

IPO 스냅샷: 중국 지식 공유 플랫폼 '즈후'

정용제, CFA yongjei.jeong@miraeeasset.com

기업 소개:
중국 지식 공유 플랫폼**즈후 (ZH US)는 중국 지식 공유 플랫폼. 3월 26일 NYSE 상장. 시총 51억달러**

- 미국 Quora를 표방하며 2011년 출시. 4Q20 MAU 76백만명 (+33% YoY)
- 2020년 매출 비중: 광고 62%, 유료 멤버십 24%, 콘텐츠 커머스 10%
- 1) 광고: 사용자에게 디스플레이 형태 광고 (스크린, Feed) 노출
- 2) 유료 멤버십: 'Yan Selection' 멤버십. 프리미엄 콘텐츠에 대한 무제한 접근 제공
- 3) 콘텐츠 커머스: 2020년초 시작한 'Zhi+'에서 발생. 브랜드에 마케팅 도구 제공

투자포인트 및 실적 전망

매출액: 2020년 13.5억위안 (+102% YoY), 2021년 25.6억위안 (+89% YoY) 예상

- 2021년 광고 매출의 회복과 2020년초 시작한 콘텐츠 커머스의 매출 기여 본격화
- 투자포인트 1): 유사한 지식 검색인 바이두의 Zhidao 대비 높은 지식 퀄리티
학사 이사 사용자 비중 80% (iResearch). 프리미엄 콘텐츠 기반 충성 사용자 확보
- 투자포인트 2): 텐센트, 콰이쇼우, 바이두와 협력. 중국 내 경쟁 심화 가능성 제한적
텐센트와 콰이쇼우는 지분 각각 11%, 7% 보유. 즈후는 지식 검색 카테고리 역할
- 투자포인트 3): 35세 미만 젊은 사용자 가파른 증가. MAU당 매출 확대에 유리
17년 35세 미만 비중 60% → 20년 83%로 확대. 일 검색 수 26백만건 (+38% YoY)

밸류에이션

차별화 콘텐츠를 기반으로 사업 모델 다각화를 추진하는 즈후의 장기 성장성 주목

- 3/26 공모가 9.5달러. 첫날 종가 8.5달러, 전일 종가 9.0달러 기록
- 즈후는 현재 2021년 PSR 13배, 2022년 PSR 8배 에서 거래 중
- 즈후는 고성장하는 온라인 광고 플랫폼으로서 미국 SNAP, PINS와 유사
- 스냅과 핀터레스트는 2022년 PSR 17배, 16배 거래. 수익화 확대 기대감 존재
- 즈후는 차별화 콘텐츠 통한 충성 사용자 확보 측면에서는 이들과 유사
- 수익화 (쇼핑 광고)는 아직 미진하나 최근 콘텐츠 커머스 매출 확대 감안시 긍정적

리스크

- 1) 바이트댄스 (틱톡 모회사)의 지식 공유 플랫폼 시장 진입
- 2) 전문적 지식 공유 플랫폼으로서 제한적인 사용자 증가 및 사용 빈도

표 1. Zhihu PSR 밸류에이션

(백만CNY)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	-	671	1,352	2,555	3,961	5,754	7,685	9,890
YoY (%)	-	-	102%	89%	55%	45%	34%	29%
PSR (x)	-	-	-	12.7	8.2	5.7	4.2	3.3

자료: Zhihu, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. Zhihu 실적 전망 (GAAP 기준)

(백만CNY)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	188	261	383	520	463	559	684	849	671	1,352	2,555	3,961
QoQ (%)	(16.0)	38.9	46.5	35.8	(10.9)	20.8	22.3	24.1				
YoY (%)	59.5	69.1	120.2	132.0	146.0	114.0	78.7	63.3	-	101.7	89.0	55.0
광고	126	167	231	319	230	291	368	499	577	843	1,389	2,073
유료 멤버십	56	69	91	104	123	143	174	191	88	320	631	1,055
콘텐츠 커머스	1	13	46	76	89	103	119	135	1	136	446	728
기타	6	12	15	20	21	22	23	24	4	53	89	105
영업비용	354	374	468	579	506	601	720	877	1,549	1,775	2,704	3,871
QoQ (%)	(22.4)	5.6	25.0	23.9	(12.6)	18.6	19.9	21.7				
YoY (%)	7.3	8.6	11.7	27.0	43.0	60.6	54.0	51.3	-	14.6	52.3	43.2
매출원가	65	90	118	142	122	143	169	203	179	205	256	328
마케팅	125	147	220	243	212	250	299	363	766	735	1,124	1,585
R&D	87	84	77	82	73	88	106	131	351	330	398	601
판관비	77	54	53	112	100	120	146	180	253	296	545	829
영업이익	(166)	(113)	(85)	(59)	(44)	(41)	(36)	(28)	(879)	(423)	(149)	90
QoQ (%)	(28.6)	(32.1)	(24.7)	(29.8)	(26.8)	(5.4)	(11.6)	(23.5)				
YoY (%)	(21.7)	(40.7)	(65.4)	(74.4)	(73.8)	(63.4)	(57.1)	(53.2)	-	(51.9)	(64.8)	(160.7)
OPM (%)	(88.2)	(43.1)	(22.1)	(11.4)	(9.4)	(7.4)	(5.3)	(3.3)	(131.1)	(31.3)	(5.8)	2.3
세전이익	(156)	(72)	(65)	(45)	(29)	(26)	(21)	(13)	(824)	(336)	(89)	150
Tax	38	159	0	1	1	1	1	1	596	199	3	2
순이익	(193)	(231)	(65)	(46)	(29)	(27)	(22)	(14)	(1,420)	(535)	(92)	148
NPM (%)	(102.8)	(88.3)	(17.0)	(8.8)	(6.3)	(4.8)	(3.3)	(1.6)	(211.8)	(39.6)	(3.6)	3.7

