



South East Amazon

0. Intro

1. 기업 분석

2. 투자포인트 1: 동남아는 Shopeeing 중

3. 투자포인트 2: Garena 로 주가 더 Garena?

4. 투자포인트 3: 씨(어)머니께 잘 보이거라

5. Valuation

(단위: 1000\$)	2015	2016	2017	2018	2019	1Q20	2Q20	3Q20
Revenue								
Service revenue								
Digital Entertainment	281,963	327,985	365,167	462,464	1,136,017	369,683	383,946	568,981
E-commerce and other services	10,161	17,675	47,444	270,049	822,659	266,545	364,719	489,500
Sales of goods		10	1,579	94,455	216,702	78,692	133,369	153,679
Total Revenue	292,124	345,670	414,190	826,968	2,175,378	714,920	882,034	1,212,160
Cost of revenue								
Cost of service								
Digital Entertainment	(160,267)	(185,314)	(217,986)	(267,359)	(435,905)	-142,692	-156,539	-194,738
E-commerce and other services	(24,031)	(47,284)	(107,260)	(446,281)	(907,518)	-285,524	-388,291	-458,321
Cost of goods sold			(1,632)	(98,570)	(227,035)	-79,904	-136,378	-151,534
Total cost of revenue	(184,298)	(232,598)	(326,878)	(812,210)	(1,570,458)	-508,120	-681,208	-804,593
Gross profit	107,826	113,072	87,312	14,758	604,920	206,800	200,826	407,567
Operating Income								
Other operating income	3,063	2,103	3,497	9,799	15,890	25,316	32,609	59,023
Sales and marketing expenses	(89,015)	(187,372)	(425,974)	(705,015)	(969,543)	-308,316	-386,349	-470,988
General and administrative expenses	(87,202)	(112,383)	(137,868)	(240,781)	(385,865)	-126,933	-144,547	-196,730
Research and development expenses	(17,732)	(20,809)	(29,323)	(67,529)	(156,634)	-64,586	-75,347	-104,345
Total operating expenses	(190,886)	(318,461)	(589,668)	(1,003,526)	(1,496,152)	-474,519	-573,634	-713,040
Operating loss	(83,060)	(205,389)	(502,356)	(988,768)	(891,232)	-267,719	-372,808	-305,473
Interest income	545	741	2,922	11,520	33,935	9,291	5,915	5,323
Interest expense	(32)	(23)	(26,501)	(31,295)	(48,208)	-24,609	-43,318	-45,427
Investment gain, net		9,434	33,591	8,603	11,794	5,111	53,857	-13,715
Changes in fair value of convertible notes			(51,950)	41,259	(472,877)	-87	87	0
Foreign exchange gain	(4,911)	(1,649)	(4,215)	4,801	(2,031)	21,529	-8,842	-20,482
Loss before income tax and share of results of equity investees	(87,458)	(196,886)	(548,509)	(953,880)	(1,368,619)	-256,484	-365,196	-379,774
Income tax expense	(11,730)	(8,546)	(10,745)	(4,088)	(85,864)	-23,237	-27,821	-46,416
Share of results of equity investees	(8,148)	(19,523)	(1,912)	(3,066)	(3,239)	-1,070	-518	928
Net loss	(107,336)	(224,955)	(561,166)	(961,034)	(1,457,722)	-280,791	-393,535	-425,262
Net loss (profit) attributable to non-controlling interests	3,970	2,088	681	(207)	(5,077)	-722	574	5,272
Net loss attributable to Sea Limited's ordinary shareholders	(103,366)	(222,867)	(560,485)	(961,241)	(1,462,799)	-281,513	-392,961	-419,990
Loss per share(\$):								
Basic and diluted	(0.63)	(1.30)	(2.72)	(2.84)	(3.35)	-0.61	(0.81)	-0.85
Weighted average shares used in loss per share computation:	164,625,286	171,127,788	205,727,195	338,472,987	436,601,801	462,194,052	464,344,956	471,375,477
Basic and diluted								

Rating

Buy

목표주가: 290.80\$

현재주가: 183.11 \$

상승여력: 61.6%

12M 추가추이

시가총액 88.219B \$



Earning data

PER	N/A 배
12M EPS	-2.52 \$
EV/EBITDA	-90.72 배

주요 주주

Tencent entities	25.6 %
Forest Xiaodong Lee	25.4 %

SMIC

- timbang 41 기 한동주
- 41 기 장유리
- 42 기 김동휘
- 42 기 박솔우
- 42 기 이흥인

0. Intro – 동남아시아의 황제 ‘SEA LTD’

이 구역의 강패는 나다.

동남아시아는 6억 5000만 명의 인구, 세계적인 저성장 기조에도 연간 5% 대의 높은 경제 성장률, 평균 연령 30세의 젊고 역동적인 시장이다. 다시 말해, **누구라도 공략하고 싶은 매력적인 시장이다.** 하지만 복잡한 지형만큼이나 문화적, 정치적, 종교적 다양성을 품고 있는 만큼 공략이 쉽지만은 않다.

동남아시아 시장에 대한 높은 이해도를 바탕으로 게임 부문과 이커머스 부문에서 1위 플랫폼을 구축한 기업이 있다. 동남아시아에 대한 자신감을 반영하듯 사명도 SEA Ltd. (South-East Asia Limited)다. 다른 데는 몰라도 동남아시아 구역의 강패는 ‘씨 리미티드’다.

씨 리미티드는 **동남아 최대의 게임사 ‘Garena’를 보유하고 있으며** 이 부문에서 창출된 현금을 이커머스에 투입하며 공격적인 경영을 펼치고 있다. 동남아시아 시장에 대한 높은 이해도를 바탕으로 동사의 이커머스 플랫폼 ‘Shopee’는 **후발주자임에도 불구하고 알리바바를 등에 업고 있는 라자다를 제치고 동남아 주요 6개국에서 모두 시장 점유율 1위를 차지했다.**

이제는 동남아의 간편 결제 시장에 눈독을 들이고 있다. 동남아시아는 모바일 침투율이 높고, 신용 카드 발급률이 낮다는 점에서 알리페이와 텐페이가 모든 것을 바꿔버리기 전의 중국 금융 시장과 상황이 유사하다. 동사의 사업 부문은 알리바바와 유사한 형태를 하고 있기에 간편 결제 시장에서의 활약을 긍정할 수 있다. 또한, 간편 결제 시장을 제대로 차지한다면 **앳그룹과 같은 종합 디지털 금융사로 거듭날 수 있는 기반이 생긴다.** 만약 이 사업까지 성공한다면 동사는 지금과도 비교할 수 없는 어나더-레벨의 기업이 될 것이다.

본 보고서는 동사의 세 가지 사업 부문의 경쟁력에 대한 심층적인 분석을 통해 목표 주가를 산정하였다. 먼저, 동남아시아 이커머스 시장 전망과 동사의 플랫폼 ‘Shopee’의 경쟁력을 분석하였다. 다음으로, 동사의 게임 부문 ‘Garena’의 경쟁력을 퍼블리싱과 개발 부문으로 나누어 분석하였다. 마지막으로, 이제 막 태동하는 동남아시아 간편 결제 시장에서 어쩌서 동사가 가장 유리한 위치를 점하고 있는지 분석하였다.

1. 기업 분석

1.1 개요

게임 + 이커머스 + 핀테크

동사는 싱가포르에 본사를 두고 있는 동남아시아의 **게임, 이커머스, 핀테크 IT 기업**이다. 2009년에 모바일, PC게임 퍼블리싱 사업을 영위하는 'Garena'라는 이름으로 시작하였으며 2015년에는 'Shopee'를 통해 이커머스 사업에 진출하였다. 최근에는 본격적으로 자회사인 'SeaMoney'로 핀테크 사업까지 영위하고 있다.

게임 퍼블리싱 사업에서 가파른 성장을 이루어내면서 2016년에는 기업 가치 10억 달러 이상인 스타트업 기업을 뜻하는 유니콘에 합류하였다. 2017년 5월, 동남아시아를 대표하는 기업으로 성장하겠다는 포부를 담아 Sea(South East Asia)로 사명을 변경하였다. 동사는 2017년 10월 20일, 동남아시아 유니콘 기업 중 최초로 뉴욕증시에 상장되었다.

1.2 주가 분석

Sea Ltd * 179.04 +0.27 (+0.15%)



1. 2018년 7월 \$14 -> 2019년 7월 \$37로 주가 263% 상승

동사의 DE 부문 매출은 2015년부터 2018년까지 연평균 17.9%로 안정적으로 상승했으며, 이커머스 부문 매출이 2017년 4억 7,444만 달러에서 2018년 27억 49만 달러에서 Shopee의 경쟁력이 시장에서 확인된 것으로 보인다.

2. 2019년 10월 \$27 -> 2020년 2월 \$51로 주가 188% 상승

DE 부문 2019년 3분기 매출이 전분기 대비 성장률 1.75%를 기록하며 주가가 횡보하다, 4분기에 다시 6.4% 성장하며 성장판이 열려있다는 점이 다시 확인되었고 이커머스 부문이 계속해서 분기마다 42% 매출 성장을 기록하며, 나아가 기존의 점유율 1위 기업 '라자다'를 제치고 동남아 주요 국가에서 시장 점유율 1위를 차지하며 동사에 대한 기대감이 시장에 반영된 것으로 추정한다.

3. 2020년 3월 \$38 -> 현재(2020년 11월) \$179로 주가 471% 상승

코로나19로 인한 일시적인 하락 이후 동사의 DE 부문과 이커머스 부문이 언택트 테마와

함께 묶이며 상승하다 실제로 2분기 매출이 DE에서는 전분기 대비 39.7%, 이커머스에서는 전분기 대비 62.6% 성장하며 기대감이 허상이 아닌 것이 확인되었다. 또한, 동사의 이커머스 플랫폼 Shopee가 동남아 주요 6개국에서 1위 업체가 될 수 있는 기대감으로 지금도 상승하고 있다.

1.3 사업부 및 매출비중

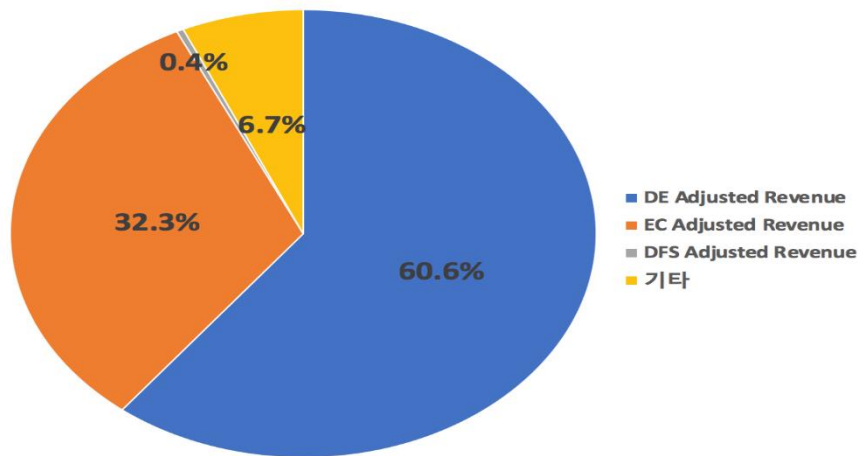
동사의 사업부는 Digital Entertainment(Garena), E-commerce(Shopee), Digital Financial Services(SeaMoney)로 나뉜다. Digital Entertainment 사업부 매출의 경우, 게임 퍼블리싱 매출과 게임 자체 개발 매출로 구성된다. 동사가 2018년 출시한 대표적인 자체 개발 게임인 Free Fire는 Digital Entertainment 사업부 매출의 약 65%를 차지하고 있다.

E-commerce 사업부의 매출은 주로 동사의 이커머스 플랫폼인 Shopee 내에서 발생한 실제 판매 대금에 대해서 판매자에게 일정 수수료를 수취함으로써 발생한다. 이에 더하여 동사가 상품을 직매입하여 Shopee에서 판매하는 매출이 2019년 기준 약 2억 달러 정도였다.

Digital Financial Services 사업부는 현재 ShopeePay(혹은 AirPay)로 결제한 경우에 그 금액의 1% 내외의 수수료를 받고 있다. 최근에는 ShopeePayLater 등의 소액결제대출 서비스를 제공하면서 발생하는 이자수익도 본 사업부의 매출로 인식될 것으로 예상된다.

각 사업부의 2019년 매출 비중은 다음과 같다.

그림 1-1. 2019 Sea Ltd. 매출 비중



출처: 동사 Annual Report, SMIC 3팀

2.1.1 동남아시아 이커머스 시장

2.1.1.1 동남아시아의 규모적 성장

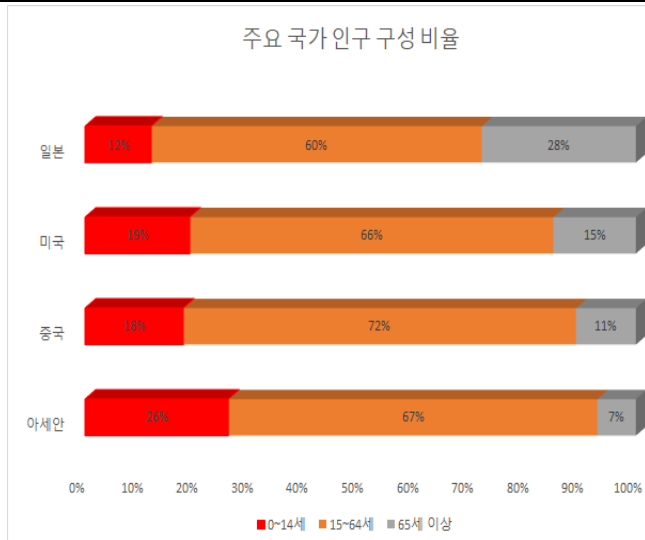
Indonesia, Taiwan, Vietnam, Thailand, the Philippines, Malaysia and Singapore

젊은 세대를 중심으로 한 동남아의 성장

동남아시아 국가들은 인구가 6억 5천만명에 이르는 거대한 시장을 형성하고 있다. 또한 인도네시아, 태국, 필리핀, 말레이시아, 싱가포르, 베트남 등 동사가 목표로 삼고 있는 아세안 국가들의 GDP 총 합은 2016년 2조 8000억달러에서 2019년 3조 1731억달러로 성장하고 있으며 현재 진행형이다. 이들의 싼 인건비와 풍부한 인력 등의 장점을 보고 이미 성장세가 더더진 선진국들에서 이들 국가에 대한 투자가 늘어나고 있다.

