

# Love Is an Opendoor

## 1. 산업 분석

## 2. 기업 분석

## 3. Why iBuying, Why Opendoor

## 4. iBuying, 주택경기 변동을 견딜 수 있을까?

## 5. Valuation – Peer PSR & PER Method

## 6. Appendix

### Projected Income Statement

(In Millions of USD)	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenue	1,838	4,741	2,583	747	1,185	2,266	7,299	12,898	20,566	28,832	41,118	58,554	82,102	113,509	154,630	211,582
Revenue YoY (%)		157.91%	-45.51%	-40.49%	60.22%	569.31%	182.58%	76.70%	59.45%	40.20%	42.61%	42.40%	40.21%	38.25%	36.23%	36.83%
Cost of Revenue	1,705	4,439	2,363	650	1,027	2,064	6,578	11,786	18,695	26,084	37,118	52,672	73,563	101,165	137,288	186,420
Gross Profit	133	301	220	97	159	202	722	1,112	1,871	2,748	4,000	5,882	8,538	12,343	17,342	25,162
GPM (%)	7.26%	6.35%	8.51%	13.00%	13.39%	8.93%	9.89%	8.62%	9.10%	9.53%	9.73%	10.05%	10.40%	10.87%	11.22%	11.89%
Operating Expenses:																
Sales, marketing and operations	196	384	195	69	97	153	524	881	1,332	1,765	2,372	3,171	4,156	5,344	6,732	8,463
General and administrative	72	113	153	222	191	90	593	233	273	313	353	393	433	473	513	553
Technology and development	28	51	58	51	24	27	130	164	199	234	268	303	338	372	407	442
Total operating expenses	297	549	406	342	312	271	1,247	1,278	1,804	2,312	2,993	3,867	4,926	6,189	7,652	9,458
Operating Profit/Loss	(164)	(248)	(186)	(245)	(153)	(68)	(525)	(166)	67	436	1,007	2,015	3,612	6,155	9,690	15,704
OPM (%)	-8.90%	-5.23%	-7.20%	-32.73%	-12.89%	-3.02%	-7.19%	-1.29%	0.32%	1.51%	2.45%	3.44%	4.40%	5.42%	6.27%	7.42%
Derivative and Warrant FV Adj.	-18	-6	-26	-15	24	3	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Loss on Extinguishment of Debt	0	0	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Expense	60	110	68	11	16	44	115	236	427	560	747	995	1,304	1,687	2,149	2,751
Other Income – Net	3	12	4	1	1	52	54	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Income / Loss Before Income Taxes	(240)	(351)	(287)	(270)	(144)	(56)	(574)	(401)	(360)	(123)	260	1,020	2,308	4,468	7,540	12,953
Income Tax Expense	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	58	228	515	996	1,682	2,889
Net Income	(240)	(351)	(287)	(270)	(144)	(56)	(575)	(402)	(361)	(124)	202	793	1,793	3,472	5,859	10,065
NI to non-controlling interests	1	2	0	0	0	0										
NI to common shareholders	-241	-354	-287	-270	-144	-57	-575	-402	-361	-124	202	793	1,793	3,472	5,859	10,065
WA Shares outstanding (diluted)	78,564	79,977	109,301	565,381	588,374	603,389	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610
EPS	(3.07)	(4.42)	(2.62)	(0.48)	(0.24)	(0.09)	(0.94)	(0.66)	(0.59)	(0.20)	0.33	1.29	2.93	5.67	9.56	16.43

**Rating**
**Buy**

Target Price: \$35.37  
 Current Price: \$20.64  
 Upside: 71%

**12M Stock Price**

**Balance sheet data (MRQ)**

Equity \$2,363M  
 PBR 5.91x  
 ROE -2.40 %

**Earning data (TTM)**

PER -20.12x  
 12M EPS -\$1.15  
 Net Income -\$559M

**Ownership**

SVF Excalibur Ltd. 12.8%  
 Khosla Ventures 8.0%  
 AI LiquidRE LLC 6.0%  
 Eric Wu 5.6%

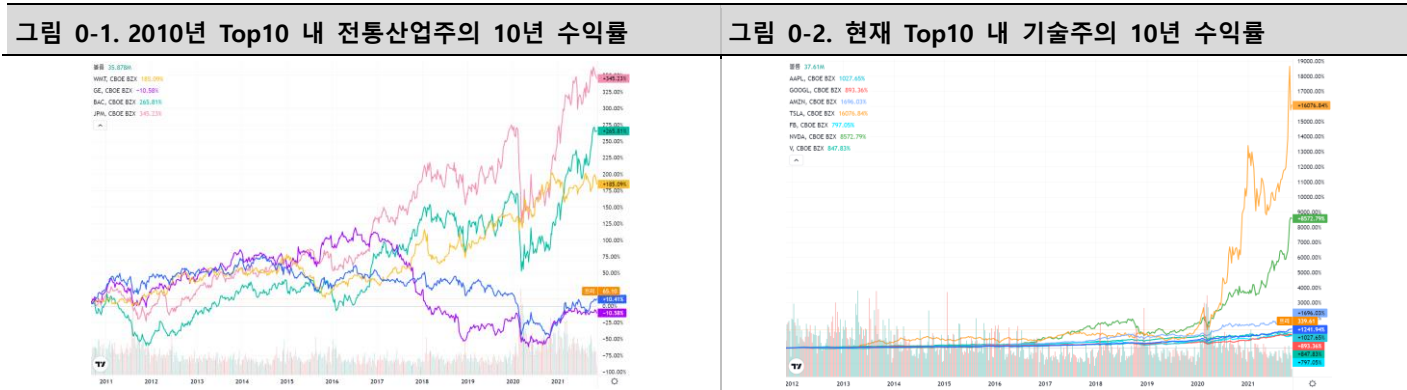
**SMIC Research Team 4**

팀장 43 기 김지현  
 팀원 43 기 윤서영  
 44 기 김주희  
 44 기 안현빈  
 44 기 장우혁

# Intro

*"Software is eating the world" – Marc Andreessen, 2011*

세계 최대 VC 중 하나인 Andreessen Horowitz의 창립자 Marc가 소프트웨어의 시대를 선언한 이후, 미국 증시의 상승은 기술주가 이끌어왔다. 2010년까지만 해도 시가총액 기준 미국 Top 10 기업에는 Exxon Mobil, Walmart, GE 등 전통산업에 속한 기업들이 대부분 위치했으나, 지금은 기술주들이 그 자리를 독식하고 있는 상황이다.



출처: Tradingview, SMIC 4팀

출처: Tradingview, SMIC 4팀

이 기업들의 전략은 명확했다. 크지만 비효율적인 시장을 타겟하고, 이 시장을 기술로 혁신한다는 것이다. 그리고 이를 실적으로 증명해내면서 지난 10년 간 많게는 100배 이상의 성장을 이뤄냈다. 그러나 여전히 기술이 침투할 수 있는, 비효율적인 시장은 많다. 그리고 그 중 가장 주목받는 시장 중 하나가 바로 미국 주택 시장이다.

미국에서는 한 해 500만 채 이상의 주택이 거래되고 있다. 그리고 이는 금액 기준 약 1.7조 달러에 달하는 매우 큰 시장이다. 그러나 여전히 온라인 거래 비중은 1% 미만이다. 기술이 시장을 와해시킬 수 있는 여지가 매우 큰 것이다.

동사는 iBuying이라는 담대한 비즈니스 모델을 들고 이 시장에 진입했다. iBuying은 단순히 주택 거래를 중개해주는 것이 아니라 회사가 직접 집을 매입한 뒤 약간의 수리를 거쳐 되파는 방식이다. 덕분에 집을 팔고 싶은 사람은 동사 서비스 이용 시 3일이면 매매 대금을 받을 수 있다. 이 기간은 중개인을 끼고 거래할 때에는 약 3개월에 달한다.

동사가 서비스를 시작한 이후 후발주자들 역시 진입하면서 iBuying 시장은 폭발적으로 성장했다. 특히 적극적이었던 것은 미국 최대 부동산 검색 플랫폼인 Zillow다. Zillow는 iBuying 시장에 진입한 이후 사업을 공격적으로 확장하면서 점유율을 2018년 3%에서 2020년 26%까지 끌어올렸다.

그러나 Zillow는 이번 달 2일, 3분기 어닝콜에서 iBuying 사업을 접는다고 밝혔다. Zillow의 3분기 iBuying 사업부 Gross Margin은 -20.9%였으며, 3년 반 동안 기록한 누적 손실

은 10억 달러가 넘는다.

이러한 Zillow의 iBuying 사업 철수 선언 후 동사에 대한 투자자들의 반응은 둘로 갈린다. 한쪽에서는 Zillow의 실패는 iBuying이라는 비즈니스 모델 자체가 지속 가능하지 않다는 것을 보여준다고 말한다. 다른 한쪽에서는 Zillow가 iBuying에서 철수한 덕분에 동사는 더욱 손쉽게 우위를 굳힐 수 있으며, Zillow 대비 더 나은 기술과 리스크 관리 능력으로 성공할 것이라고 본다.

이처럼 동사의 iBuying을 둘러싼 시각이 엇갈리는 지금, 이 비즈니스 모델의 성장성 및 지속 가능성에 대한 구체적인 분석을 담은 보고서가 필요하다고 보았다. 그리고 결론부터 말하자면 본 보고서는 동사의 성공 가능성이 매우 높다고 판단한다.

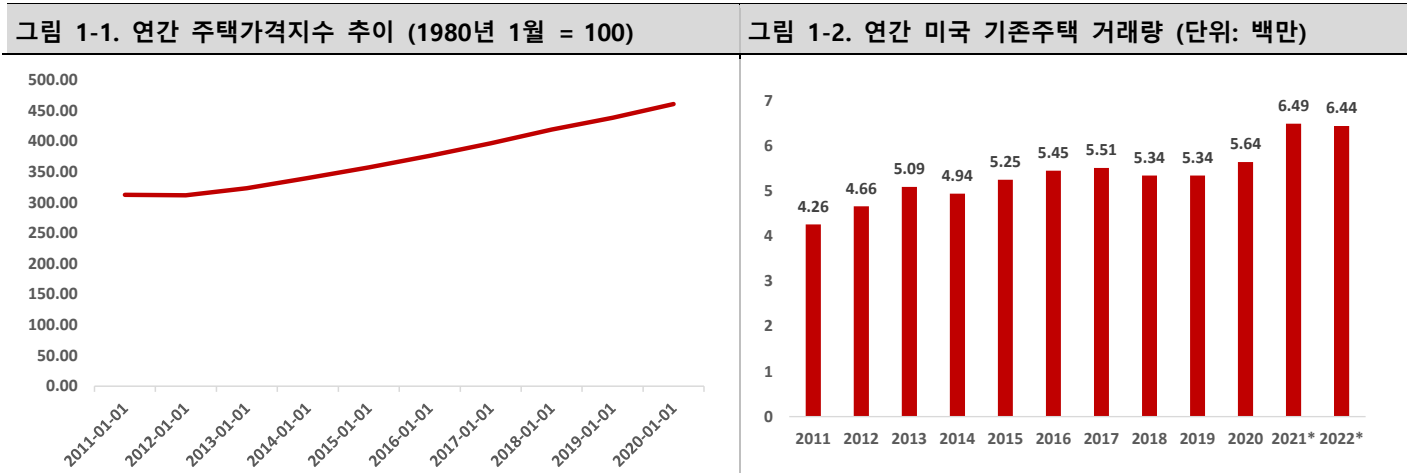
본 보고서는 먼저 왜 iBuying이 미국 주택 시장에서 효과적인지, 왜 동사가 iBuying 시장에서의 압도적인 우위를 지켜나갈 수 있을지를 보일 것이다. 그리고 투자자들의 우려가 큰 미국 주택경기 및 그것이 동사에 미칠 영향을 분석함으로써 그러한 우려가 타당한지 여부를 검증할 것이다.

## 1. 산업 분석

### 1.1. 미국 주택 시장

**미국 주택 시장 = 최대 규모 단일 시장**

미국의 주택 시장은 단일 시장 최대의 규모를 자랑한다. 2019년 기준 주택 가격 총액 33.6조 달러로 같은 해 미국 증시 시가총액 34.4조 달러에 맞먹는 수치이다. 주택가격과 연간 거래량 또한 서브프라임 경제위기 이후 꾸준히 우상향하는 추세이며, 이는 코로나 19 이후 더욱 가파른 성장속도를 보인다. 2020년 기준 거래액은 약 1.7조 달러, 거래량은 564만 개 이상이다.



출처: 연방주택금융청, SMIC 4팀

출처: National Association of Realtors, SMIC 4팀

## 1.2. 프롭테크: 주택시장의 디지털 트랜스포메이션

초거대시장의 DT,  
먹을 것이 많은 시장

초대형 시장인 미국 주택 거래 시장의 온라인 전환율은 아직도 1% 미만으로, 아날로그 방식의 거래가 절대적인 비중을 차지한다. 이에 디지털화를 선도하여 주택시장의 아마존이 되고자하는 여러 IT기업이 시장에 뛰어들었고, 이들이 미국의 프롭테크 산업을 이끌고 있다.

iBuying:  
집을 즉시 구매  
→ 이후 재판매

프롭테크 기업들의 사업 영역은 크게 세가지, 1) 부동산 검색 포털, 2) 온라인 브로커리지, 3) iBuying로 구분된다. 부동산 검색 포털은 우리나라의 네이버 부동산처럼 온라인 매물 검색 서비스를 제공하며, 미국 기업으로는 Zillow가 대표적이다. 온라인 브로커리지는 직방, 다방과 같은 온라인 중개서비스로 미국에는 Redfin, Compass 등의 기업이 있다. 그리고 iBuying는 위의 두 서비스와 달리 우리나라엔 없는 사업 모델로, 'instant buying'의 약어이다. 이는 기업이 개인 판매자로부터 직접, 즉시, 그리고 디지털로 집을 구매하여 다시 디지털 채널로 주택 수요자에게 판매하는 부동산 거래 형태이다.

## 2. 기업 분석

### 2.1. 기업 개요

iBuyer 플레이어 중  
Best & First

동사는 iBuying 사업모델을 처음 개발해낸 프롭테크 기업으로, 현재는 미국 내 iBuying 시장의 과반을 점유하고 있다. 현재 영위하는 iBuying 사업을 성장 기반으로 향후 부동산 전반을 모두 서비스하는 원스톱 프롭테크 기업을 목표로 한다. 2014년 설립 이후 빠르게 외형을 키워 온 성장성을 인정받아 2020년 12월 나스닥에 SPAC 상장했다.

### 2.2. 사업 부문

빠르고 편한 거래를  
제공 → 수수료 수익

동사는 iBuying 사업에 집중하고 있으며, 매출도 모두 해당 사업 부문에서 발생한다. 개인 판매자로부터 주택을 매입하면서 계약금의 5~8%를 수수료로 받는다. 이후 주택을 다시 개인 구매자에게 판매하며 생기는 차익까지 수익이 된다.

수익성 강화를 위한  
각종 절차 내재화  
→ 토탈 프롭테크

주택거래 전후에 연속적으로 제공 가능한 부가서비스들을 추가하여 수익성을 강화하고 있다. 에스크로 서비스를 시작하여 기존에는 비용이 지출되던 계약서 작성 절차를 내재화하였고, 추가 수익을 얻기 위한 대출 사업 Opendoor Home Loan도 시작하였다. 현재 매출에서 차지하는 비중은 미미하나 더욱 확대될 것이며, 이 외에도 보험, 리모델링, 이사 등으로 사업을 확장하여 매출의 파이프라인을 늘릴 계획이다.

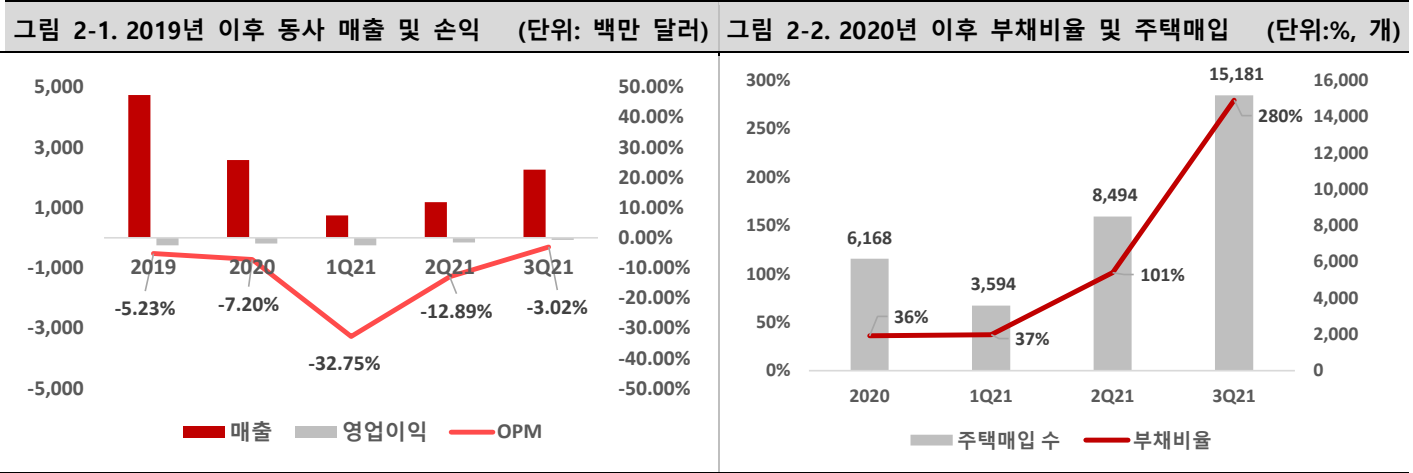
### 2.3. 재무 분석

2021은 빠른 매출  
성장의 시기!