자료: Zhihu, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 글로벌 중국 온라인 광고 플랫폼 밸류에이션 비교

		즈후	바이두	콰이쇼우	핀두오두오	웨이보	취토우티야오
Ticker		ZH US	BIDU US	1024 HK	PDD US	WB US	QTT US
현재가 (현지통화)		9.0	210.2	238.8	132.4	48.9	2.2
시가총액 (USDm)		5,065	73,056	127,844	162,911	11,065	661
매출액 (USDm)	2018	-	15,474	3,071	1,985	1,719	457
	2019	97	15,552	5,664	4,364	1,767	806
	2020	196	15,534	8,527	8,631	1,690	767
	2021E	-	19,354	13,419	17,253	2,053	-
	2022E	-	22,069	19,149	21,757	2,291	-
영업이익 (USDm)	2018	-	2,350	(79)	(1,634)	609	(300)
	2019	(153)	913	100	(1,236)	598	(394)
	2020	(87)	2,080	(1,502)	(1,361)	507	(150)
	2021E	-	2,954	(1,295)	(1,939)	626	-
	2022E	-	3,883	885	(457)	757	-
순이익 (USDm)	2018	-	4,172	(1,880)	(1,546)	572	(294)
	2019	(145)	298	(2,845)	(1,009)	495	(389)
	2020	(75)	3,260	(16,922)	(1,042)	313	(160)
	2021E	-	3,486	(1,572)	(399)	595	-
	2022E	-	4,235	1,274	1,153	715	-
P/E (x)	2018	-	20.3	-	-	23.0	-
	2019	-	23.9	-	-	18.9	-
	2020	-	30.9	-	-	19.1	-
	2021E	-	21.0	-	-	19.7	19.5
	2022E	-	17.1	124.7	166.5	16.4	5.5
P/B (x)	2018	-	2.3	-	9.1	7.5	7.1
	2019	-	1.9	-	12.4	4.6	-
	2020	-	2.1	-	16.9	3.3	-
	2021E	-	2.2	75.3	26.2	3.2	-
	2022E	-	2.0	45.0	22.9	2.7	-
PSR (x)	2018	-	3.7	-	8.7	7.6	0.5
	2019	-	2.9	-	10.1	5.9	0.3
	2020	-	4.4	-	23.2	5.5	0.1
	2021E	-	3.8	9.5	9.4	5.4	-
	2022E	-	3.3	6.7	7.5	4.8	-
EV/EBITDA (x)	2018	-	10.1	-	-	19.4	-
	2019	-	8.8	-	-	15.6	-
	2020	-	13.3	-	-	15.4	-
	2021E	-	12.6	-	-	17.0	-
	2022E	-	9.5	52.5	179.8	13.4	-
ROE (%)	2018	-	19.8	-	-	38.9	-
	2019	-	1.3	-	(32.1)	24.6	-
	2020	-	13.0	-	(16.9)	12.3	-
	2021E	-	10.2	0.6	(7.5)	15.5	-
	2022E	-	11.0	4.3	11.3	15.6	-
EPS 성장률 (%)	2018	-	49.9	-	(4,857.1)	60.0	(1,283.5)
	2019	-	(92.5)	-	56.5	(14.5)	32.0
	2020	-	1,029.6	-	0.0	(37.0)	60.2
	2021E	-	7.7	79.2	4.8	4.1	133.1
	2022E	-	22.7	195.7	331.1	19.9	253.6