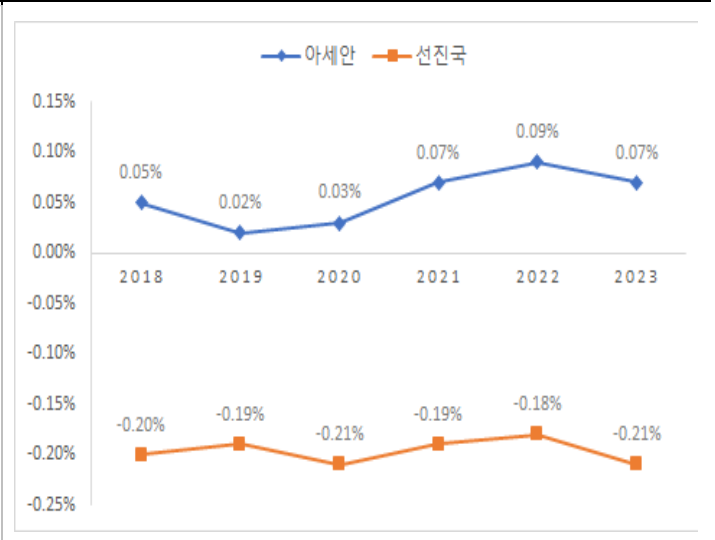
또한 이 국가들은 젊은 세대의 비중이 높아 앞으로 모바일 세대가 더욱 증가될 것으로 보인다. 실제로 주요 선진국들과 비교했을 때 이런 인구적 특성은 눈에 띈다. 구글의 연구자료에 따르면 15년안에 15세가 될 동남아시아인의 인구는 1억 5천만명이며, 이는 매년 천만 명의 인구가 모바일을 사용하는 나이에 진입한다는 것을 의미한다.

그림 2-5. 주요 국가 인구 구성 비율



출처: Google, Temasek, Bain&company, SMIC 3팀

그림 2-5. 아세안 35세 미만 인구 증감률 추이



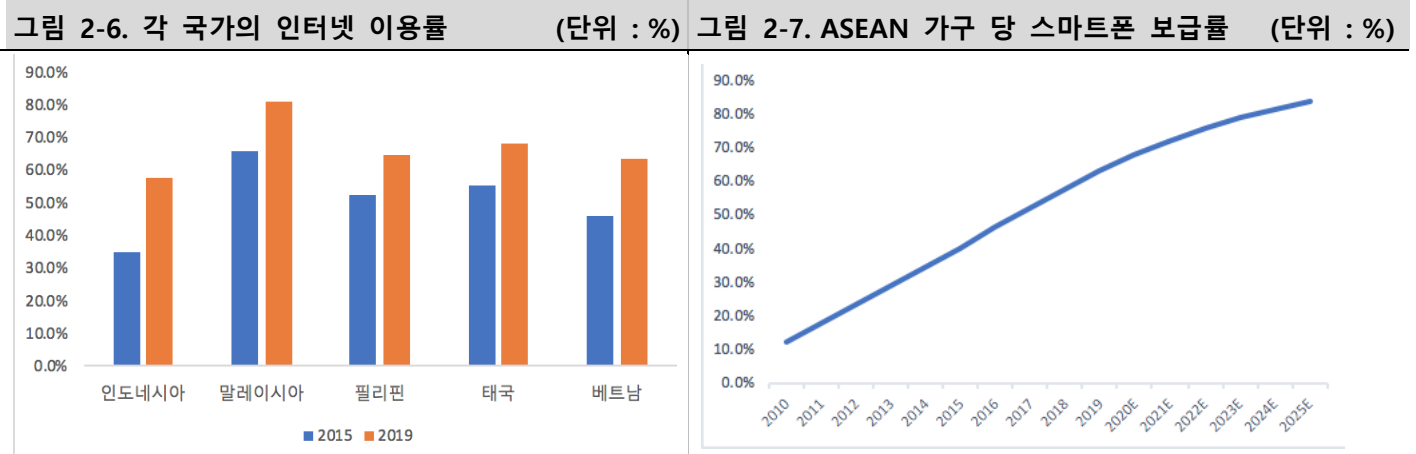
출처: Euromonitor, SMIC 3팀

2.1.1.2 동남아 이커머스 시장의 성장

동남아의 mobile 선호 현상

실제로 이들 아세안 국가 인구의 모바일 사용률은 높아지고 있으며 저가 스마트폰의 보급으로 인해 스마트폰 사용 비율 역시 증가하는 추세이다. 이들 국가의 경제적 성장

시기와 이커머스의 확대 시기가 비슷하고 컴퓨터를 기반으로 한 인터넷 경제가 넓게 자리잡기 전에 모바일이 급속히 침투함으로 인해, 현재 아세안 국가들에서는 컴퓨터 대신 주로 휴대전화만을 통해 인터넷을 이용하는 'mobile only' 현상이 나타나고 있다. 실제로 이들 국가들의 일별 휴대전화 이용시간은 4~5 시간으로 세계 평균인 3 시간을 유의미하게 앞선다.



출처: BAIN & COMPANY, SMIC 3팀

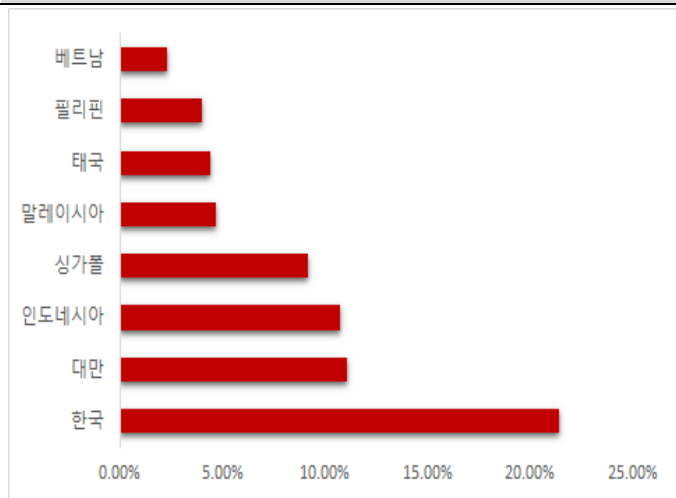
출처: Euromonitor, SMIC 3팀

동남아 성장 가능성 충분하다

그리고 아세안의 대부분의 국가에서 전체 소매 시장 대비 이커머스를 통한 구매 비율은 이미 이커머스 시장이 크게 성장한 선진국들에 비해 높은 수준은 아니기에 **동사의 파이가 커질 가능성은 충분하다고 볼 수 있다.**

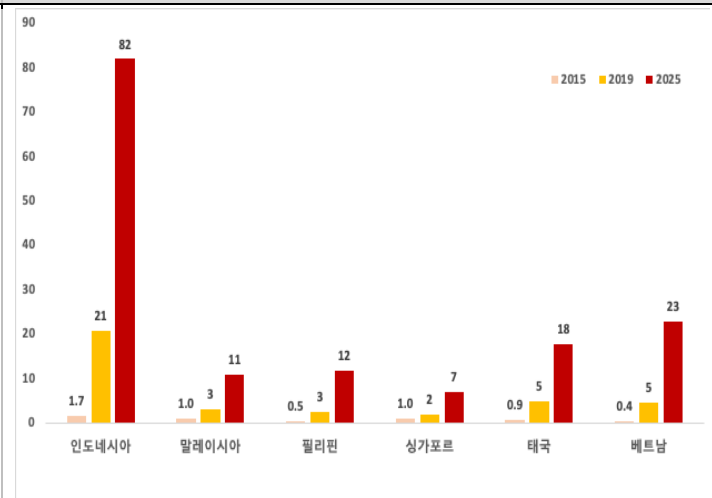
또한 아세안 국가들은 선진국과 달리 문화산업의 발달이 크게 이루어지지 않아서 젊은 세대가 스마트폰을 통해 여가생활을 즐기는 시간이 많다. 실제로 젊은 세대가 주로 스마트폰을 이용하기 때문에 주로 **게임, 전자상거래, 콜 택시** 등의 서비스를 이용하며 모든 분야의 이용률이 증가하는 추세이다.

그림 2-8. 전체 소매 판매 대비 이커머스 침투율 (단위: %)



출처: Euromonitor, Statista, SMIC 3팀

그림 2-9. 동남아 주요국가 전자 상거래 거래 규모 추이 (단위: 십억 달러)



출처: Google, Tamasek, Bain&Company, SMIC 3팀

2.1.2 우리가 1 등이다!

2.1.2.1 Shopee.. 무서운 자식

Shopee의 무서운 성장세

Shopee는 수치적으로만 보아도 확실히 동남아시아 이커머스 시장의 절대강자로 자리잡고 있음을 알 수 있다. 매출이 꾸준하게 큰 폭으로 늘고 있다는 점, 이커머스 시장에 상대적으로 늦게 진출했음에도 선두 기업들을 빠른 속도로 따라잡고 역전까지 하고 있다는 점이 이를 증명한다. 물론 코로나로 인해 이커머스 시장의 성장이 가속화된 부분이 있지만 이는 말그대로 성장이 기존 예상보다 빨라졌을 뿐 앞으로의 성장세가 둔화되었다는 것을 의미하지는 않는다.

그림 2-10. Shopee의 트래픽 기준 점유율 변화

2019년 3월							
순위	인도네시아	말레이시아	필리핀	싱가포르	태국	베트남	대만
1	Tokopedia	Lazada	Lazada	Qoo10	Lazada	Shopee	PCHome
2	Bukalapak	Shopee	Shopee	Lazada	Shopee	Tiki	Ruten
3	Shopee	Lelong	Zalora	Shopee	Chilindo	Lazada	momo
4	Lazada	11 Street	Argomall	StrawberryNE	Notebook Spehe gioi di don		Shopee

2020년 9월							
순위	인도네시아	말레이시아	필리핀	싱가포르	태국	베트남	대만
1	Shopee	Shopee	Shopee	Shopee	Shopee	Shopee	Shopee
2	Tokopedia	Lazada	Lazada	Lazada	Lazada	Tiki	Ruten
3	Bukalapak	Mudah	Amazon	Carousell	Kaidee	Chotot	Momoshop
4	Lazada	Taobao	Carousell	Amazon	Amazon	Lazada	Books

출처: iprice group, SMIC 3팀

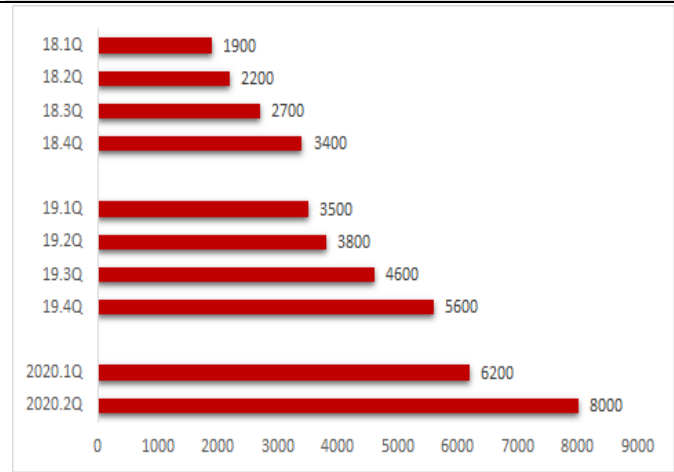
그림 2-11. 이커머스 체류 시간과 GMV의 상관관계



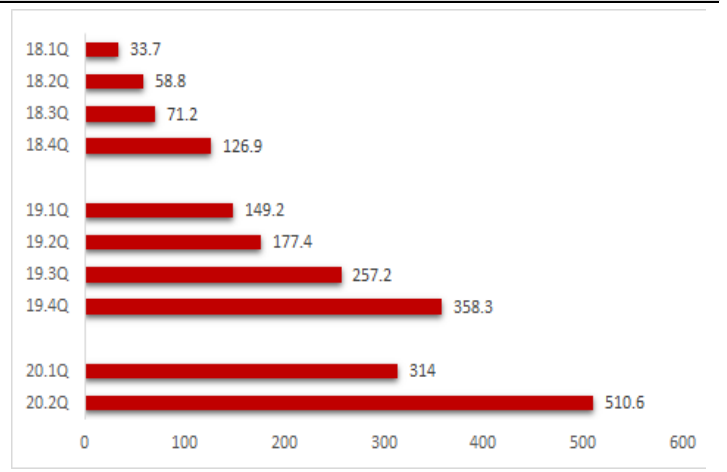
출처: Google, Temasek, Bain&compnay, SMIC 3팀

2019년 3월 기준 베트남을 제외한 동남아시아 주요 6개국에서 이커머스 트래픽 기준 2위~4위를 기록한 반면, 2020년 9월에는 동사가 모든 국가에서 트래픽 기준 1위를 기록했다. 나아가, 동남아시아의 이커머스는 결제액과 앱 사용 시간 간의 높은 상관관계가 관찰된다. 즉, 트래픽의 성장은 매출의 성장과 직결된다. 동사는 사용자의 앱 체류 시간과 밀접도를 높이기 위해 라이브 커머스 등의 커뮤니티 기능을 활성화하고 있다.

그림 2-12. Shopee 결제액(GMV) 추이 (단위: 백만 달러) 그림 2-13. Shopee 매출액 추이 (단위: 백만 달러)



출처: Shopee, SMIC 3팀



출처: Shopee, SMIC 3팀

위의 자료에서 매출액을 GMV로 나누어 보면 (광고료 등의 부수적인 수입이 있다고 가정해도 따로 계정이 존재하지 않는 것을 보아 적을 것) Shopee의 수수료율 역시 18년 초 1%대에서 20년 4~5%대로 증가하고 있다고 볼 수 있을 것이다. SEA의 게임 사업부에서 얻는 현금 흐름이 충분히 큼에도 수수료율을 높이고 있다는 점은 Shopee가 시장 점유율을 충분히 확보했다고 판단한 결과라고 해석해도 무리가 없을 것이다.

그렇다면 동남아시아 주요 국가에서 Shopee의 전자상거래 부문 점유율은 어떻게 변해왔을까? 시장별로 살펴보면 우선 **인도네시아**의 이커머스 시장에는 Shopee보다 앞서 진출한 여러 기업이 있다. 2009년 설립된 인도네시아의 대표 유니콘 기업 토코페디아, 2010년 설립되었고 미래에셋과 네이버에게서 5천만 달러를 투자받은 기업인 부칼라팍, 2012년 시장에 진출하였고 2016년 알리바바에게 인수된 **라자다** 등을 예로 들 수 있다. 반면에 Shopee는 2015년에 시장에 진출하였다.