동사는 매출을 판매한 집값의 총액으로 인식한다. 2020년에는 코로나19로 인해 집의 매입속도가 대폭 줄었고, 자연스럽게 판매 건수 또한 따라 줄었다. 그러나 주택경기의 호황 및 공격적인 사업 확장으로 올해는 매출의 빠른 성장을 보이고 있다.

**부채비율의 상승은  
규모확장에 불가피**

동사는 주택이라는 규모가 매우 큰 자산을 계속해서 사고 파는 사업모델을 갖고 있기에 많은 현금이 필요하다. 이에 따라 부채를 공격적으로 차입하고 있으며, 대부분 Revolving Facility를 통해 자금을 조달하고 있다. 특히 사업의 공격적인 확장기에는 이러한 특징이 더욱 두드러지는데, **올해 3분기에 부채비율이 대폭 증가한 것 또한 주택매입 건 수가 동기간에 가파르게 늘어났기 때문이다.**



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

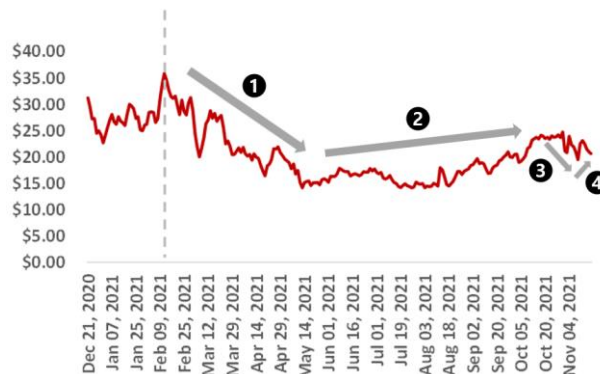
출처: 동사 IR, SMIC 4팀

**2.4. 주가 분석**

작년 겨울 큰 관심을 받으며 SPAC 상장한 동사는 올해 초까지 빠른 주가 성장을 보여줬다. 그러나 1) 이번 상반기 2020년 실적 발표에 대한 투자자들의 실망, 락업 물량, SPAC 상장주의 전반적 약세 등 이유로 고점 대비 약 50% 하락하였다. 2) 이후 조정을 거치다가 올해 실적이 회복하는 모습을 보이며 주가가 상승 추세를 보여왔다.

그러나 3) 최근 11월 2일 경쟁사 Zillow의 iBuying 사업 철수 소식에 급락하였는데, 이는 iBuying 사업의 지속가능성에 대한 의구심이 시장 전반에 퍼졌기 때문이다. 4) 그러나 열흘 후인 11월 12일, 3분기 실적 발표에서 애널리스트 컨센서스를 상회하는 QoQ 91%의 매출 상승을 보여주며 시장의 우려를 깨면서 주가가 상승하였다.

**그림 2-3. 상장 이후 주가 추이**



출처: Nasdaq, SMIC 4팀

### 3. Why iBuying, Why Opendoor

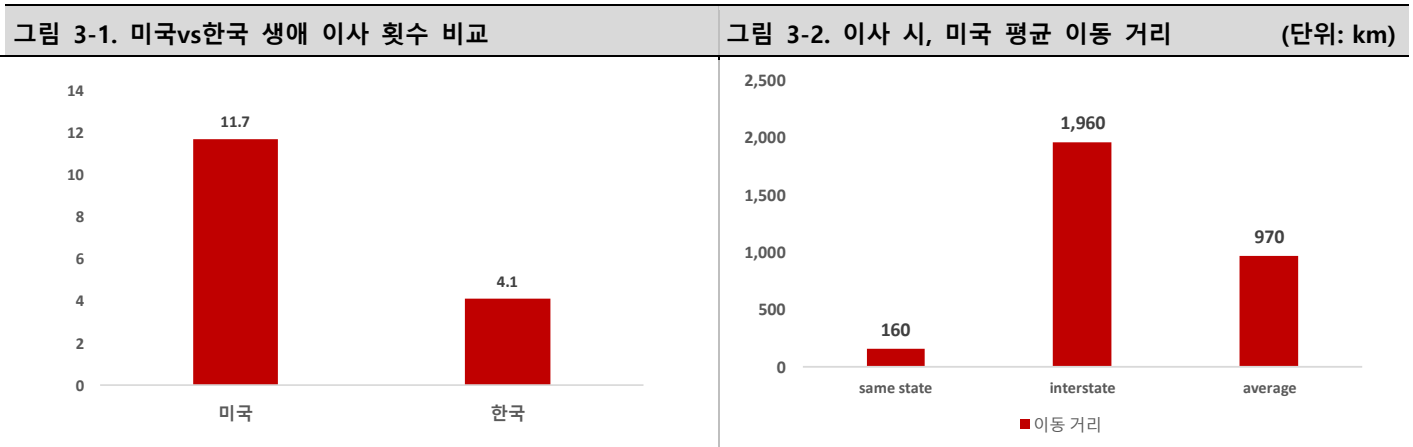
#### 3.1. 미국 주택 거래 시장을 지배할 iBuying

iBuying이 미국 주택 거래 시장을 잠식할 수 있는 가장 큰 이유는, 미국 이사 문화의 Pain Point를 잘 포착하고 이를 해결할 수 있는 BM이기 때문이다. 전통적인 주택 거래에서의 판매자/구매자 Pain Point는 극심하였고, 이를 개선하기 위해 기존 온라인 부동산 검색, 브로커리지 등이 등장하였으나 이러한 BM으로는 주택 판매/구매 과정에서의 Pain Point를 해소할 수 없었다. iBuying은 판매자/구매자의 Pain Point를 확실하게 해소하는 BM으로서 향후 디지털에 익숙한 MZ세대가 주택 주구매자층으로 부상함에 따라 iBuying의 부동산 거래 시장 지배력은 꾸준히 상승할 전망이다.

##### 3.1.1. 미국 이사 생태계

미국인의 평균 이사 횟수 한국인의 약 3배

미국은 이사가 잦으며, 이동 거리가 큰 국가이다. 평균적으로 미국인들은 일생에 있어 총 11.7회 이사를 다닌다. 반면 한국의 경우 4.1회로, 미국은 한국보다 약 3배 정도 이사 횟수가 잦다. 한편, 기본적으로 미국은 토지 면적이 넓은 국가이기에 이사 시 평균 이동 거리 또한 970km로, 차로 약 10~13시간이 소요되는 거리이다.



출처: 미국 인구조사국, 통계청, SMIC 4팀

출처: 미국 인구조사국, SMIC 4팀

미국 이사 특징 : 높은 빈도, 장거리 이동

이처럼 미국 내 이사는 빈도가 높고, 한번 이사할 때마다 장거리를 이동해야 한다는 특징이 있다. 자연스럽게 미국에서의 이사는 삶의 상당 부분을 차지하고, 한국과 비교하였을 때 보다 보편적인 이벤트임을 알 수 있다.

미국에서의 이사는 매우 높은 비용과 복잡한 절차 존재

미국에서 이사가 자주 있는 일이라면, 합리적으로 생각하였을 때 미국의 이사 절차는 간단하고 빠른 거래를 목표로, 고도의 효율을 추구할 것이라 추론할 수 있다. 그러나 실상은 그렇지 않다. 미국의 주택 판매/구매 절차는 매우 복잡하며, 각각의 부동산 중개인들 사이에 두고 거래를 진행해도 판매자/구매자가 감당해야 하는 일이 많다. 이 중 구체적으로 미국의 주택 판매자/구매자가 감당해야 하는 로드를 살펴보면 다음과 같다.

### 1) 미국 주택 구매 절차 및 Pain Point

그림 3-3. 미국 주택 구매 절차 및 Pain Point



출처: 동사, 코리얼티USA, SMIC 4팀

미국 주택 구매 절차는 지역 및 주택 형태 결정부터 클로징까지로 구성된다. 구매자는 보통 구매자 측 에이전트(부동산 중개인)를 두고 거래를 진행한다. 그럼에도 불구하고 구매자가 참여해야 하는 단계들이 있는데, 이 중 구매자의 손이 많이 가는 단계는 **오픈 하우스, 오퍼, 인스펙션, 파이널 인스펙션**이다.

#### 에이전트가 있어도 최종 결정은 판매자가 직접

①**오픈하우스**: 한국과 달리 미국은 오픈하우스 절차를 이용하여 주택을 구매한다. 주택 판매자가 구매자들에게 일정을 공시하면 여러 구매자들이 경매를 하듯 해당 주택에 입찰을 하고, 가장 좋은 오퍼(전액 현금 지불 등)를 제시한 구매자가 거래 당사자가 된다. 좋은 집의 경우 구매자들이 몰리기 마련이고, **최선의 조건을 제공하기 위해 구매자는 경쟁을 감당해야 한다. 입찰에 실패할 경우 다른 주택을 탐색해야 하며, 평균적으로 구매자들은 12개 정도의 오픈 하우스를 탐색하게 된다.**

#### 서면으로 2~4번 오퍼 계약서를 주고 받는 불편함 존재

②**오퍼**: 최종적으로 구매자로 확정이 되었더라도 오퍼 계약서를 2~4번 판매자와 주고 받으며 세부 조건을 서면으로 조정해야 한다. 한국의 경우 직접 집을 보러 다니며 구두로 이러한 세부 계약 조건을 조정할 수 있으나 이사 거리가 큰 미국의 경우 서면으로 주고 받는 게 원칙이다. **판매자/구매자의 부동산 중개인이 절차를 처리한다고 해도, 판매자와의 합의가 원활하지 않을 경우 오퍼가 오고 가는 횟수는 늘어간다.**

#### 전문가 고용 후 집 조사 과정, 인스펙션 필요

③**인스펙션, 파이널 인스펙션**: 오퍼가 확정된 후, 혹시라도 있을 문제점을 파악하기 위해 구매자는 전문가를 고용하여 주택 인스펙션을 실시한다. 이 과정에서 수리하거나 보상을 요구할 부분이 있다면 판매자에게 요구할 수 있다. 마지막으로 파이널 인스펙션을 할 때에는, 구매자가 주택을 방문하여 직접 집을 확인하고 검사해야 한다. **집의 실제 상태가 어떠한지 신뢰할 수 없으므로 먼 거리를 이동하여서 확인하는 과정이 포함되어 있는 것이다.**

이처럼 구매자는 일련의 구매 과정에서 상당한 신체적/정신적/금전적 부담을 지게 된다.

## 2) 미국 주택 판매 절차 및 Pain Point

그림 3-4. 미국 주택 판매 절차 및 Pain Point



출처: 동사, 코리얼티 USA, SMIC 4팀

### 판매자 역시

### 에이전트 고용 필요 단계

미국 주택 판매 절차는 리스팅 계약서 체결부터 클로징 단계까지 구성된다. 판매자 또한 에이전트를 포함시켜 거래를 진행하는 일이 일반적이다. 따라서 구매자와 판매자 모두 에이전트를 각각 1명씩 두게 된다. 판매 절차에서 판매자가 감당해야 하는 부담 또한 구매자와 비슷하다.

### 에이전트가 있어도 최종 결정은 판매자가 직접

① **오픈하우스**: 주택을 광고로 내놓은 뒤 여러 구매자들이 조건을 제시하면, 그 조건들을 가능하고 어느 조건이 자신에게 가장 이로울 것인지 판단해야 한다. **에이전트가 대안 추천은 할 수 있으나 최종 결정은 판매자가 내려야 하는 법이므로 심리적 부담이 생긴다.**

② **오퍼**: 판매자와 마찬가지로 오퍼 성립까지의 과정이 길어지면 판매자의 정신적 부담이 커진다.

### 수리 기간에 거주지 마련해야하는 불편함 존재

③ **인스펙션, 파이널 인스펙션**: 인스펙션과 파이널 인스펙션 과정을 밟을 때 판매자는 주택을 외부인에게 주기적으로 공개해야 한다. 이때 집을 미리 치우고, 점검하고, 수리하는 과정에서 판매자는 시간적/정신적/금전적 비용을 지불해야 한다. **나아가 수리 중 주택에서 거주하기 힘들 경우 임시 거주지를 마련해야 하므로 추가적인 지출이 발생한다.**

### 판매자, 구매자간 이사 일정 차이 존재

한편, 보편적으로 사람들은 집을 팔고 나갈 때 동시에 새로운 집을 구매하기에 판매자는 또다른 구매자이다. 이때, **주택 거래 과정에서 판매자와 구매자의 이사 일정이 맞지 않는 경우 한쪽은 임시로 호텔에서 생활하거나 급하게 머무를 거주지를 구해야 하기도 한다.**

판매자/구매자의 공통 Pain Point는 다음과 같다. 최종적으로 주택을 판매하고 구매할 때

드는 비용은 전체 주택 거래액의 14%를 훌쩍 넘는다. 에이전트 고용 수수료가 전체의 6% 임을 고려하였을 때 부대비용이 고용 수수료보다 높은 상황이다.

그림 3-5. 주택 거래 시 수수료 구조

(단위: 달러)	Cost	Rate
Home price	200,000	
Broker commision	13,750	6.88%
Seller concessions	3,750	1.88%
Closing costs	3,750	1.88%
Home renovation/repairs	2,500	1.25%
Double mortgage	2,500	1.25%
Moving costs	1,259	0.63%
Staging	2,100	1.05%
Home warranty	936	0.47%
<b>Total cost</b>	<b>29,630</b>	<b>14.82%</b>

출처: 동사, SMIC 4팀

미국 부동산 시장은 시간적/정신적/금전적 부담이 큰 시장

이와 같은 판매/구매 절차가 모두 완료되려면 적어도 3~4개월은 걸리고, 길어질 경우 반년에서 1년까지도 지속된다. 판매자는 급하게 현금이 필요할 때 부동산을 처분하는 일을 상상하기 어려우며, 구매자 또한 개인적인 사유로 가능한 빠르게 거주지를 이전해야 할 때 주택 거래를 자유롭게 할 수 없는 상황이다. 평생 동안 약 11.7회 정도 이사를 한다는 사실을 상기하였을 때, 이러한 시간적/정신적/금전적 부담을 매번 짊어져야 하는 입장에서 부동산 거래 절차의 혁신이 절실하지 않을 수 없다.

### 3.1.2. 부동산 거래의 판도를 바꿀 iBuying

디지털 트랜스포메이션으로 프롭테크가 발달하면서, 앞에서 살펴보았던 미국 부동산 거래 시장에서의 불편함을 개선하기 위해 여러 모델이 등장하였다. 그러나 이들은 Pain Point를 실질적으로 개선하지는 못하였다.

#### 1) 부동산 검색 플랫폼

에이전트가 계속 존재하는 부동산 검색 플랫폼

부동산 검색 플랫폼은 판매자/구매자 모두 인터넷으로 부동산 매물을 검색할 수 있게 집합을 모아두었다. 그러나 검색 플랫폼에서는 마음에 드는 매물을 확인할 수만 있고, 거래를 하려면 여전히 에이전트를 사이에 두고 전통적인 거래 방식으로 움직여야 한다. 따라서 거래 절차에서 발생하는 Pain Point를 해결할 수는 없다.

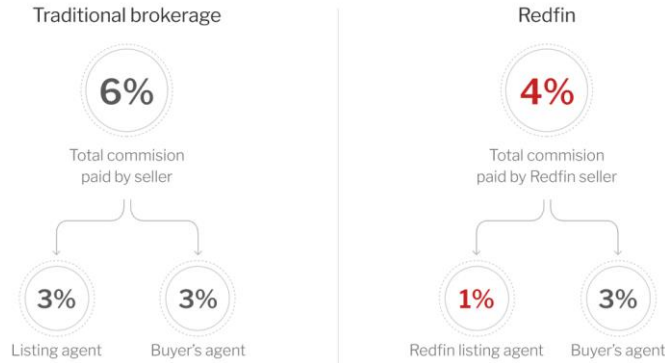
#### 2) 온라인 브로커리지(Online Brokerage)

온라인 브로커리지 = 온라인 중개인. 2% 낮아진 수수료.

온라인 브로커리지는 온라인 상으로 저렴한 수수료로 중개인을 양측에 제공하는 BM이다. 검색 플랫폼에서 더 나아가 온라인으로 에이전트를 제공하는 방식으로 고객의 편의성을 제고하고 금전 지출을 절감한다는 모토를 표방한다. 실제로 전통적인 중개에서 수

수수료는 6%인 반면, 대표적인 온라인 브로커리지 업체 Redfin의 수수료는 4%이다. 따라서 온라인 브로커리지를 이용할 시 수수료는 12%에서 10%로 낮아지게 된다.

그림 3-6. Redfin 수수료 구조



출처: Redfin

브로커리지의 한계 : 낡은 방식 그대로 온라인에서 진행된다

그러나 온라인 브로커리지는 온라인을 통해 거래가 이루어진다는 점을 제외하고는 기존 전통적인 거래 방식과 큰 차이가 없다. 오피어를 간단하게 할 수 있다는 장점은 있으나, 여전히 판매자/구매자 모두 오픈하우스에 참여하고, 인스펙션을 실시한 후 최종적으로 집을 보러 다녀야 한다. 여전히 에이전트를 이용하는 방식이므로 일정이 맞지 않으면 임시 거주처를 구해야 하는 상황 모두 동일하다.

