 광고 콘텐츠의 중요성이 부각되면서 부동산 중개인들의 광고료 지출이 증가했고 이에 ‘프리미어 에이전트’ 사업이 포함된 IMT 사업부의 매출비중은 기존 30%대에서 4Q20 기준 54%로 증가했다. 결국 질로우 오피스의 사용자 증가가 IMT 사업부의 매출 상승을 견인하고 있는 것이다. IMT 사업부의 4Q20 매출액은 전년 동기 대비 33% 증가했으며, GPM은 90%대를 유지하고 있다.

2021년 예상 EV/EBITDA 67.8배

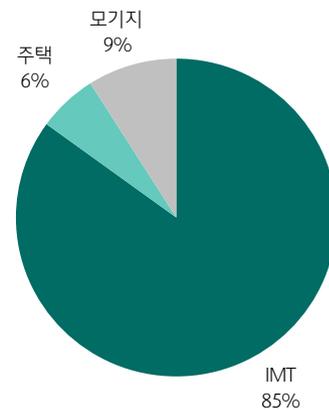
질로우의 2021년 예상 EV/EBITDA는 67.8배로 피어그룹인 레드핀(RDFN.US) 90배 대비 다소 부담이 낮으며 향후 프롭테크의 성장성 및 질로우의 시장 장악력을 볼 때 매력적인 주가 수준이라는 판단이다.

그림 11. 질로우 매출액 및 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 하나금융투자

그림 12. 질로우 사업부문별 매출총이익 비중



자료: Bloomberg, 하나금융투자

표 1. 질로우(Z.US) 분기실적 핵심표

(단위: 백만USD, USD, %)

	2019	2020	2021F	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
매출액	2,742.8	3,339.8	5,430.6	454.1	599.6	745.2	943.9	1,125.8	768.4	656.7	789.0
Home	1,365.3	1,715.4	N/A	128.5	248.9	384.6	603.2	769.9	454.3	187.1	304.1
IMT	1,276.9	1,450.2	N/A	298.3	323.7	335.3	319.7	330.7	280.3	415.4	423.8
Mortgages	100.7	174.2	N/A	27.4	27.0	25.3	21.1	25.3	33.8	54.2	61.0
YoY	106%	22%	63%	51%	84%	117%	158%	148%	28%	-12%	-16%
Home	2507%	26%	N/A	N/A	N/A	3391%	1359%	499%	82%	-51%	-50%
IMT	6%	14%	N/A	6%	6%	7%	6%	11%	-13%	24%	33%
Mortgages	26%	73%	N/A	44%	40%	37%	-10%	-8%	25%	114%	190%
매출원가	1,432.0	1,756.4	3,334.7	151.3	271.2	399.8	609.6	761.7	461.1	216.2	317.4
YoY	832%	23%	90%	533%	962%	989%	805%	403%	70%	-46%	-48%
매출총이익	1,310.8	1,583.4	2,095.9	302.8	328.4	345.4	334.3	364.1	307.3	440.5	471.5
YoY	11%	21%	32%	10%	10%	13%	12%	20%	-6%	28%	41%
GPM	48%	47%	39%	67%	55%	46%	35%	32%	40%	67%	60%
영업비용	1,558.3	1,624.8	1,775.4	365.5	390.9	393.8	408.1	508.7	370.0	364.0	382.2
YoY	19%	4%	9%	27%	26%	24%	3%	39%	-5%	-8%	-6%
영업이익	(247.5)	(41.4)	320.5	(62.7)	(62.5)	(48.4)	(73.8)	(144.5)	(62.7)	76.4	89.4
YoY	CR	CR	TB	CR	CR	CR	CR	CR	CR	TB	TB
OPM	-9%	-1%	6%	-14%	-10%	-7%	-8%	-13%	-8%	12%	11%
영업외손익	(62.1)	(128.3)	(246.8)	(7.3)	(9.4)	(17.5)	(27.9)	(28.0)	(21.1)	(36.5)	(42.7)
세전이익	(309.6)	(169.6)	73.7	(70.0)	(72.0)	(65.9)	(101.7)	(172.5)	(83.8)	40.0	46.6
YoY	CR	CR	TB	CR	CR	CR	CR	CR	CR	TB	TB
소득세	4.3	7.5	(45.0)	2.5	0.0	1.3	0.5	9.2	(0.7)	(0.4)	(0.6)
순이익	(305.4)	(162.1)	28.7	(67.5)	(72.0)	(64.6)	(101.2)	(163.3)	(84.4)	39.6	46.0
YoY	CR	CR	TB	CR	CR	CR	CR	CR	CR	TB	TB
NPM	-11%	-5%	1%	-15%	-12%	-9%	-11%	-15%	-11%	6%	6%
EPS(희석)	(1.48)	(0.72)	(0.06)	(0.33)	(0.35)	(0.31)	(0.49)	(0.78)	(0.38)	0.16	0.18
YoY	CR	CR	CR	CR	CR	CR	CR	CR	CR	TB	TB

