



인터넷

중립 (하향)

아직 한발 남았다

 **신한투자증권**
기업분석부

강석오 책임연구원
☎ 02) 3772-1543
✉ sokang@shinhan.com

김동석 연구원
☎ 02) 3772-2677
✉ dongseok.kim@shinhan.com



신한 리서치
투자정보

I. Investment Summary

광고, 성장 둔화에서 역성장으로

온라인 광고 시장

- 1) 온라인 DA 역성장
- 2) SA, BTL/TTL 수요 상승

온라인 트래픽은 가파르게 하락하고, 비용 감당이 어려워진 대부분의 기업들은 마케팅 예산을 축소하고 있다. 온라인 광고의 큰 축을 담당하던 부동산 시장까지 하락세로 전환했고, 수요/단가 하락으로 Youtube는 광고 슬롯 확장에도 역성장이 지속되고 있다. 최근 축소된 예산으로 마케팅하기 위해 광고주 수요는 가격 대비 성과가 좋은 고효율 광고상품으로 이동하고 있다. 전통적으로 CTR(Click-through Rate)이 안정적인 검색광고가 견고한 모습이며, 고객충성도를 높이고 쌍방향 소통이 장점인 BTL/TTL 수요도 높아지고 있다. 트래픽이 비정상적으로 높았던 시기에 몰렸던 DA 수요는 이러한 고효율 상품으로 분산될 전망이다.

커머스 - 플랫폼간 상반된 모습

이커머스 시장

- 1) 성장 둔화
- 2) 플랫폼간 차별화

모바일 시장이 열린 이래 처음으로 인터넷쇼핑(PC) 성장률이 모바일쇼핑을 넘어서었다. 침체기에 필수품 비중이 높아 유용성이 부각되는 네이버/쿠팡 등 인터넷쇼핑 채널이 '즐거움'이 가장 중요한 모바일쇼핑 대비 방어적인 모습이다(본문 논문분석 참고). 명품 오픈런 뉴스가 잦았던 시기와 달리 최근 젊은 연령층 사이에서 서로 절약을 권장하고 사치를 비난하는 "거지방"이 인기를 끌 정도이니 커머스 산업도 우려에서 벗어나기 쉽지 않아 보인다. 따라서 필수소비품 비중이 높아 경기민감도가 낮거나, 아예 충성도가 높은 특정 유저층을 타겟한 특화 서비스(ex. C2C, 버티컬 지면 등)를 강화하는 플랫폼이 좋은 성과를 거둘 것으로 전망한다.

웹툰 - 고성장 산업인 척(?)

웹툰/웹소설 시장

- 1) 마케팅 축소로 둔화
- 2) 플랫폼간 경쟁 심화

대부분의 조사기관들은 2025년까지 웹툰/웹소설 시장이 CAGR 15% 성장한다고 전망했으나, 2022년 일본 웹툰 시장 성장률은 8.9%로 공개됐다. 트래픽 감소와 웹툰/웹소설 플랫폼들의 마케팅 축소로 시장성장률이 크게 둔화되었고, 아마존/애플이 경쟁자로 등장하며 트래픽은 분산될 가능성이 높다. 올해 네이버와 카카오는 모두 수익성 개선을 말하며 마케팅비를 축소하고 있는데, 이 과정에서 외형성장이 부진할 가능성이 높다. 따라서 플랫폼간 경쟁이 심화되는 국면에서 플랫폼사보다는 IP를 보유하고 개발하는 스튜디오 투자가 더 매력적이라는 판단이다.

투자의견 중립(Neutral), 이익 방어력이 높은 기업에 주목

Top Picks:

NAVER, 아프리카TV

최근 인터넷 기업들의 성장 둔화가 주가에 충분히 반영되었고 실적 또한 저점을 확인했다는 의견들과 함께 소폭 반등하는 모습도 보였다. 그러나 당사는 여전히 기업들의 실적 추정치 컨센서스 및 투자자들의 하반기에 대한 기대감이 높은 상황이라 판단하며, 그러한 기대심리가 충분히 하향되기 전까지는 주가의 바닥을 확인하기 어렵다는 생각이다. 2023년 하반기 인터넷/플랫폼 산업에 대한 투자의견을 중립(Neutral)으로 제시하고 경기침체기에 이익방어력이 높은 NAVER(투자 의견 Trading BUY, 20만원)와 아프리카TV(투자 의견 매수, TP 14만원)를 인터넷 섹터 선호종목으로 제시한다.

II. 1H23 요약 - 성장 둔화와 비용 통제

외형 성장 정체, 비용 통제로 극복 노력

온라인 광고 및 커머스 산업 성장 둔화

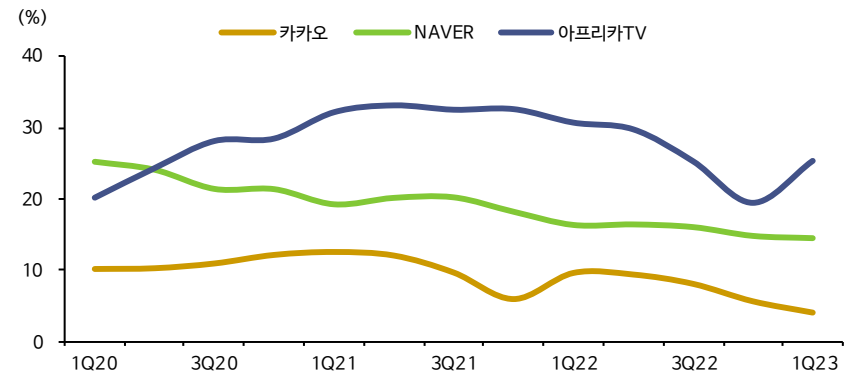
1H23 요약:

- 1) 부진한 본업 성과
- 2) 신사업 성장 둔화

2022년 하반기부터 온라인 트래픽을 기반으로 사업을 영위하는 인터넷/플랫폼 기업들의 성장이 더뎠고, 인수한 기업의 연결편입이나 특정 사업에서의 단기적 성과에 의존하며 방어하는 모습들이 보였다. 2023년 상반기는 본격적인 성장둔화 및 일부 사업의 역성장이 숫자로 드러나는 시기였다.

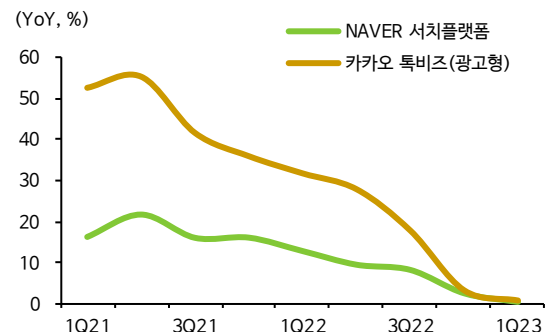
외형 성장 부진은 부정적인 매크로 환경에서 시작되는데, 인터넷 기업들의 높은 마진을 유지해주던 광고 산업이 경기에 민감하게 반응하며 가장 큰 영향을 받았다. 이익률이 가장 높은 사업이 부진하면서 인건비, 인프라 비용 상승을 감당하기 어려워진 것이다. 또 인플레이션으로 인한 소비력 하락은 쇼핑, 핀테크, 모빌리티 등 외형 성장을 견인하던 신사업들의 부진 원인이며, 리오프닝에 따른 온라인 유저 트래픽 감소로 고성장 산업이라 여겨지던 콘텐츠까지도 꺾인 모습이다.