수수료 또한 여전히 높은 편!

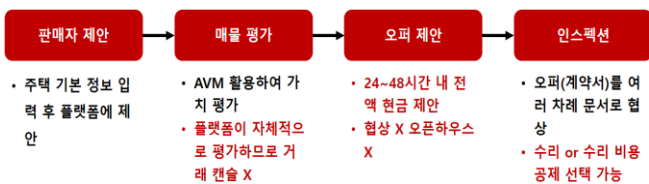
또한, 앞서 살펴보았듯 주택 거래에 있어 에이전트 고용 시 수수료보다 부대비용 수수료가 전체 수수료에서 더 많은 비중을 차지하기에, 부대비용 수수료를 플랫폼 차원에서 더 줄일 수 있음에도 불구하고 본질적으로 절감하지 못했다는 것이 아쉬운 점으로 남는다.

3) iBuying

단순 디지털화가 아닌 진짜 혁신 = iBuying

부동산의 디지털 트랜스포메이션이 진행되고 있으나, 소비자들의 Pain Point가 실질적으로 해결되지 못한 상황에서 등장한 새로운 BM이 있다. 바로 iBuying이다. iBuying은 동사가 처음 개발한 BM으로, 플랫폼이 판매자로부터 직접 집을 사들여 구매자에게 집을 판매하는 방식이다. iBuying은 기존 프롭테크 BM이 해결하지 못했던 소비자 니즈를 명쾌하게 해결하였다. 구체적으로 iBuying의 구매/판매 절차를 살펴보자면 다음과 같다.

그림 3-7. iBuying 판매 절차



출처: 동사, Redfin

그림 3-8. iBuying 구매 절차



출처: 동사, Redfin

**이틀 안에 가격 받고  
→ 일주일이면 판매  
가능**

먼저 판매자가 iBuying 플랫폼에 판매 제의를 하면서 거래가 시작된다. 판매자는 주택의 특징과 최근 업그레이드를 포함하여 집에 대한 몇 가지 기본 정보를 입력하면 된다. 플랫폼은 AI를 활용한 자동평가모델(AVM)을 활용하여 주택의 평가 가치를 산정한다. 이를 통해 일반적으로 요청을 받은 후 **24-48시간 이내에 전액 현금 제안을 한다. 이 오퍼는 협상할 수 없다.** 이후 판매자가 수락하는 데까지 5-7일이 소요된다. 수락한 다음, 플랫폼은 자체적으로 인스펙션을 실시한 후 수리 비용을 평가한 뒤, 주택 소유자에게 수리를 하거나 판매 가격에서 비용을 공제할 수 있는 선택권을 부여한다.

**내가 살 집, 온라인  
에서 골라 들어간다**

구매자의 경우 iBuying 플랫폼에서 매물을 검색하는 것부터 구매 절차가 시작된다. 마음에 드는 매물을 선택한 후, iBuying에 제안을 한 뒤 계약서를 작성하게 된다. 계약서 작성 시 부동산 전문 지식이 필요하므로 iBuying을 이용하더라도 중개인을 거래 당사자 사이에 두게 된다. 이후 인스펙션과 주택 감정 절차를 거쳐 최종적으로 집을 구입할 수 있다.

**오래 걸리던 집처분,  
동사는 10일이면  
현금을 쥐어준다**

iBuying이 강력한 BM인 이유는 다음과 같다. 먼저 판매자가 iBuying을 이용할 경우, **3일 내에 전액 현금 제안을 받을 수 있으며 10일 내로 빠르게 입금 받을 수 있다**는 장점이 있다. 오퍼를 협상하지 않고, 오픈하우스를 열지 않아도 되기에 판매 기간이 유의미하게 감소하기 때문이다. 전통적인 방식으로 판매할 경우보다 다소 낮은 단가로 판매하게 될 수는 있으나, 급하게 주택을 처분해야 할 경우 iBuying은 혁신적인 수단이 될 수 있다.

**수수료 구조 혁신  
→ 동사에 집 팔면  
비용 절감 가능!**

결정적으로, iBuying은 수수료 구조 또한 혁신하였다. 에이전트 수수료(iBuying의 경우 플랫폼 수수료)는 5~8%로 주택 가격에 따라 유동적으로 정하는 대신, **Staging, Seller Concession**과 같은 추가적인 수수료를 부과하지 않는 방식으로 판매자의 비용 부담을 완화하였다. 그 결과 최종적으로 부과되는 수수료는 전체 주택 가격의 10% 미만이다. 판매자 입장에서 iBuying은 편의성, 신속성, 가격의 합리성을 모두 갖춘 대안인 것이다.

**넓고넓은 미국땅,  
집 보기도 힘들다!  
→ 디지털화 필연적**

구매자는 iBuying 플랫폼이 주는 신뢰성이 강력하기에 iBuying을 이용할 유인이 충분하다. 평균 이사 거리가 서울-부산을 훌쩍 넘는 미국에서 좋은 집을 구하기 위해 여러 번 이사하려는 지역에 가서 발품을 팔기에는 위에서 살펴보았듯 자원 지출이 상당하다. 따라서 원격으로 매물을 검색하고 거래하는 온라인 부동산 거래 시장은 성장할 수밖에 없는 형국이다.

**온라인 브로커리지 :  
매물에 대한 신뢰 無**

그러나 기존의 온라인 브로커리지의 경우 단순히 판매자와 구매자를 연결하기에, 구매자는 판매자의 매물을 전적으로 신뢰할 수 없다. 판매자가 허위매물을 게시했을 경우, 과장광고를 했을 경우를 배제할 수 없다. 엄밀한 인스펙션이 여러 차례 동원되는 이유이다.

**매물에 대한 신뢰를  
주는 동사의 정책 :  
환매 보증 제공**

반면 iBuying BM의 경우, 플랫폼이 판매자로부터 매물을 직접 사들여 수리 및 보수를 한 뒤 구매자에게 옵션으로 제시한다. 동사의 경우, 구매자가 주택이 마음에 들지 않을 경우, **3% 수수료를 전제로 90일 환매 보증을 제공**하기까지 한다. 이에 따라 구매자는 iBuying 플랫폼 정책 및 브랜드가 보증하는 균질한 주택 상태에 대한 가치를 염두에 두고 원격으로 매물을 선택할 수 있게 된다.

### 3.1.2. MZ세대의 부상, iBuying 침투율 상향의 트리거!

**iBuying의 침투율은 MZ세대와 함께 본격 가속화!**

앞서 서술한 논리에 따라 iBuying 시장의 성장은 담보된 일이다. 기존의 Pain Point 해결에 대한 수요를 가지고 있던 주택시장 판매, 구매자들은 기존의 전통적인 모델에서 iBuying으로 서서히 이행할 것이다. 그리고 이 속도는 **MZ세대의 부상과 함께 전환점을 맞이해, 본격 가속화될 것으로** 전망한다.

**MZ세대는 1980~2005년생 → 16~41세!**

MZ세대는 밀레니얼과 Z세대를 통칭하는 단어다. 국가마다 범위 기준은 상이하지만 미국을 기준으로 정의하면 **밀레니얼은 1980~1994년생을, Z세대는 1995~2010년생을** 의미한다. 이전 경제 활동과 소비 중심이던 베이비부머(1940~1959년생)와 X세대(1960~1979년생)를 구분하기 위해 일컬어지는 용어다.

**미국에서 특히 더 강한 MZ세대의 비중**

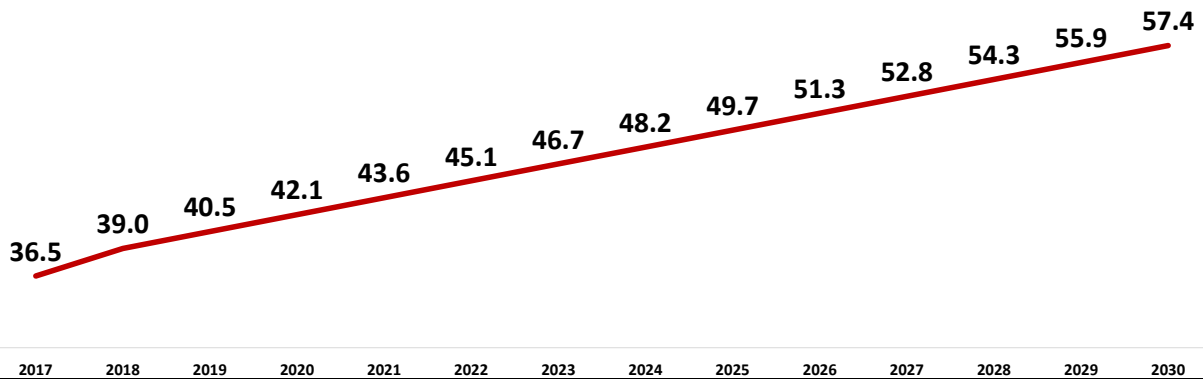
MZ세대의 비중과 파급력은 국내보다 미국 시장에서 특히나 극대화된다. **전체 인구 내 비중이 50% 이상으로 높으며, 이들은 이미 주택시장의 큰손이다.** MZ세대는 이전 시대에 비해 부를 축적할 시간과 기회는 부족했다. 그러나 물려받을 돈은 역대급으로 많다. 베이비부머 은퇴와 상속 때문이다.

**든든한 상속으로 MZ 세대의 주택 구매 활성화**

베이비붐 세대는 현재 세계적으로 가장 많은 부를 소유하고 있는 계층이다. 미국에서는 이들의 노화와 사망 등에 따라 해당 자산이 MZ세대로 향후 20년간 이전될 전망이며, **2040년까지 약 22조달러를 상속받을** 전망이다. 이 시기가 본격화되며, **이들의 자녀인 MZ세대의 주택 구매가** 시작되고 있다.

그림 3-9. MZ세대의 주택 구입 비중

(단위: %)



출처: National Association of Realtors, 삼성증권, SMIC 4팀

**온라인 구매에 심적 장벽이 심했던 이전 세대**

베이비부머, X세대로 대표되는 이전 세대들은 디지털 플랫폼에 대한 막연한 거부감으로, **iBuying 서비스를 이용한 주택 거래에 보다 소극적인 편이었다.** 주택 구매자들의 검색 활용 비중은 2010년에 이미 90%를 초과하였으나, 그저 검색에만 활용했을 뿐 **실질적인 매매는 유의미하게 이루어지지 않았다.**

**MZ세대는 iBuying에 전혀 거리낌 없다**

그러나 MZ세대는 다르다. 이들에게 가장 두드러지는 특징은 디지털과 모바일에 익숙하다는 것이다. **이전 세대가 온라인에서 이루어지는 대규모 자산 매매에 대한 진입 장벽이 높았던 반면, MZ세대는 온라인 구매에 대한 허들이 낮다.**

### 3.2. iBuying 산업의 특성, Key driver 3가지!

[3.2.]에서는 iBuying 산업에서 성공하기 위한 Key driver를 분석할 것이다. 특히, 최근 iBuying 사업부 철회를 선언한 점유율 2위 사업자 Zillow의 사례 분석을 통해 iBuying 운영에서의 핵심을 보이고, 동사가 지니는 역량과 비교 우위를 증명해낼 것이다.

#### 3.2.1. 단 한 톨의 수수료도 잃을 수 없다

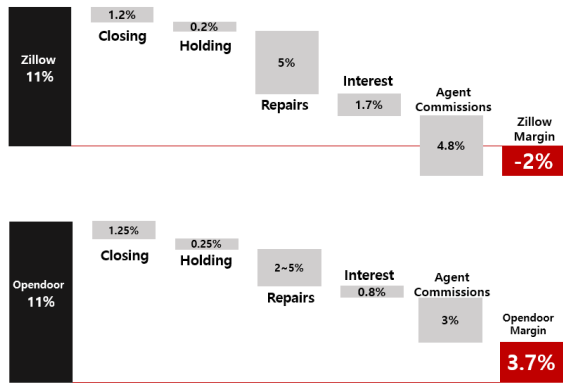
**핵심① 수수료 전략**  
동사와 Zillow는 상이한 태도로 접근

수익 원천을 오직 수수료에만 집중하였던 동사와 달리, Zillow는 사업 초기부터 적극적인 리모델링과 중개인 매칭을 통한 매각 차익과 수수료 확대 전략을 표방했다. 이에 동사 대비 높은 수준의 비용 지출과 가격 전략이 있었다. 어떤 전략이 먹힐지에 관해 의견이 분분했지만, 결과적으로 iBuying 산업 특성 하에서는 사업부문의 효율적 내재화가 아닌 이상, 추가적인 비용 지출은 사업 전반의 GPM 하락으로 이어졌다.

**규모의 경제 위한 Q 확대, 동사만 살아 남았다**

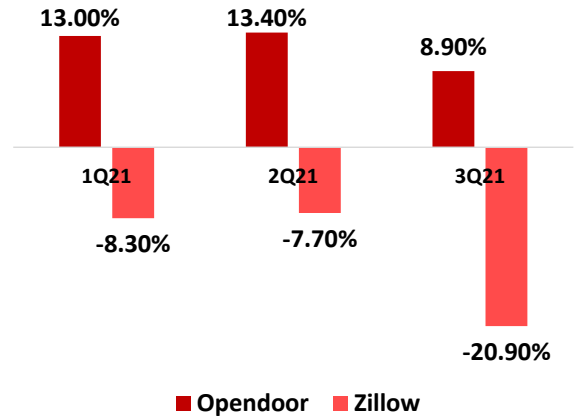
이익 창출을 위해서는 Q를 공격적으로 확대하여, 고정비를 상회하는 매출에 도달해야 한다. 현재까지 iBuying 시장에서 가장 큰 Q를 확보한 사업자는 동사와 Zillow였다. 그러나 Zillow는 확대되는 적자폭을 견디지 못하고 10월 18일자로 iBuying 사업부의 철수를 결정하였으며, 현재까지 외형 확장과 동시에 수익성 방어까지 성공한 플레이어로는 동사가 유일하다.

그림 3-10. 동사, Zillow 수수료 수익 구성 비교



출처: Better homes and Gardens, Metro Brokers, SMIC 4팀

그림 3-11. 동사, Zillow Gross margin 변화 추이



출처: EDGAR, SMIC 4팀

#### 3.2.2. 주택 재고 보유 기간 분기 내로 방어!

**핵심② 주택 재고 보유 기간 방어**

매입한 주택 재고의 보유 기간 관리 역시 사업 운영의 핵심으로 분석된다. iBuying 사업자는 집을 소유하는 기간 동안 집을 수리, 청소하는 등의 관리비는 물론, 주택 소유자 협회 회비와 재산세 등의 holding cost를 지불해야 하며 이는 보유 기간이 길어질수록 비례적으로 증가한다.

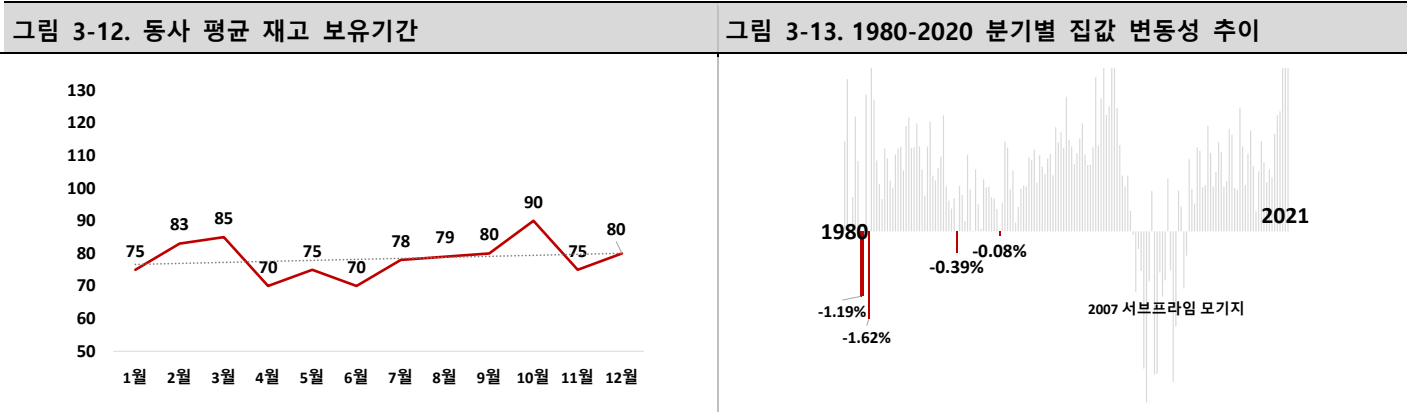
**집값 변동 헛지 → 매각 차익보다 안정성을 목표**

보다 큰 위험은 집값 변동으로 인한 재고자산 손실 가능성이다. 집을 보유하고 있는 기간이 증가할수록 보유 재고에 대한 가격 변동성은 급증하기 시작한다. 물론, 주택 가격

상승장일 경우 변동이 매각 차익으로 이어질 가능성도 높다. 그러나 iBuying 사업자는 시장의 방향에 베팅하는 수익모델이 아니다. 그들의 궁극적인 목표는 시장이 어떤 방향으로 흐르고 있던 간에, 안정적으로 사업을 구동할 수 있는 기반 구축에 있다.