자료: Bloomberg, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서						대차대조표					
(단위: 백만USD)						(단위: 백만USD)					
	2018	2019	2020	2021F	2022F	2016	2017	2018	2019	2020	
매출액	1,334	2,743	3,340	5,431	8,032	현금및현금성자산	244	352	651	1,141	1,703
매출원가	154	1,432	1,756	3,335	5,509	단기투자자산	264	410	904	1,281	2,218
매출총이익	1,180	1,311	1,583	2,096	2,523	매출채권	41	54	66	67	91
판매비	553	714	673	N/A	N/A	재고자산	0	0	163	837	491
영업비용	1,309	1,558	1,625	1,775	1,977	순부동산자산	98	112	135	383	384
영업이익	(129)	(247)	(41)	320	547	영업권	1,923	1,931	1,985	1,985	1,985
이자비용	41	102	155	N/A	N/A	기타무형자산	527	320	216	191	95
영업외손익	(22)	(62)	(128)	(247)	(363)	자산총계	3,150	3,231	4,291	6,132	7,487
세전이익	(151)	(310)	(170)	74	184	미지급지용	4	4	7	8	19
법인세	31	4	8	(45)	(53)	단기부채	0	0	150	722	670
순이익	(120)	(305)	(162)	29	131	장기부채	367	385	699	1,543	1,614
성장률(YoY, %)						이연법인세부채	134	44	13	9	0
매출	23.8	105.7	21.8	62.6	47.9	부채총계	616	570	1,024	2,697	2,745
영업이익	CR	CR	CR	TB	70.5	자본금추가지급	3,031	3,254	3,940	4,412	5,881
세전이익	CR	CR	CR	TB	149.5	이익잉여금	(497)	(592)	(672)	(977)	(1,139)
순이익	CR	CR	CR	TB	355.3	자본총계	2,534	2,661	3,267	3,435	4,742
수익성(%)						부채및자본총계	3,150	3,231	4,291	6,132	7,487
매출총이익률	88.5	47.8	47.4	38.6	31.4						
영업이익률	(9.7)	(9.0)	(1.2)	5.9	6.8						
순이익률	(9.0)	(11.1)	(4.9)	0.5	1.6						

자료: American Tower Supplemental, S&P Capital, Bloomberg Consensus, 하나금융투자

투자지표						현금흐름표					
(단위: 백만USD)						(단위: 백만USD)					
	2018	2019	2020	2021F	2022F	2016	2017	2018	2019	2020	
주당지표(USD)						감가/무형상각비	61	70	71	94	110
EPS	(0.58)	(1.48)	(0.72)	(0.06)	0.31	주식보상비	107	114	149	199	198
BPS	N/A	N/A	N/A	20.5	21.9	재고자산변화	0	0	(163)	(674)	345
SPS	N/A	N/A	N/A	177.3	86.3	영업활동 현금흐름	9	258	4	(612)	424
DPS	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	자본지출	(62)	(67)	(66)	(67)	(85)
주기지표(배)						투자활동	(66)	(247)	(623)	(456)	(1,039)
PER	N/A	N/A	N/A	144.4	96.3	부채발행	448	0	481	1,846	1,181
PBR	N/A	N/A	N/A	6.6	6.2	채무상환	(370)	0	0	(116)	(874)
EV/EBITDA	887.0	N/A	184.3	67.8	46.7	보통주발행	31	98	480	65	856
PSR	N/A	N/A	N/A	6.0	4.1	재무활동	72	98	930	1,636	1,162
배당수익률(%)	N/A	N/A	N/A	0.0	0.0	배당금	0	0	0	0	0
재무비율(%)						순현금변화	14	109	311	567	548
ROE	(4.0)	(9.1)	(4.0)	(2.5)	(4.1)						
ROA	(3.2)	(5.9)	(2.4)	(3.5)	(3.1)						
ROIC	(3.6)	(4.6)	(0.4)	-	-						
부채비율	26.0	73.2	53.1	-	-						
유동비율	6.6	3.8	5.5	-	-						
이자보상배율(배)	(3.1)	(2.4)	(0.3)	-	-						

자료: Bloomberg Consensus, 하나금융투자

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이송희)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2021년 3월 9일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이송희)는 2020년 3월 9일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.