인터넷 기업별 영업이익률 추이



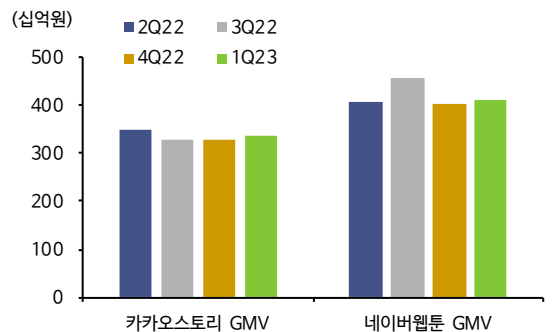
자료: 회사 자료, 신한투자증권

네이버/카카오 광고 매출 성장률 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

네이버/카카오 웹툰 플랫폼 거래액 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

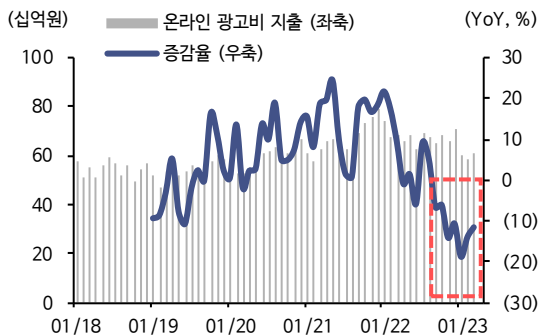
산업 Data 현황

- 1) 온라인 DA 역성장
- 2) 이커머스 성장 둔화

성장이 둔화되긴 했지만 국내 1~2위 사업자로서 네이버와 카카오는 여러 노력들로 실적 방어에 집중하는 모습을 보여주고 있다. 그러나 산업 데이터들을 보면 기업들의 사업전략이 지속가능할지 우려스럽다. 온라인 DA 지출액(PC)은 2022년 하반기부터 성장이 정체되었다가 2023년 1분기부터 역성장에 들어섰다. 검색 광고나 메시지 광고는 효율이 높아 아직 역성장 수준은 아니지만, 이 또한 적어도 올해 고성장을 기대할 수 없는 것은 분명하다.

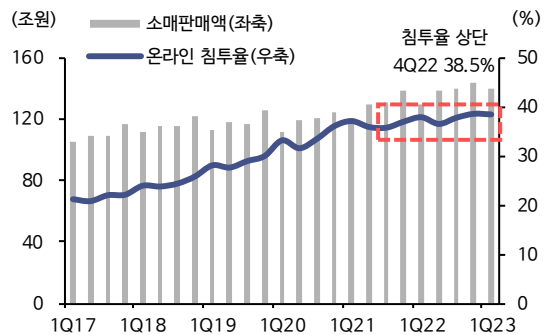
국내 소매판매액은 완만한 우상향이 지속되고 있지만 온라인 침투율이 37~38%를 상단으로 정체되어 있다. 이전에는 소매판매액과 온라인 침투율이 함께 상승하며 매년 큰 폭으로 성장해왔지만 리오프닝 영향이 아직은 강하게 나타나고 있는 듯 하다. 네이버는 C2C 플랫폼, 카카오는 카카오톡 선물하기를 중심으로 커머스 사업에서 기회를 찾고 있지만 2023년 상반기까지는 시장이 예상치 못했던 새로운 모습이 나타나지 않았다. 소비자심리지수는 여전히 작년보다 낮아진 수준에서 회복하지 못하고 있으며, 급격한 인플레이션과 경기둔화 지속으로 유의미한 반등이 나오기 어려운 환경이라는 점도 인터넷/플랫폼 기업 투자에 부정적인 심리를 조성하고 있다.

온라인 DA 광고비 지출 추이 (PC)



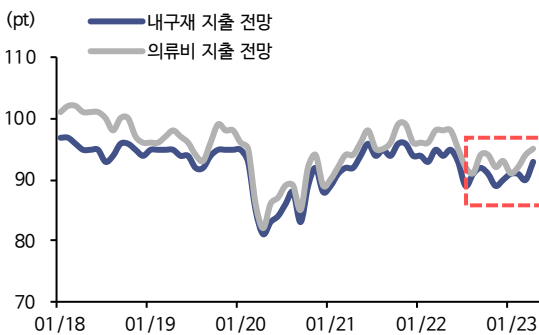
자료: 한국디지털광고협회, 신한투자증권

국내 소매판매액 및 온라인 침투율 추이



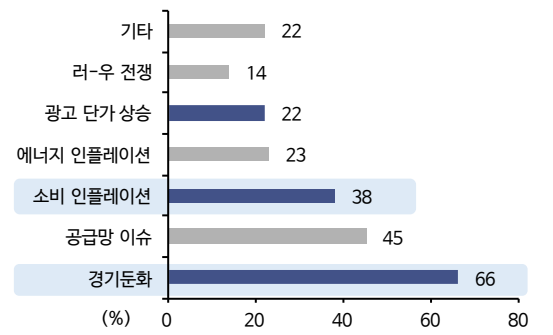
자료: 통계청, 신한투자증권

소비자심리지수 (내구재/의류비 지출 전망)



자료: 통계청, 신한투자증권

주요 광고비 지출 삭감 요인

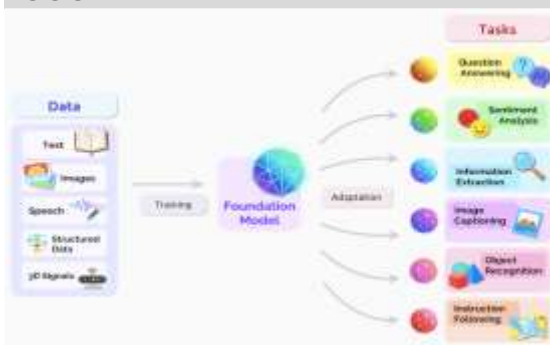


자료: IAB, 신한투자증권

그럼에도 긍정적인 투심 자극한 생성형 AI 가능성

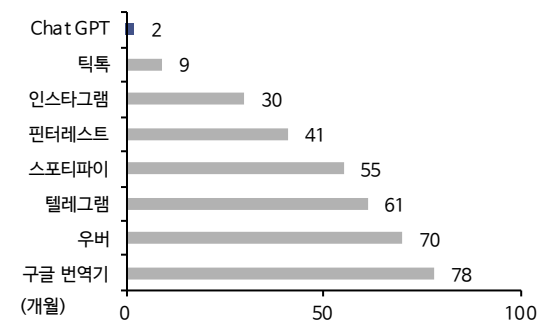
2022년말부터 2023년 상반기까지 전 세계적으로 큰 관심을 받았던 생성형 AI는 인터넷 섹터 투자심리에 긍정적인 영향을 미쳤다. 데이터 분석에 주로 사용되었던 머신러닝/딥러닝을 생성형 AI 개발에 이용하면서 컴퓨터가 “사람처럼” 의사 결정을 진행하고 업무를 지원할 수 있다는 특징이 부각되었다. 또한 콘텐츠를 생산해내고 일부 인력을 대체할 수 있는 수준의 성능을 보이면서 대규모 데이터를 보유하고 AI 기술 개발에 꾸준한 투자를 진행했던 인터넷 기업들에게 새로운 기회로서 부각되었다. OpenAI의 ChatGPT, 구글의 Bard에 대응해 국내 기업들도 한국어 데이터에 특화된 AI 서비스를 준비 중이며, 하반기 중 구체적인 모습을 보여줄 것이라고 발표해 지속적인 관심이 필요하다.