재고 회전 주기 < 시장 사이클보다 빠르게 유지

따라서 iBuying 사업자라면, 주택 매입 이후 시장이 턴어라운드되기 전에 재빨리 판매함으로써 주택 가격 변동에 의한 영향을 최소화하는 전략을 펴야 한다. 따라서 주택 보유 기간, 즉 재고 회전 주기는 iBuying 사업자의 역량 평가에 핵심적인 지표이다.



출처: Better homes and Gardens, Metro Brokers, SMIC 4팀

출처: FRED, SMIC 4팀

동사의 평균 재고 보유기간 → 80일!

그리고 동사는 2018년부터 평균적으로 80일, 적어도 한 분기 이내로 재고 보유기간을 방어하고 있다. 역사적인 집값 변동의 분기별 추이를 분석했을 때, 한 분기 이내로 발생했던 2007년 서브프라임 사태를 제외하고 최대 -2% 이내의 수준에서 방어되고 있으며, 감소분만큼의 가격 인상 대응은 후술하겠지만 동사의 수수료 책정 정책 내에서 구조적으로 방어 가능하도록 운용되고 있다.

핵심③ AI 활용한 (AVM)

3.2.3. AVM 가격 산정 시스템 확보

빨리 팔릴 자산만 골라주는 AI시스템

iBuying 사업자는 주택의 매입과 매도 턴을 짧은 주기로 유지하여, 높은 회전률을 지켜 내야 한다. 처음부터 빠르게 팔릴 만한 자산만을 적절한 가격에 매입해야 하는데, 수많은 매물에 대한 정확한 의사결정은 불가능하다. 그리하여 해당 프로세스를 자동화한 AVM 시스템을 사용하며, 잠재적 자산이 판매되는 데 걸리는 시간을 AI로 계산한다. 그리고 이 모델의 정확도는, 수집 가능한 데이터의 품질과 양이 결정한다.

예측 정확도 핵심 ① 범주형 데이터

먼저 데이터 품질은 범주형 요소의 반영으로 결정된다. AVM은 궁극적으로 부동산 중개인의 의사결정 과정 전체의 디지털화를 목표로 한다. 그들이 주택 가격을 결정하던 주체가 이자, iBuying이 침투할 고객들의 기존 거래처이기 때문이다. 에이전트의 의사결정 시스템은 Comp Price를 기반으로 이루어진다.

시장 진입자만 쌓을 수 있는 정성적인 데이터 확보 필요

이는 주택의 가격, 지역을 기점으로 한 각 매물의 욕실 수, 조망과 같은 정성적인 요소들을 뜻한다. 그러나 등기부와 같이 공시되는 외부 자료에는 Comp price에 영향을 주는 정성적 요인에 대한 초점이 충분히 할애되지 않으며, iBuying 사업자가 주택을 직접 사

고 판 이력으로만 수집 가능한 데이터다. 뛰어난 AVM모델 구축을 위한 데이터는 시장에 먼저 진입한 사업자만이 확보 가능하다. iBuying 모델을 개발하여 2014년부터 일찍이 데이터를 수집해왔던 동사가 경쟁사 대비 압도적 우위를 지니는 영역이다.

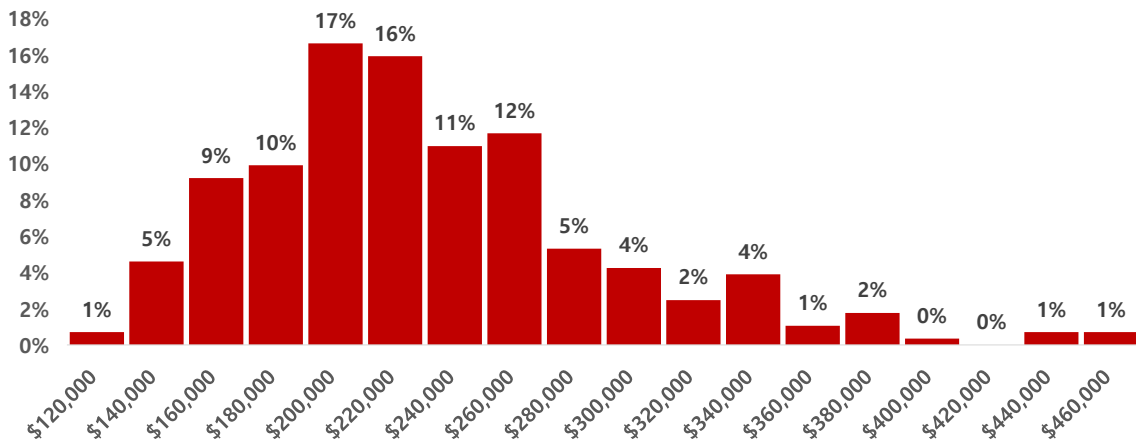
**지역마다 독립적인 AVM 필요, 일괄 적용 불가**

또한 요소별 가중치는 가격, 지역으로 분리되는 각 시장에 따라 판이하게 다르다. 따라서 ibuying 사업자는 타겟할 시장을 한정하여 접근해야 한다. Comp factor의 특이성으로 인해 집단 간 차이가 상당하며, 시장 전체에 일괄 적용되는 모델의 구축은 불가능하다. 이에 가격, 지역별로 분류된 시장마다 독립적인 AVM이 필요하다.

**예측 정확도 핵심② 충분한 데이터 확보**

모든 시장에 들어갈 수 없다면, 적절히 구동될 수 있는 시장을 우선적으로 진입하는 것이 옳은 선택이다. 방대한 양의 데이터를 투입할수록 모델의 정확도가 올라가는 것은 자명하다. 그러나 각 집단마다 수집 가능한 표본 수의 차이가 상당하기에, 되도록 균질하고 표본이 많은 집단에 진입해야 한다는 결론이 나온다.

그림 3-14. 동사 주택 매입가 분포



출처: Better homes and Gardens, Metro Brokers, SMIC 4팀

**Mid-tier 가격대 주택 예측이 효율적**

그리고 그 집단은 mid-tier으로 대표되는 \$100K~\$750K 사이의 대규모 도시이다. 실제 데이터에서 역시 자명하게 나타난다. 먼저 가격 변수에 한해, Zestimate(Zillow AVM시스템)이 공시 중인 주택의 평균 가격산정 오류율은 1.9%였던 반면 \$750K를 상회하는 주택에 대해서는 22%의 오류율을 보였다. 지역별로 보자면, 평균적으로 약 \$200K를 전후하는 가격의 저렴한 단지가 높은 정확도를 보였다.

**해당 시장을 적극 공략하는 동사**

동사는 해당 시장을 전략적으로 공략했다. \$750K를 상회하는 주택은 구입하지 않으며, 특히 \$200K 부근에 대부분의 투자를 집중했다. 그러나 Zillow는 높은 수수료 수취를 위해, 좀더 가격대가 높은 주택을 선택적으로 매입했다.

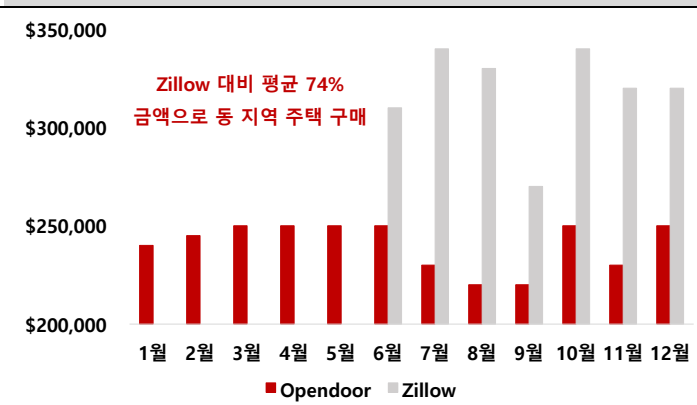
**재고관리 역량에서 Zillow < 동사 승리!**

월별 주택 구입/판매 비율은 iBuying 사업자가 해당 시장에서 재고 관리를 얼마나 잘 하고 있는지를 보여준다. 이 지표가 높을수록 구매하는 주택 대비 매출로 전환시키는 능력이 뛰어남을 의미하며, 동사가 Zillow 대비 기초 지표를 안정적으로 상회하며 아웃퍼폼하고 있는 모습이다.

높은 가격대보다 대규모의 mid-tier 타겟팅이 중요

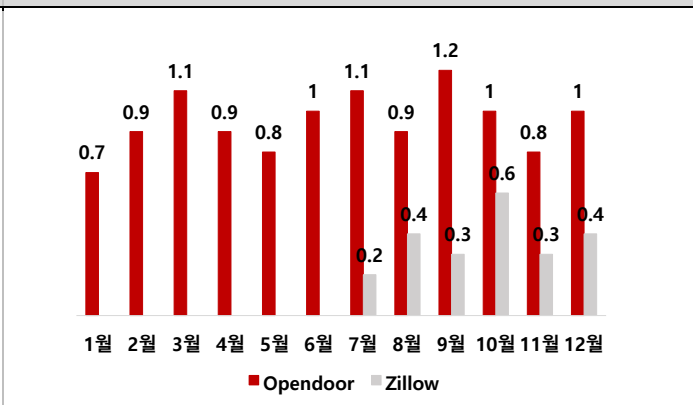
결론적으로 높은 수수료 수취를 포기하더라도, 균질하고 규모 있는 시장에 대한 선택과 집중이 실질적인 매출 인식으로 이어진다. 즉 동사가 사업 초기부터 고수해 온 전략이 iBuying 산업에 더 적합하며, 이제까지 쌓아 온 데이터와 AVM 정확도를 기반으로 성장 성과 시장 점유율 모두에서 선도해 나갈 것이다.

그림 3-15. 동사, Zillow 평균매입가 추이



출처: 동사 IR, Zillow Group, SMIC 4팀

그림 3-16. 월별 주택 구입/판매 비율 추이

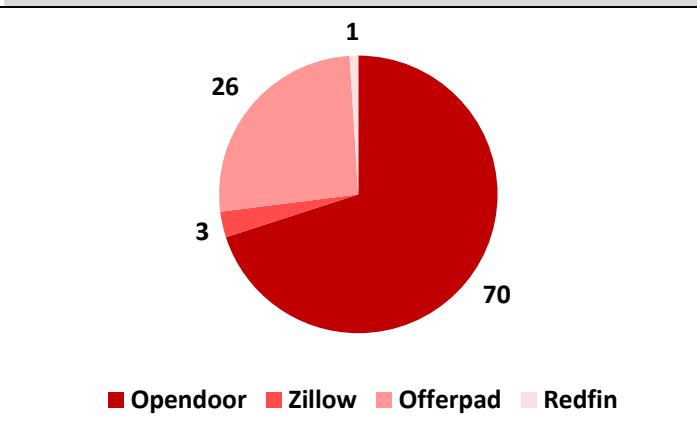


출처: 동사 IR, Zillow Group, SMIC 4팀

### 3.3. 경쟁사 분석

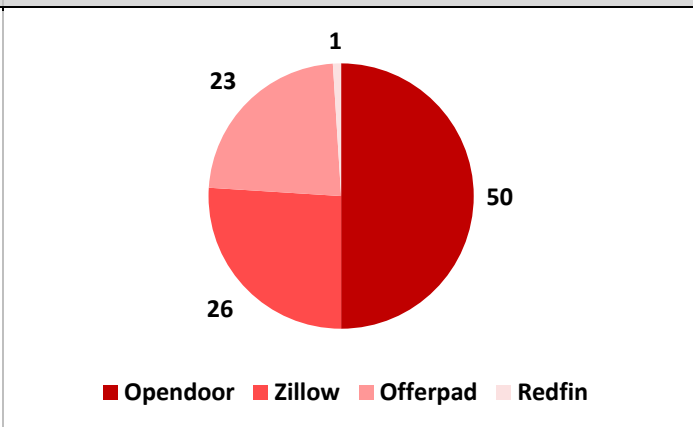
[3.3.]에서는 [3.1.], [3.2.]의 논리를 기반으로 iBuying 시장의 추가적인 경쟁자들 대비 동사의 상대우위를 분석해, 결국 이 시장의 top pick이 동사임을 보일 것이다. 앞서 다루었던 Zillow를 포함해 Offerpad, Redfin을 차례대로 후술하겠다.

그림 3-17. iBuying 시장 Market Share (2018) (단위: %)



출처: 동사IR, SMIC 4팀

그림 3-18. iBuying 시장 Market Share (2020) (단위: %)



출처: 동사 IR, SMIC 4팀

#### 3.3.1. Zillow

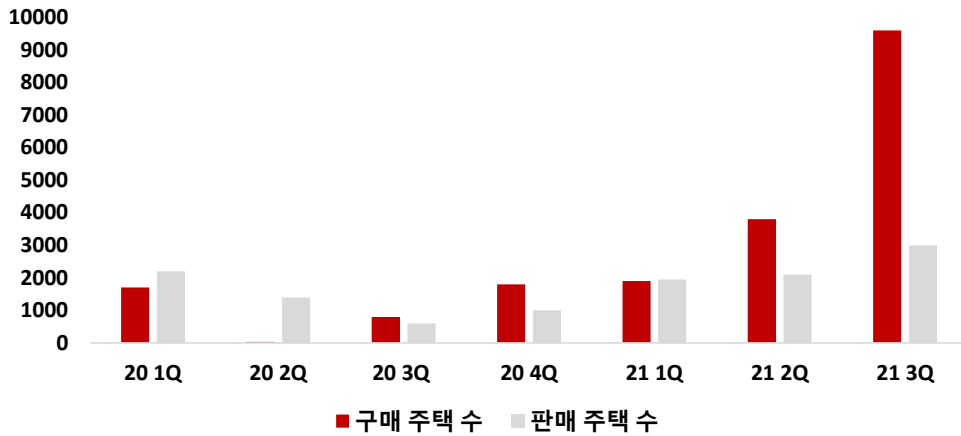
① Zillow는 원래 가격정보 제공하던 유명 부동산 플랫폼

가장 강력한 동사의 경쟁 업체였다. 원래 부동산 가격 정보를 제공하는 업체로, 국내의 직방과 유사하며 사용자 인식 역시 상당히 높은 수준이었다. 기존 고객들을 바탕으로 빠르게 침투하였고, 동사와 Zillow가 활동하는 시장은 25개 가운데 23개가 겹칠 정도로 유

사했다. 그러나 시장 접근 전략이 상이했고, 영업 실적 추이 역시 달랐다.

그림 3-19. Zillow의 자산 매입 속도 조절

(단위: 개)



출처: Zillow Group, SMIC 4팀

**21.3Q 자산 매입 속도 조절 실패, 재고 악화 심화**

Zillow의 재고 악화는 특히 3분기에 두드러졌는데, 시장의 집값 상승률이 극에 달했던 시기 자산 매입 속도를 적절히 조절하지 못했기 때문이다. 해당 재고를 청산하기 위해, 10월까지 Zillow는 지불한 것보다 6.2% 낮은 가격으로 보유 주택을 리스팅하고 있었다. 반면 동사는 적절한 매입 속도와 가격 결정으로, 구매한 가격보다 평균 1% 높은 가격에 판매하고 있었다.

**iBuying은 MAU, 가입자 수 보다 산업 Key driver 중요**

이러한 자산 매입에 관한 적절한 의사결정 실패는 모두 [3.2.]에서 서술했던 iBuying 산업에 적합한 수익구조 전략과 전략적 타겟팅, AVM모델 구축 실패에서 기인한다. 즉 iBuying 산업의 key driver를 핵심에 두지 않았기에, 매출 확장과 수익성 모두에서 동사에게 열위를 보였다. 압도적인 가입자 수로 출발했음에도 불구하고 사업부 철회를 결정한 Zillow의 사례로부터, 동사가 영위하는 iBuying 사업은 MAU 활성화나 가입자 수와 같이 타 범용 플랫폼의 성공을 결정하는 변수가 아닌 핵심 요소에 대한 관리와 타겟팅이 필수적임을 정리할 수 있다.

**3.3.2. Offerpad**

**②점유율 2위 iBuyer, Offerpad**

Zillow 다음으로 높은 점유율을 보이는 사업자는 Offerpad다. 동사가 iBuying 사업을 2014년 출시한 뒤 2015년에 후발 주자로 진출하였으며, 동사와 같이 기타 사업부 없이 iBuying 비즈니스가 주력 상품이다. 다만 아직 동사가 규모로 훨씬 크며, 진출한 시장 개수가 동사의 44개 대비 현재 24개로 아직 영세한 수준이다.

