

Bloomberg 최고목표주가 **USD 23.00**

IPO 공모가 밴드 **USD 15 ~ 17**

국가 **미국**

거래소 **NYSE**

[글로벌 인터넷인터넷]

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

핀터레스트 Pinterest

(PINS US)

이미지 기반 광고 플랫폼의 신흥 강자

기업 소개

핀터레스트는 글로벌 이미지 기반 SNS 플랫폼이다. 주요 수익 모델은 광고이며 광고 노출 (CPM), 클릭 (CPC) 으로 구성된다. 4Q18 사용자 (MAU)는 265백만명 (+23% YoY)이며 미국과 미국외 지역 사용자는 각각 82백만명 (+2% YoY), 184백만명 (+32% YoY)이다.

투자 포인트

향후 전자상거래 시장이 '검색' 기반에서 '발견'으로 일부 변화가 예상됨에 따라 핀터레스트의 수혜가 예상된다. 이는 '검색' 기반 사용자의 구매 횟수 증가폭 둔화가 예상되는 반면 '발견' 기반은 높은 체류 시간으로 광고 노출량을 극대화할 수 있기 때문이다. 특히 이미지 기반 SNS는 콘텐츠 특성상 체류시간을 극대화시킬 수 있어 수익화에 긍정적이다. 또한 핀터레스트는 경쟁사 (ex. 인스타그램)와 달리 '이미지 검색'을 통해 다양한 콘텐츠를 확보할 수 있어 사용자 및 체류시간 확보에 유리하다. 2019년말 MAU는 3.1억명 (+18% YoY)로 예상된다.

또한 핀터레스트는 2016년부터 쇼핑 기능 강화를 통해 커머스 기능을 구축하고 있어 광고 매출 확대에 긍정적이다. 2015년 Shoppable Pins, 2017년 검색광고 상품 출시가 대표적이다. 쇼핑 기능을 강화함으로써 단순 광고 노출 (ex. 브랜드 인지도 개선)로 끝나는 것이 아니라 즉각적인 매출 증대 (ex. 구매 버튼) 효과를 확보할 수 있다. 이를 통해 핀터레스트는 광고주의 ROI (ex. ROAS)를 개선시킬 수 있고 광고주 및 광고주당 집행금액 확대에 유리하다. 이에 2019년 MAU당 ARPU를 3.61달러 (+26% YoY)로 예상된다.

더구나 향후 미국 외 지역에서 광고 매출 성장 확대가 예상된다. 이는 중장기 성장성 확보에 긍정적이다. 2019년말 미국 외 지역 MAU는 2.24억명 (+22% YoY)로 예상되며 미국 MAU 0.88억명 (+8% YoY) 대비 2.5배에 달한다. 그러나 미국 외 MAU당 ARPU는 0.30달러 (+35% YoY)로 미국 ARPU 12달러 (+37% YoY) 대비 3% 수준인데 페이스북은 유럽 ARPU와 아시아 ARPU가 북미 (142달러) 대비 각각 33%, 8%이다. 이를 감안하면 미국 외 지역에서 수익화 가능성은 충분하다고 판단한다.

밸류에이션

IPO 밴드 상단 (17달러, 시가총액 117억달러, Fully Diluted 기준) 및 당사 추정치 기준 핀터레스트의 2019년 PSR는 10.4배 (매출액 +49% YoY)이다. 이는 글로벌 SNS 플랫폼 중 페이스북과 상장 초기 2012년 12.4배 (매출액 +37% YoY)보다 낮다, 모바일 뉴스 피드 기반의 수익화가 확대되며 GPM이 개선된 2015년 PSR 16.6배 (매출액 +44% YoY) 보다 낮다. 또한 개인정보 보호 이슈가 반영되며 매출 및 수익성 우려가 반영된 2018년 PSR 6.7배 (매출액 +37% YoY)보다는 높다.

핀터레스트는 2019년 이미지 기반의 쇼핑 기능 확대와 해외 시장 매출 증대로 인해 매출액 및 GPM 개선 기대감이 반영될 수 있다. 이에 페이스북의 2012년과 유사하다고 판단하며 공모가 기준 투자 매력도 존재한다고 판단한다.