생성형 AI 파운데이션 모델 개념



자료: Nvidia, 신한투자증권

서비스별 MAU 1억명 달성까지 걸린 시간



자료: 언론 보도, 신한투자증권

텍스트 AI 기업별 비교

	네이버	구글	OpenAI	바이두
명칭	SearchGPT	Bard	Chat GPT	Ernie BOT (Ernie 3.0 기반)
성능	- 검색, 쇼핑, 음성인식 등 - 한국어 특화 언어 모델	- 질문/답변 시스템에 최적화 - 검색엔진, 상담, 개인비서 등	- 글 작성, Q&A, 코드 생성 - DALL-E API 제공	- 검색, 글 작성, Q&A 등 - 중국어 특화 언어 모델
파라미터	- 2,040억 파라미터	- 1,370억 파라미터 (PaLM은 5,400억 파라미터)	- 1,750억 파라미터 (GPT 4 기반 Chat GPT는 100조개 파라미터 추정)	- 2,600억 파라미터
특징	- 한국어 데이터 학습량은 GPT-3의 6,500배 - 상반기 내 출시 예정, 검색 도입 시기는 미정	- BARD는 양방향 Transformer 모델인 BERT 모델에서 사전 학습된 후, fine-tuning 거쳐서 최종 모델 만들어짐	- 월 20달러 유료 구독모델 출시, 무제한 질문 가능하며 답변 시간도 단축됨 - 3월말 MS Bing 탑재 완료, 대중에게 무료 공개	- 3/16 운영 검색엔진 탑재 후, 향후 대중 공개 예정 - 중국내 400여개 기업의 제품과 서비스에 공급 합의

자료: 언론 보도, 회사 자료, 신한투자증권

III. 2H23 전망 - 아직 한 발 남았다

2H23 인터넷 업종 투자의견: 중립(Neutral)

2022년 인터넷 산업 내 기업들의 주가가 하락하는 과정에서, Covid-19 이후 온라인 유저 트래픽 감소가 기업 실적에 부정적인 영향을 미친다는 것을 많은 투자자들이 인지했다. 최근엔 인터넷 기업들의 성장 둔화가 주가에 충분히 반영되었고 실적 또한 저점을 확인했다는 의견들과 함께 소폭 반등하는 모습도 보였다. 그러나 당사는 여전히 기업들의 실적 추정치 컨센서스 및 투자자들의 하반기에 대한 기대감이 높은 상황이라 판단하며, 그러한 기대심리가 충분히 하향되기 전까지는 주가의 바닥을 확인하기 어렵다는 생각이다. 2023년 하반기 인터넷/플랫폼 산업에 대한 투자의견을 중립(Neutral)으로 제시하고, 당사 추정치가 컨센서스 대비 낮은 이유를 각 사업부별 의견 및 전망을 통해 설명하고자 한다.

1. 광고 - 성장 둔화에서 역성장으로

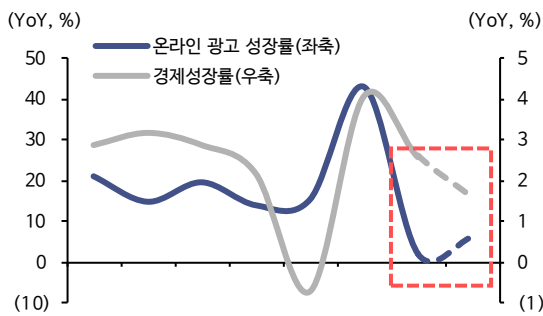
온라인 광고는 리오프닝 및 경기 침체 영향 본격화

2H23 온라인 광고 시장 역성장 이어질 전망

경제성장률과 동행하는 광고 시장은 올해 부정적인 경기 전망과 함께 성장이 힘들 전망이다. 특히 광고 시장의 상황이 녹록치 않다는 것은 작년부터 부각된 이슈였으나 이는 성장 둔화로 이어졌고, 올해는 역성장으로까지 나타날 것으로 예상된다. IMF, OECD, 한국은행, KDI는 2023년 한국의 경제성장률을 1.7~1.8%에서 1.5~1.6%로 하향 조정했고, 리오프닝으로 인해 광고 산업 내에서도 온라인 부문이 더 힘들 것으로 보인다. 상품 특성상 단가 대비 효율이 높은 검색 광고의 방어력은 높겠지만, 효율이 낮은 디스플레이 광고는 경기에 직격탄을 맞는다.

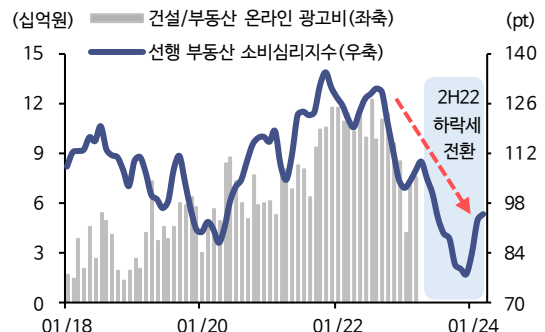
광고 시장에서 중요한 지표로 참고하고 있는 부동산소비심리지수와 부동산DA 광고비도 심각성을 잘 보여준다. 자산 내 부동산의 비중이 높은 한국에서 부동산 광고비의 비중은 온라인 광고시장 내 6% 이상으로 단일 산업 기준 가장 높은 것으로 알려져있다. 논문에 따르면, 부동산소비심리지수는 부동산 광고시장을 1년 선행하는데, 이를 감안하여 광고비 추이와 비교하면 올해 하반기에도 막연하게 시장이 돌아설 것으로 기대하기는 어려운 상황이다.

온라인광고 성장률 및 경제성장률 전망



자료: 한국은행, 제일기획, KOBACO, 신한투자증권 추정

부동산소비심리지수 및 DA 광고비 전망



자료: 한국디지털광고협회, 통계청, 신한투자증권 추정

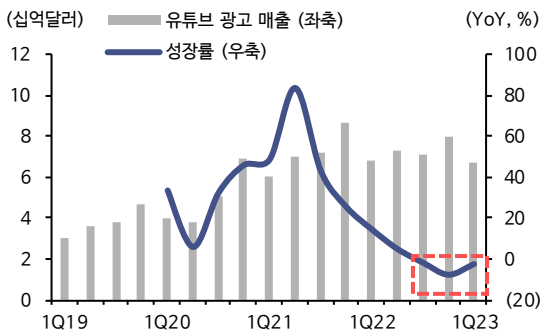
Youtube도 못 버티는 광고단가 하락

유튜브 역성장의 시사점
- Q 증가 통한 방어 불구
- P 하락 영향이 더 커

구글의 Youtube 광고 매출 역성장은 광고 시장을 전망하는 데에 시사하는 바가 크다. 2022년 하반기부터 Youtube는 영상 내 중간광고 수를 늘렸는데, 그럼에도 매출이 역성장하는 것은 슬롯 증가 효과보다 광고 단가 하락의 영향이 더 크다는 뜻이다. 리오프닝과 기업들의 마케팅 예산 축소 흐름을 보면 올해 하반기에도 광고 단가 및 수요가 반등하기는 어려워 보인다. 심지어 Youtube의 중간 광고는 영상/디스플레이 광고이기 때문에 경기 침체에 더 큰 영향을 받고, 이를 국내 인터넷 플랫폼, 광고사들의 추정에 참고하기 적절하다는 판단이다.