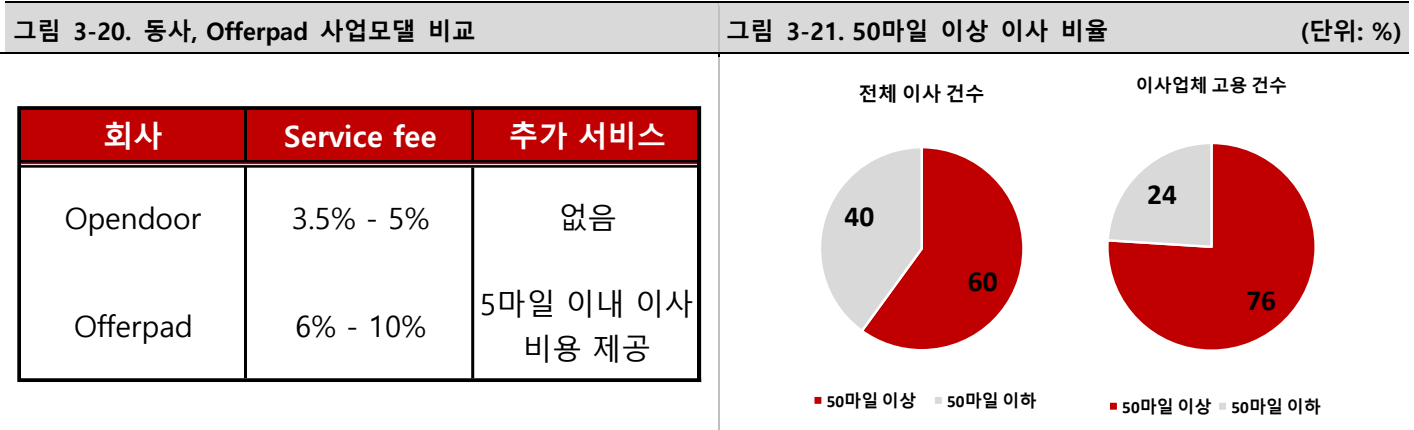
**동사의 mid-tier 타겟팅 ≠ 넓은 가격 대 다루는 Offerpad**

매출 구성에서의 차이점은 동사가 mid-tier의 매물만 다루는 반면, Offerpad는 더 넓은 범위의 매물을 다룬다는 것이다. 이는 앞서 서술했 좁은 범위의 시장에 한정된 데이터 분석과 타겟팅 전략이 iBuying 사업 모델에서 가지는 우위를 선점하지 못하는 전략이다. 이제까지 확보한 데이터의 질과 모델 예측 정확도에 더불어, 나아가 동사와 비슷한 규모 까지 외형 확장을 이루었을 경우의 적절한 재고 선택 능력과 수익 방어력 역시 동사 대

비 열위일 것으로 예측된다.

수수료가 비싼 대신,  
이사 서비스 제공

iBuying 구조는 동사와 거의 동일한 수준이나, 수수료 금액과 부가 서비스 측면에서 차이가 있다. 먼저 Offerpad는 6-10%의 수수료를 책정하여, 동사의 5-8% 대비 조금 더 비싼 편이다. 이를 상쇄하기 위한 Offerpad의 전략은 무료 지역 이동 서비스 제공이다. 새 집이 50마일 이내에 있는 한, 가구, 상품 및 소지품을 새 집으로 옮기는 전문적인 이사 서비스 비용을 전부 부담해 준다.



출처: Offerpad, SMIC 4팀

출처: MyMovingReviews, SMIC 4팀

소비자의 Pain Point  
적절히 공략 못함

그러나, 이는 앞서 서술한 미국 주택시장의 Pain point를 빗겨가는 모델이다. 수수료를 조금 더 수취하는 대신 이사비용을 효과적으로 절감하겠다는 것이 목적인데, 실제로 미국인들의 이사 건 수 가운데 50마일 이하의 거리 이동 비율은 40%로 과반을 넘지 못하는 수준이며, 이사 업체를 사비로 고용하는 건의 경우로 한정하면 24%가량으로 감소한다. 즉 집을 매도하고 이주하는 사람들이 실제적으로 수요하는 Pain Point를 적절히 타겟하지 못하는 것이며, 주요 수요층 역시 상대적으로 작은 편이다.

3.3.3. Redfin

③점유율 3위,  
온라인 브로커리지  
+ iBuying 겸업하는  
Redfin!

Redfin은 온라인 브로커리지 플랫폼을 기반으로, RedfinNow라는 iBuying 사업부를 영위하고 있다. iBuying이 가장 성숙한 시장인 Atlanta와 Phoenix에서 동사와 파트너십을 발표하였다. 집을 판매하려는 Redfin 사용자가 Redfin의 제안 외에도, 동사의 제안을 판매 옵션으로 보게 된다. 동사 쪽으로 성사될 경우 Redfin은 추천 수수료를 받는다.

즉 iBuying 사업부에만 집중하기보다, 다른 전략을 함께 취하고 있는 것이다. 굳이 Redfin과 주택을 거래하지 않더라도 고객이 스스로 최선의 결정을 내릴 수 있도록 투명성을 제공하는 플랫폼으로 성장하겠다는 전략이다.

iBuying은 주력이  
아닌 보조 사업부

따라서 RedfinNow는 Redfin의 주력 사업부가 아니다. 다만 본업인 온라인 브로커리지 사업부를 위한 MAU유치 수단으로 분석하는 것이 합리적이다. 그러나 단순 중개 플랫폼과 결합된 Redfin의 비즈니스 모델은, 동사만큼의 수혜를 받을 수 없다고 전망된다. 이는 iBuying 모델이 단순 중개 서비스에 비해 지니는 상대우위에서 기인한다.

미국 주택 Digital Transformation, 승자는 결국 sole – iBuying 플레이어

[3.1.]에서 서술하였듯이, 미국 주택 시장에서 빠르게 집을 팔 수 있다는 것은 엄청난 부가가치로 이어진다. Redfin과 같은 중개인은 결국 적절한 판매자를 구매자와 연결시켜 줄 수는 있지만 거래 성사까지 존재하는 시간과 마찰들을 책임져 주는 것은 아니다. 특히 주택을 판매해 매출 인식으로 이어지는 고객인 주택 구매자에게 제공하는 편익이 핵심이다. 동사는 판매할 주택을 직접 구매하여, 책임지고 다시 팔아야 하는 입장이기에 **보유한 매물에 대한 관리가 더 엄격할 수밖에 없다.** 사업 구조 자체로부터 주택 판매자, 구매자 모두에게 선호되는 플랫폼은 iBuying에만 집중하는 sole-플레이어일 수밖에 없다.

즉, 앞으로 있을 미국 주택 시장의 디지털 트랜스포메이션에서, **소비자 수요의 핵심이 되는 요소를 모두 갖춘 모델은 동사의 iBuying이 유일하다.**

### 3.4. 매출 추정 논리

#### 3.4.1. 동사의 유효 시장(TAM) 추정

##### 1) 가격대별 Target Market

주력 가격대인 \$100K~\$750K 한정

동사가 주력하는 시장은 앞서 서술하였듯 **\$100K~\$750K로 구분되는 mid-tier market**이다. 이에 해당 가격대의 주택만을 고려하여 유효 시장에 반영하였다.

##### 2) 진출 예정 지역

iBuying 업체들의 가이드언스에 따르면 2030년까지 총 38개주 104개 도시에 진출할 예정이다. iBuying 업체들은 mid-tier market이 가장 큰 도시부터 진출하는 경향을 보였으므로 이를 반영하여 추정하였다. 가이드언스에 따라 진출할 도시의 리스트를 정리한 후, 연도별로 약 3개 주에 진출할 것으로 가정하였다. 이후, 기존에 진출한 주 및 신규로 진출하는 주에서 \$100K~\$750K 주택이 가장 많은 도시 순으로 매년 7개씩 침투할 것으로 추정하였다. 이에 대한 자세한 추정은 Appendix에 기재하였다.

#### 3.4.2. 동사의 침투 추이 추정

구체적인 침투율은 주별로 나누어 추정하였다. 동사를 비롯한 ibuying 사업은 **미국 전역에 한 번에 진입하지 않고, 특정 지역을 중심 삼아 진출하는 양상**이다. 이는 앞서 서술하였듯 각 지역마다 가격을 결정하는 comp price가 상이하므로, **이것이 침투 속도 추이와 확장 가능성에 미치는 영향이 상당히 큰 것에서 기인한다.**

한편, 신규 주에 진입할 때와 먼저 레퍼에 추가된 도시를 기반으로 기존 주의 다른 도시에 진입할 때 침투율의 증가 추이가 상이하므로 기존 주와 신규 주의 침투율 양상을 다르게 반영하였다.

### 1) iBuying 시장의 기존 진출 주 침투 추이 추정

침투한 기존 주에 한해서는, 각 지역별로 과거 침투율이 증가해 온 추세를 반영하여 선형적인 증가분을 더해주었다. 동사의 경우 진입한 지역 시장에 대한 데이터가 증가할수록 침투율 추이가 가속화되는 기조가 강하지만, 동사의 침투율이 아닌 다른 업체들의 침투 양상 역시 고려한 iBuying 산업 전반의 평균 추이라는 점을 반영해 보수적으로 정량적인 증가분을 가산하였다. 여기에 [투자포인트 3.1.2.]의 논리에 따라 2022년부터 연도별로 MZ세대가 주택 구매 시장에 침투하는 속도를 감안하여, 증가분을 20%씩 매년 가중하였다.

### 2) iBuying 시장의 신규 진출 주 침투율 추정

신규 주에 침투할 경우 iBuying이 처음 침투하였던 2016년부터 2020년까지의 National 침투율(iBuying이 진출하였던 전체 지역에서의 침투율)을 활용하였다. 다만, 향후 MZ세대의 주택 구입 비율은 꾸준히 증가할 전망이므로 이를 반영하여 진출 연도와 2016년의 격차만큼 National 침투율을 보정해주었다.

### 3) 동사의 침투율

전체 iBuying 시장에서 동사의 침투율은 2020년을 기준으로 현재 50%이다. 앞서 서술하였듯 점유율 23%의 2위 경쟁자 Zillow의 사업부 철수로 해당 점유율이 동사를 비롯한 Offerpad, Redfin으로 분산될 것이다. 앞서 서술한 논리에 따르면 동사는 경쟁사 대비 iBuying 사업자로서 우위를 갖추었고, 보수적으로 추정해도 현재의 점유율을 유지할 것임을 추측 가능하다.

이에, Zillow가 영위하던 23%의 점유율을 동사와 Offerpad가 현재 시장 점유율인 각 75%, 25%만큼 선점할 것으로 추정, 2023년의 점유율 증가분으로  $50+23*75$ =약 65%를 가정하였다. 또한 이것이 2030년 기준 80%까지 점진적으로 상승할 것으로 추정, 균등하게 증가하여 2030년까지 성장하는 흐름을 반영하였다.

전체 iBuying 시장 침투 및 동사의 침투 추이 Table은 Appendix에 첨부하였다.

#### 3.4.3. 동사 평균 ASP 산정 논리

동사의 주택 판매 평균 ASP는 미국 주택 시장의 가격 상승에 연동된다. 미국 주택 시장은 현재까지 꾸준히 상승 기조를 보여 왔으며, 특히 올해 상승세가 가속화되었다. 그러나 이러한 기조가 지속될 것으로 가정하지 않고, 보수적 추정으로 1940년부터의 매년 평균 집값 상승률을 연동하여 ASP를 도출하였다.

(In Millions of USD)	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenue	1,838	4,741	2,583	747	1,185	2,266	7,299	12,898	20,566	28,832	41,118	58,554	82,102	113,509	154,630	211,582
Revenue YoY (%)		157.91%	-45.51%	-40.49%	60.22%	569.31%	182.58%	76.70%	59.45%	40.20%	42.61%	42.40%	40.21%	38.25%	36.23%	36.83%
iBuying Revenue (only from home sales)	1,718	4,430	2,414	698	1,107	2,117	6,822	12,044	19,186	26,871	38,278	54,444	76,238	105,251	143,157	195,187
Average Selling Price (In Thousands)	230	236	244	283	318	354	354	376	399	423	441	460	480	500	522	544
Homes sold	7,470	18,799	9,913	2,462	3,481	5,988	19,264	32,056	48,130	63,533	86,778	118,345	158,896	210,334	274,306	358,602
Agent Fee	103	266	145	42	66	127	409	723	1,151	1,612	2,297	3,267	4,574	6,315	8,589	11,711
as % of iBuying Revenue from home sales	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
Closing Cost	17	44	24	7	11	21	68	131	229	349	543	843	1,289	1,943	2,884	4,684
as % of iBuying Revenue from home sales	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.09%	1.19%	1.30%	1.42%	1.55%	1.69%	1.85%	2.01%	2.40%

## 4. iBuying, 주택경기 변동을 견딜 수 있을까?

### 4.1. 동사의 iBuying에 대한 투자자들의 우려

투자자들은 주택경기  
변동을 우려

상술한 동사의 폭발적인 성장 잠재력에도 불구하고, 투자자는 iBuying에 여전히 의문을 품을 수 있다. 동사는 수천, 수만 채의 집을 직접 들고 낮은 마진으로 비즈니스를 운영해야 하기 때문이다. 투자자들은 주택경기 변동에 따라 동사의 실적 역시 크게 변동할 것으로 생각하기 쉽다.

동사의 성장을 주택  
시장의 호황 덕분으  
로 여기기도

이 점에서 동사의 외형이 최근 빠르게 성장해온 것 또한 순전히 주택시장의 호황 덕분으로 여기는 투자자들 역시 존재한다. 그리고 이들은 곧 기준금리 인상으로 주택경기가 하락세로 전환되면서 동사의 성장이 느려지거나 정체될 것으로 예측한다.

동사를 지금 당장 투자해야 할지 고민하는 투자자들의 우려는 큰 틀에서 다음과 같이 정리할 수 있다.

큰 틀에서의 우려  
두 가지

- 1) 곧 있을 기준금리 인상이 미국 주택 시장의 기세를 크게 꺾으면서 동사의 단기적인 성장을 저해할 것이다.
- 2) 주택 시장은 늘 부침이 있는 시장이고, iBuying은 장기적으로 이러한 변동성을 견딜 수 없을 것이다.

구체적인 데이터  
검증 시도는 부족하  
였음

그러나 이러한 우려를 구체적인 데이터를 확인함으로써 검증하려는 시도는 제대로 이루어지지 않은 것으로 보인다. 따라서 후술할 [4.2.]~[4.4.]에서는 동사의 비즈니스 모델과 주택경기 간의 관계, 단기적·중장기적 미국 주택경기 전망 등을 점검하면서 위에서 서술한 투자자들의 우려가 합당하지 않다는 점을 보일 것이다.

### 4.2. 주택경기는 동사의 실적에 어떻게 영향을 미치는가?

기타 고정비를 제외하고 보면, 동사의 실적은 (주택 거래 건당 마진) \* (주택 거래량)으로 간단하게 표현할 수 있다. 그리고 동사는 위의 식에서 주택 거래 건당 마진을 Contribution Margin으로 놓고 Unit Economics를 관리하고 있다. 주택 거래 건당 마진과 주택 거래량 각각의 관점에서 주목해야 하는 주택경기 변수는 다음과 같다.

1) 주택 거래 건당 마진: 전반적인 주택 가격 추세, 분기 단위 주택 가격 변동

동사의 주택 거래 건당 마진은 단순히 표현하자면 [주택 매입 시 매도자로부터 취하는 수수료(계약금의 5~8%) + 주택 매도 시의 차익]이다. 따라서 평균 주택 가격이 상승/하락하면 동사가 취하는 수수료 역시 연동되어 상승/하락하게 된다. 그리고 동사가 주택을 매입한 뒤 보유하고 있는 기간 동안 주택 가격이 상승/하락한다면 주택 매도 시의 차익 역시 영향을 받게 된다.

전반적 가격 추세, 분기 단위 가격 변동이 중요함

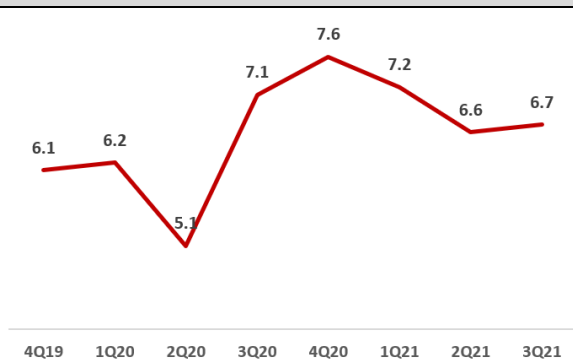
동사의 주택 매입은 연속적으로 이루어지므로 수수료 매출은 전반적인 주택 가격 추세가 중요하다. 한편 주택 매도 시의 차익은 동사가 주택을 보유하는 기간 동안의 주택 가격 변동이 중요하다. 동사의 평균 주택 보유 기간이 약 90일 정도임을 고려한다면, 결국 분기 단위 주택 가격 변동이 차익에 영향을 미치는 것이다.

2) 주택 거래량: 전체 주택 시장의 거래량

전체 주택 시장의 거래량도 일부 영향

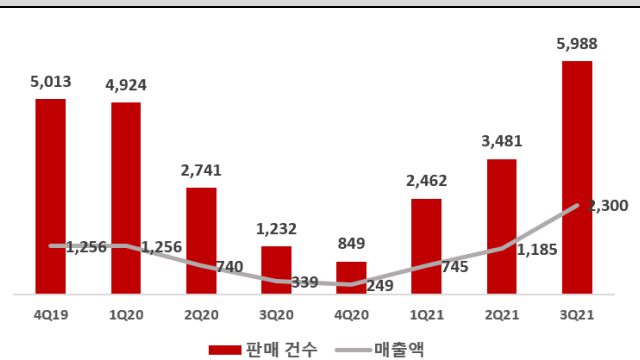
낮은 마진으로 운영되는 iBuying 특성상, 주택 거래량을 빠르게 늘리는 것이 수익성 확보 측면에서 중요하다. 그리고 전체 주택 시장의 거래량 역시 동사의 거래량에 영향을 미칠 수 있다. 실제로 코로나19로 인해 주택 거래량이 크게 줄었던 작년에는 동사의 거래량 역시 크게 감소했음을 확인할 수 있다. 그러나 작년은 코로나19라는 특수한 상황이었다는 점을 감안한다면, 동사의 침투율 상승 속도를 고려할 때 전체 주택 시장의 거래량이 동사의 거래량에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

그림 4-1. 분기별 미국 주택 거래량 (단위: 백만 건, 연율환산)



출처: Freddie Mac, SMIC 4팀

그림 4-2. 분기별 판매 건수, 매출액 (단위: 건, 백만 달러)



출처: 동사IR, SMIC 4팀

정리하자면, 동사의 실적에 영향을 주는 주택 경기변수는 주택 가격의 전반적인 추세, 분기 단위 주택 가격 변동, 전체 주택 시장의 거래량으로 볼 수 있다. 뒤이어서는 각 변수와 그것에 영향을 미치는 요소들의 실제 데이터를 확인하면서 동사의 단기적·중장기적 실적 전망 및 실적의 안정성을 점검하고자 한다.