Shopee 가 인도네시아랑	이커머스 시장에서는 시장 선점이 경쟁력 확보에 가장 중요한 요소 중 하나 이다. Shopee 가 인도네시아 시장에 진출한 해 이커머스 어플 다운로드 점유율은 5%에 불과했다. 그럼에도 불구하고 Shopee 는 2020 년 1 분기 기준 방문객 수, 이커머스 어플 다운로드 점유율 면에서 각각 인도네시아 시장에서 1 위를 차지하였다. 5 년전 5%에 불과했던 다운로드 점유율은 36%로 늘었다는 점에 주목할만하다. 한국의 SK 그룹과 롯데그룹 역시 인도네시아의 손꼽히는 기업들과 합작으로 인도네시아 이커머스 시장에 진출하였지만 철수한 사례가 있다.
태국이랑	태국 시장에서는 Shopee 가 진출한 해에 알리바바라는 거대기업을 등에 업은 라자다가 이미 이커머스 시장의 절반 가량을 점유하고 있었다. 하지만 이런 상황 속에서도 Shopee 는 5 년만에 월 방문자 수의 측면에서 라자다를 2%정도의 차이로 거의 따라잡았으며 다운로드 점유율 면에서는 1%를 앞서나갔다.
베트남이랑	베트남 시장 역시 2004 년 설립된 더기오디동(The Gioi Di Dong) 과 라자다가 시장을 선점하고 있었지만 Shopee 가 진출한 지 5 년만에 다운로드 수 기준 1 위를 탈환 하였다. 더기오디동은 베트남의 소매 프랜차이즈 기업인 Mobile World 그룹 소속이며 1000 개의 오프라인 매장이 존재한다는 점, 전자제품 판매 면에서 인지도가 있다는 강점이 있지만 전체적인 점유율에서는 Shopee 가 앞서는 점에서 라자다와 같은 부류의 경쟁자로 보기는 어렵다.
싱가폴	다음은 싱가폴 시장이다. 싱가포르 역시 인도네시아와 마찬가지로 Shopee 가 진출한 해에 Gmarket 의 창립자인 구영배 대표와 이베이가 공동 창립한 이커머스 기업 Qoo10 , 아마존, 라자다, 타오바오와 같은 거대 기업들이 시장을 선점하고 있었다. 하지만 Shopee 는 이런 경쟁적인 시장에서도 5 년만에 다운로드 수 점유율 기준으로 1 위를 차지하였으며 2 위 기업인 라자다를 15%라는 큰 격차로 따돌렸다.
다 먹어 돼지야 아주	이외에도 필리핀 시장과 말레이시아 시장에서 역시 큰 격차로 라자다를 추월하였고(각각 55%:28% , 37%:22%) 대만 시장에서도 시장 점유율의 절반가량을 차지하고 있다.

2.1.2.2 Shopee의 비법은?

Shopee는 동남아 시장에서의 점유율과 매출을 짧은 기간에 폭발적으로 증가시켰다. 본 보고서는 이 성공이 다음의 두 가지 이유에 있다고 주장한다:

1. 동남아시아의 지역적 특성을 고려한 로컬라이제이션 전략

2. 게임 사업부의 성과에 따른 넉넉한 현금 흐름

- Localization

현지출신 경영진

이커머스와 같은 유통 플랫폼 사업자의 핵심 경쟁력은 소비자의 특성을 인식하고, 그에 따른 필요를 만족시켜줄 수 있는 능력이다. Shopee는 동남아 시장의 특성을 잘 이해하고 있는 Chris Feng(싱가폴)을 비롯한 현지 출신 경영진을 두어 커머스 플랫폼을 발전시켜나갔고, 이는 곧 플랫폼의 성장으로 이어졌다.

동남아의 약한 금융 인프라를 파고들다

우선 Shopee는 동남아시아의 금융 인프라가 충분히 발전하지 못했다는 점을 파고 들었다. 투자포인트 3에서 조금 더 자세히 후술하겠지만, 동남아의 많은 국가들은 선진국에 비해 금융 시스템에 대한 사회적 신뢰가 낮은 편이다. 따라서 은행 계좌 개설률, 신용카드 발급률 등이 낮고 거래에 있어 주로 현금을 이용하는 경향이 있다. 금융시스템이 잘 구축되어 있지 않기 때문에 계좌나 신용카드를 통한 결제만을 제공한다면 많은 사람들이 온라인 쇼핑을 이용할 수 없는 것이다.

동사는 고객층의 범주를 넓히기 위해, 현금을 주로 사용하는 고객도 사용할 수 있는 결제 시스템을 구축하였다.

첫번째는 COD(Cash on Delivery) 시스템의 구축이다. 해당 시스템은 고객이 물건의 도착과 동시에 현금으로 물품의 대금을 지급하는 방식이다. 동남아시아 국가들의 현금 사용비율이 높음을 고려할 때, 이 시스템은 더 많은 사람들이 Shopee를 사용할 수 있게끔 해주었다.

두번째는 Airpay, Shopee pay 등 전자 지갑의 도입이다. 동사는 이용자가 미리 어플 내에 구비된 전자 지갑에 현금을 충전해 두고, 그것을 이용하여 은행 계좌나 신용카드 없이 물품을 구매할 수 있도록 사용자의 편의를 도모하였다. 또한 현금 사용자들이 오프라인 지점을 통해 현금을 전자화폐로 전환할 수 있도록 MitraShopee, Air Pay Counter 등의 지점을 인도네시아, 태국, 베트남에 설치하였다.

동사의 현지화 전략은 마케팅과 MD 전략에서도 돋보인다.

동사가 이커머스 사업에 진출할 당시만 해도 이커머스에 대한 신뢰는 낮은 편이었다. 따라서 고객들은 고가의 제품을 이커머스를 통해 구입하지 않는 경향을 보였다. Shopee 는 이 현상을 2 가지 관점에서 접근하였다. 첫번째는 저가 상품 위주로 MD 를 수행하여 이커머스 이용의 확산을 노린 것이고, 두번째는 판매자 신뢰를 제고할 수 있는 방안을 도입한 것이다.

저가 상품 위주의 MD

Shopee 는 우선적으로 저가의 패션, 화장품 제품 위주의 MD 를 펼쳤다. 이는 동남아시아의 젊은 고객들의 관심사와 맞물려 빠른 GMV 증가로 이어졌다. 실제로 동사의 이커머스 매출 중 가장 많은 비중을 차지하는 것은 패션관련 매출이지만, 동사의 경쟁자인 라자다의 경우 휴대폰 및 전자기기 관련 매출이 제일 큰 것에서 드러난다. 일반적으로 패션관련 매출의 수수료율이 전자기기보다 높은 것을 고려할 때, 동사 매출의 질 역시 경쟁자보다 좋은 것으로 볼 수 있다. 특히 Shopee 는 한국 제품에 대한 수요가 증가하고 있는 추세를 파악하여 한국 셀러를 유치하는 전략을 펼치기도 하였다. 실제로 Shopee 는 100 여개의 정품 한국 화장품 브랜드와 계약함으로써 동남아 여성들의 니즈를 만족시켜줄 수 있었다. 또한 Shopee 는 Shopee 코리아라는 한국 법인을 세워 공격적인 셀러 유치에 공을 들였다.

판매자 신뢰도 평가 시스템

판매자 신뢰 제고에 대한 노력도 잊지 않았다. Shopee 는 C2C 형태의 판매자-소비자 네트워크 형성을 목표로 하여 다양한 정책을 펼쳤다. 우선 판매자별 평점을 매기는 시스템을 도입하여 판매자 신뢰도를 고객에게 노출하도록 하였다. 이는 고객들이 좋은 판매자를 파악할 수 있게끔 도와줌과 동시에, 판매자가 신뢰도 점수를 위하여 더 나은 서비스를 제공할 수 있는 유인을 제공하는 역할을 하였다.

라이브 커머스- 판매자 신뢰와 SNS 형 커머스를 동시에 잡다

라이브 커머스 역시 판매자 신뢰 제고의 수단이 되었다. 판매자와 실시간으로 대화하고 흥정하는 방식을 통해 소비자들은 판매자에 대한 신뢰를 얻을 수 있었다. 또한 인플루언서를 섭외하여 고객들은 마치 SNS 를 활용하는 것 같이 동사의 서비스를 이용하게 되었다. 실제로 Shopee 의 UI 는 SNS 와 아주 유사한 방식을 채택하고 있다. 라이브 방송, 피드 등의 기능은 고객들의 플랫폼 체류시간을 늘려주면서 플랫폼 지배력을 강화시키는 역할을 하였다.

Shopee 의 지역 특화 전략 - 최적화된 인터페이스

또한 Shopee 는 동남아시아의 평균적인 네트워크와 모바일 기기의 성능 수준이 아직 높지 못하다는 점을 고려하여 이에 **최적화**될 수 있는 심플하고 높은 사양을 요구하지 않는 **인터페이스**를 구사하였고 이로 인해 동남아인들의 선호를 받고 있다.

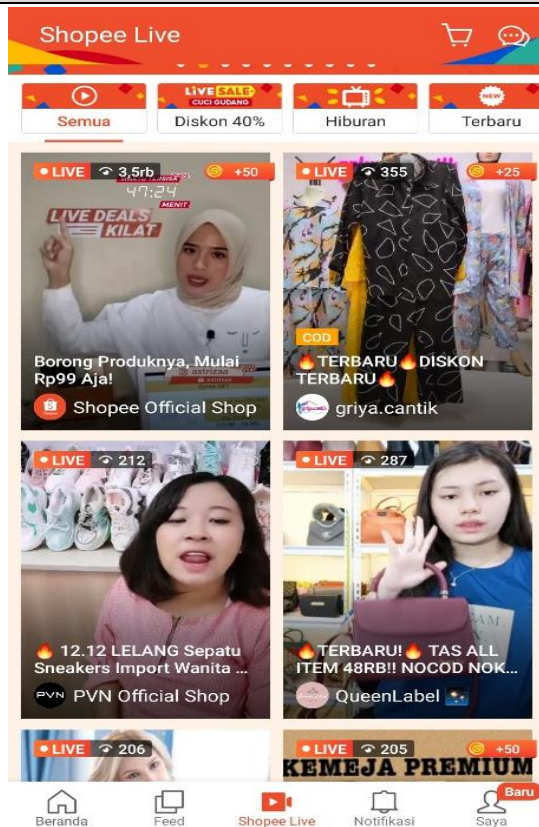
- Cash Flow

Shopee의 든든한 지원병 - Garena

이커머스 사업은 초기 사업 구축에 상당한 투자와 비용이 소요된다는 특징이 있다. 동사 역시 서비스를 위한 인프라, 마케팅에 대한 공격적인 투자를 이어나가고 있다. 이는 GMV의 성장에도 불구하고, 영업활동 현금흐름이 계속 음수를 유지하고 있다는 사실에서 드러난다.

동사의 경쟁사들의 경우 이러한 음의 영업활동 현금흐름을 계속 이어갈 수 없다. 일정 수준의 투자를 계속 받아야 사업을 유지할 수 있는 형태인 것이다. 하지만 투자자의 관점에서 계속 증자를 통해 주주이익이 희석되는 것은 선호되는 결과가 아니다. 또한 계속해서 투자를 유지할 수 없을 수도 있다는 가능성에 대한 불안도 존재한다. Shopee는 대주주 텐센트와의 탄탄한 협력관계를 기반으로 한 게임 사업부로부터 나오는 풍부한 현금 흐름을 기반으로 이커머스에 분야에 대해서 공격적으로 투자할 수 있다는 점에서 타 경쟁사들보다 우위에 있다. 이는 이커머스 경쟁구도에서 동사가 유리한 고지를 점하는데 핵심적인 역할이 될 것이다.

그림 2-14. Shopee의 라이브커머스



출처: shopee, SMIC 3팀



출처: shopee, SMIC 3팀

그림 2-15. 게임과 이커머스 사업에서의 영업활동현금흐름

(단위: 백만 달러)



출처: SEA, SMIC 3팀

2.2 매출 추정

전자 상거래(이커머스) 분야의 매출 추정은 다음과 같은 논의를 바탕으로 한다.

1. 코로나로 인해 2019년 -> 2020년의 전자 상거래 거래 규모 성장은 급격히 가속화 되었고 이는 일시적인 확대가 아니며 이후의 성장에도 어느 정도의 추진력을 더할 것이다. 2020년의 GMV는 시장조사기관들의 예측치를 이용하였고, 기존 시장이 예상하던 전자 상거래 시장 성장률 CAGR 수치는 할증될 것이다.
2. 이에 따라 동남아 E-commerce 시장에서 코로나 이전에 시장이 예상했던 미래 성장률 역시 커지는 방향으로 조정해야 할 것이다.
3. 동남아 국가들의 소매 판매액 기준 이커머스 거래 침투율이 아직 높지 않은 수준이라는 점, 동남아 국가들의 스마트폰을 주로 사용하는 젊은 세대의 인구가 늘어난다는 점, 동남아 국가들의 스마트폰 보급률이 점차 증가할 것이라는 점, 동남아 국가들의 GDP 규모가 증가할 것이라는 점을 고려하여 논의를 진행한다.

2019년과 2025년의 국가별 이커머스 시장 규모(GMV)는 다음과 같다. (단위: 달러)

인도네시아	21B / 82B
말레이시아	3B / 11B
필리핀	3B / 12B
싱가폴	2B / 7B
태국	5B / 18B
베트남	5B / 23B
대만	14.4B

대만을 제외한 6개 국가의 경우 Google, Tamasek, Bain&Company 가 코로나 이전 예측한 규모이다.

대만의 경우 Market Intelligence and Consulting Institute에서 조사한 자료에 따라 계산한 수치이다. 계산 과정은 다음과 같다.

2019년 대만의 이커머스 구매자 비율은 인구의 65.2%이며 2019년 대만의 인구가 23,773,876명인 것을 고려하여 이커머스 구매자 수는 15,500,567명임을 계산하였고 2018년 대만 이커머스 이용자들의 1인당 평균 구매액이 866\$인 것을 고려하여 2019년 대만 이커머스 이용자들의 1인당 평균 구매액은 866\$에 대만의 이전 5년간 이커머스 시장 성장률의 CAGR인 7%를 곱해준 926.62\$가 된다. 따라서 $926.62 \times 15,500,567 = 14.4B$ 이다.

이를 바탕으로 국가별 전자 상거래 시장 성장률 CAGR을 구해보면 다음과 같다. (대만의 경우 과거 5개년도 평균치)

인도네시아	26%
말레이시아	24.00%
필리핀	26.00%
싱가폴	23.00%
태국	24%
베트남	29.00%
대만	7%

코로나로 인한 영향으로 할증한 CAGR은 다음과 같다.

인도네시아	28%
말레이시아	26%
필리핀	28%
싱가폴	26%
태국	26%
베트남	31%
대만	9%

2020년의 이커머스 시장 GMV는 시장 조사결과가 가장 정확하다고 판단하여 조사된 수치를 따랐으며 그 이후로는 위에 나타나는 가정들을 고려하여 각국에서의 Shopee의 점유율, 이커머스 시장 GMV 성장률을 할증하여 계산하였다.

다음은 국가별 Shopee의 이커머스 시장 GMV 점유율이며 2021년과 2022년은 앞서 언급한 Shopee의 경쟁력을 통한 성장성을 반영하여 점유율이 확대된다고 가정하였다.