결산기 (12월)	12/16	12/17	12/18	12/19F	12/20F	12/21F
매출액 (백만USD)	299.0	472.9	755.9	1,125.8	1,621.5	2,206.4
영업이익 (백만USD)	(145.4)	(109.1)	(59.9)	(4.2)	90.8	249.3
영업이익률 (%)	(48.6)	(23.1)	(7.9)	(0.4)	5.6	11.3
순이익 (백만USD)	(139.6)	(101.2)	(48.1)	8.5	103.4	261.9
EPS (USD)	-	-	-	0.01	0.15	0.38
ROE (%)	-	(28.3)	(7.0)	(1.4)	8.1	20.3
P/E (배)	-	-	-	1376.5	112.7	44.5
P/B (배)	-	-	-	13.3	11.9	9.4

주: Non-GAAP

자료: 핀터레스트 Pinterest, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

I. 밸류에이션

IPO 밴드 상단 (17달러, 시가총액 117억달러, Fully Diluted 기준) 및 당사 추정치 기준 핀터레스트의 2019년 PSR는 10.4배 (매출액 +49% YoY)이다.

핀터레스트와 유사한 사업 모델을 지닌 기업은 미국 페이스북, 트위터, 스냅이 있다. 특히 이미지 기반의 콘텐츠를 통해 사용자를 확보하고 광고를 노출시킨다는 점에서 페이스북 (인스타그램)과 유사하다. 트위터는 텍스트 기반 (140자), 스냅은 스냅챗의 독특한 UI (스토리)를 기반으로 하고 있다는 점에서 다르다고 판단한다.

핀터레스트의 2019년은 미국 내 안정적 지위를 기반으로 해외 사업을 성장시키는 페이스북의 2012년 상장 초기와 유사하다. 이때 당시 페이스북은 뉴스 Feed의 수익 모델이 구축해가는 초창기이며 또한 PC에서 모바일로 하드웨어가 전환되는 시기였다.

또한 2012년 페이스북의 PSR은 12.4배 (매출액 +37% YoY)이며 GPM은 73% (-4ppt YoY)이다. 모바일 뉴스 피드 기반의 수익화가 확대되며 GPM이 개선된 2015년 PSR 16.6배 (매출액 +44% YoY) 보다 낮다. 또한 개인정보 보호 이슈가 반영되며 매출 및 수익성 우려가 반영된 2018년 PSR 6.7배 (매출액 +37% YoY)보다는 높다.

핀터레스트는 2019년 이미지 기반의 쇼핑 기능 확대와 해외 시장 매출 증대로 인해 매출액 및 GPM 개선 기대감이 반영될 수 있다. 이에 페이스북의 2012년과 유사하다고 판단하며 투자 메리트 존재한다고 판단한다.

표 1. 핀터레스트 PSR 밸류에이션

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
매출액	299	473	756	1,126	1,621	2,206	2,905
YoY (%)	-	58.1%	59.9%	48.9%	44.0%	36.1%	31.7%
공모가 기준 PSR	-	-	-	10.4	7.2	5.3	4.0
GPM (%)	46.5	62.2	68.0	69.6	71.0	72.4	73.8
OPM (%)	(48.6)	(23.1)	(7.9)	(0.4)	5.6	11.3	16.5
2019년 매출액	1,126						
타겟 PSR (x)	12.4	* 페이스북 2012년 PSR (매출액 +37% YoY), GPM 73% (-4ppt YoY)					
시가총액	13,960						
주식 수 (백만주)	686	* Fully diluted					
TP (USD)	20.4						
예상 시가 총액	11,654						

자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 페이스북, 트위터의 PSR 밸류에이션 추이

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
페이스북 매출액	5,089	7,872	12,466	17,927	27,638	40,653	55,838	71,306	89,833
YoY (%)	37.1%	54.7%	58.4%	43.8%	54.2%	47.1%	37.4%	27.7%	26.0%
PSR	12.4	17.7	17.5	16.6	12.0	12.6	6.7	6.7	5.3
GPM (%)	73.2	76.2	82.7	84.0	86.3	86.6	83.2	79.0	78.2
트위터 매출액	317	665	1,403	2,218	2,530	2,443	3,042	3,411	3,691
YoY (%)	-	109.8%	111.0%	58.1%	14.0%	-3.4%	24.5%	12.2%	8.2%
PSR	-	34.7	16.1	7.1	4.6	4.4	7.2	6.9	6.4
GPM (%)	59.4	59.9	68.2	67.1	63.1	64.8	68.3	66.8	66.7