4.3. 단기적 측면에서 동사에 대한 의문은 기우에 그칠 것이다

코로나19 사태 이후로 미국 주택 가격이 급격하게 상승하고 있다. 20년 19.8%, 21년 16.9%

상승을 전망한다. 시장은 내년 있을 테이퍼링으로 현재의 주택 가격 성장이 더딜 것이고, 오히려 하락장까지 걱정하고 있다. 부동산 거래 과정에 시차가 존재하는 동사에게 이는 약조건이라 쉽게 생각할 수 있다. 하지만 이는 단기적 관점에서 상당한 기우에 그친다.

[4.3.]에는 단기적인 추세에 있어, 미국 주택 가격의 상승이 왜 계속 이어질 것인지 후술함으로써 동사의 단기적인 성장성에 대한 의문을 해소할 것이다.

**4.3.1. 근 2년간의 급격한 주택 가격 상승은 공급, 수요 불균형에 기인한다.**

주택 가격 상승은 공급, 수요 불균형이 주 원인

[4.3.1.]에서는 최근 주택 가격의 상승의 원인을 분석하고, 이를 바탕으로 단기적으로 2024년까지의 주택 가격 변동을 예측해볼 것이다. 최근의 주택 가격 상승은 수요, 공급 불균형에 기인하며, 금리 인상으로 쉽게 해결될 수 없으며, 주택 가격의 상승 기류가 높은 확률로 적어도 3년간은 이어질 것임을 주장한다. 그 근거를 차례대로 후술하겠다.

2012년부터 이어진 공급 부족은 현재 560만채

1) 미국 주택 시장은 심각한 공급 부족 상태이며, 이는 주택 가격 상승의 주 원인이다. 코로나19 사태 이후 주택 가격의 급격한 상승은 2012년부터 시작된 공급 부족이 극대화되어 나타난 결과다. 2012년부터 현재까지 증가한 가구 수 대비 새로 지어진 주택 수의 차이가 560만채다. 10년간 약 1283만 가구가 증가했으나, 신규 공급된 주택 수는 723만 채에 불과하다. 특히 공급의 부족분이 2019년 384만채에서 2년만에 560만채로 급격히 상승했다. 이 구조적 문제를 공급-신규 주택 수 측면과 수요-가구 수 증가 측면으로 나눠 설명하겠다.

**1-1) 공급 측면**

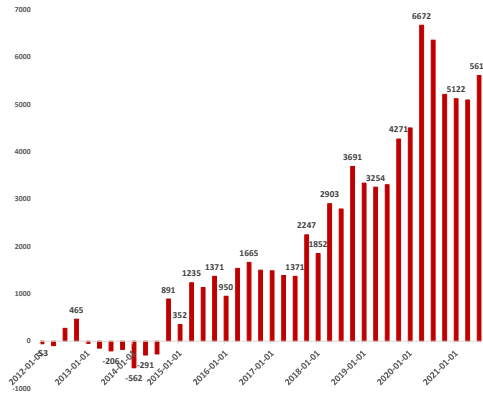
악재들이 총체적으로 모여 공급망 붕괴

첫째, 코로나19 사태 이후로, 원자재 가격 상승, 물류난 및 인건비 상승 등이 총체적으로 모여 공급망이 붕괴되었다. 기존에도 높은 밀레니얼 세대의 수요를 따라가지 못했던 공급 수준이었고, 더 떨어져 올해 주택 공급량은 1995년 이후로 가장 저조한 속도에 그치고 있다.

주택 건설에 필요한 비용 20% 이상 상승

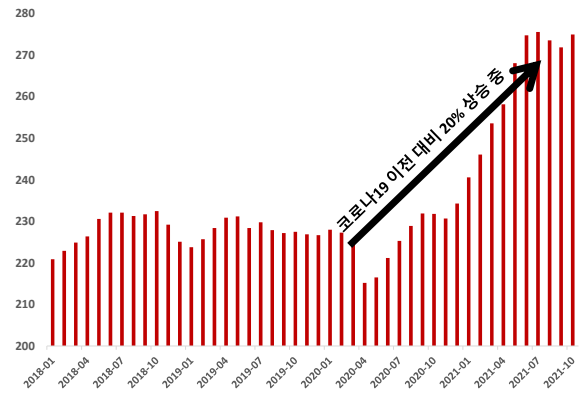
둘째, 코로나 사태 이후로 주택 건설의 평균 가격이 \$36,000 이상, 코로나 이전 대비 20% 이상 상승했다. 건설업자들은 매출 증대를 위해 저가 주택의 대량 생산보다 고가 주택 생산에 더욱 초점을 뒀다. 또한 분양을 제한했고 이는 주택 가격 폭등을 가속시켰다.

그림 4-3. 주택 공급 부족 수 (단위: 천 개)



출처: FRED, SMIC 4팀

그림 4-4. 주택 건설 시 소요 비용 추이



출처: FRED, SMIC 4팀

1-2) 수요 측면

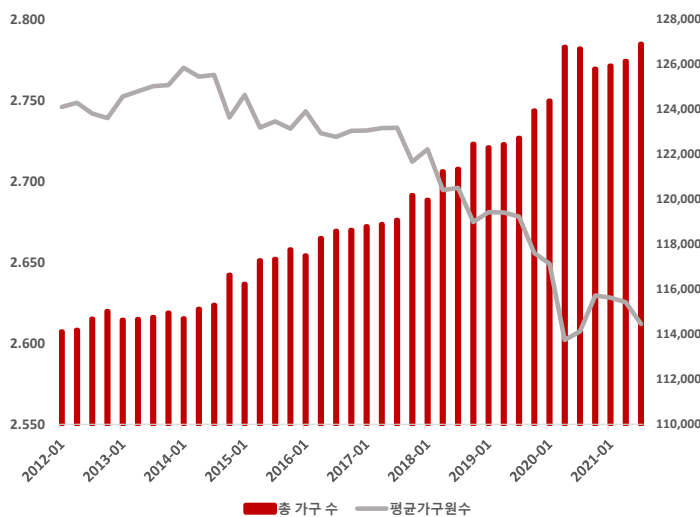
MZ 세대의 주택 구입 시기 도래

첫째, MZ세대들의 주택 구입 시기가 다가오고 있고, 이들의 비중은 미국 인구 구조에서 46%를 차지할 정도로 매우 높다. 특히, 인구 7200만 명의 밀레니얼 세대는 현재 미국에서 가장 많은 세대로, 이를 감안할 때 적어도 향후 10년간 신규 주택 수요는 높게 유지될 것이다

평균가구원수 10년 새 0.134명 감소

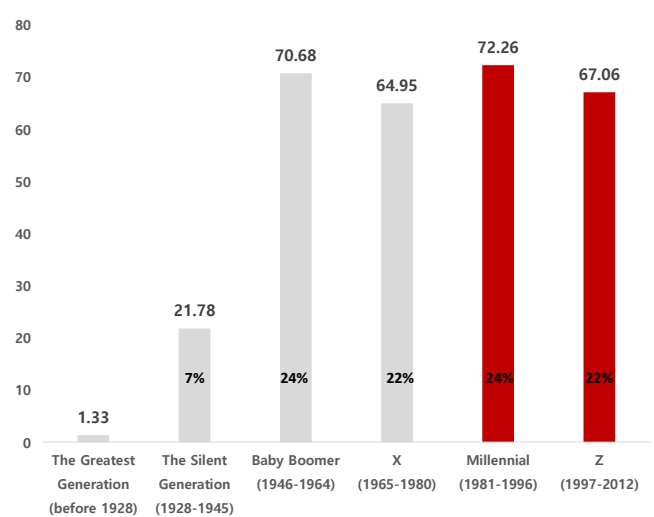
둘째, 평균가구원수 하락으로 인해 1~2인 가구 수가 증가했고, 이는 수요 증가로 이어졌다. 2012년 1월 미국의 평균가구원수는 2.746명이었으나 점진적으로 하락해 2021년 7월 2.612명으로 감소했다. 이는 인구 증가율보다 빠른 속도의 가구수 증가로 이어지고, 더 많은 주택이 필요함을 의미한다. 실제로 같은 기간 총인구 수는 5.78% 증가했지만, 가구 수는 11.21% 증가했다. 특히 1~2인 가구 비중은 61.20%에서 63.01%로 상승했다.

그림 4-5. 평균가구원수, 총 가구 수 (단위: 명, 천 개)



출처: FRED, SMIC 4팀

그림 4-6. 2020년 세대별 인구 비중 (단위: 백만 명)



출처: FRED, SMIC 4팀

시장 예측은 21E 16.9%, 22E 7.9%

현재의 공급 부족은 10여년에 걸친 구조적 문제에 기인하기에, 시장 컨센서스 역시 단기 간 높은 주택 가격 상승 기조 유지를 예상한다. 20년 19.8% 상승했고, 21년 16.9%, 22년 7.9% 상승을 예상한다. 22년 예상치는 1987년~현재의 CAGR 4.1%과 비교해도 약 2배 이상이다.

4.3.2. 기준금리 상승에 의한 주택 가격 하락 여력 < 공급 부족에 의한 상승 여력

공급 부족이  
기준금리 상승에 보  
다 더 우선적

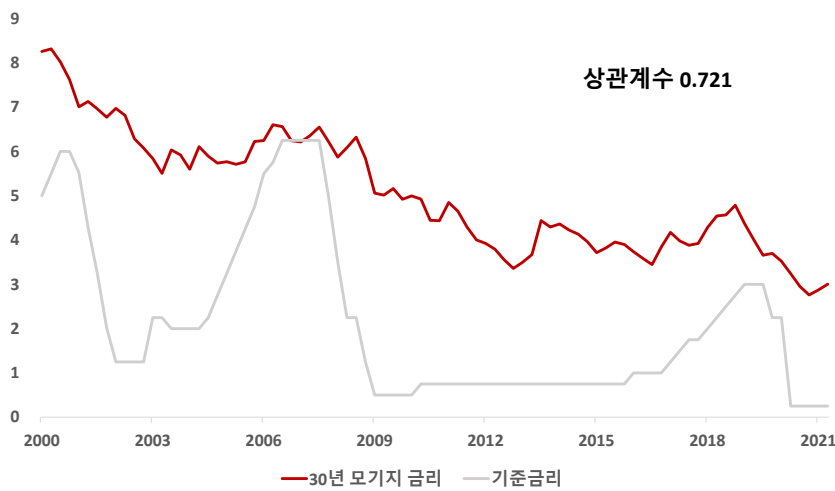
내년 테이퍼링 시작으로 기준금리가 인상될 것이라는 점을 시장 전반에서 인지하고 있다. 이로 인해, 주택 가격의 하락까지 이어질 것이라는 의심을 한다. 하지만 [4.3.1.]에서 서술한, 주택 공급 부족으로 인한 가격 상승 여력이 기준금리 상승에 의한 하락 여력보다 견조할 것임을 밝히겠다.

주택 가격에 집적적  
인 영향은 30년 주택  
모기지 금리

우선 기준금리보다 주택 가격에 높은 영향을 미치는 요인은 30년 주택 모기지 금리다. 30년 모기지 금리는 기준금리에 연동되어 움직인다.

그림 4-7. 30년 모기지 금리와 기준금리

(단위: %)



출처: FRED, SMIC 4팀

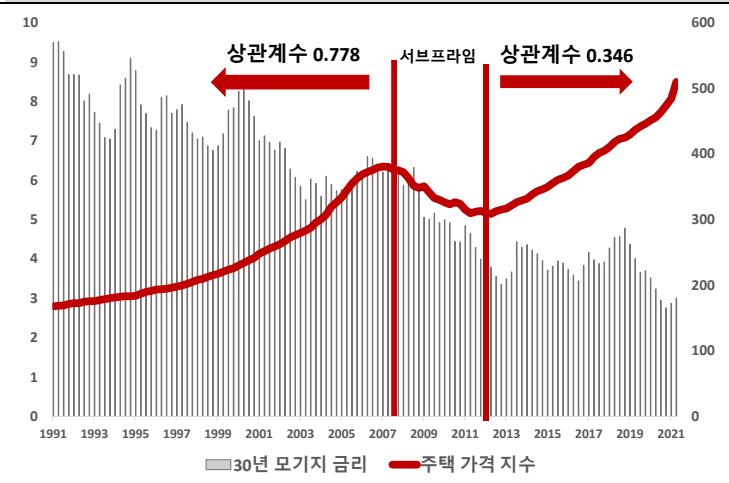
모기지 금리와 주택  
가격의 상관관계  
2012년 이후 급감

그러나 최근 들어 모기지 금리와 미국 주택 가격에는 상관관계가 있다고 보기 어려워졌다. 1991.1Q~2007.4Q 기간의 30년 모기지 금리와 미국 주택 가격 지수(이하 HPI)와의 상관계수는 **0.778**로 유의미하지만, 2012.1Q~2021.2Q 기간의 상관계수는 **0.346**으로 급격하게 떨어졌다.

주택 재고 수와 주택  
가격 상관관계 0.875

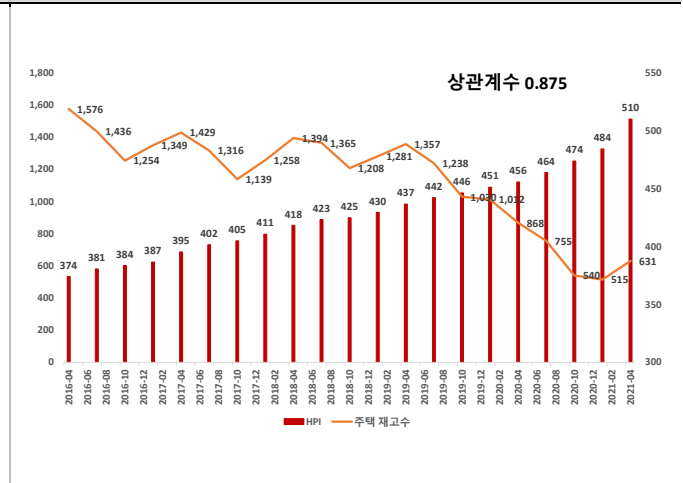
이에 반해 2016.2Q~2021.2Q 기간의 주택 재고 수와 HPI의 상관계수는 **0.875**에 이른다. 2012년 이후 기준 금리 및 모기지 금리의 상승에도 주택 가격의 지속적인 상승이 이어졌던 이유는 **공급 부족에 의한 결과**였음을 알 수 있다.

그림 4-8. 30년 모기지금리, 주택 가격 추이 (단위: %)



출처: FRED, SMIC 4팀

그림 4-9. 주택 재고 수와 HPI 비교 (단위: 천 개)



출처: FRED, SMIC 4팀

**현재의 공급 부족은 단기간 내 해결 불가**

핵심은 2012년부터 지속된 공급 부족 문제가 코로나19 사태로 인해 가속화되었고, 단기간 내에 해결이 어렵다는 점이다. [4.3.1.]에서 서술한 바와 같이, 주택 가격 상승을 이끌었던 공급 부족 및 수요 증가가 장기간 유지될 것이기 때문이다. 모기지 금리를 통한 주택 가격 조절은 서브프라임 이전까지 유의미하게 적용되었으며, 주택 부족이 시작된 2012년부터 큰 영향력을 행사하기 어렵다. 주택 공급 부족이 지속되는 한, 주택 가격 하락 및 가격 상승 추세는 쉽게 떨어지지 않을 것이다.

**적어도 2024년까지 주택 가격 연간 6.1% 상승 예상**

10년 간의 공급 부족분을 해결하기 위해선 장기간에 걸친 공격적인 주택 공급이 필요하다. 이러한 이유를 토대로 2024년까지 적어도 3년간, 공급 부족이 누적되었던 지난 10년간의 CAGR 6.1% 수준의 주택 가격 상승이 이어질 것으로 기대한다. 이는 작년 이후 심각한 공급 부족 상황을 고려했을 때, 무리한 추정이 아니다. 더불어 단기간 내에 가격 하락 추세 전환은 거의 불가능하다고 판단한다.

**4.4. 변동성을 이겨낼 중장기적 성장 전략**

그렇다면 중장기적인 관점에서, 과연 미국 주택시장의 고유한 변동성을 동사가 견뎌낼 수 있을까? 결론부터 말하자면 그러한 변동성이 동사의 수익성에 큰 위협이 될 가능성은 낮다고 판단한다.