카카오는 지난 4분기부터 카카오톡의 친구탭에 비즈보드를 추가하여 새로운 광고 상품을 선보였다. CPT(Cost per Time) 상품인 친구탭 비즈보드는 출시 직후엔 데이터센터 화재 발생으로 관련 피해 접수 창구로 사용되었다가, 현재는 수요 부진으로 프로모션이 진행 중인 것으로 알려졌다. 채팅탭 대비 유저 트래픽이 낮고 DA 광고 수요가 부족하기 때문이기도 하다. 이러한 상황에 대응하기 위해 카카오는 특메시지 비즈 상품을 강화하는데, 해당 상품의 높은 효율을 내세워 연말까지 친구 1,000명 이상을 가진 특채널 30만개를 확보해 성장을 모색한다.

구글 Youtube 광고 매출 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

카카오톡 친구탭 비즈보드



자료: 회사 자료, 신한투자증권

카카오톡 특메시지 비즈니스 상품 예시



자료: 회사 자료, 신한투자증권

줄어든 예산 속에서 진행 중인 수요 변화

효율적인 광고 수요 확대

- 1) SA(검색광고)
- 2) BTL/TTL 광고

올해 어떠한 산업인지 불문하고 대부분의 기업들이 비용 통제에 돌입했다. 그러나 스마트폰, 가전, 자동차 등 올해도 새로운 프로덕트가 출시됨에 따라 아예 마케팅이나 광고를 안할 수는 없다. 제한된 예산 속에서 광고 효율을 극대화 하는 것이 광고주들의 미션인데, 이에 따라 그 어느 때보다 효율 높은 광고 상품에 대한 수요가 높을 것으로 전망한다.

온라인 광고에서 전통적으로 검색광고가 디스플레이광고보다 단가 대비 효율이 좋은 것으로 알려져있다. 목적성을 가지고 유입된 유저의 의도를 더 쉽게 파악할 수 있기 때문이다. 실제로 검색광고의 클릭 전환률(CTR, Click-through rate)이 큰 변동 없이 안정적이다. 경기 침체기에는 단가가 저렴하면서 효율이 좋은 검색 광고로 광고주들이 많이 몰리고, 플랫폼 기업 입장에서 검색광고는 슬롯을 굉장히 많이 늘리고 배치할 수 있기 때문에 매출 규모와 수익성이 좋다.

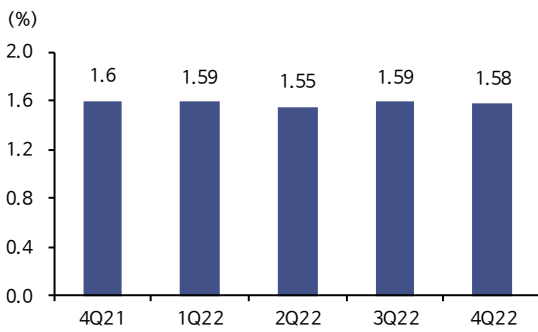
네이버:

효율성 높은 SA와
버티컬 광고 슬롯 보유

불특정 다수가 아닌 특정 분야 수요층을 타겟한 버티컬 광고도 높은 효율의 광고상품 중 하나다. 예를 들어 요리와 레시피 관련 블로그, 뉴스, 잡지 등의 매체는 절대적인 트래픽 규모는 작을 수 있지만 유입된 유저들의 관심도는 매우 높아 적절한 타겟 광고시 높은 효율을 낼 수 있다. 네이버는 모바일 앱 메인화면에서 기존의 스포츠, 연예, 경제 외에도 자동차, 책방, 레시피 등 다양한 버티컬 지면을 늘려 콘텐츠와 광고 슬롯을 동시에 확보했다.

최근 마케팅 업계에서는 유저들과의 소통을 통해 충성도를 높이고 소비를 이끌어내는 BTL과 TTL의 선호도가 높아졌다. 라이브커머스가 대표적인 사례로, 인기있는 인플루언서/연예인이 라이브 스트리밍이 가능한 플랫폼에서 팬들과 소통하며 상품/서비스를 광고하는 방식이다. 팬덤 플랫폼과 같이 인플루언서가 이미 보유한 충성도 높은 유저들에게 효과적인 광고와 구매 유도가 가능하다. 또는 가전이나 자동차, 게임 등 신규 프로덕트를 인플루언서, 유저 모두가 체험할 수 있도록 하는 방식도 효과적이다. 최근 대형 브랜드들을 중심으로 쌍방향 소통 마케팅을 전개하면서 새로운 형태의 광고 상품들이 주목받을 것으로 보인다.

구글 검색광고 CTR (Click-through rate) 추이



자료: Wordstream, 신한투자증권

네이버 모바일 앱 버티컬 지면 확대



자료: 회사 자료, 신한투자증권

아프리카TV:

- 1) 콘텐츠형 광고 성장
- 2) 중국 게임사 수주
- 3) 비게임 브랜드 활성화

BTL/TTL 광고의 좋은 예시 중 하나는 아프리카TV의 콘텐츠형 광고다. 콘텐츠형 광고는 BJ들과 유저들이 소통하며 프로덕트를 체험하고 소개하며, 국내에서는 라이브 스트리밍 시스템과 충분한 유저풀을 보유한 아프리카TV만의 독자적인 상품이다. 아직 시장 침투율이 낮아 성장 가능성이 크고, 상품 자체도 계속 고도화되고 있다. 예를 들어 과거에는 게임사들이 신작을 광고할 때 개별 스트리머들에게 광고비를 주고 게임 방송을 하는 방식이었지만 광고이기 때문에 스트리머의 부정적 피드백이 어렵고 편향된 리뷰 때문에 유저들의 반응이 좋지 않았다. 그래서 여러 스트리머/BJ들을 모아 게임 대회를 개최하거나 콘텐츠를 진행하는 방식으로 광고를 함으로써, 광고지만 광고처럼 느껴지지 않는 전략이 주목을 받고 있다. 최근에는 넷이즈나 IGG 같은 중국 대형 게임사들이 아프리카TV를 통해 <에이스레이스>, <덤스테이> 등을 여러 유명 BJ들을 통해 광고하기도 했다. 또한 기존에는 게임사들의 비중이 높았다면 최근에는 현대차의 그랜저를 아프리카TV BJ 양팡이 라이브 커머스 형태로 광고를 진행하는 등 비게임 대형브랜드들의 진입도 빨라지고 있다.