자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

표 3. 핀터레스트 글로벌 Peer 비교

		핀터레스트	페이스북	트위터	스냅	웨이보	핀두오두오
Ticker		PINS US	FB US	TWTR US	SNAP US	WB US	PDD US
현재가 (현지통화)		17.0	179.7	34.7	11.9	68.6	22.0
시가총액 (USDm)		11,654	513,011	26,654	15,654	15,308	25,583
매출액 (USDm)	2016	299	27,638	2,530	404	656	76
	2017	473	40,653	2,443	825	1,150	258
	2018	756	55,838	3,042	1,180	1,719	1,985
	2019E	1,126	69,008	3,485	1,542	2,048	4,164
	2020E	1,626	83,337	3,967	2,013	2,456	7,018
영업이익 (USDm)	2016	(145)	12,427	(367)	(520)	141	(43)
	2017	(109)	20,203	39	(3,486)	408	(88)
	2018	(60)	24,913	453	(1,268)	609	(1,634)
	2019E	(4)	25,227	842	(459)	741	(970)
	2020E	91	29,443	1,020	(222)	904	541
순이익 (USDm)	2016	(140)	10,188	(457)	(515)	108	(44)
	2017	(101)	15,920	(108)	(3,445)	353	(78)
	2018	(48)	22,111	1,206	(1,256)	572	(1,546)
	2019E	9	25,896	671	(436)	709	(579)
	2020E	103	29,254	816	(145)	866	1,058
P/E (x)	2016	-	33.0	-	-	68.2	-
	2017	-	28.7	-	-	67.0	-
	2018	-	17.3	18.4	-	23.0	-
	2019E	1,376.5	20.5	40.3	-	22.7	-
	2020E	122.7	17.5	33.9	-	18.6	26.8
P/B (x)	2016	-	5.6	2.6	-	11.8	-
	2017	-	6.9	3.6	6.0	19.3	-
	2018	-	4.4	3.2	3.1	7.5	4.8
	2019E	13.3	5.0	3.5	8.2	5.9	9.9
	2020E	11.9	4.1	3.1	9.2	4.4	7.2
PSR (x)	2016	-	11.9	4.5	-	13.3	-
	2017	-	12.6	7.2	20.7	19.8	-
	2018	-	6.8	7.1	6.1	7.6	8.7
	2019E	10.4	7.4	7.6	10.1	7.5	6.1
	2020E	7.2	6.2	6.7	7.8	6.2	3.6
EV/EBITDA (x)	2016	-	20.5	276.7	-	54.6	-
	2017	-	20.3	35.3	-	52.3	-
	2018	-	11.4	21.0	-	19.2	-
	2019E	711.6	12.9	18.0	-	17.5	-
	2020E	100.1	10.4	14.9	-	13.4	36.7
ROE (%)	2016	-	19.7	(10.2)	(51.9)	15.7	-
	2017	(28.3)	23.8	(2.2)	(158.0)	36.2	-
	2018	(7.0)	27.9	20.3	(47.4)	38.9	-
	2019E	(1.4)	23.1	11.3	(31.7)	31.5	(22.5)
	2020E	8.1	21.6	7.9	(25.4)	28.2	34.4
EPS 성장률 (%)	2016	-	171.8	17.7	(25.5)	194.1	-
	2017	-	54.2	76.9	(360.9)	220.0	(116.9)
	2018	-	39.3	-	67.1	60.0	(4,341.4)
	2019E	-	(0.3)	0.1	28.7	10.8	76.9
	2020E	1,121.9	17.0	18.8	62.7	21.7	269.1

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 4. 핀터레스트 분기 실적 (Non-GAAP 기준)