**4.4.1. P 측면에서의 분석**

**역사적인 우상향, 하락장은 매우 이례적인 상황에만.**

미국의 주택시장은 여느 자산들처럼 상승과 하락을 모두 겪어왔으나, 다른 자산들보다 훨씬 긴 사이클이 두드러진다. 근 30년간 대세적인 하락장은 서브프라임 모기지 사태가 터진 2007년부터 2012년까지 단 한번 뿐이었으며, 그 외의 기간은 모두 장기적인 우상향 곡선을 그려왔다. 2007년 시작된 하락은 최저점에 도달하기까지 5년이 걸렸고 5년간 고점 대비 19% 하락했다.

**90일의 재고 주기→ QoQ하락에 집중!**

주택경기가 연 단위의 경향성을 갖는 것에 비해 동사의 영업 사이클(주택의 보유기간)은

약 3개월로 훨씬 짧다. 이는 주택재고의 빠른 회전을 위해 AI 개발에 집중해온 결과로, 동사는 가격 변동에 있어 분기 단위의 급격한 하락만 리스크로 고려할 수 있게 되었다.

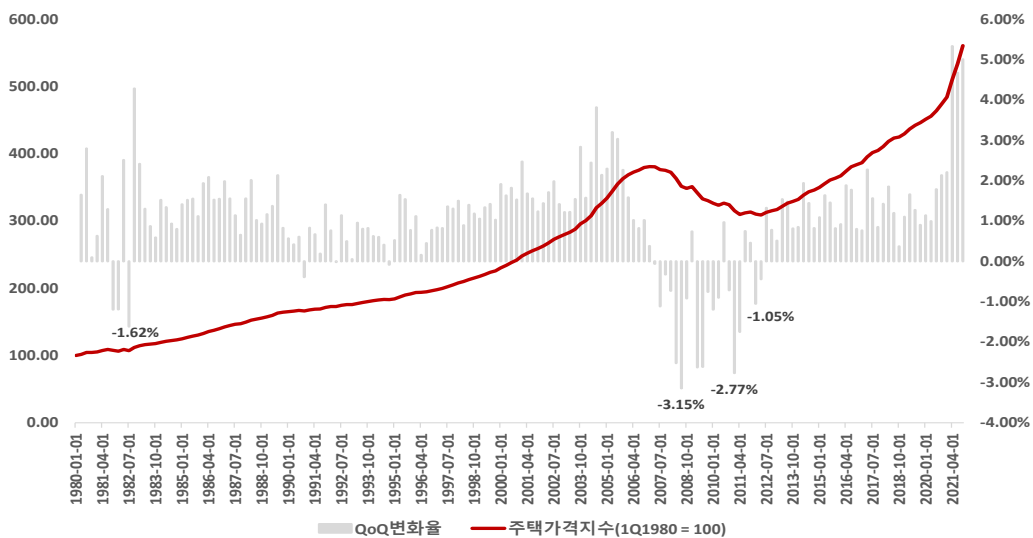
이러다간 다~ 죽는  
금융위기 시절: -3%

1975년 이래 주택가격의 가장 큰 QoQ 하락폭은 2008년 3분기의 3.15%이다. 3% 이상의 하락은 이때 단 한 번뿐이고, 2.5% 이상의 하락 또한 서브프라임 위기 시의 5번이 전부이다. 서브프라임 사태를 제외하면 2000년 이래 주택가격의 QoQ 하락은 단 한 번도 없었다. 설령 과거처럼 1% 내외의 작은 하락이 찾아온다고 해도, 이는 동사의 단위 거래당 공헌이익률 4~6%임을 고려하면 크게 위협적이지는 않다.

주택경기 불황기:  
수수료율 인상 가능,  
수익성 방어 가능!

물론 공헌이익률 5%에서 1%가 손실되어 4%가 되면 분기 전체 이익은 20% 감소하니 상당한 손실이 아닌가 의문이 들 수 있지만, 동사는 현재 수수료율을 5~8%의 넓은 범위 안에서 운영하고 있기에 주택가격의 하락장에서는 높은 수수료율을 채택하여 충분히 수익성을 방어할 수 있다. 주택경기 불황기에는 판매의 불확실성이 커지므로, 높은 수수료를 감내하고 iBuyer에게 빠르게 집을 판매하려는 수요가 충분히 확대될 것이다. 따라서 일반적인 범위의 주택가격 하락은 동사의 수익성을 크게 훼손하지 못한다.

그림 4-10. 1980년 이후 분기별 주택가격지수 및 변화율



출처: 연방주택금융청, SMIC 4팀

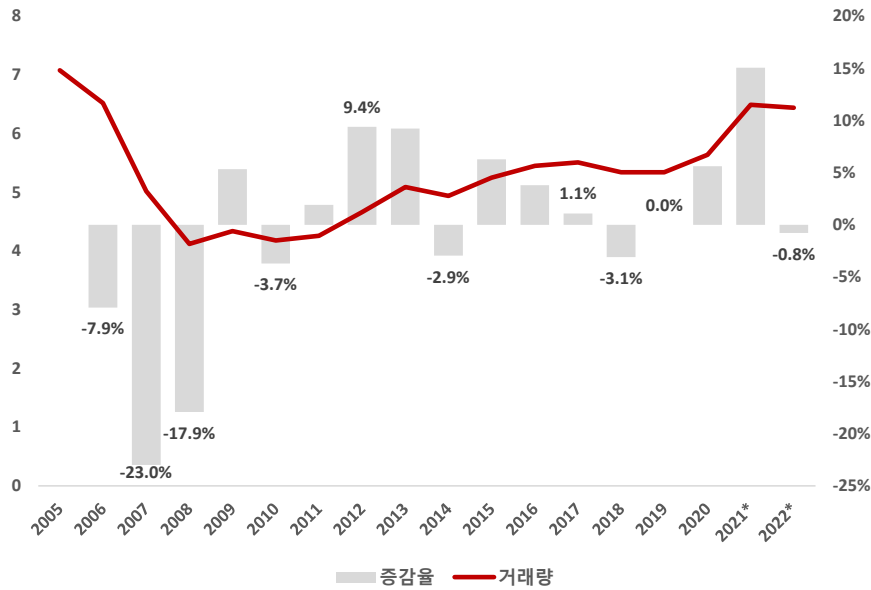
#### 4.4.2. Q 측면에서의 분석

주택 거래량? 별일  
없다면 최대 -4%

이어서 주택경기 위축 시, 거래량 감소를 생각해보자. 미국의 기존주택 거래량(신축주택 제외)은 주택 가격과 마찬가지로 2007년을 전후로 대폭 감소한 이후 우상향하는 추세를 보였다. 서브프라임 모기지 사태라는 특수한 경우를 제외하고 보면 미국의 주택 거래량은 최대 4%의 하방 변동폭을 갖는다.

그림 4-11. 2005년 이후 미국의 기존주택 거래량 수

(단위 : 백만 개)



출처: National Association of Realtors, SMIC 4팀

동사의 주택 거래 시장 내 점유율 확대 속도가 충분히 빠르다면, 4%의 전체 거래량 하락이 찾아와도 동사는 **Q의 성장기조를 유지**할 수 있다. [3.4.2.]에서의 Q 추정 논리에 의하면 동사는 향후 10년 간 연평균 30% 이상의 속도로 점유율이 확대된다. 전체 거래량이 변할 때에도 동사의 점유율은 유지된다고 가정하면, 연간 4%의 전체 거래량 위축이 찾아와도  $1.3 \times 0.96 = 1.248$ , 동사는 약 24.8%의 Q 성장이 가능하다.

4.4.3. 이자비용에 대한 분석

동사는 또한 기준금리 상승과 사업규모의 확대에 따라 증가하는 이자비용에도 노출되어 있다. 동사가 주택 한 채를 구입할 때 이용하는 부채를 주택가격의 85%, 그에 적용되는 금리가 현재 2%에서 앞으로 매년 0.5%씩 증가할 것이라 가정해보자. 이와 같은 가정 하에, 현재 동사가 지출하는 이자비용은 단위 거래 당 계약금의 0.43%이고 2022년 0.53%, 2023년 0.63%로 증가할 것으로 계산된다. 이 또한 동사의 확장속도를 고려할 때, 수익성에 위협이 되지 않는 미미한 수치이다.

4.4.4. 남아있는 수익성 개선 여지

수익성 개선 여지 존재

그리고 동사의 사업모델에는 현재보다 수익성이 개선될 수 있는 부분이 다수 존재한다. 먼저 집을 구매한 뒤 수리해서 재판매하는 과정에 원래 외부 업체를 이용했으나, 비용 절감을 위해 점차 내부 프로세스로 전환하고 있다. Closing cost 항목으로 지출되던 에스 크로, 보험 영역 등 수수료 내 자잘한 비용으로 유출되던 부분 역시 내재화하여 마진 확대에 기여할 계획이다. 이를 포함해 기존 4~6% 정도로 인식되던 공헌이익률에 3%가량의 확대분이 가산되어 7~9%까지 확대하는 것을 목표로 하고 있다.

여기에 추가적으로 Opendoor Home Loan이라는 주택담보대출 서비스, 주택 보험 등 동사 플랫폼을 통해 주택을 구매하는 이용자들을 공략한 **부가 서비스도 개발 중에** 있다. 일반 금융기관처럼 자금을 빌려주고 2~3%가량의 수수료를 수취하되, 보다 낮은 금액으로 가격 경쟁력을 확보한다는 전략이다.

## 5. Valuation – Peer PSR & PER Method

### 5.1. Revenue 추정

Revenue는 [3.4.]에서 추정한 2030년까지의 수치를 적용해주었다.

### 5.2. Cost of Revenue 추정

동사는 **Contribution Margin**을 기준으로 수익성을 관리하고 있으며, 단기적으로는 4~6%, 중장기적으로는 7~9% 수준에서 **Contribution Margin**이 유지될 것으로 판단하고 있다. 따라서 **Contribution Margin**으로부터 **Gross Profit Margin**을 역산해 **Cost of Revenue**를 추정하였다.

$Gross Profit = Contribution Profit + (Selling Costs + Holding Costs)$  이므로 둘 간의 관계는 일정한 수준에서 유지된다. 실제로 1Q20부터 3Q21까지 **Gross Profit Margin**과 **Contribution Margin** 사이의 상관관계를 분석한 결과 R-square 0.9255의 높은 설명력을 확인할 수 있었다. 구체적인 선형회귀식은  **$Gross Profit Margin = 0.83 * Contribution Margin + 4.5\%$** 이며 해당 식을 이용하여 **Gross Profit Margin**을 계산해주었다.

**Contribution Margin**은 지역별로 추정해주었다. 이때 고려한 변수는 다음의 두 가지이다.

- 1) 전반적인 알고리즘 성능 향상 및 부가적 서비스 추가에 따른 마진 확대
- 2) 동사의 iBuying 서비스가 해당 지역에 침투한 이후 경과된 시간

1)을 반영해주기 위해 먼저 **Base Contribution Margin**을 연도별로 설정해주었으며, 해당 수치는 2022년 5.0%에서 2030년 8.0%까지 비례적으로 증가한다고 가정하였다.

2)는 동사가 특정 지역에서의 서비스 기간이 길어질수록 쌓이는 데이터의 양이 증가해 해당 지역에 대한 알고리즘의 성능이 개선되고, 이에 따라 **마진이 향상된다는** 점을 고려한 것이다. 이를 **Contribution Margin** 추정에 반영하기 위해 매 해마다 **각 지역을 서비스 시작 경과 연도 기준 1~2년 / 3~7년 / 7년 이상으로 나누어 주었으며, 각 그룹에서의 거래량 비중을 고려해 Weighted Average Contribution Margin**을 산출해주었다. 이때 각 그룹별 **Contribution Margin**은 **Base Contribution Margin** 대비 -1%p, 0%p, +1%p 이다.

위의 가정을 근거로 산출된 연도별 GPM은 다음과 같다.

(In Millions of USD)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Base contribution margin	5.0%	5.3%	5.6%	5.8%	6.2%	6.5%	6.8%	7.2%	8.0%
Years passed since launch									
1~2 yrs	17.27%	7.95%	2.09%	1.34%	0.97%	0.63%	0.35%	0.16%	0.09%
3~7 yrs	66.40%	54.96%	42.22%	49.78%	43.62%	34.54%	12.60%	8.52%	6.26%
7 yrs +	16.33%	37.09%	55.69%	48.88%	55.42%	64.84%	87.05%	91.32%	93.65%
<b>Weighted Average CM</b>	<b>4.99%</b>	<b>5.56%</b>	<b>6.09%</b>	<b>6.32%</b>	<b>6.71%</b>	<b>7.13%</b>	<b>7.71%</b>	<b>8.12%</b>	<b>8.94%</b>
<b>GPM (%)</b>	<b>8.62%</b>	<b>9.10%</b>	<b>9.53%</b>	<b>9.73%</b>	<b>10.05%</b>	<b>10.40%</b>	<b>10.87%</b>	<b>11.22%</b>	<b>11.89%</b>

위의 GPM 추정치를 반영한 2030년까지의 Cost of Revenue는 다음과 같다.

(In Millions of USD)	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Revenue</b>	<b>1,838</b>	<b>4,741</b>	<b>2,583</b>	<b>747</b>	<b>1,185</b>	<b>2,266</b>	<b>7,299</b>	<b>12,898</b>	<b>20,566</b>	<b>28,832</b>	<b>41,118</b>	<b>58,554</b>	<b>82,102</b>	<b>113,509</b>	<b>154,630</b>	<b>211,582</b>
Revenue YoY (%)		157.91%	-45.51%	-40.49%	60.22%	569.31%	182.58%	76.70%	59.45%	40.20%	42.61%	42.40%	40.21%	38.25%	36.23%	36.83%
Cost of Revenue	1,705	4,439	2,363	650	1,027	2,064	6,578	11,786	18,695	26,084	37,118	52,672	73,563	101,165	137,288	186,420
<b>Gross Profit</b>	<b>133</b>	<b>301</b>	<b>220</b>	<b>97</b>	<b>159</b>	<b>202</b>	<b>722</b>	<b>1,112</b>	<b>1,871</b>	<b>2,748</b>	<b>4,000</b>	<b>5,882</b>	<b>8,538</b>	<b>12,343</b>	<b>17,342</b>	<b>25,162</b>
GPM (%)	7.26%	6.35%	8.51%	13.00%	13.39%	8.93%	9.89%	8.62%	9.10%	9.53%	9.73%	10.05%	10.40%	10.87%	11.22%	11.89%

### 5.3. Operating Expenses 추정

1) Sales, marketing and operations: Broker commissions, Resale closing costs, Promotions 등이 포함되는 항목이다. 전반적으로 매출에 연동되는 비용이나, 마케팅비 등은 서비스가 확장되면서 감소 추세를 보일 것으로 예측되므로 **매출 대비 비율이 2030년까지 4% 수준으로 점진적 감소**한다고 가정하였다.

2) General and administrative: Salaries, Stock-based compensation 등이 포함되는 항목이다. 1H21에 나타난 큰 폭의 비용 상승은 **상장에 따른 Stock-based compensation의 일회적 비용에 따른 것**이며, 2022년부터는 2018년~2020년까지의 상승분이 유지된다고 가정하였다.

3) Technology and development: 대부분 소프트웨어 성능 개선에 지출되는 비용이며, Internally developed software의 증가분을 고려해 추정하였다.

(In Millions of USD)	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
<b>Revenue</b>	<b>1,838</b>	<b>4,741</b>	<b>2,583</b>	<b>747</b>	<b>1,185</b>	<b>2,266</b>	<b>7,299</b>	<b>12,898</b>	<b>20,566</b>	<b>28,832</b>	<b>41,118</b>	<b>58,554</b>	<b>82,102</b>	<b>113,509</b>	<b>154,630</b>	<b>211,582</b>
Operating expenses:																
Sales, marketing and operations	196	384	195	69	97	153	524	881	1,332	1,765	2,372	3,171	4,156	5,344	6,732	8,463
as % of revenue	10.68%	8.11%	7.54%	9.24%	8.14%	6.77%	7.18%	6.83%	6.48%	6.12%	5.77%	5.42%	5.06%	4.71%	4.35%	4.00%
General and administrative	72	113	153	222	191	90	593	233	273	313	353	393	433	473	513	553
as % of revenue	3.94%	2.39%	5.91%	29.72%	16.08%	3.98%	8.12%	1.80%	1.33%	1.08%	0.86%	0.67%	0.53%	0.42%	0.33%	0.26%
Technology and development	28	51	58	51	24	27	130	164	199	234	268	303	338	372	407	442
as % of revenue	1.55%	1.08%	2.25%	6.78%	2.06%	1.20%	1.78%	1.27%	0.97%	0.81%	0.65%	0.52%	0.41%	0.33%	0.26%	0.21%
<b>Total operating expenses</b>	<b>297</b>	<b>549</b>	<b>406</b>	<b>342</b>	<b>312</b>	<b>271</b>	<b>1,247</b>	<b>1,278</b>	<b>1,804</b>	<b>2,312</b>	<b>2,993</b>	<b>3,867</b>	<b>4,926</b>	<b>6,189</b>	<b>7,652</b>	<b>9,458</b>

### 5.4. Interest Expense, Other Income/Expenses 추정

Derivate and Warrant FV Adj, Loss on Extinguishment of Debt, Other Income – Net은 합리적 추정이 불가능하므로 0으로 처리하였다. **Interest Expense**는 동사가 주택 매입을 위한 현금을 대부분 **Revolving Facility**를 이용해 조달하므로 **매출에 연동되는 비용**이다. Revolving Facility의 이자율은 기업의 차입금 상환 속도에 따라 가변적이며, 향후 재고회전율이 증가함에 따라 이자율은 감소 추세를 보일 것으로 예상된다. 따라서 매출 대비 비율은 올해에는 1~3분기의 평균치를 적용하였으며, 2022년과 2023년에는 기준금리 인

상을 반영, 이후에는 감소 추세를 보인다고 가정하였다.