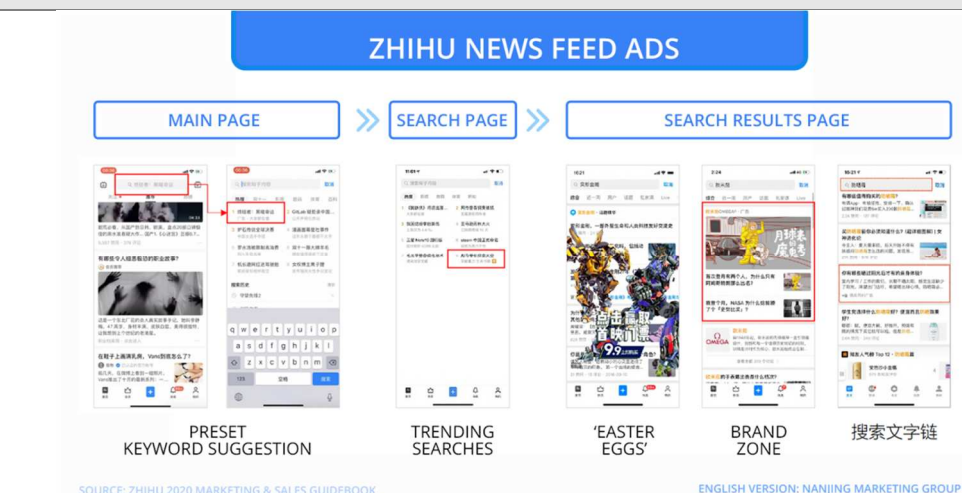
자료: Bloomberg 컨센서스 기준, 미래에셋증권 리서치센터 (4월 15일 기준)

그림 1. 즈후의 뉴스 피드 광고 지면 (1)



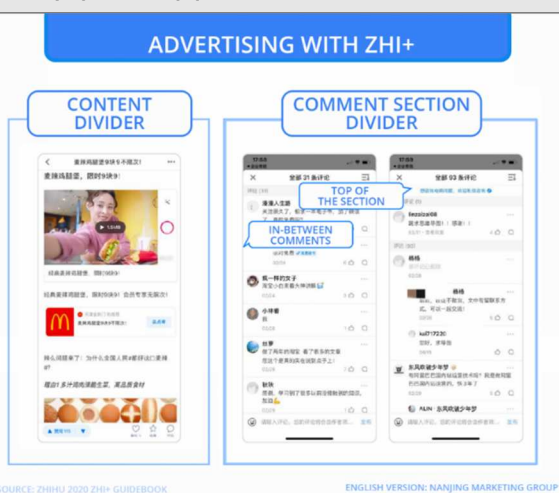
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 즈후의 뉴스 피드 광고 지면 (2)



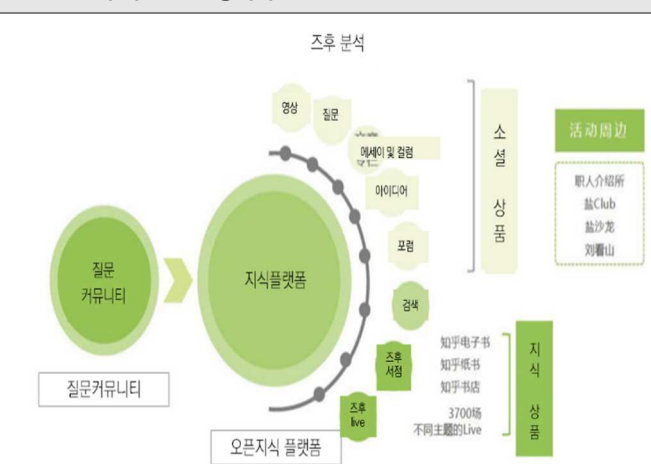
자료: 즈후, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 즈후의 콘텐츠 커머스: Zhi+



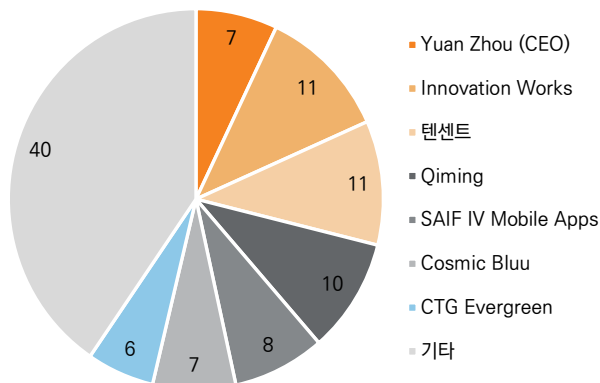
자료: 즈후, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 즈후의 콘텐츠 생태계



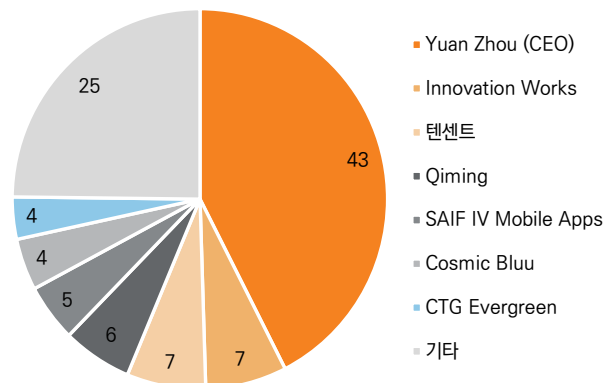
자료: 즈후, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Zhihu의 주주 구성: 주식 수 기준



자료: Zhihu, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Zhihu의 주주 구성: 의결권 기준



자료: Zhihu, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 본 자료에서 매매를 권유한 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.