(백만USD)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
MAU (백만명)	239	231	251	265	280	292	303	312	216	265	312	343
QoQ (%)	10.6	(3.3)	8.7	5.6	5.5	4.3	3.7	3.2				
YoY (%)	36.6	24.9	23.0	22.7	17.0	26.3	20.5	17.8	35.0	22.7	17.8	9.8
미국	80	75	80	82	84	85	87	88	76	82	88	93
해외	160	156	171	184	196	206	216	224	139	184	224	250
매출액	131	161	190	273	196	251	278	401	473	756	1,126	1,621
QoQ (%)	(24.2)	22.7	18.0	43.6	(28.3)	28.1	11.0	43.9				
YoY (%)	59.4	59.4	64.0	57.6	49.1	55.6	46.4	46.7	58.1	59.9	48.9	44.0
미국	124	153	181	257	184	236	263	375	448	715	1,058	1,532
해외	7	8	9	16	11	15	16	26	25	41	67	90
영업비용	182	199	209	227	245	289	286	310	582	816	1,130	1,531
QoQ (%)	9.9	9.4	5.1	8.7	8.1	17.7	(1.0)	8.6				
YoY (%)	31.7	50.2	42.3	37.4	35.2	45.4	36.9	36.7	31.0	40.2	38.5	35.5
매출원가	52	58	64	68	73	86	88	95	178	242	342	469
R&D	56	58	60	64	79	86	84	90	188	239	338	464
마케팅	56	65	67	72	79	96	93	101	156	259	368	504
판관비	18	18	18	22	14	21	21	25	59	77	81	93
영업이익	(50)	(37)	(19)	46	(50)	(38)	(7)	91	(109)	(60)	(4)	91
QoQ (%)	(713.6)	(25.4)	(50.4)	(349.4)	(207.1)	(23.7)	(80.6)	(1,332.2)				
YoY (%)	(9.5)	20.3	(39.8)	465.7	(1.2)	1.0	(60.4)	95.8	(25.0)	(45.1)	(93.0)	(2,277.8)
OPM (%)	(38.2)	(23.2)	(9.7)	16.9	(25.3)	(15.1)	(2.6)	22.6	(23.1)	(7.9)	(0.4)	5.6
세전이익	(48)	(34)	(15)	49	(46)	(35)	(4)	94	(101)	(48)	8	103
Tax	0	0	0	0	0	0	(0)	0	0	0	(0)	0
순이익	(48)	(34)	(15)	49	(46)	(35)	(4)	94	(101)	(48)	8	103
NPM (%)	(36.4)	(21.4)	(7.9)	18.0	(23.7)	(13.8)	(1.5)	23.4	(21.4)	(6.4)	0.8	6.4

자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

II. Risk

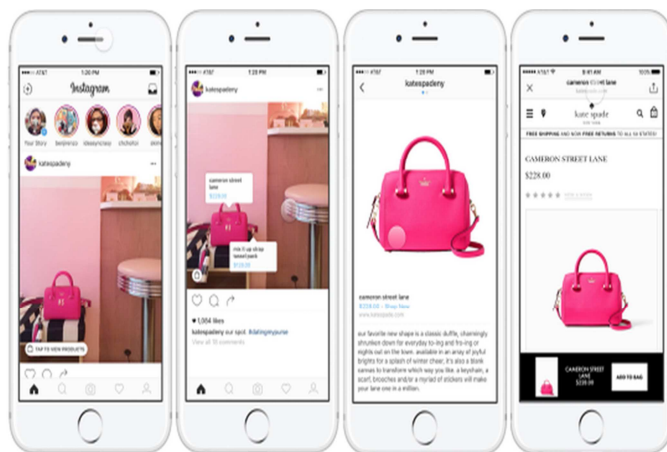
페이스북과 경쟁 이슈

핀터레스트의 최대 리스크는 페이스북, 특히 인스타그램과 경쟁 이슈이다. 핀터레스트와 인스타그램의 최대 공통점은 이미지 기반 (텍스트 X)의 플랫폼이라는 점이다. 그러나 인스타그램은 SNS로서 ‘사람’에 대한 팔로우지만 핀터레스트는 관심사 등에 대한 팔로우가 가능하다.