	2020년	2021년	2022년
인도네시아	36%	40%	44%
말레이시아	37%	40%	43%
필리핀	55%	55%	55%
싱가폴	28%	30%	32%
태국	35%	38%	41%
베트남	30%	33%	36%
대만	49%	51%	53%

따라서 Shopee를 통한 GMV는 국가별 GMV에 동사의 국가별 시장 점유율을 곱한 값과 근사할 것이라고 판단하여 다음과 같은 결과를 도출하였다. (단위: 억 달러)

	2019년	2020년	2021년	2022년
인도네시아	210	300	384	491.52
말레이시아	30	73	91.98	115.8948
필리핀	30	60.5	77.44	99.1232
싱가폴	20	48	60.48	76.2048
태국	50	67.5	85.05	107.163
베트남	50	80	104.8	137.288
대만	144	167.8	182.902	199.3632
합계	534	796.8	986.652	1226.557

쇼피 GMV	2020년	2021년	2022년
인도네시아	108	153.6	216.2688
말레이시아	27.01	36.792	49.83476
필리핀	33.275	42.592	54.51776
싱가폴	13.44	18.144	24.38554
태국	23.625	32.319	43.93683
베트남	24	34.584	49.42368
대만	82.222	93.28002	105.6625
합계	311.572	411.311	544.0299

여기에 동사의 수수료를 곱해주면 동사의 매출액이 나온다. (단위: 억 달러)

쇼피 매출	2020년	2021년	2022년
인도네시아	6.48	9.216	12.976128
말레이시아	1.6206	2.20752	2.9900858
필리핀	1.9965	2.55552	3.2710656
싱가폴	0.8064	1.08864	1.4631322
태국	1.4175	1.93914	2.6362098
베트남	1.44	2.07504	2.9654208
대만	4.93332	5.5968012	6.3397491
합계	18.69432	24.6786612	32.641791

3. 투자포인트 2: Garena 로 추가 더 Garena?

3.1 Tencent를 등에 업은 동남아시아 게임 유통사

3.1.1 게임 퍼블리싱

1) 게임 퍼블리싱(라이선싱)이란?

**게임 퍼블리셔
: 게임 판권 획득,
판매의 독점권!**

게임 퍼블리셔(publisher)는 게임 개발사를 대신하여 사업, 마케팅, 운영 등을 대행해주고 게임 매출의 일부를 수취하는 주체이다. 퍼블리셔가 개발사의 게임을 서비스할 수 있는 독점 권한을 판권이라고 하며, 판권은 국가별로 계약을 맺는다. 예컨대 텐센트가 개발한 게임 A를 인도네시아에서 서비스할 수 있는 판권을 Garena가 사는 경우, 퍼블리셔인 Garena는 게임 A 서비스에 대한 권한을 인도네시아 내에서는 계약 기간 동안 독점적으로 향유하게 된다.

2) 게임 퍼블리셔의 비즈니스 모델

게임 퍼블리셔 매출 발생 구조는 크게 인앱결제(IAP), 광고수익, 스폰서십, 머천다이징으로 구분할 수 있다. 퍼블리셔의 입지에 따른 계약 조건에 따라 개발사와 매출을 나누는 비중이 달라질 수 있다. 특히 인앱결제(IAP)는 프리투플레이(Free-to-play, Freemium) 모델을 차용하는 게임에 있어 주요한 매출 발생처이므로, 퍼블리셔가 가져가는 비중(Take rate)이 중요한 계약 조건이 된다. Garena는 개발사에 따라 Take rate이 적게는 65%, 많게는 80%로 비교적 협상력이 높은 퍼블리셔라고 할 수 있다.

그림 3-1. 게임 개발사와 게임 퍼블리셔 매출 발생 구조

게임 개발사	게임 퍼블리셔
인앱결제	인앱결제
판권수익	광고수익
	스폰서십
	머천다이징

출처: Newzoo, SMIC 3팀

3) 게임 퍼블리셔의 중요 역량: 현지화(Localization)

**게임퍼블리셔
→ 현지화 역량이
가장 중요함!**

게임 개발사가 퍼블리싱 업무로 사업을 확장하는 경우도 있고, 동사처럼 게임 퍼블리싱으로 시작했으나 게임을 개발하기도 하는 등 게임 산업에서 퍼블리셔와 개발사 간의 명확한 구분은 없다. 다만 개발사와 퍼블리셔가 다른 기업인 경우는, 개발사가 영세하여 사업 운용 및 마케팅 역량이 부족하거나 영세하지 않음에도 진출하고자 하는 시장에 대한

정보가 부족한 경우라고 할 수 있다. 특히 대형 게임 개발사가 해외 시장에 진출하려는 경우 해당 시장을 잘 이해하고 있는 퍼블리셔에게 이를 전문적으로 맡기는 것이 비용 측면에서 훨씬 효율적이다. 따라서 퍼블리셔의 중요 역량은 현지화 전략에 달려 있다고 할 수 있다. 현지화 전략의 성패는 퍼블리셔가 타겟하고 있는 시장 문화에 대한 이해도에 달려 있으며, 부수적 역량으로는 데이터와 사업화 역량이 필요하다.

3.1.2 Garena, 동남아시아 게임시장 퍼블리셔 선두주자

1) Garena가 퍼블리싱하는 게임

그림 3-2. Garena가 퍼블리싱하는 게임

No.	게임명	장르	개발사	출시연도
1	League of Legends	MOBA	*Riot Games	2010
2	Speed Drifters	Racing	*TIMi Studios	2010
3	Arena of Valor	Battle Royale	Garena	2016
			*TIMi Studios	
			*Tencent Games	
4	Garena Free Fire	Battle Royale	Proxima Beta Pte. Ltd.	2017
			111dots Studio (Vietnam)	
5	Call of Duty: Mobile	Battle Royale	Omens Studios	2019
			*Tencent Games	
6	Heroes of Newerth	MOBA	*TIMi Studios	2010
			Frostburn Studios	
7	Firefall	Team Shooter/ FPS	Red 5	2014
8	Blade & Soul	MMORPG	Team Bloodlust	2017
9	FIFA Online 4	Sports/Soccer	Electronic Arts	2018
10	Ring of Elysium	Battle Royale	*Tencent Games	2018
			Aurora Studio	
11	Contra: Return	Run and gun	*Tencent Games	2018
			Konami	

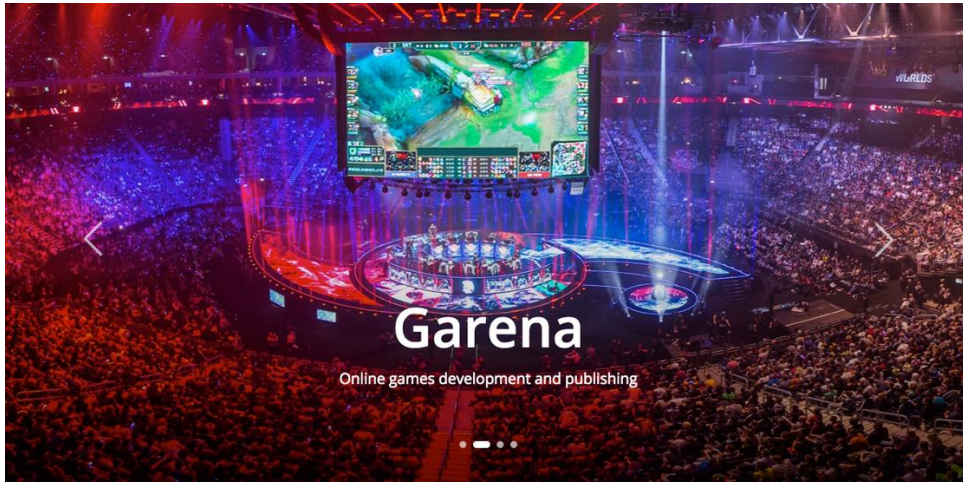
출처: Garena, Wikipedia, SMIC 3팀

2) 게임 퍼블리셔로서 Garena의 역량

동남아시아
게임 네트워크
플랫폼 구축
→ 퍼블리셔로서
역량 강화됨

Garena는 동남아시아의 게임 네트워크 플랫폼을 구축했다는 점이 퍼블리셔로서의 역량을 부각한다. Garena는 2010년 Riot Games의 League of Legends의 라이선스를 따면서 2009년 설립 이후 비교적 사업 초기부터 동남아시아 시장에 이름을 알리기 시작했다. Riot Games와의 계약을 필두로 Tencent와 장기 라이선스 계약을 맺으며 퍼블리셔로서 입지를 다진다. Garena는 멀티 플레이어 게임을 다수 유통함으로써 게임 네트워크 플랫폼을 구축하였으며, 이는 플랫폼 사업의 특성상 신규 유저를 유치하는 것을 용이하게 만들었다. 거대 플랫폼을 구축한 Garena는 판권을 탄 게임을 대상으로 큰 규모의 Esports Tournament를 개최한다. 일례로 2018년 태국에서 개최한 Garena World 2018은 240,000명의 관객과 1,100백만뷰를 기록하는 등 게임 플랫폼 사업자로서 위상을 드러내었다.

그림 3-3. Garena World 2018



출처: 동사 홈페이지

3.1.3 Tencent, 필연적으로 Garena 택할 수밖에 없다!

1) 중국의 게임 규제 환경

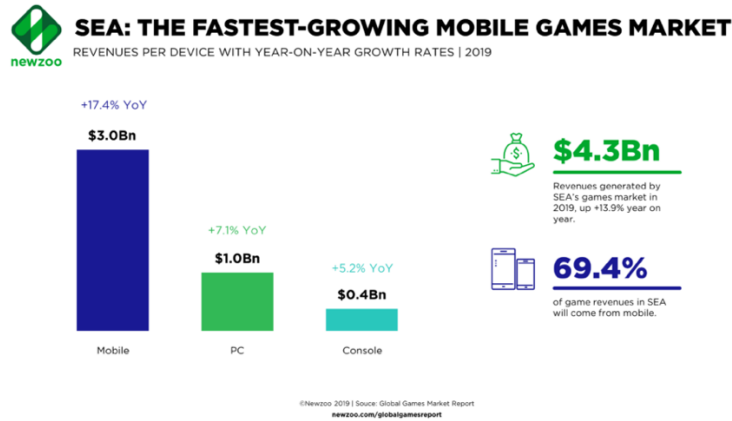
**중국, 게임 라이선스
발행 규제
→ 텐센트 등 개발사
매출 성장 제약**

중국 규제 당국은 2018년 3월부터 9개월 간 새로운 게임 라이선스를 발행하는 것을 중단하는 규제를 가하였다. 집권 공산당의 선전과 관련된 관료조직 개편의 일환으로 신규 상업 허가가 중단되었던 것이 규제의 배경이었다. 규제는 Tencent를 비롯한 중국 국내 게임 개발사들에게 상당한 성장 제약 요건이 되었다. 9개월 간의 라이선스 발행 중단 기간 동안 Tencent는 8개의 게임에 대해서만 승인을 받았으며, 나머지 게임에 대해서는 모두 승인이 보류된 상태였다. 중단 기간이 끝난 이후에도 승인 절차가 복잡해짐에 따라 백로그가 생겼고, Tencent 게임 출시를 지연시켜 중국 본토에서의 매출 발생에 장애를 유발했다.

**동남아 꼭잡은 동사
= 규제 받는 텐센트에게
필연적 선택**

이러한 상황에서 Tencent에게 해외 시장 공략은 생존과 성장을 위한 필연적인 선택이 되었다. 특히 최근 모바일을 중심으로 빠르게 성장하고 있는 동남아시아 시장은 Tencent에게 매력적인 시장이었다. Tencent는 Garena와의 파트너십을 레버리지 함으로써 본토에서의 라이선스 승인을 기다리는 동안 동남아시아에서 게임을 선출시하여 매출을 발생시킬 수 있었다.

그림 3-4. 동남아시아 모바일게임 시장의 성장



출처: Newzoo

2) Tencent와 Garena의 장기적 계약 관계

Garena가 동남아시아 게임 퍼블리싱 시장에서 입지를 다지게 된 계기는 Riot Games의 PC 게임 League of Legends의 동남아시아 판권 획득이었다. 이를 바탕으로 Garena는 다른 군소 게임 개발사와의 파트너십을 쉽게 맺을 수 있었고, 결과적으로 퍼블리싱 업계 리더로 등극하게 되었다. 특히 Garena의 퍼블리싱 포트폴리오는 Tencent나 그의 자회사가 만든 게임이 많다는 것을 확인할 수 있다.

텐센트 게임의
우선매수권 획득
→ 장기적, 안정적
계약관계!

동사는 2018년 Tencent와 장기적인 파트너십을 체결하면서 Tencent가 개발한 게임의 동남아시아 우선매수권(Right of first refusal)을 획득하였다. 우선매수권을 통해 Garena는 동남아시아와 대만에 Tencent가 개발한 게임을 독점적으로 유통할 수 있다.

3) Garena의 역량

동사 게임사업부 역량

- 1) 현지화 능수능란
- 2) 데이터 통합능력

글로벌 1위 게임 개발 및 유통사 Tencent와 맺은 장기적인 계약은 동사가 누리는 일방적인 수혜로 보이지만, 실상 양사의 계약은 상당히 높은 수준의 호혜성을 기반으로 한다.

첫째, 핀포인트 현지화

분리된 지형과 복잡한 역사적 배경을 바탕으로, 동남아시아 지역 국가들은 인접국가라도 문화, 라이프스타일, 쇼핑습관 등이 매우 상이하며 이는 비단 국가간 뿐 아니라 도시간에도 큰 차이가 날 정도이다. 시장 간 차이에 대한 피상적인 이해는 동남아시아 시장에서 게임 사업으로 수익을 내는데 전혀 도움이 되지 않는다. 따라서 잘 보이지 않는 차이에 대해서도 high-resolution 전략을 구사하는 것이 마케팅 전략의 효율을 높이고 잠재 수요를 파악하는 데 도움이 된다.

둘째, 데이터 통합 역량

동사가 동남아시아 시장에 대해 가지고 있는 데이터 자체가 매우 큰 자산이다. 동사는 **Garena+와 Shopee를 바탕으로 한 막대한 양의 데이터가 축적**하였으며, 특히 쇼핑 플랫폼 Shopee에서 소비자의 니즈를 발굴하는 패턴은 게임 사업부문에 그대로 적용될 수 있어 **게임 소비자의 행동을 정확히 예측**할 수 있도록 한다. 이처럼 동사가 가지고 있는 유저 프로필에 대한 데이터 축적은 새로운 아이템 기획 및 개발에도 도움을 준다.

Garena의 핵심역량은 현지화 전략이다. Garena는 현지화에 전략을 집중적으로 개발하기 위해 동남아시아 7개 지역(싱가포르, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 대만, 태국, 베트남)에 5,000명의 스태프를 골고루 고용하는 등 적극적인 인적 투자를 해 왔다.