버튜버가 동원 사골곰탕/육개장 판매하는 라이브 커머스



자료: 회사 자료, 신한투자증권

판다다게임즈의 <닌자머스트다이> 콘텐츠형 광고



자료: 회사 자료, 신한투자증권

현대차 그랜저 라이브 커머스 (BJ양팡)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

2. 커머스 - 플랫폼간 상반된 모습

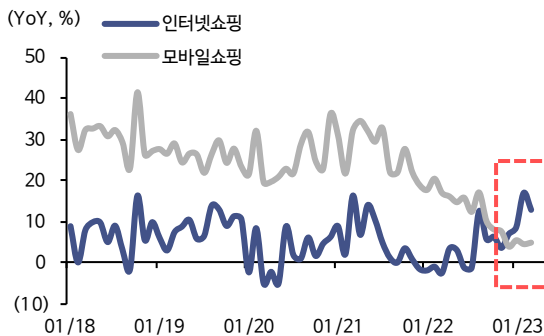
2H23 커머스 둔화 전망

- 1) PC 상대적 활성화
- 2) 모바일 둔화 지속

인플레이션과 소비자들의 소비력 하락에 따라 커머스 시장도 분명 경기침체의 영향을 받기 시작했다. 특히 코로나 기간에 명품 오픈런 뉴스를 자주 볼 수 있었고, 명품 거래 서비스들에서 희귀한 상품들에 대한 가격 프리미엄이 천정부지로 높았던 것을 생각하면 확실히 지금은 그 분위기가 잠잠해진 모습이다. 오히려 최근에는 젊은 연령층의 사람들이 서로 절약을 권장하고 사치를 비난하는 “거지방”이 인기를 끌 정도이니 커머스 산업도 우려에서 벗어나기 쉽지 않아보인다.

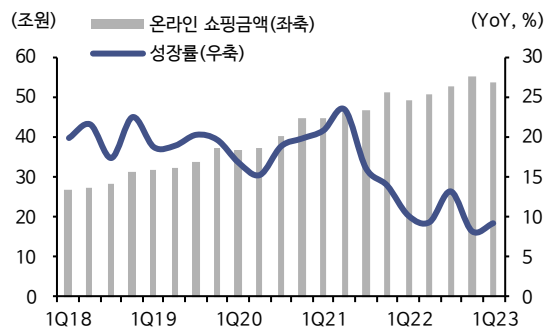
2022년 12월, 모바일 시장이 열린 이래 처음으로 모바일쇼핑 지출액 성장률이 인터넷쇼핑(PC)을 하회했고 2023년 3월까지 지속되고 있다. 이는 위에서 언급했던 경기침체가 커머스 산업에 미치는 영향과 맥을 같이하기 때문이라는 생각인데, 기본적인 가정은 네이버/쿠팡 등 PC 인터넷에서 유의미한 매출을 일으키는 서비스들은 상품의 스펙트럼이 넓고 실생활에 필요한 필수소비재의 비중이 높아 경기의 영향이 상대적으로 적다는 것이다. 반면 카카오톡 선물하기의 생일/명절 선물 같은 선택적 소비는 유저들의 소비력에 유의미한 영향을 받을 것으로 추정한다. 생일선물을 주고 받는 것이 부담스러워 생일 알림을 아예 숨기는 유저가 많아지는 것도 이러한 영향이라는 판단이다.

월별 온라인 쇼핑 성장률 (인터넷 vs. 모바일)



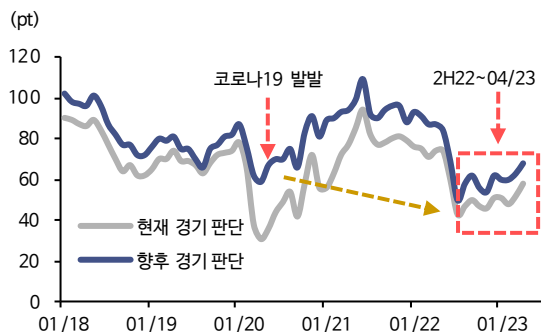
자료: 통계청, 신한투자증권

분기별 온라인 쇼핑 지출액 (인터넷 + 모바일)



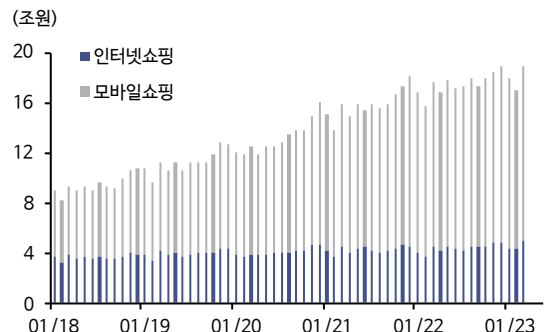
자료: 통계청, 신한투자증권

소비자심리지수 (현재/향후 경기 판단 부문)



자료: 통계청, 신한투자증권

월별 온라인 쇼핑 지출액 (인터넷 + 모바일)



자료: 통계청, 신한투자증권

PC/모바일 차별화 요인

1) 고객 충성도 차이

2) 판매 품목 특성 차이

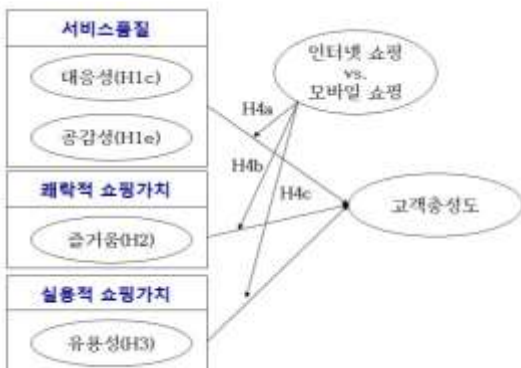
⇒ 플랫폼별 매력도 변화

쇼핑 채널별 소비자 특성이 산업에 미치는 영향은 연구 논문을 통해서도 알 수 있다. <온라인 쇼핑 상황에서 고객충성도의 결정요인: 인터넷 쇼핑과 모바일 쇼핑의 비교 분석 / 고준 / 2015.05.26 / 한국콘텐츠학회논문지 Vol 15 p. 486-500>에 따르면, 쇼핑 집단을 인터넷(PC온라인)과 모바일로 나누어 상품 구매 과정에서의 대응성/공감성/즐거움/유용성이 고객충성도에 미치는 영향을 파악한 결과, 인터넷 쇼핑 집단의 고객 충성도는 유용성>공감성>대응성 순으로, 모바일 집단에서는 즐거움만이 통계적으로 유의한 영향이 있는 것으로 나타났다.

이러한 차이가 존재하는 것에 대해 해석해보자면, PC 온라인 쇼핑의 경우 유저들이 실생활에 필요한 물품들을 위주로 구매를 하다보니 유용성 및 대응성(교환/환불, 불만사항 등)이 고객충성도에 중요한 요인이었으며, 모바일의 경우 쾌락적 가치인 즐거움만이 유의한 변수로 나타났기 때문에 특정 분야에 관심도가 높은 타겟 유저층들에 디테일을 살린 마케팅이 필요하다고 볼 수 있다. 모바일의 경우 쾌락적 가치라는 단어 설정으로 이질감을 느낄 수 있지만, 흔히 볼 수 있는 이모티콘 또한 쾌락적 가치를 추구하는 상품이라 볼 수 있다.