그러나 인스타그램의 최근 행보는 핀터레스트의 사용자 및 체류시간 확보와 경쟁 심화로 나타날 수 있다. 인스타그램은 1) 해시태그 (#)를 강화하며 관심사 팔로우가 가능하며 2) 특히 2018년 ‘쇼핑태그’를 넘어 2019년 3월 ‘체크아웃’ (바로결제)을 공개했다.

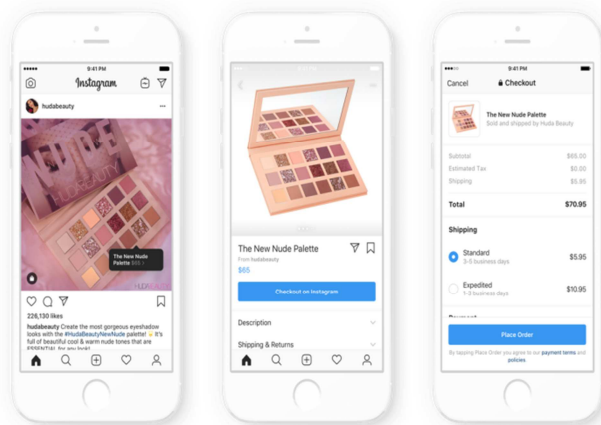
그러나 인스타그램과 핀터레스트의 가장 큰 차이는 이미지 확보 방법이다. 인스타그램은 폐쇄형으로 친구들이 업로드하는 이미지만 소비 가능한 반면 핀터레스트는 키워드, 관심사에 대하여 외부 이미지를 확보한다. 이는 이미지의 다양성, 적절성 측면에서 우위를 확보하는데 기여할 수 있다.

그림 1. 인스타그램 쇼핑 태그



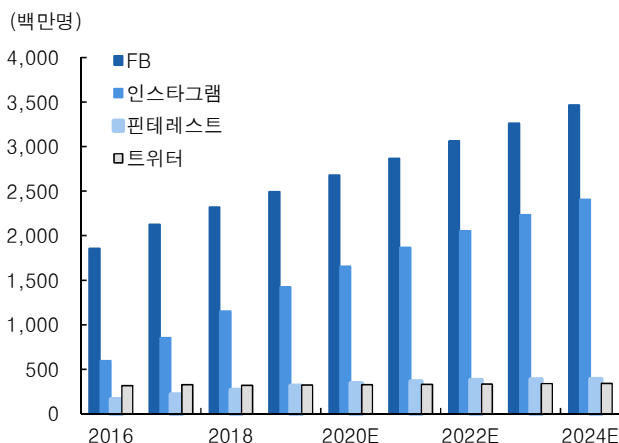
자료: 페이스북, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 인스타그램 체크아웃 (바로 결제)



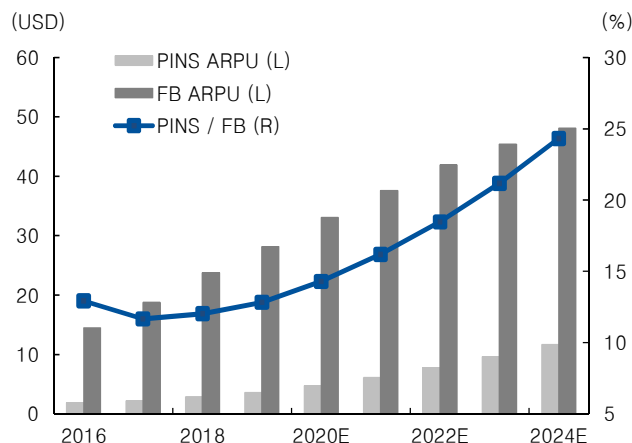
자료: 페이스북, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 미국 주요 SNS 플랫폼 사용자 전망



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 인스타그램 vs. 핀터레스트 사용자 및 ARPU 비교