3.2 2019년 글로벌 모바일 게임앱 다운로드 수 1위 Freefire의 게임 개발사

3.2.1 Freefire

1) Freefire란?

Freefire 대성공
→ 퍼블리싱 넘어서
개발사로서 역량 Up

Freefire는 Garena에서 개발 및 유통하고 있는 배틀로얄 형식의 서바이벌 3인칭 슈팅 게임이다. 2018년 11월 베타 버전의 게임이 안드로이드용으로 먼저 출시되었으며 동년 12월 안드로이드와 iOS에서 공식 출시되었다. **2019년 다운로드 건수 기준 모바일 게임 1위를 기록**하였고, 2020년 2월 구글 플레이스토어 기준 50억 건의 다운로드 수를 기록하면서 모바일에서 가장 대중적인 배틀로얄 게임으로 등극하였다. 2020년 11월 기준으로 Freefire의 총 활성화 유저 수는 5억 7,200만 명으로, 이는 Fortnite과 PUBG 모바일 유저 수를 합한 것보다 큰 수치이다. Freefire는 2009년 게임 사업을 시작한 Garena가 10여 년 간 게임 업계에서 축적한 데이터와 마케팅 전략을 바탕으로 최초 개발한 게임이라는 점으로 주목받았으며, 다른 배틀로얄 게임과 다르게 오직 모바일용으로 개발되었다.

그림 3-5. Garena Freefire



출처: 동사 홈페이지

그림 3-6. Garena Freefire 한국 플레이화면



출처: Freefire, SMIC 3팀

Freefire는 동사 2019년 2분기 보고서 기준으로 게임사업부문(DE)에서 60.05%의 매출을 발생시켰다. 이후 보고서에는 Freefire의 매출을 별도로 언급하지 않았으나, 2020년 9월 동사가 'Fantasy Farm'이라는 신작을 개발하기 전까지 Freefire가 유일한 자체개발(self-developed) 게임이었다는 점을 미루어보아 2020년 2분기까지 Freefire의 매출을 추정해 볼 수 있었다. 매출 추정 논리는 추후 기술할 것이다.

Freefire,
Profit 기여도 높은
효자게임

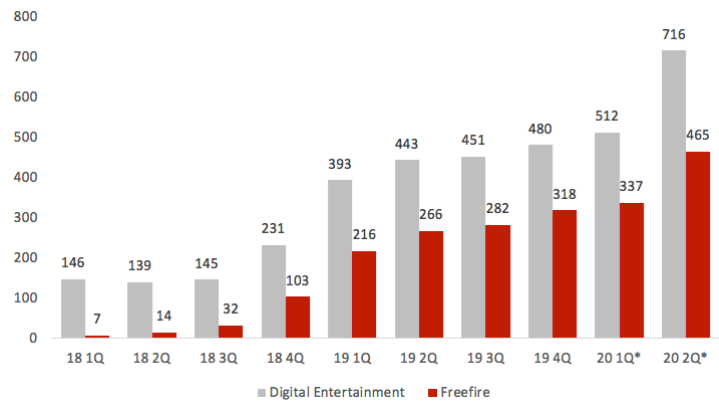
게임사업부문(DE)에서 Freefire 매출비중과 게임사업부문(DE)의 매출총이익률의 상관관계를 구해보면 0.912로, 유의미한 양의 상관관계가 관찰되었다. 이는 매출총이익에 Freefire가 기여하는 정도가 다른 부문인 Publishing보다 높다는 점을 짐작케 한다.

그림 3-7. Freefire 매출과 DE GPM 상관관계

	Freefire Rev. (%)	DE GPM (%)
1Q18	4.79	56.16
2Q18	10.07	55.40
3Q18	22.07	55.86
4Q18	44.59	66.23
1Q19	54.96	78.37
2Q19	60.05	78.56
3Q19	62.53	74.06
4Q19	66.21	71.04
1Q20	65.75	72.07
2Q20	64.93	79.15
Correlation		0.912

그림 3-8. DE와 Freefire 매출

(단위: \$, million)



출처: 동사 분기보고서, SMIC 3팀

출처: 동사 분기보고서, SMIC 3팀

Freefire
= 동사의 현지화
역량의 증거

- 1) 모바일 최적화
- 2) 저가 사양
스마트폰 최적화
- 3) 적은 저장공간

Freefire가 모바일용으로만 개발되었다는 점은 Battleground와 같은 타 배틀로얄 게임을 접해본 유저에게 의아하게 느껴질 수 있지만, 이는 Freefire가 타겟팅하고 있는 동남아시아 게임 시장의 특수성을 반영한 결과이다. 동남아시아 게임 유저들은 대부분 콘솔이나 PC가 없기 때문에 게임을 모바일로 즐긴다. Garena는 과감히 PC 게임 개발을 포기함으로써 모바일에 최적화된 시스템과 UI를 구축하는데 집중할 수 있었을 것이다. 또한 동남아시아에서 일반적으로 쓰이는 스마트폰은 사양이 높지 않은 저가 스마트폰이 대부분인데 Freefire는 이에 맞추어 1GB 이상의 RAM을 장착한 모든 모바일 기기에서 구동될 수 있다. 반면 PUBG 모바일 게임은 2GB를, Fortnite는 3GB를 요구한다. 또한 앱 자체도 1GB 정도의 저장공간을 요하는 것이 특징인데 이는 PUBG(1.5GB), Fortnite(2GB)와 비교해보았을 때 Freefire가 가벼운 게임이라는 것을 반증한다.

Garena는 유저 개개인이 게임 플레이에 있어서 특별함을 느끼는 것이 게임의 로열 유저를 늘리는 방향이라고 판단하여, 로컬 콘텐츠와 이벤트 기획에 총력을 기울인다. 예컨대 태국에서 유저들이 Songkran 기간에 게임에 접속하는 경우 Songkran 테마의 이벤트와 루트를 즐길 수 있고, 브라질에서는 카니발 콘텐츠를 누릴 수 있다. 이러한 지역 친화적인 게임 이벤트는 유저들의 데일리 접속률을 높인다. Garena의 지역별로 파견한 스태프들은 출신 지역의 게임 트렌드와 유저들의 일반적인 성향을 이해하고, 이를 바탕으로 수익률을 높일 수 있는 콘텐츠를 기획하고 마케팅 전략을 세울 수 있다.

그림 3-9. Freefire 태국 Songkran 이벤트



출처: 동사 홈페이지

그림 3-10. Freefire 브라질 Carnival 이벤트

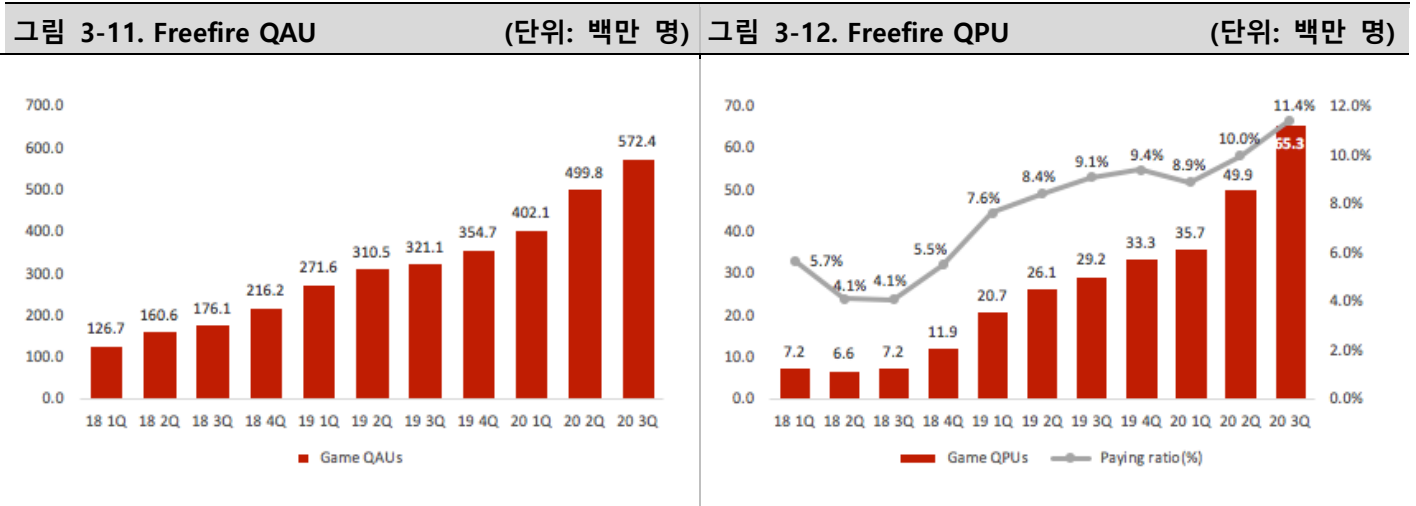


출처: 동사 홈페이지

2) Freefire의 각종 성과

총 23억명 정도의 게임 유저를 유치하고 있는 모바일 게임 시장에서 Freefire는 현재 4.5억 이상의 유저가 등록되어 있는 대중적인 게임이다. 배틀그라운드(PUBG)는 특히 모바일 시장에서 Freefire의 가장 강력한 경쟁자라고 할 수 있는데 배틀그라운드의 유저 수는 2억 명 정도이다.

Freefire의 QAU(분기별 활성화 유저 수)는 꾸준히 증가하여 2020년 2분기 약 5억 명을 기록하였다. 인앱결제를 진행한 유저 수를 나타내는 QPU(분기별 유료 유저 수) 또한 꾸준히 증가하였으며, 유료 유저 비율 또한 성장세를 보인다. 2Q20 기준 활성 유저 중 10.0%가 인앱결제를 진행하였다.



출처: 동사 분기보고서, SMIC 3팀

출처: 동사 분기보고서, SMIC 3팀

3.3 게임 사업부문 (Digital Entertainment) 매출추정

3.3.1 게임 사업부문 구분

그림 3-13. DE 부문 구분	그림 3-14. DE 부문 매출추정 (단위: \$, million)																																		
<table border="1" style="width:100%; border-collapse: collapse;"> <tr><th colspan="2" style="background-color: #f2f2f2;">Digital Entertainment</th></tr> <tr><td colspan="2">1) Development</td></tr> <tr><td colspan="2">a) In-App Purchase</td></tr> <tr><td colspan="2">b) Media rights</td></tr> <tr><td colspan="2">2) Publishing</td></tr> </table>	Digital Entertainment		1) Development		a) In-App Purchase		b) Media rights		2) Publishing		<table border="1" style="width:100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th>(\$, million)</th> <th>2018A</th> <th>2019A</th> <th style="background-color: yellow;">2020E</th> <th>2021E</th> <th>2022E</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Digital Entertainment</td> <td>661</td> <td>2452</td> <td style="background-color: yellow;">3103</td> <td>5090</td> <td>6615</td> </tr> <tr> <td>1) Development</td> <td>156</td> <td>1767</td> <td style="background-color: yellow;">2105</td> <td>3735</td> <td>4776</td> </tr> <tr> <td>2) Publishing</td> <td>505</td> <td>685</td> <td style="background-color: yellow;">998</td> <td>1355</td> <td>1838</td> </tr> </tbody> </table>	(\$, million)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	Digital Entertainment	661	2452	3103	5090	6615	1) Development	156	1767	2105	3735	4776	2) Publishing	505	685	998	1355	1838
Digital Entertainment																																			
1) Development																																			
a) In-App Purchase																																			
b) Media rights																																			
2) Publishing																																			
(\$, million)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E																														
Digital Entertainment	661	2452	3103	5090	6615																														
1) Development	156	1767	2105	3735	4776																														
2) Publishing	505	685	998	1355	1838																														

출처: SMIC 3팀

출처: 동사 분기보고서, SMIC 3팀

3.3.2 매출추정 논리

1) 개발부(Development)

a) In-app purchase (IAP)

(명, 백만)	Game QAUs	QoQ(%)		Game QPUs	QoQ(%)	Paying ratio(%)	Paying ratio growth(%)
18 1Q	126.7			7.2		5.7%	
18 2Q	160.6	26.8%		6.6	-8.3%	4.1%	-1.6%
18 3Q	176.1	9.7%		7.2	9.1%	4.1%	0.0%
18 4Q	216.2	22.8%		11.9	65.3%	5.5%	1.4%
19 1Q	271.6	25.6%		20.7	73.9%	7.6%	2.1%
19 2Q	310.5	14.3%		26.1	26.1%	8.4%	0.8%
19 3Q	321.1	3.4%		29.2	11.9%	9.1%	0.7%
19 4Q	354.7	10.5%		33.3	14.0%	9.4%	0.3%
20 1Q	402.1	13.4%		35.7	7.2%	8.9%	-0.5%
20 2Q	499.8	24.3%		49.9	39.8%	10.0%	1.1%
20 3Q	572.4	14.5%		65.3	30.9%	11.4%	1.4%
20 4Q	643.9	14.5%	Growth rate hold	77.3	18.4%	12.0%	Average 0.6%
21 1Q	695.4	8.0%	Discount to 8.0%	87.7	13.4%	12.6%	
21 2Q	751.0	8.0%		99.2	13.1%	13.2%	
21 3Q	811.1	8.0%		112.0	12.9%	13.8%	
21 4Q	876.0	8.0%		126.2	12.7%	14.4%	
22 1Q	902.2	3.0%	Discount to 3.0%	132.7	5.1%	14.7%	Discount to 0.3%
22 2Q	929.3	3.0%		139.5	5.1%	15.0%	
22 3Q	957.2	3.0%		146.5	5.1%	15.3%	
22 4Q	985.9	3.0%		153.9	5.0%	15.6%	

i) IAP 는 총 QAU 중 QPU 비율 증가 추이와 연동될 것임을 가정하였다. 이는 유료 이용자별 결제 금액이 크게 변동하지 않을 것임을 전제하고, 유료 결제를 진행하는 유저 수 증가 비율은 곧 인앱결제(IAP) 금액 증가 비율과 같을 것이라고 판단한 결과이다.

ii) 따라서 QAU와 QPU를 IAP 매출 추정에 앞서 추정하였다. 총 QAU 중 QPU 비율은 동사 분기보고서를 참고한 결과 2Q18부터 3Q20까지 평균적으로 0.6%p 성장하였다. 다만 유료 결제자 성장률이 지속적으로 증가하리라는 가정은 무리가 있으므로 이를 1Q22부터 0.3%p로 디스카운트하였다. 이를 바탕으로 4Q20부터 4Q22까지 QPU 비율을 추정하였다. 4Q22에는 활성화 유저의 15.6%가 유료 결제를 진행할 것이다.

iii) 4Q19부터 4Q22까지 IAP의 증가 비율은 동기간 QPU 증가 비율과 연동될 것임을 가정하여 분기별 IAP 금액을 추정하였다.