(In Millions of USD)	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Derivative and Warrant FV Adj.	(18)	(6)	(26)	(15)	24	3	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Loss on Extinguishment of Debt	0	0	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Expense	60	110	68	11	16	44	115	236	427	560	747	995	1,304	1,687	2,149	2,751
as % of revenue	3.29%	2.31%	2.62%	1.47%	1.34%	1.92%	1.58%	1.83%	2.08%	1.94%	1.82%	1.70%	1.59%	1.49%	1.39%	1.30%
Other Income – Net	3	12	4	1	1	52	54	0	0	0	0	0	0	0	0	0

### 5.5. Income Tax Expense 추정

동사는 현재 영업 적자를 기록 중이므로 법인세비용이 거의 발생하지 않고 있다. 따라서 EBT가 적자 상태를 유지하는 기간까지는 유효법인세율을 2018년부터 2020년까지의 평균치로 가정하였으며, 흑자 전환한 이후에는 2020년 미국 평균 유효법인세율인 22.3%를 적용해주었다.

(In Millions of USD)	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Income / Loss Before Income Taxes	-240	-351	-287	-270	-144	-56	-574	-401	-360	-123	260	1,020	2,308	4,468	7,540	12,953
Income Tax Expense	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	58	228	515	996	1,682	2,889
Effective Tax Rate (%)	-0.16%	-0.07%	-0.02%	-0.03%	-0.13%	-0.58%	-0.08%	-0.08%	-0.08%	-0.08%	22.30%	22.30%	22.30%	22.30%	22.30%	22.30%

### 5.6. Projected Income Statement

지금까지의 추정치를 종합한 2030년까지의 Projected Income Statement는 다음과 같다.

(In Millions of USD)	2018	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Revenue	1,838	4,741	2,583	747	1,185	2,266	7,299	12,898	20,566	28,832	41,118	58,554	82,102	113,509	154,630	211,582
Revenue YoY (%)		157.91%	-45.51%	-40.49%	60.22%	569.31%	182.58%	76.70%	59.45%	40.20%	42.61%	42.40%	40.21%	38.25%	36.23%	36.83%
Cost of Revenue	1,705	4,439	2,363	650	1,027	2,064	6,578	11,786	18,695	26,084	37,118	52,672	73,563	101,165	137,288	186,420
Gross Profit	133	301	220	97	159	202	722	1,112	1,871	2,748	4,000	5,882	8,538	12,343	17,342	25,162
GPM (%)	7.26%	6.35%	8.51%	13.00%	13.39%	8.93%	9.89%	8.62%	9.10%	9.53%	9.73%	10.05%	10.40%	10.87%	11.22%	11.89%
Operating Expenses:																
Sales, marketing and operations	196	384	195	69	97	153	524	881	1,332	1,765	2,372	3,171	4,156	5,344	6,732	8,463
General and administrative	72	113	153	222	191	90	593	233	273	313	353	393	433	473	513	553
Technology and development	28	51	58	51	24	27	130	164	199	234	268	303	338	372	407	442
Total operating expenses	297	549	406	342	312	271	1,247	1,278	1,804	2,312	2,993	3,867	4,926	6,189	7,652	9,458
Operating Profit/Loss	(164)	(248)	(186)	(245)	(153)	(68)	(525)	(166)	67	436	1,007	2,015	3,612	6,155	9,690	15,704
OPM (%)	-8.90%	-5.23%	-7.20%	-32.75%	-12.89%	-3.02%	-7.19%	-1.29%	0.32%	1.51%	2.45%	3.44%	4.40%	5.42%	6.27%	7.42%
Derivative and Warrant FV Adj.	-18	-6	-26	-15	24	3	12	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Loss on Extinguishment of Debt	0	0	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Expense	60	110	68	11	16	44	115	236	427	560	747	995	1,304	1,687	2,149	2,751
Other Income – Net	3	12	4	1	1	52	54	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Income / Loss Before Income Taxes	(240)	(351)	(287)	(270)	(144)	(56)	(574)	(401)	(360)	(123)	260	1,020	2,308	4,468	7,540	12,953
Income Tax Expense	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	58	228	515	996	1,682	2,889
Net Income	(240)	(352)	(287)	(270)	(144)	(57)	(575)	(402)	(361)	(124)	202	793	1,793	3,472	5,859	10,065
NI to non-controlling interests	1	2	0	0	0	0										
NI to common shareholders	-241	-354	-287	-270	-144	-57	-575	-402	-361	-124	202	793	1,793	3,472	5,859	10,065
WA Shares outstanding (diluted)	78,564	79,977	109,301	565,381	588,374	603,389	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610	612,610
EPS	(3.07)	(4.42)	(2.62)	(0.48)	(0.24)	(0.09)	(0.94)	(0.66)	(0.59)	(0.20)	0.33	1.29	2.93	5.67	9.56	16.43

### 5.7. Valuation Method 및 Peer 선정 논리

동사의 Valuation Method로는 Peer PSR & PER Method를 선정하였다.

동사는 iBuying이라는 새로운 비즈니스 모델을 들고 미국 주택 시장에 진입한, 상장한 지 1년도 채 되지 않은 기업이다. 동사는 지금 당장의 수익성 확보보다도 iBuying 시장의 확대 및 점유율 확보를 위한 외형 성장에 집중하고 있는 단계이며, 이에 따라 매출액을 기준으로 동사의 적정 주가를 산정하는 것이 적절하다고 판단하였다. 그리고 동사의

미래 당기순이익을 기준으로 한 PER Valuation 결과도 함께 제시할 것이다.

동사는 iBuying 산업 내 점유율 1위 기업이며 주요 경쟁자로는 Zillow(현재는 퇴출), Offerpad, Redfin 등이 있다. 그러나 Zillow와 Redfin은 각각 부동산 검색, 온라인 브로커 리지가 주 사업이므로 동사의 Peer로 적절하지 않다. Offerpad는 iBuying 사업이 주력이거나, 동사와의 규모 차이가 크고 올해 9월 상장해 충분한 주가 히스토리를 형성하지 못했으므로 Offerpad를 참고하는 것은 왜곡된 결과를 불러올 수 있다.

이에 따라 온라인 중고차 거래 플랫폼 기업인 Carvana를 Peer로 선정하였다. 미국의 중고차 시장 규모는 2020년 기준 약 991억 달러로 신차 시장의 4.5배에 달하나, 정보 비대칭이 심하고 유통 채널이 파편화되어 있다는 특징을 지닌다. Carvana는 이 시장을 혁신하기 위해 중고차를 직접 매입한 후 되파는 방식을 중고차 시장에 도입한 기업이다. 이때 Carvana 역시 사용자 데이터, 중고차 수요 예측 등을 반영한 알고리즘을 활용해 중고차 가격을 산정한다.

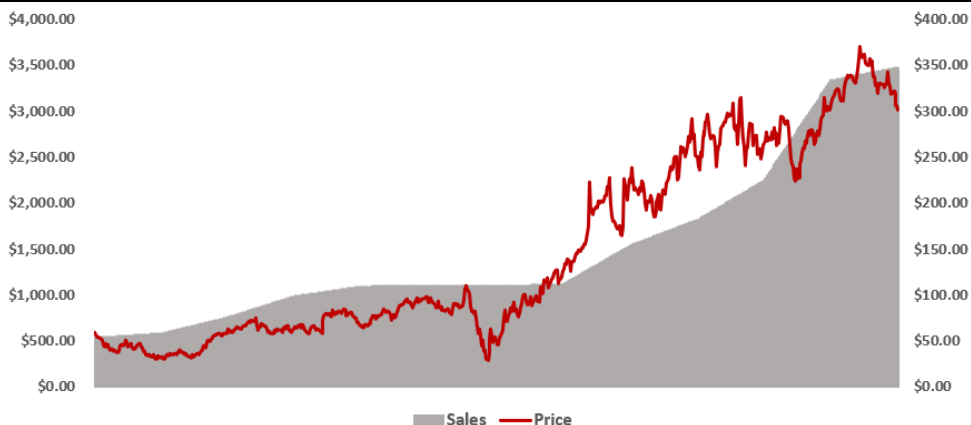
Carvana는 동사와 비교 시 다음과 같은 유사점을 지니므로 Peer로서 적절하다고 판단하였다.

- 1) 단순히 매입자와 매도자를 연결해주는 플랫폼이 아니라 직접 매입/매도자가 된다는 점
- 2) 각각 주택 시장, 중고차 시장 경기 변동에 노출되어 있으며 이를 최소화하기 위해 알고리즘을 활용한다는 점
- 3) 직매입 시 필요한 현금을 확보하기 위해 대규모의 부채를 조달한다는 점
- 4) 새로운 비즈니스 모델을 처음 도입해 시장 내 점유율 1위 자리를 확보하고 있다는 점
- 5) 아직 영업 적자 상태로 외형 성장에 집중하고 있다는 점

더욱이 Carvana는 2017년 상장되었으므로 참고할 수 있는 주가의 시계열이 더욱 길다. 그리고 Carvana의 주가 역시 매출액에 강하게 연동된다는 것을 확인할 수 있었으며, 이는 PSR Method를 통해 동사의 가치를 산정하는 것이 적절함을 뒷받침한다.

그림 5-1. Carvana의 최근 3년 간 주가 추이 및 매출액

(단위: 백만 달러, 달러)



출처: Nasdaq, SMIC 4팀

### 5.8. Target Multiple 선정 및 Valuation

Target PSR Multiple로는 Carvana의 TTM PSR 2.10x를 20% 할인한 1.68x를 선정하였다. 할인의 근거는 다음과 같다.

PSR Multiple에 영향을 미치는 요소로는 1) 타겟하고 있는 시장의 크기 2) 매출액의 성장 속도 3) 향후 매출 규모가 충분히 커졌을 때의 수익성을 꼽을 수 있다. 주택 거래 시장의 규모가 약 1.7조 달러로 중고차 거래 시장의 약 0.1조 달러에 비해 17배 이상 큰 시장이라는 점에서 1)은 동사의 Multiple 할증 요인이다. 그러나 본 보고서 추정에 따르면 동사의 향후 매출액 성장률이 Carvana의 매출액 성장률보다 낮으며, 마진의 개선 속도 역시 더딜 것으로 판단되므로 2), 3)은 Multiple의 할인 요인으로 볼 수 있다.

그림 5-2. Carvana의 최근 7년 간 실적

(단위: 백만 달러)

In Millions of USD	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	TTM
Revenue	41.7	130.4	365.1	858.9	1,955.5	3,939.9	5,586.6	10,887.6
YoY(%)		212.71%	179.98%	135.25%	127.67%	101.48%	41.80%	
Gross profit	(0.2)	1.8	21.1	70.9	201.1	509.7	796.8	1,659.8
GPM(%)	-0.48%	1.38%	5.78%	8.25%	10.28%	12.94%	14.26%	15.24%
Operating Income	(15.1)	(35.3)	(89.5)	(155.3)	(220.7)	(272.5)	(332.4)	(98.4)
OPM(%)	-36.21%	-27.07%	-24.51%	-18.08%	-11.29%	-6.92%	-5.95%	-0.90%
Net Income	(15.2)	(36.8)	(93.1)	(62.8)	(55.5)	(114.7)	(171.1)	(109.1)
NPM(%)	-36.45%	-28.22%	-25.50%	-7.31%	-2.84%	-2.91%	-3.06%	-1.00%

출처: EDGAR, SMIC 4팀

아직 iBuying은 초기 단계의 비즈니스로, 전체 주택 거래 시장에서 iBuying이 얼마나 유의미하게 침투할 수 있을지에 대한 의문은 아직 시장에서 충분히 해소되지 않았다고 판단한다. 따라서 현재 시장에서 할증 요인보다는 할인 요인에 더욱 주목할 것으로 보아 할인을 20%를 적용해주었다.

PSR Method (2022E)	
2022E Revenue (In Millions of USD)	12,898
Shares Outstanding (In Thousands)	612,610
<b>Sales Per Share</b>	<b>21.05</b>
Target PSR Multiple	1.68x
<b>Target Price</b>	<b>35.37</b>
Current Price	20.64
<b>Upside</b>	<b>71%</b>

지금까지의 논의를 종합하여 목표주가 \$35.37, 현재주가 \$20.64, 상승여력 71%로 투자 의견 Buy를 제시한다.



### 6.2. 신규 진출하는 주의 진입 로드맵

그림 6-2. 신규 진출하는 주의 진입 로드맵 (2022년 ~ 2030년)

주	도시	신규 진입		연간 팔리는 주택 수									
		100K~750K 주택 수	연간 팔리는 주택 수	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
New York	New York City	2,210,104	221,010	0.3%	0.7%	1.4%	3.6%	6.7%	10.6%	15.5%	21.2%	27.9%	
	Buffalo	60,502	6,050					0.6%	1.5%	3.0%	7.4%	14.0%	
Illinois	Chicago	1,044,788	104,479	0.3%	0.7%	1.4%	3.6%	6.7%	10.6%	15.5%	21.2%	27.9%	
	Springfield	39,731	3,973							0.9%	2.1%	4.3%	
Pennsylvania	Philadelphia	542,075	54,207	0.3%	0.7%	1.4%	3.6%	6.7%	10.6%	15.5%	21.2%	27.9%	
	Pittsburgh	91,779	9,178			0.4%	1.0%	2.1%	5.2%	9.7%	15.3%	22.3%	
Wisconsin	Milwaukee	338,599	33,860		0.4%	0.9%	1.7%	4.3%	8.1%	12.8%	18.6%	25.5%	
	Columbus	330,428	33,043		0.4%	0.9%	1.7%	4.3%	8.1%	12.8%	18.6%	25.5%	
Ohio	Cincinnati	113,211	11,321		0.4%	0.9%	1.7%	4.3%	8.1%	12.8%	18.6%	25.5%	
	Canton	10,093	1,009									1.3%	
Maryland	Cleveland	63,213	6,321					0.6%	1.5%	3.0%	7.4%	14.0%	
	Baltimore	318,548	31,855		0.4%	0.9%	1.7%	4.3%	8.1%	12.8%	18.6%	25.5%	
Rhode Island	Providence	257,202	25,720		0.4%	1.0%	2.1%	5.2%	9.7%	15.3%	22.3%	22.3%	
	Albuquerque	232,775	23,278			0.4%	1.0%	2.1%	5.2%	9.7%	15.3%	22.3%	
New Mexico	Santa Fe	59,051	5,905						0.7%	1.8%	3.6%	8.9%	
	Seattle	220,547	22,055			0.4%	1.0%	2.1%	5.2%	9.7%	15.3%	22.3%	
Washington	Tacoma	86,958	8,696			0.4%	1.0%	2.1%	5.2%	9.7%	15.3%	22.3%	
	Spokane	72,946	7,295			0.4%	1.0%	2.1%	5.2%	9.7%	15.3%	22.3%	
Washington D.C.	Kennewick	28,750	2,875								1.1%	2.6%	
	Washington D.C.	206,489	20,649				0.5%	1.2%	2.5%	6.2%	11.6%	18.4%	
Massachusetts	Boston	192,710	19,271				0.5%	1.2%	2.5%	6.2%	11.6%	18.4%	
	Omaha	170,552	17,055				0.5%	1.2%	2.5%	6.2%	11.6%	18.4%	
Nebraska	New Orleans	158,553	15,855					0.6%	1.5%	3.0%	7.4%	14.0%	
	Baton Rouge	85,742	8,574					0.6%	1.5%	3.0%	7.4%	14.0%	
Kentucky	Lexington	131,077	13,108					0.6%	1.5%	3.0%	7.4%	14.0%	
	Louisville	90,830	9,083					0.6%	1.5%	3.0%	7.4%	14.0%	
New Jersey	Newark	106,071	10,607					0.6%	1.5%	3.0%	7.4%	14.0%	
	Trenton	15,292	1,529									1.3%	
Virginia	Richmond	89,811	8,981						0.7%	1.8%	3.6%	8.9%	
	Hampton	55,265	5,527						0.7%	1.8%	3.6%	8.9%	
Michigan	Charlottesville	19,070	1,907								1.1%	2.6%	
	Detroit	76,333	7,633						0.7%	1.8%	3.6%	8.9%	
Maine	Grand Rapids	72,274	7,227						0.7%	1.8%	3.6%	8.9%	
	Portland	33,309	3,331							0.9%	2.1%	4.3%	
Connecticut	West Hartford	25,872	2,587								1.1%	2.6%	
	Dover	13,901	1,390									1.3%	

출처: SMIC 4팀

### 6.3. 동사 연도별 판매 주택 수

그림 6-3. 연도별 점유율, 판매 주택 수 (2022년 ~ 2030년)

(단위: 개)	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
미국 전역 iBuying 판매 주택 수	37,181	52,901	69,372	89,957	120,702	161,705	213,282	277,342	355,312	448,253
동사 점유율	52%	61%	69%	72%	74%	77%	80%	83%	85%	80%
동사 iBuying 판매 주택 수	19,264	32,056	48,130	64,617	89,765	124,508	170,023	228,903	303,618	358,602

출처: SMIC 4팀

#### 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.