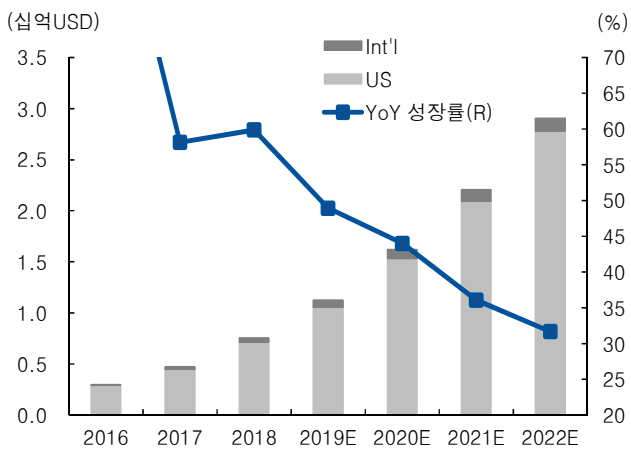
자료: 페이스북, 미래에셋대우 리서치센터

III. 기업 개요

기업 개요

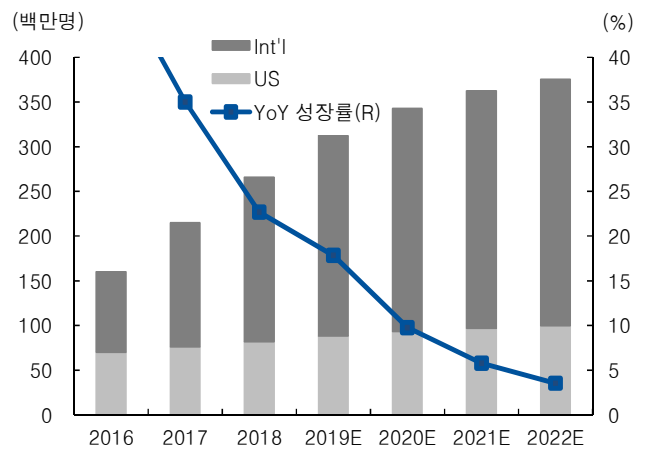
핀터레스트는 글로벌 이미지 기반 SNS 플랫폼이다. 주요 수익 모델은 광고이며 광고 노출 (CPM), 클릭 (CPC) 등으로 구성된다. 4Q18 기준 사용자 (MAU)는 265백만명 (+23% YoY)이며 미국과 미국외 지역 사용자는 각각 82백만명 (+2% YoY), 184백만명 (+32% YoY)이다.

그림 5. 핀터레스트 매출액 전망



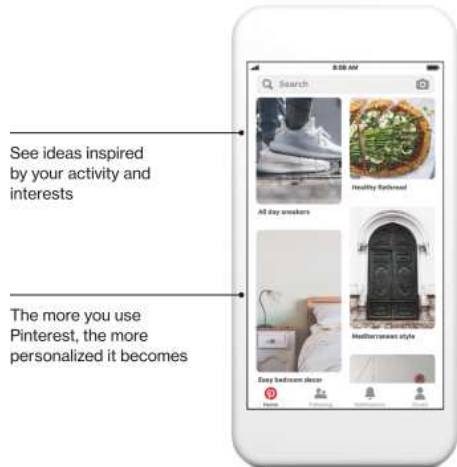
자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 핀터레스트 사용자 전망



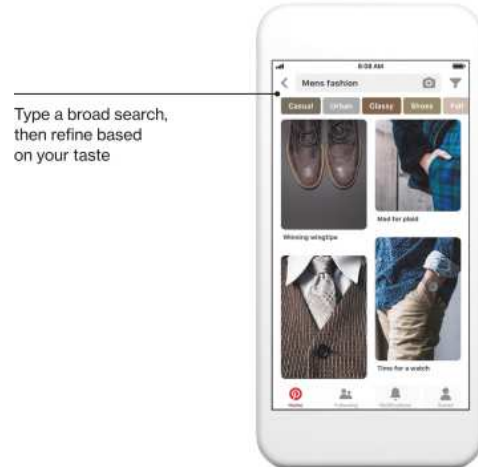
자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 핀터레스트 기본 UI (1): Home Feed



자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 핀터레스트 기본 UI (2): Search



자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

연혁 및 지분 구조

핀터레스트의 CEO는 공동 창업자 (총 3명) 중 한명인 Benjamin Silbermann (이사회 의장 겸임)이다. 핀터레스트 창업 이전 2006년부터 2년간 구글에서 근무했다. 또 다른 공동 창업자는 현재 디자인 담당 임원 (Chief Design & Creative Officer)로 재직 중인 Evan Sharp 이다. 또다른 공동 창업자인 Paul Sciarra는 2012년 4월 퇴사했다.