(명, 백만)	Game QPUs QoQ(%)	IAP
18 1Q		2
18 2Q	-8.3%	4
18 3Q	9.1%	25
18 4Q	65.3%	56
19 1Q	73.9%	100
19 2Q	26.1%	139
19 3Q	11.9%	199
19 4Q	14.0%	227
20 1Q	7.2%	243
20 2Q	39.8%	340
20 3Q	30.9%	445
20 4Q	18.4%	527
21 1Q	13.4%	597
21 2Q	13.1%	676
21 3Q	12.9%	763
21 4Q	12.7%	860
22 1Q	5.1%	904
22 2Q	5.1%	951
22 3Q	5.1%	999
22 4Q	5.0%	1049

b) Media rights

자체 개발한 게임의 경우 인앱결제(IAP) 외에 별도 수익 창구는 Media rights 뿐일 것이다. 동사는 게임 퍼블리셔임과 동시에 개발사이므로, 동사가 개발한 게임은 동사가 자체적으로 퍼블리싱할 가능성이 매우 높고 이와 관련된 수익(Sponsorship, Advertising,

Merchandising, Tickets)은 모두 Publishing 부문으로 산입될 것이기 때문이다. Media rights 매출의 경우 2Q19까지는 Development 매출에서 IAP 매출을 차감하여 구하였으며, 그 이후는 IAP 대비 비중이 4Q22까지 20.0% 수준까지 감소할 것을 가정하여 정률적으로 비중을 두어 차감한 후 추정하였다. 4Q22에 Media rights의 경우 \$210M의 매출을 발생시킬 것이다.

2) 퍼블리싱부(Publishing)

(\$, million)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Publishing	505	685	998	1355	1838
YoY(%)	-	135.7%	145.7%	135.7%	135.7%

i) Publishing의 경우 2019년 연간 증가율(yoy) 135.7%를 2021년과 2022년에 동일하게 적용하였다. 실제로 분기별로 Publishing 매출은 큰 변동 없이 일정한 수준을 유지하였으며, 동사가 이미 유명 게임을 다수 퍼블리싱하고 있고 해당 게임 개발사와의 계약이 장기적으로 유지될 가능성이 높다고 판단, 퍼블리싱 매출은 큰 변동이 없을 것이기 때문이다.

ii) 다만 2020년 증가율은 다소 증가하였는데, 이는 상반기 코로나19로 인한 게임 수요의 일시적인 증가 때문일 것으로 판단된다.

3) 게임사업부문(DE) 매출추정 결론은 다음과 같다.

(\$, 백만)	Digital Entertainment	1) Development	a) IAP	b) Media rights	b) / a)	2) Publishing
18 1Q	146	7	2	5		139
18 2Q	139	14	4	10		125
18 3Q	145	32	25	7		113
18 4Q	231	103	56	47		128
19 1Q	393	216	100	116		177
19 2Q	443	266	139	127		177
19 3Q	451	282	199	83	41.7%	169
19 4Q	480	318	227	91	40.0%	162
20 1Q	512	337	243	93	38.4%	175
20 2Q	716	465	340	125	36.7%	251
20 3Q		601	445	156	35.0%	
20 4Q	1701	703	527	176	33.4%	998
21 1Q		787	597	189	31.7%	
21 2Q		879	676	203	30.0%	
21 3Q		980	763	216	28.3%	
21 4Q	2444	1090	860	229	26.7%	1355
22 1Q		1131	904	226	25.0%	
22 2Q		1172	951	222	23.3%	
22 3Q		1215	999	216	21.7%	
22 4Q	3097	1258	1049	210	20.0%	1838

4. 투자포인트 3: 씨(어)머니께 잘 보이거라

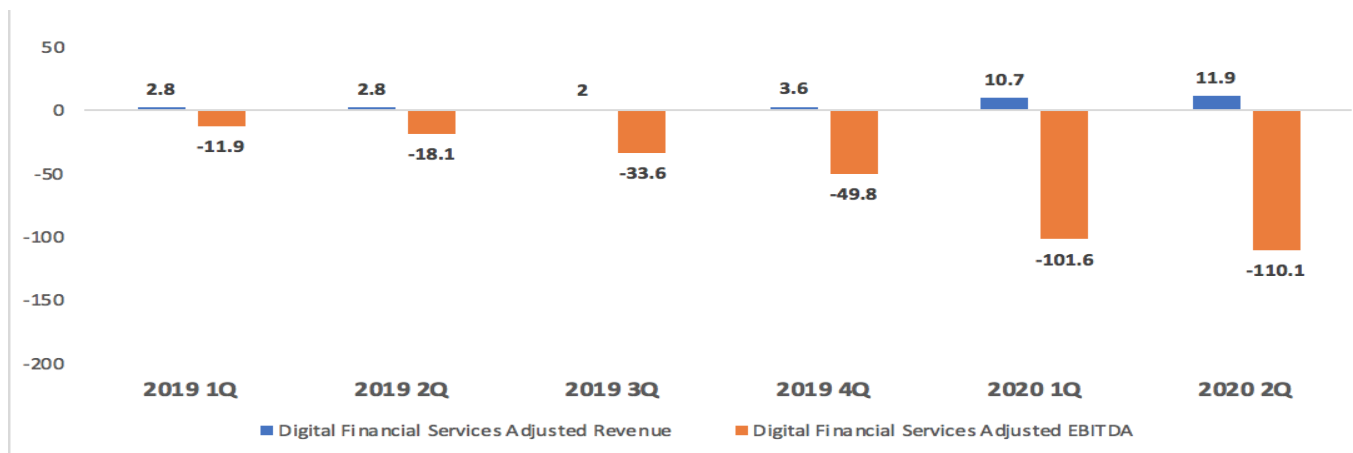
4.1 SeaMoney

동사는 2014년, SeaMoney를 설립하면서 핀테크 사업을 시작하였다. 2019년부터 본격적으로 핀테크 사업에 집중하기 시작하면서 **동사의 이커머스 플랫폼인 Shopee와 게임 플랫폼인 Garena를 SeaMoney와 결합**시켰다. 두 플랫폼에서 온라인 및 모바일 결제 시 동사의 Shopee페이와 에어페이로 결제할 수 있게 되면서 플랫폼 이용자들에게 편리한 결제 시스템을 제공해주고 있다.

아직 핀테크 사업부의 매출은 타 사업부에 비하면 미미한 상황이지만 동사의 이커머스와 게임 플랫폼 내 동사의 핀테크를 사용한 결제가 점점 늘고 있는 상황이다. 특히 Shopee페이의 반응이 가장 좋은 인도네시아의 경우, 2020년 2분기에 Shopee 내 결제 중 45%가 Shopee페이를 통해 이루어졌다.

그림 4-1. Digital Financial Services Adjusted Revenue & EBITDA

(단위 : 백만 불)



출처: 동사 Annual Report, SMIC 3팀

4.2 SeaMoney BM

Shopee페이(인도네시아, 싱가포르, 말레이시아, 필리핀)와 에어페이(베트남, 태국)의 BM은 다음과 같다. Shopee페이를 이용하여 결제한 경우, 판매자에게 판매 금액에 대해 **약 0.75-1%의 수수료**를 받는다. 이 때 받는 수수료율은 여타 은행이나 신용카드사의 수수료율에 비해 낮다. Shopee페이와 에어페이가 사용 가능한 가맹점은 Shopee와 Garena 외에도 이동통신사, 영화관, 테마파크, 음식 배달 서비스, 보험회사 등이 있다.

특징적인 점은, 은행 계좌가 없는 다수의 사람들을 위해서 편의점 등에 **오프라인 카운터**를 둔다는 것이다. 이용자들은 오프라인 카운터에 현금을 내고 자신들의 Shopee페이, 에

어페이에 충전해서 사용할 수 있다. 동사는 이러한 오프라인 카운터에 일정한 수수료를 지급한다.

최근에는 인도네시아와 태국에서 **ShopeePayLater** 서비스를 제공하기 시작하였다. ShopeePayLater 서비스는 **'Buy Now, Pay Later'** 사업모델이다. 첫 한 달은 무이자이며, 두 번째 달부터 월 2.95%의 이자를 내야한다. 신용카드 소지자의 비율이 낮기 때문에 현금 결제의 비중이 높았던 동남아시아 결제 시장에서 ShopeePayLater를 통해 사람들에게 간편하게 소액대출을 제공해줄 수 있는 것이다.

4.3 동남아시아 핀테크 시장

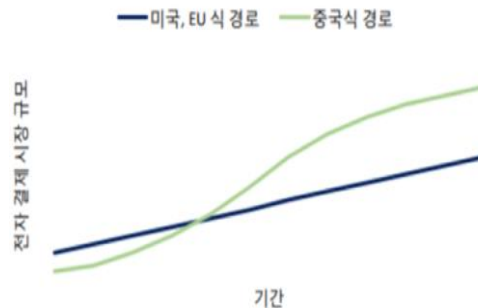
핀테크 시장의 성장 경로는 두 가지로 나눌 수 있다. 하나는 미국, 유럽식 경로로, 금융 인프라가 발달되어 있어 신규 사업자보다는 기존 사업자의 사업 확장으로 이어지는 방식으로 시장 규모가 선형 형태로 발전한다.

핀테크 시장 성장 경로 중 중국식 경로

또 하나는 중국식 경로로, 금융 인프라가 상대적으로 낙후되어 핀테크 시장이 기존 은행보다는 신규 사업자 중심으로 발전하는 형태이다. 이 경우, 시장이 S-곡선을 그리면서 폭발적으로 성장하게 된다.

동사가 타겟으로 삼는 동남아시아 시장의 경우 후술할 이유로 인해 후자인 중국식 경로를 따라 핀테크 시장이 발전할 가능성이 높다. 즉, 중국의 핀테크 시장과 유사한 양상을 보이면서 폭발적으로 성장할 것이다.

그림 4-2. 핀테크 시장의 성장 경로



출처: Morgan Stanley, SMIC 3팀

4.3.1 금융 접근성이 낮은 동남아시아

금융 인프라가 부족하다

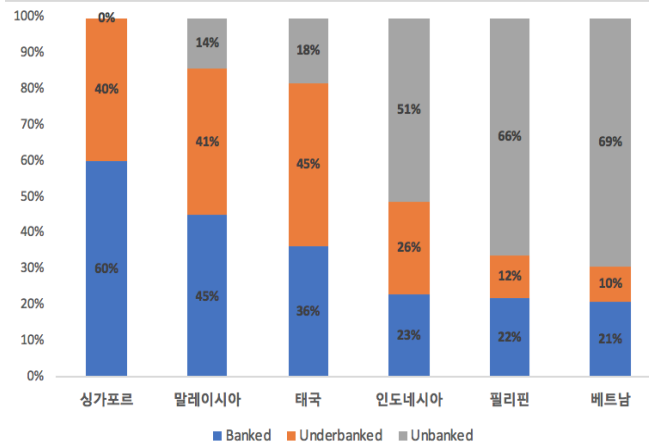
동남아시아 국가들의 경우, 금융 인프라가 잘 갖춰져 있지 않아 **금융 접근성이 매우 낮다**. 그 배경에는 국가의 금융 시스템에 대한 국민들의 불신이 있다. 오랜 기간 공산주의(베트남) 혹은 독재 체제(인도네시아, 말레이시아, 태국, 필리핀)를 겪으면서 각국의 국민들은 국가의 금융 시스템에 대해 신뢰하지 않게 된 것이다.

이에 금융 시스템은 발전하지 못하고 정체된 채로 시간이 흘렀다. 뒤늦게 금융 시스템을 갖추려고 해도 국민들의 금융 시스템에 대한 이해도가 매우 낮아 이용률을 높이기 어려웠고, 국민소득 역시 높지 않아 선진국 신용 시스템을 그대로 도입하는 것에도 무리가 있었다. 금융 시스템 공백기가 이어질 수밖에 없는 상황이었다.

은행 이용률이 낮다

이로 인해 급격한 경제 성장을 이루고 있는 최근까지도 국민들의 **은행 이용률은 매우 낮다**. Banked는 은행계좌, 신용, 투자, 보험을 모두 이용하는 사람을 의미하고 Underbanked는 은행계좌만 보유하는 사람을, Unbanked는 아무것도 이용하지 않는 사람을 뜻하는데 인도네시아, 필리핀, 베트남의 경우에는 Unbanked의 비율이 과반수 이상이다. Underbanked라고 하더라도 은행 계좌를 활발히 이용하는 것은 아니다. 여전히 동남아시아의 단 18%의 인구만이 임금을 은행계좌로 입금 받고 있다.

그림 4-3. 2019 동남아 국가별 금융서비스 이용 비중 (단위: %)



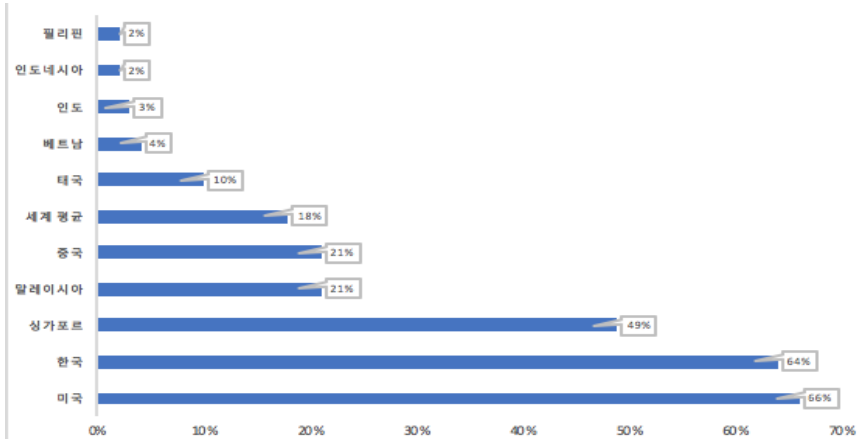
출처: Google Temasek e-Conomy SEA 2019, SMIC 3팀

신용카드 소지율 낮다

그리고 은행을 이용하지 않으니 당연히 동남아시아 인구 중 **신용카드를 소지하고 있는 국민의 비율 또한 매우 낮다**. 따라서 아세안 국가 내 이루어지는 결제 중 60% 이상이 현금으로 이루어진다. 이러한 특성 때문에 이커머스 플랫폼에서 물건을 구매한 경우, 주문한 물건을 배송받음과 동시에 현금을 지급하는 Cash On Delivery 결제 서비스라는 특수한 결제 방식이 생겨나기도 하였다.