결론은 경기의 상황에 따라 커머스 플랫폼별 투자 매력도가 달라질 수 있다는 것이다. 하반기까지 경기가 빠르게 회복되기는 힘들 것으로 보며, 성장률의 변동성이 낮은 상품을 더 많이 취급하는 플랫폼이 유리할 것으로 전망한다. 예를 들면 카카오톡 생일선물로 홍삼/영양제/향수 등 고가의 선물을 주고 받다가, 사람들의 소비력이 낮아짐에 따라 아메리카노 기프트콘으로 선물이 변할 수 있다는 생각이다.

연구 모형



자료: 한국콘텐츠학회논문지, 신한투자증권

연구 결과

고객 충성도 = 서비스품질(대응성, 공감성)
+ 쾌락적 쇼핑가치(즐거움)
+ 실용적 쇼핑가치(유용성)



자료: 한국콘텐츠학회논문지, 신한투자증권

3. 웹툰/웹소설 - 고성장 산업인 척(?)

리오프닝과 경쟁강도 심화에 따른 트래픽 확보 어려움

2022년 웹툰/웹소설

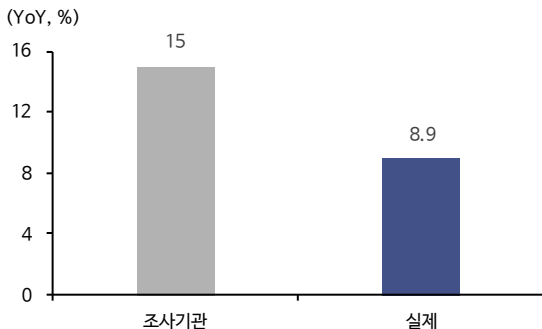
- 전망치는 +15% 성장
- 실제치는 +8.9% 성장
- ⇒ 23년 추가 둔화 전망

Covid-19를 겪었던 2020~2021년, 모든 사람들이 집 밖으로 나가기 불편해지고 대부분의 오프라인 모임이 중단됨에 따라 온라인 콘텐츠 트래픽 또한 역대 최고 수준의 성장률을 보였다. 2022년 초에는 대부분의 글로벌 조사기관들이 일본을 비롯한 전 세계 웹툰/웹소설 시장이 2025년까지 CAGR 15% 성장이 가능하다고 전망했고, 한국에서도 흥행작이 다수 등장하고 서브컬처 산업에 대한 주목도 커지며 대표적인 성장 산업으로 자리잡았다.

그러나 2023년 3월말에 공개된 2022년 웹툰 시장 성장률은 8.9%였고, 당사가 추정하는 가장 큰 원인은 1) 리오프닝에 따른 트래픽 감소와 2) 웹툰/웹소설 플랫폼들의 마케팅 축소다. 먼저 국내 인터넷 기업들이 서비스하고 있는 글로벌 웹툰/웹소설 어플리케이션의 모바일 트래픽은 2021년 여름 고점에서부터 현재 18% 이상 하락한 상황이다. Covid-19 기간에 비정상적으로 높아진 온라인 트래픽이 정상화되는 국면이라 판단하며, 현재 대부분의 돈을 벌고 있고 어느 정도 성숙한 시장인 일본을 제외하면 북미/유럽에서의 자연적인 유저 수 증가는 제한적일 가능성이 높다.

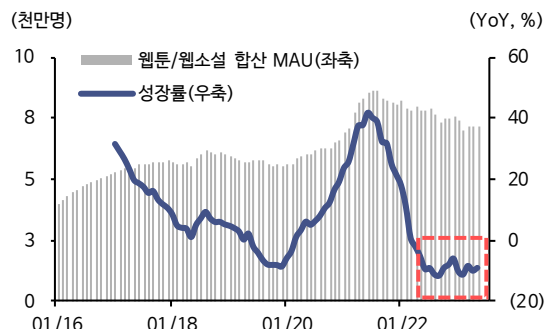
또한 최근 아마존과 애플이 웹툰 시장에 진출한다고 밝혔다. 아마존재팬은 웹툰 서비스 'Amazon Fliptoon'을 3월 7일부터 개시했고, 로맨스/액션/판타지/드라마 등 다양한 장르의 웹툰을 선보였다. '기다리면 무료' 기능 및 무료 열람 가능한 작품의 수도 많아 기존 플랫폼들의 기능을 대부분 수행할 수 있어 보인다. 애플은 지난 12월 한국 웹툰제작사 케나즈와 웹툰 공급 계약을 체결하고 일본 진출에 나선다. 애플북스를 통해 제공되는 웹툰은 일본을 시작으로 향후 51개국으로 확대될 예정이다. 이렇게 플랫폼의 수가 증가함에 따라 트래픽 확보 경쟁이 심화되고 웹툰/웹소설 콘텐츠 투자는 플랫폼보다는 훌륭한 IP를 보유하고 신규 개발 가능한 스튜디오가 더 매력적이라는 판단이다.

2022년 일본 웹툰 시장 성장률 전망/실제 데이터



자료: AJPEA, Grand View Research, 신한투자증권

웹툰/웹소설 트래픽 추이



자료: Sensor Tower, 신한투자증권

주: 왓패드, 네이버웹툰, 카카오페이지/스토리, EBJ, 문피아 합산

마케팅 축소에 따른 수익성 개선 = 외형성장 둔화

마케팅 축소 딜레마

- 1) 비우호적 영업환경 속
- 2) 수익 개선 필요 증가

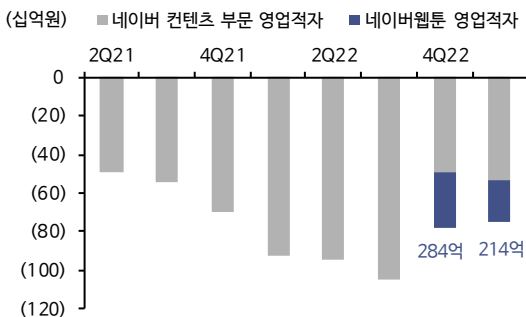
- 이는 2가지 결과 초래

- 1) 외형성장 둔화
- 2) 멀티플 축소

일본 1, 2위 사업자인 픽코마, 라인망가의 마케팅 축소는 일본 웹툰 시장 성장률이 전망치보다 크게 하회한 이유 중 하나로 판단한다. 이미 높은 점유율을 차지하고 있고 일본 웹툰 시장은 침투율, ARPPU 측면에서 성숙도가 높다보니 두 플랫폼에겐 캐시카우였다. 대부분의 신규 마케팅은 북미와 유럽 등 새로운 지역에서 진행되었는데 적자의 규모가 너무 컸고, 사업 전체적인 수익성을 개선하기 위해 이미 좋은 성과를 보이고 있는 일본 시장에서의 마케팅을 축소한 것으로 보인다. 다만 마케팅 축소와 리오프닝이 겹치며 외형 성장까지 둔화되었는데, 이러한 기조가 올해에도 지속될 경우 2023년 일본 웹툰 시장 성장률은 2022년의 8.9%를 하회할 가능성도 있다는 판단이다.