표 5. 핀터레스트 상장 구조

구분	내용
상장일 (NYSE)	4월 18일
기준 (2018년말 기준)	454,344,043
클래스 A (의결권 1개)	-
클래스 B (의결권 20개)	454,344,043
신규 (클래스 A)	75,000,000
추가배정 (클래스 A)	11,250,000
추가 스탁옵션 (클래스 B)	144,930,808
총 주식수	685,524,851
클래스 A (의결권 1개)	86,250,000
클래스 B (의결권 20개)	599,274,851
공모가 밴드	USD15 ~ 17
예상 시가총액 (십억USD)	11,654

자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

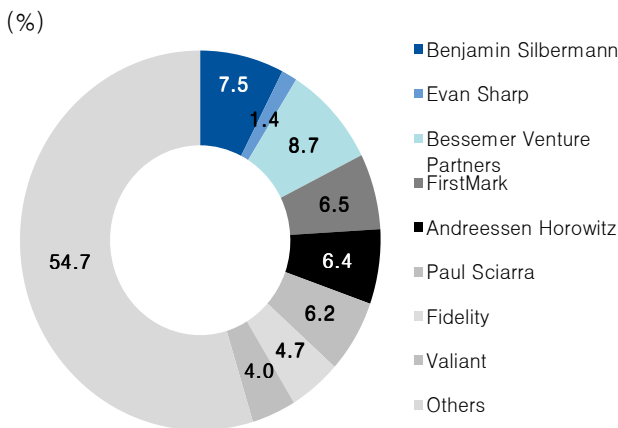
표 6. 핀터레스트 연혁

일시	내용
2009년	창업자 3명이 핀터레스트 설립
2010-03	클로즈드 베타 시작
2015-01	Promoted Pins 출시 (reservation-based at a CPM)
2015-02	시리즈G 투자 유치. 기업가치 112억달러
2015-06	Buyable Pins 출시
2017-06	시리즈H 투자 유치. 기업가치 123억달러
2017-09	Promoted Pins에 대해 Self-serve 기능 구축
2017-10	Pinterest Ads Manager를 통한 검색 광고 구축

자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

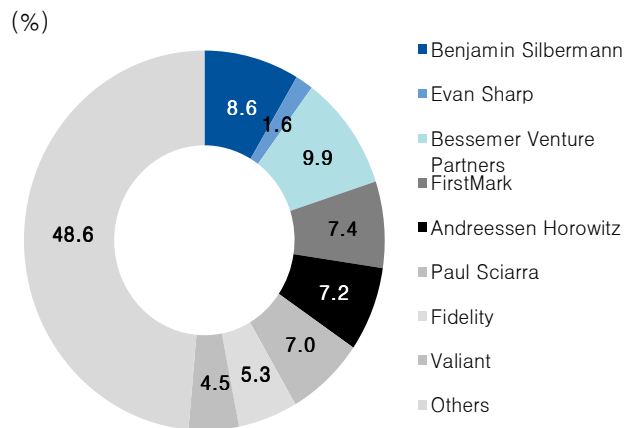
상장 후 핀터레스트의 주식은 클래스 A (상장, 의결권 1개)와 클래스 B (비상장, 의결권 20개)로 구분된다. 상장 후 총 주식수는 685.5백만주 (Fully diluted 가정, 추가배정 및 스탁옵션 포함)이며 기존에는 클래스 B만 존재했다. 상장 후 주식수 및 의결권 기준 최대주주는 공동 창업자이자 현재 CEO인 Benjamin Silbermann이다.

그림 9. 상장 후 지분 구조 (주식 수 기준)



자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 상장 후 지분 구조 (의결권 기준)



자료: 핀터레스트, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.