그림 4-4. 2019 신용카드 소지 비율

(단위 : %)



출처: World Bank Global Financial Inclusion Data, SMIC 3팀

4.3.2 핀테크로 빠르게 전환가능

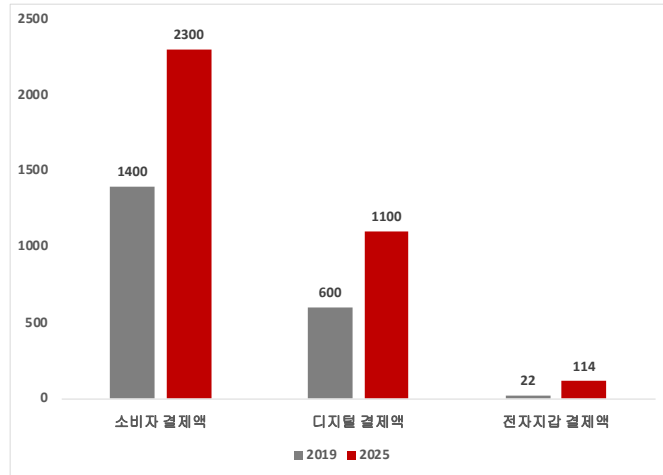
동남아시아 국가들에 금융 시스템의 도입이 제대로 이루어지지 않았던 것은 오히려 핀테크로 빠르게 전환하는 데에 용이하다. 이커머스 이용이 늘면서 현금 결제를 대체할 결제 수단에 대한 수요는 증가할 수 밖에 없으나 은행 계좌가 없기 때문에 신용카드 결제는 불가능한 상황에서 이를 해결할 수 있는 것이 바로 핀테크이다.

높은 스마트폰 보급률 -> 핀테크 전환 용이

동남아시아 국가들의 경우, 경제 성장과 함께 **정보통신기술 산업이 비교적 빠르게 도입** 되고 있는 추세이다. 국가 차원에서 ICT의 보급을 적극적으로 지원하고 있을 뿐만 아니라, 세계적으로 저가형 스마트폰이 다량 출시되면서 동남아시아 내 스마트폰 보급이 비교적 쉽게 이루어지고 있기 때문이다.

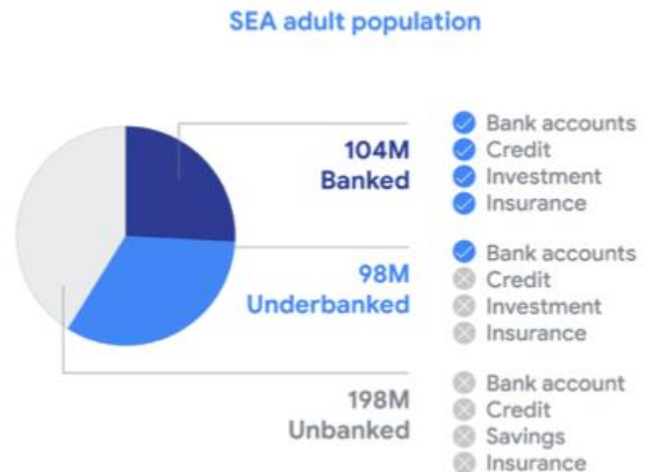
즉, 은행 계좌는 없을지라도 스마트폰을 가지고 있는 국민들은 비교적 많은 것이다. 점차 동남아시아 국가들의 국민들이 스마트폰을 사용한 간편 결제에 익숙해진다면 사용 가능 가맹점은 오프라인까지 확장될 것이고 핀테크 시장은 폭발적으로 성장할 것이다. 이는 앞서 말한 핀테크 시장의 성장 경로 중 중국식 경로와 유사한 방식이다. 이에 다음 4.4에서는 동사와 중국의 앤트 그룹 간의 유사성에 대해 깊게 논의하겠다.

그림 4-5. 동남아 디지털 결제 성장 (단위: 십억 달러)



출처: Google Temasek e-Conomy SEA 2019, SMIC 3팀

그림 4-6. 동남아 금융 인구 수와 비중



출처: Google Temasek e-Conomy SEA 2019, SMIC 3팀

4.4 앤트그룹과 SeaMoney의 평행이론

간편 결제를 말할 때 빼놓을 수 없는 기업이 '앤트그룹'이다. 비록 현재 금융 규제 문제로 홍역을 겪고 있지만 앤트그룹의 비즈니스 모델은 간편 결제 기업들이 나아가야 할 방향을 제시해준다.

4.4.1 앤트그룹의 짧은 역사

앤트그룹은 본래 2003년 10월 알리바바닷컴의 C2C 전자상거래 서비스인 타오바오의 결제시스템 '알리페이'로 출발한다. 2004년 12월, 타오바오에서 독립하여 서비스 범위를 대출, 보험, 인터넷 은행, 신용조회 등으로 확장하여 2014년 10월 금융 지주사 격인 앤트파이낸셜로 전환한다. 2020년 사명을 앤트그룹으로 변경하고 현재 IPO를 앞두고 있다. 현재 가치는 3130억 달러로 추산되고 있다.

알리페이는 미국 페이팔을 벤치마킹하여 타오바오에서 사용할 수 있는 제3자 결제서비스를 도입하여 중국 전자상거래 사업을 활성화시키는데 결정적으로 기여했다. 2010년에는 QR코드 스캔 방식의 모바일 결제서비스 출시를 했으며 모바일 페이 시장을 공략했다.

또한, 2014년에는 중국 최초의 민영 인터넷은행 MYbank를 출시하여 영세기업과 자영업자에게 무담보 소액대출을 제공했다. 또한, 자회사 '즈마크레딧'을 통해 개인들을 위한 자체 신용평가 서비스를 제공한다. 알리바바를 통해 수집된 온라인 거래 등의 빅데이터가 신용평가의 기반이 되며 기존의 신용 평가사와는 다른 시스템을 채택하고 있다.

먼저 결제 서비스 경쟁력 확보. 그리고 금융 서비스 제공!

앤트그룹의 매출액 구성을 살펴보면 결제 서비스의 경쟁력을 강화한 후에 추가적인 금융 서비스를 제공하며 매출 비중이 증가하는 것을 관찰할 수 있다. 결제 서비스의 확장성을 최대한 확보한 후 종합적인 금융 서비스 제공사로 전환하는 것이 동사가 따라갈

수순으로 보인다.

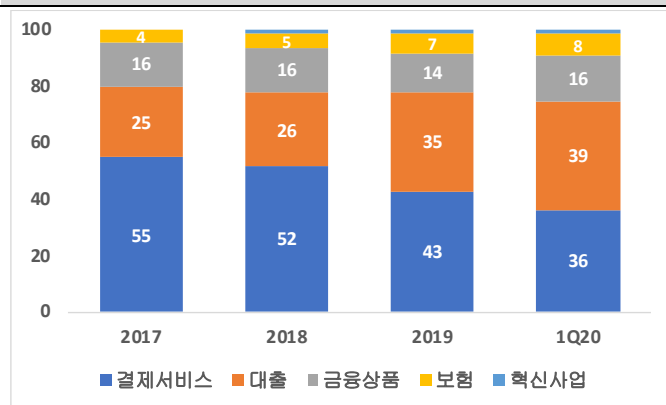
이에 대한 단기 전략의 모델로는 남미의 이커머스 플랫폼 '메카르도 리브레'의 사례를 참고할 수 있다. 남미 시장은 현금 선호 경향이 강하다는 측면에서 동남아시아 시장과 유사한 금융 지형도를 가지고 있다.

메카르도 리브레는 '메카르도 파고 월렛'이라는 전자 지갑을 출시했는데 이커머스 플랫폼에서의 사용 비율을 높여서 오프라인의 영향력을 확대하는 전략을 구사하고 있다. 실제로 메카르도 리브레에서 결제되는 금액 중 90% 정도가 메카르도 파고 월렛을 통해 이루어지며 온라인 비중 확대를 통해 오프라인 결제액 규모도 유의미하게 확대하고 있다. 실제로 2019년에는 오프라인 결제액이 메르카도 파고 월렛 결제액의 52.4%를 차지하며 온라인 결제액 비중을 추월하며 간편 결제 시장의 점유율을 확대하고 있다.

동사 역시 Shopee에서 Shopee페이 사용 비중을 높여 오프라인 결제 규모를 확대하는 전략을 채택할 것으로 보인다.

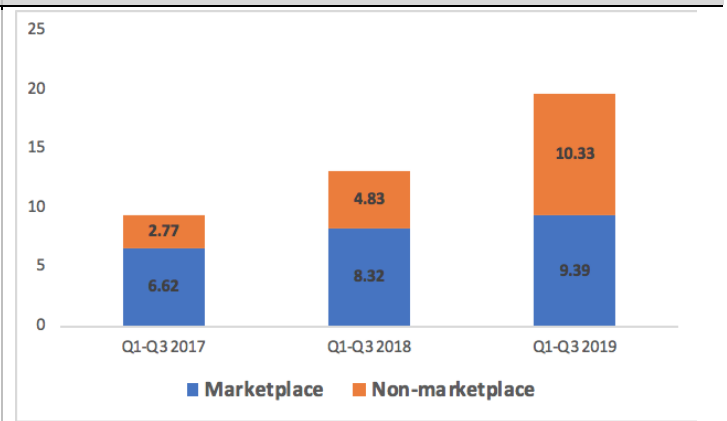
Shopee 에서
Shopee 페이
비중을 높이고
그걸 레버리지로
오프라인 진출!

그림 4-7. 앤트그룹 매출액 구성 (단위 : %)



출처: ANT Group, SMIC 3팀

그림 4-8. 메카르도 파고 사용액 비중 (단위 : 십억 불)



출처: Marketer.com, SMIC 3팀

4.2.2 SeaMoney와 앤트그룹의 유사성

SeaMoney 와
앤트그룹은
닮은꼴

동사의 디지털 금융 부문인 'SeaMoney'는 여러 면에서 앤트그룹과 유사한 점을 보인다.

- 1) C2C 이커머스 플랫폼의 결제 시스템을 보완하기 위해 출범된 서비스라는 점,
- 2) 미흡한 금융 인프라 국가를 대상으로 하고 있다는 점,
- 3) 후방에 강력한 이커머스 플랫폼을 가지고 있다는 점에서 그렇다.

첫째로, 동사의 SeaMoney는 Shopee에서 결제할 수 있는 전자 지갑 서비스로서 동남아 주요 6개국(인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 싱가포르, 태국, 베트남)에 출범되었다. 이것을 기반으로 현재는 오프라인 결제 서비스를 인도네시아, 태국, 베트남에 출시했다. 또한, 2020년부터는 소비자를 위한 소액 대출 서비스(ShopeePayLater)를 통해 단순한 결제 서

비스를 넘어 금융 서비스를 제공하기 시작했다. 이는 알리페이가 본래 타오바오를 보조하기 위한 결제 서비스에서 종합적인 금융사로 확장해온 양상과 유사하다.

금융 소외 계층을 공략하라.

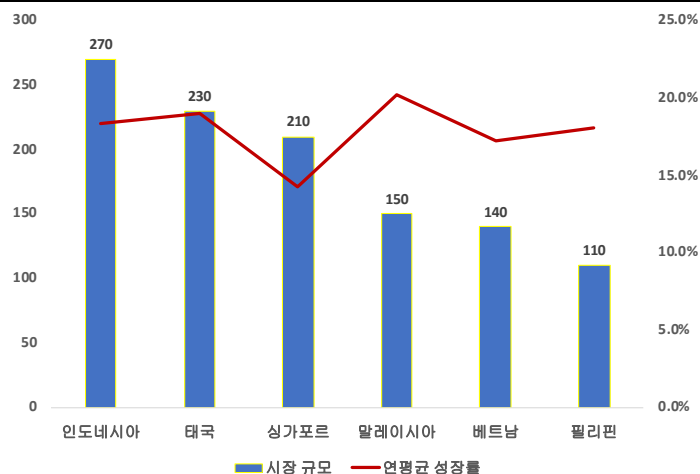
둘째로, 동사가 주요 타겟으로 하고 있는 동남아 6개국에서 싱가포르를 제외한다면 소외된 금융 계층이 많은 국가라는 점이다. BCG에 의하면 동남아 인구 중 약 1억 7400만 명이 은행 계좌가 없거나 신용카드가 없다. 또한, 동남아시아에서 경제 규모가 가장 큰 6개의 국가 - 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 싱가포르, 베트남 - 에서 약 75%의 소비자 결제가 현금으로 이루어지고 있다.

또한, 각국 정부 입장에서도 금융 거래 투명화 및 인프라 확충을 목표로 '현금 없는 사회'를 지향하며 핀테크 인프라 확충에 적극적인 지원을 하고 있다는 점, 스마트폰 보급률이 높다는 점, 모바일에 대한 친숙성이 높은 젊은 층 비율이 높다는 점도 동남아시아의 간편 결제 시장 급격한 성장을 촉진시키는 요소로 꼽을 수 있다.

싱가포르 은행 UOB는, 동남아 6개국의 디지털 결제 시장이 2017년부터 2021년까지 각각 18~20%의 연평균 성장률을 보여 2021년에는 전체 1,210억 달러 수준으로 성장할 것으로 전망했다.

실제로 동남아에서 가장 경제규모가 크고, Shopee가 가장 집중하고 있는 시장인 인도네시아의 경우 전자결제 시스템을 통한 거래 점유율이 2017년 10% 미만에서 2018년 36%로 급증했다. 인도네시아 중앙은행에 따르면 2019년 9월 기준 전자결제 계좌가 2억 5700만 개 개설된 반면, 현금자동인출기 기반 계좌는 1억 7000만 개 신설되는데 그쳤다. 즉, 현금 위주의 사회에서 전자 결제 기반으로 빠르게 넘어가고 있다는 지표가 확인되고 있다.

그림 4-9. 동남아 6개국 디지털 결제 시장 전망 (2021년 전망치 / 2017-2021 연평균 성장률) (단위: 억 달러, %)



출처: 싱가포르 UOB은행, SMIC 3팀

셋째로, 후방에 강력한 이커머스 플랫폼을 두고 있다는 점에서 알리페이와 같은 전철을 밟으며 빠르게 확장할 수 있다. Shopee가 동남아의 여러 국가를 아우르고 있는 범국가적 이커머스 플랫폼이라는 점도 동남아 시장 공략에 유리하게 작용한다.

파편화된 동남아 시장을 하나로 통일하자.

현재 동남아의 간편 결제 시장은 국가별로 파편화되어 있으며, 각국의 간편 결제 시장의 점유율을 유의미하게 가져가고 있는 플레이어로는 대표적으로 모빌리티 기반의 기업들이 있다. 인도네시아를 예로 들면, 2019년까지 '오보'와 '고페이'가 시장을 과점해온 바가 있다.

오보는 인도네시아 재벌 '리포그룹'의 산하에 있는 서비스로, 차량 호출 서비스 '그랩'의 비현금 결제 수단으로 탑재되어 있으며, 고페이는 또다른 차량 호출 서비스 '고젝'의 전자지갑 플랫폼이다. 이 두 업체는 2019년까지 오보 59%, 고페이 23%의 시장 점유율을 유지했다.