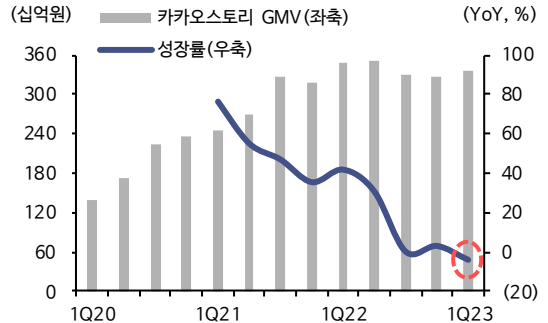
단기적인 마케팅비 축소로 이익률은 높아지지만 외형성장을 어느 정도 포기하는 것이 딜레마다. 현재의 매크로, 산업 환경에서는 어쩔 수 없는 전략일 수 있지만, 플랫폼 산업의 가장 중요한 성장은 유저를 더 많이 확보하고 외형을 키워서 시장에서 압도적인 위치로 나아가는 과정이라 생각한다. 방대한 유저를 계속 확보해 영업 레버리지를 일으키고 향후 추가적인 BM을 붙이더라도 적은 비용으로 높은 수익을 낼 수 있는 잠재력이 인터넷/플랫폼 산업의 특징이기 때문에 이를 단기적으로 포기하는 것은 그만큼 밸류에이션상 멀티플도 큰 폭으로 하락할 수 있다. 이익 방어도 중요하지만 현재 플랫폼 기업들이 보여줘야 하는 모습은 언제든지 원할 때에 원하는 만큼 성장할 수 있는 능력을 갖추고 있음이다.

네이버 웹툰 부문 영업손실 축소



자료: 회사 자료, 신한투자증권

카카오 스토리 플랫폼 거래액



자료: 회사 자료, 신한투자증권

4. 비용 통제 - 노력은 보이지만...

해외 빅테크는 공격적인
인력 감원 진행 중이나,
국내 인터넷 기업은 이를
기대하기 어려운 상황

작년 미국 빅테크 업체들이 구조조정을 시작했고 여전히 진행 중이다. 마이크로소프트는 1분기 중 1만명에 달하는 직원을 해고할 것이라 밝히기도 했고, 아마존은 광고/소매/기기/게임/채용 등 여러 부문에서 약 2만명 이상을 해고한 것으로 보인다. 메타 플랫폼스는 Covid-19 기간에 엄청나게 채용했던 핵심 기술직들까지 다시 해고하며 공격적인 구조조정의 모습을 보여주고 있다. 빅테크 업체들은 이러한 대규모 구조조정을 통해 연간 수십~수백억달러의 비용을 감축하게 되고, 실제로 1분기 다수의 기업이 비용통제로 인한 실적 서프라이즈를 보이기도 했다.

국내에는 상황이 다르다. 문화적으로 직원을 해고하는 것이 힘들고, 대부분의 인터넷/소프트웨어/게임 기업들이 Covid-19 기간 중 진행했던 대규모 채용과 연봉 상승으로 인해 인건비에 힘들어하고 있음에도 인력을 직접적으로 줄이진 못하고 있다. 인력 충원이 없는 수준일 뿐이다. 따라서 산업 환경이 우호적으로 바뀌었을 때 더 큰 영업레버리지를 기대할 수 있는 기업은 미국 빅테크 기업들일 가능성이 높다. 한국 기업들은 인건비 외 비용들에서 축소 노력이 필요하다.

AI 투자 확대에 따른
CapEx, 서버 비용 증가
1) NAVER: 상향 조정 X
2) 카카오: 공격적 투자 기조

그 중 하나가 감가상각비 및 신규 시설 투자에서 큰 비중을 차지하는 서버 비용이다. 미국 소프트웨어 업체들과 발맞춰 서버의 내용연수를 4~5년에서 5~6년으로 늘리고 이에 따라 연간 비용 절감이 큰 폭으로 나타날 전망이다. 신제품이 출시되면 일부 구매는 이뤄지겠지만, 새로운 유저 유입이 적어지고 신사업 확장보다는 기존 사업의 수익성 개선이 올해 기업들의 전반적인 전략으로 수립되면서 나타나는 모습이라 판단한다.

다만 AI 투자는 확대된다. 2022년 하반기 핫 키워드였던 ChatGPT와 AI가 실생활에 사용하고 업무를 지원할 수 있는 수준으로 발달함이 알려짐에 따라, 세계적으로 AI 수요가 폭증했다. 특히 비용 절감이 필요한 대부분의 기업들이 AI를 이용함으로써 비용을 절감하려는 노력들이 보이고 있고, 생성형 AI를 이용한 신규 서비스를 준비하는 기업들이 나타남에 따라 OpenAI는 빠르게 API 종량제 비즈니스 모델을 출시했다. 실제로 기초적인 정보 제공이나 텍스트/이미지 생성 기능 측면에서는 ChatGPT의 API를 이용한 서비스들이 테스트 버전에 돌입했다.

세상에 없던 서비스가 등장함에 따라 기존 인터넷 포털, 광고 등 여러 산업의 기업들이 긴장하고 있다. 포털의 점유율이나 광고 상품의 형태와 효율, 그리고 유저의 성향까지도 향후 변할 수 있기에 이미 점유율이 높은 플랫폼들은 이에 대응하지 않을 수 없다. 네이버는 이전부터 진행해온 AI 관련 Capex는 그대로 집행되고, 기존 수립한 Capex 계획을 상향 조정하는 일은 없을 것이라 밝혔다. 카카오는 데이터센터 건설, AI, 헬스케어 등 지속적인 투자를 할 예정이라 발표했다. 신사업으로 대변되는 New Initiative 영업손실을 연간 3,000억원 규모까지 보고 있을 정도이며, AI 투자비용의 80% 이상을 AI 개발 및 클라우드 관련 비용으로 지출할 예정이다. 이렇게 새로운 기술 개발로의 비용이 추가됨에 따라 두 회사 모두 제시한 '수익성 개선'이라는 사업 전략이 얼마나 달성 가능하며 변경될 가능성이 있을지도 관건이다.

IV. Top Picks

이익 방어력 높은 기업 선호

실적 바닥을 확신할 수
있는 기업 선호

매크로 및 사업 환경의 변화는 기업의 실적과 투자 매력도를 바꾸어 놓았다. 온라인 트래픽 증가와 유저 행동/성향의 변화, 저금리와 유동성, 유저 소비력이 긍정적인 상황에서는 매출 성장률에 따라 높은 밸류에이션을 부여할 수 있었지만, 전반적인 외형 성장이 둔화된 상황에서는 현재 시가총액에 걸맞는 이익을 꾸준히 보여줄 수 있는지 시험대에 오르게 된다.

1분기 실적발표 이후
엇갈리는 주가 퍼포먼스

1분기 실적발표 이후 인터넷 섹터 내 기업들의 주가는 명확히 갈렸다. 영업적자인 포시마크 인수에도 분기 3천억원 수준의 영업이익을 유지할 수 있고, 비용통제의 효과도 확연히 드러난 NAVER는 실적발표 후 5거래일간 8.9% 상승했다. 반면 컨센서스를 하회하는 실적을 보인 카카오는 실적발표 후 5거래일간 4% 하락하면서 한동안 섹터 전체적으로 같은 방향성을 보이던 모습과 달라졌다. 아프리카TV는 별풍선의 역대 최대 매출을 기록하며 플랫폼이 경기에 영향을 크게 받지 않음을 증명했고, 새로운 광고주들의 유입으로 점진적 성장세가 지속될 전망이다. 실적 바닥을 확신할 수 있는 기업들에 관심을 가질 수 밖에 없는 것이다.