동사의 결제 서비스 Shopee페이는 인도네시아 시장에 2018년에 진출했는데 시장조사업체 Snapcart의 조사에 따르면 인도네시아의 전자지갑 결제액 기준 **Shopee페이 34%, 오보 25%, 고페이 20%**로 Shopee페이의 빠른 침투를 확인할 수 있었다.

이는 인도네시아의 이커머스 시장이 빠르게 성장하는 동시에 Shopee의 시장 점유율이 2019년 31%에서 2020년 36%로 상승하면서 전자 결제 점유율도 함께 높아진 것으로 해석된다.

우리는 범국가적 플랫폼

또한, 동남아시아는 국경 간 이동이 많다는 점에서 동사의 **Shopee가 범국가적 플랫폼이라는 사실이 경쟁력으로 작용한다.** 점점 더 많은 사람들이 모국을 떠나 근무를 하고 있으며 이럴 때 파편화된 시장을 통합할 수 있는 결제 시스템이 각광받을 것이다. 다른 경쟁 업체들을 비교했을 때 Shopee만큼 범국가적이고 이커머스라는 밀접도가 높은 후방 플랫폼을 보유한 기업은 없다.

동남아의 제프 베조스

마지막으로, **SeaMoney는 경영 리스크가 적다.** 현재 SeaMoney의 CEO는 Chris Feng으로 2020년 3월부터 SeaMoney의 CEO로 임명되었다. Feng은 2005년부터 2011년까지 맥킨지 앤 컴퍼니에서 컨설턴트로 근무한 후 2011년부터 2014년까지 베를린 기반 스타트업 인큐베이터 Rocket Internet SE에서 동남아 전자상거래 업체인 자로라와 라자다를 육성한 바가 있다. 2014년에 씨 그룹에 합류한 이후 2015년 7월부터 Shopee의 CEO를 역임하고 있다. 간단히 말해, 동남아시아의 이커머스에 대한 높은 이해도를 가지고 있는 인물로서 후발주자인 **Shopee를 동남아 1위 이커머스 플랫폼으로 만들어낸** 경력이 있는 실력자다.

2020년 3월부터 SeaMoney의 CEO를 겸직하고 있다는 점에서 앞으로 동사의 디지털 결제 부문과 이커머스 부문의 전략이 시너지를 내는 방식으로 운영될 것을 예상할 수 있다.

논거를 정리하자면, Shopee-SeaMoney는 알리바바-알리페이와 유사한 형태를 띄고 있으며, 동사가 알리페이가 확장해온 길을 따라갈 수 있다면 동남아시아를 아우르는 거대한 핀테크 공룡이 될 가능성이 높다.

비유하자면, '동남아판 애플'이라는 요리를 만들기 위한 완벽한 재료를 가지고 있으며, 요리법은 이미 주어진 상태다. 심지어 훌륭한 요리사도 보유하고 있다.

5. Valuation – SOTP by EV/GMV, EV/EBIT

5.1 SOTP Valuation 방법 채택 이유

동사는 게임 개발 및 퍼블리싱, 이커머스의 두 가지 사업부문을 영위하고 있다. 각 사업부는 둘 다 빠르게 성장하고 있지만 대상으로 하는 시장과 비용구조가 크게 다르다. 따라서 각 사업부를 나누어 각각의 사업가치를 구하는 것이 합리적이다.

5.1.1 EV/EBIT, EV/GMV 채택이유

동사 이커머스 사업부 Shopee의 Valuation을 위해서는 EV/GMV Method를 사용하였다. 주된 이유는 다음과 같다.

1. 현재 Shopee 사업부는 당기순손실, 음의 EBIT Margin를 기록하고 있는 적자 사업부이다. 하지만 해당 사업부에서 현재 흑자를 기록하고 있는 JD.com의 경우도 11년간 적자를 거듭하고 있었다. 하지만 이커머스 사업이 가지는 폭발적 성장 가능성을 고려하여 JD.com의 주가는 그동안 커머스의 GMV와 연동되는 경향을 보였다. 이는 적자를 기록하고 있는 여타 이커머스 기업(Mercado Libre 등) 역시 마찬가지이다.
2. 투자포인트 1에서 드러나듯 동사의 GMV는 폭발적 확장을 거듭하고 있다. 그럼에도 불구하고 동남아시아의 특성상 아직 성장의 여지가 많이 남아있는 상황이기에, 흑자

전환을 위시한 비용절감에 애쓰기 보다는 M/S 확보에 당분간 힘을 기울여야 하는 상황이다. 따라서 추정할 수 있는 기간 안에서 당기순이익을 발생시키기 어려운 상황이다.

3. Amazon, Alibaba와 같은 대형 이커머스 기업들이 플랫폼 영향력을 이용하여 클라우드, OTT 등 다양한 사업 분야에 진출하고 있는 상황이다. 이로 미루어 보아 동사의 영구성장률을 가정해야 밸류에이션을 수행할 수 있는 RIM, DCF 등의 Valuation을 사용하기는 어렵다.

동사 Digital Entertainment 사업부의 Valuation을 위해 EV/EBIT을 채택한 이유는 다음과 같다.

1. 동사의 EBIT Margin은 Free Fire 매출의 상승에 힘 입어 매년 상승하는 양상을 보이고 있다. 하지만 최근 EBIT Margin은 60%대에서 안정적인 양상을 보이고 있다.
2. 게임 사업부는 꾸준히 영업이익을 발생시키고 있지만, 해당 사업부의 금융비용, 기타 비용을 따로 추산하기는 어렵다.
3. 게임 관련 사업의 경우 감가상각비와 무형자산상각비가 Non-GAAP 기준 Adjusted Revenue의 2%미만을 차지하고 있다. 동사의 EBIT margin이 60%에 달함을 고려할 때, 상각비가 동사의 회계적 이익에 미치는 영향이 비교적 작다고 할 수 있다.

5.2 Digital Entertainment 사업부 Valuation – EV/EBIT

동사 Digital Entertainment(DE)사업부의 매출추정은 투자 포인트2를 따른다.

EBIT 추정논리는 다음과 같다.

1. 동사 DE 사업부의 감가상각비와 무형자산 상각비는 매출 확대와 상관없이 일정한 규모를 유지해왔다. (현재 Revenue의 1% 미만)
2. 따라서 EBIT와 EBITDA margin을 추정하는 데 있어서 감가상각비와 무형자산 상각비에 대한 고려는 크게 필요하지 않다.
3. Adjusted Revenue에 대한 비용구조를 따로 공시하지 않고 있기 때문에, 동사가 매출 증가에 따른 영업 레버리지가 있다는 사실 외에 다른 것을 알기는 쉽지 않다. 다만, Free Fire 관련 매출의 증가에 따른 매출총이익률 개선은 확인할 수 있었다.
4. 2020년 매출이 19년에 비해 큰 폭으로 증가했음에도 불구하고 2020 2Q EBIT margin이 크게 개선되지 않았음으로 미루어보아, EBIT margin의 개선은 어느 정도 한계에 이른 것으로 보인다.

5. 따라서 보수적인 추정으로 2Q EBIT margin인 60%를 채택하여 Revenue에 연동시켜 2022년 EBIT을 추정하였다.

(adjusted) mil. \$

Garena	2016	2017	2018	2019	2020 1Q	2020 2Q	2020E	2021E	2022E
Revenue	331.3	495.9	661.0	1767.0	512.4	716.2	3103.0	5090.0	6615.0
YoY(%)		49.7%	33.3%	167.3%			75.6%	64.0%	30.0%
EBITDA	85.5	174.9	262.5	1021.9	298	436			
YoY(%)		104.6%	50.1%	289.3%					
EBITDA Margin	25.8%	35.3%	39.7%	57.8%	58.2%	60.9%			
DA	33	28	35	18	5	6			
EBIT	52.5	146.9	227.5	1003.9	293.0	430.0	1863.0	3056.0	3971.6
EBIT Margin	15.8%	29.6%	34.4%	56.8%	57.2%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%

Multiple은 Peer를 참고하여 부여하였다. 동사는 개발과 퍼블리싱 역량을 모두 보유하고 있다는 점에서 Tencent Gaming, 카카오게임즈, NetEase.Inc 등을 Peer로 가진다. 다만 SNS를 보유하고 있지 않다는 점에서 카카오게임즈만큼의 확장성을 가지기는 어렵고, 이미 성공적인 BM을 유지하고 있었다는 점에서 동사의 적절한 Peer는 NetEase.Inc일 것이다. 따라서 NetEase.Inc의 2020E EV/EBIT multiple 18.2를 반영하였다. 다만 Free Fire의 매출이 임계점에 도달할 것으로 예상하고, 신작의 흥행에 대한 낮은 가시성을 반영하여 매년 Multiple의 20%를 할인하였다.

DE Peer Valuation	LC	LC	LC	LC	LC	LC
2020E	Revenue	EBIT	EBIT margin	EV	EV/Sales	EV/EBIT
Tencent Gaming	177084	67292	38.0%	1157422	9.5	17.2
카카오게임즈	5436	819	15.1%	36433	6.7	44.5
NetEase Inc.	73908	20343	27.5%	370243	5.1	18.2

Reuters estimate, Yahoo finance

5.3 E Commerce 사업부 Valuation - EV/GMV

동사 GMV 추정은 투자포인트 1을 참조.

E-commerce Peer Valuation Metric

	Bil. \$	LC	US mil. \$	Bil. \$	Bil. \$	Bil. \$	Bil. \$	Bil. \$
2020E	GMV	Revenue	Revenue	Market Cap	Net debt	EV	EV/Sales	EV/GMV
Alibaba	974.7	436104.0	65415.6	689.9	27.3	662.6	10.1	0.7
JD.com	376.3	736728.0	110509.2	125.5	8.4	117.1	1.1	0.3
Mecardo libre	18.1	3356.0	3356.0	64.4	1.7	62.7	18.7	3.5

Reuters estimate, Yahoo finance

Multiple의 경우 동사 Peer의 상황을 참고하여 책정하였다. 동사의 상황은 Mercado Libre의 상황과 가장 유사해 보인다. 다만 Mercado Libre의 경우 남미 시장을 동사보다 더욱 확고하게 점유하고 있으며, 신용서비스와 자산관리 등 Mercada Pago TPV를 사용한 핀테크 서비스의 수익이 가시화되는 시점에서 더욱 높은 평가를 받고 있는 상황이다.

하지만 JD.com, Alibaba가 점유하는 중국의 이커머스의 침투율이 이미 높은 상황임을 고려할 때, 확장성이 높은 동사의 시장의 경우 오히려 남미 시장과 유사성을 보인다.

따라서 Mercado Libre의 할인된 Multiple을 기준으로 하여 Fintech 사업부의 상황에 따라 Base Case와 Bull Case를 나누어 부여하는 것이 합리적이다.

Bull Case. 동사 핀테크 사업부의 양적 성장과 질적 성장이 동반

Shopee 플랫폼이 동남아시아의 지배적이 플랫폼으로 등극하는 경우, 동사의 Shopee pay, Air pay 점유율 역시 동반 성장할 것으로 예상. 이를 바탕으로 금융서비스의 접근성을 늘려주며 보험, 소액대출, 오프라인 디지털 결제 등 다양한 수익모델을 확보하게 됨. 이 경우 Mercado Libre의 EV/GMV Multiple의 50%를 할인한 1.75를 반영하는 데 무리가 없음. (남미의 이커머스 침투율이 동남아시아에 비해 낮음을 고려)

E-commerce	2020E	2021E	2022E
Adjusted Revenue(bil. \$)	1869.4	2467.9	3264.2
GMV(mil. \$)	31157.2	41131.1	54403.0
EV/Sales	29.2	29.2	29.2
EV/GMV	1.75	1.75	1.75
Implied EV	54525.1	71979.4	95205.2

Base Case. Shopee는 선전하나, 핀테크 사업부의 확장의 속도가 예상보다 느릴 경우

Shopee 플랫폼은 꾸준히 확장하나, Grab 등 이미 존재하는 경쟁사가 확보한 디지털 결제 플랫폼과의 경쟁으로 인해 디지털 결제 시장의 M/S 확보가 쉽지 않은 상황이 될 경우. Mercado Libre EV/GMV Multiple의 65%를 할인한 EV/GMV multiple 1.21을 채택

E-commerce	2020E	2021E	2022E
Adjusted Revenue(bil. \$)	1869.4	2467.9	3264.2
GMV(mil. \$)	31157.2	41131.1	54403.0
EV/Sales	20.2	20.2	20.2
EV/GMV	1.21	1.21	1.21
Implied EV	37700.2	49768.6	65827.6

5.4 SOTP Valuation

Base Case (mil. \$)

Parts	2020E	2021E	2022E
Digital Entertainment			
Adjusted Revenue	3103.0	5090.0	6615.0
EBIT	1863.0	3056.0	3971.6
EV/EBIT	18.2	14.6	11.6
EV/Sales	10.9	8.7	7.0
Implied EV	33906.8	44495.2	46261.0
E-commerce			
Adjusted Revenue(bil. \$)	1869	2468	3264
GMV(mil. \$)	31157	41131	54403
EV/Sales	20.17	20.17	20.17
EV/GMV	1.21	1.21	1.21
Implied EV	37700.2	49768.6	65827.6
Total Enterprise Value	71607.1	94263.8	112088.6
Net Debt	1413	1413	1413
Equity Value	70194.1	92850.8	110675.6
Num. of Shares	490,970,188	490,970,188	490,970,188
Equity Value per Share(\$)	142.97	189.12	225.42

Bull Case (mil. \$)

Parts	2020E	2021E	2022E
Digital Entertainment			
Adjusted Revenue	3103.0	5090.0	6615.0
EBIT	1863.0	3056.0	3971.6
EV/EBIT	18.2	14.6	11.6
EV/Sales	10.9	8.7	7.0
Implied EV	33906.8	44495.2	46261.0
E-commerce			
Adjusted Revenue	1869.4	2467.9	3264.2
GMV	31157.2	41131.1	54403.0
EV/Sales	30.0	30.0	30.0
EV/GMV	1.8	1.8	1.8
Implied EV	56083.0	74036.0	97925.4
Total Enterprise Value	89989.8	118531.2	144186.4
Net Debt	1413	1413	1413
Equity Value	88576.8	117118.2	142773.4
Num. of Shares	490,970,188	490,970,188	490,970,188
Equity Value per Share	180.41	238.54	290.80

Base Case - 2021E	
목표주가	189.12
현재주가	180
상승여력	5.1%

Base Case - 2022E	
목표주가	225.42
현재주가	180
상승여력	25.2%

Bull Case - 2021E	
목표주가	238.54
현재주가	180
상승여력	32.5%

Bull Case - 2022E	
목표주가	290.80
현재주가	180
상승여력	61.6%

이에 본 보고서는 2022년 Bull Case 기준으로 목표주가 290.80\$, 상승여력 61.6%의 투자 의견 Buy를 제시한다.

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.