섹터 전반적으로 성장이
재개되려면 시간 필요

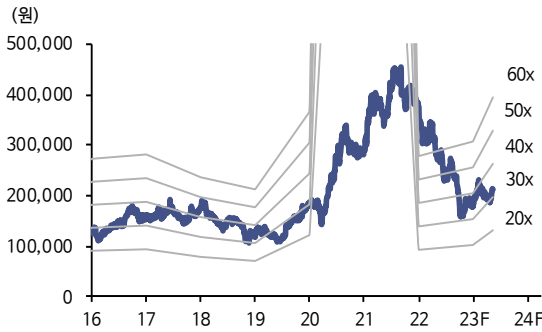
섹터 전체적으로는 성장 산업의 면모를 한동안 보여주긴 어렵다. M&A를 통해 연결 인식되는 실적을 제외하면 두 자릿대 매출 성장은 힘들 것으로 보이고, 온라인 유저를 대상으로 하는 사업에 온라인 트래픽 감소는 피해갈 수 없는 부정적 영향이 존재하기 때문이다. 광고/커머스/웹툰 모두 성장률이 둔화됨에 따라 덜 힘든 기업 선정을 할 수 밖에 없고, 각 산업들이 하반기뿐만 아니라 내년 상반기까지도 턴어라운드를 기대할 수 있는 근거가 전혀 없는 상황이다. 이렇게 사업환경 및 실적이 좋지 않으면, 기준금리와 같은 매크로 변수들이 긍정적으로 변하더라도 단기 반등 밖에 기대할 수 없어 보수적인 투자를 추천한다.

투자의견 중립(Neutral) 제시

Top Picks:
NAVER, 아프리카TV

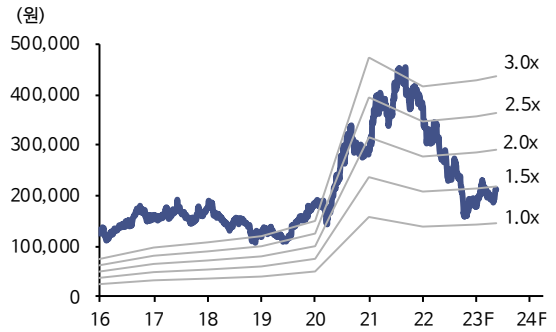
인터넷 기업들의 성장 둔화가 주가에 충분히 반영되었고 실적 또한 저점을 확인했다는 의견들과 함께 소폭 반등하는 모습도 보였다. 그러나 당사는 여전히 기업들의 실적 추정치 컨센서스 및 투자자들의 하반기에 대한 기대감이 높은 상황이라 판단하며, 그러한 기대심리가 충분히 하향되기 전까지는 주가의 바닥을 확인하기 어렵다는 생각이다. 2023년 하반기 인터넷/플랫폼 산업에 대한 투자의견을 중립(Neutral)으로 제시하고 경기침체기에 이익방어력이 높은 NAVER(투자의견 Trading BUY, 20만원)와 아프리카TV(투자의견 매수, TP 14만원)를 인터넷 섹터 선호종목으로 제시한다.

네이버 12개월 선행 PER band



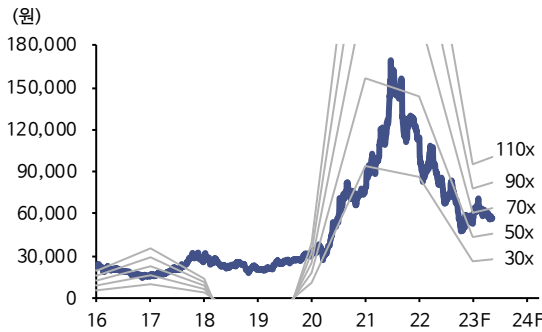
자료: QuantiWise, 신한투자증권

네이버 12개월 선행 PBR band



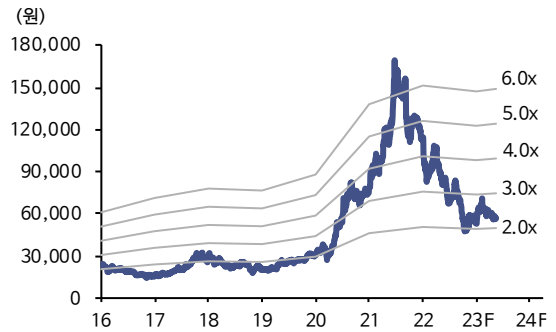
자료: QuantiWise, 신한투자증권

카카오 12개월 선행 PER band



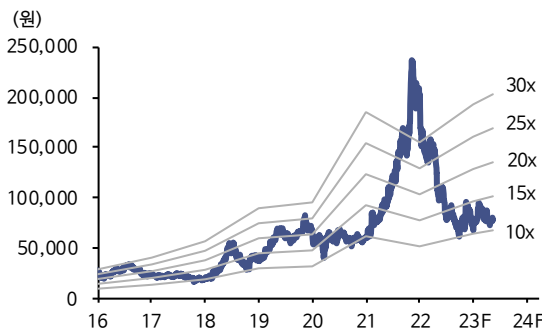
자료: QuantiWise, 신한투자증권

카카오 12개월 선행 PBR band



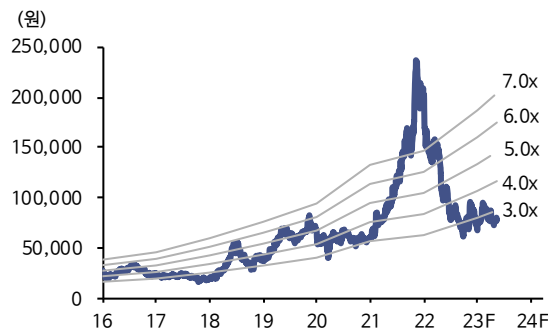
자료: QuantiWise, 신한투자증권

아프리카TV 12개월 선행 PER band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

아프리카TV 12개월 선행 PBR band



자료: QuantiWise, 신한투자증권

신한 인터넷 커버리지 전망치 및 컨센서스 비교

종목명 (십억원, %)	2023F			2024F		
	컨센서스	신한추정	차이 (%)	컨센서스	신한추정	차이 (%)
NAVER 매출액	9,834.6	9,578.3	(2.6)	11,145.1	10,211.0	(8.4)
NAVER 영업이익	1,464.1	1,453.6	(0.7)	1,712.8	1,563.0	(8.7)
카카오 매출액	8,257.3	8,157.8	(1.2)	9,511.4	8,880.7	(6.6)
카카오 영업이익	592.7	499.0	(15.8)	822.9	584.3	(29.0)
아프리카TV 매출액	338.5	338.9	0.1	383.1	385.9	0.7
아프리카TV 영업이익	86.7	92.6	6.8	99.1	107.9	8.9

자료: FnGuide, 신한투자증권 추정

주: 5월 17일 컨센서스 기준

신한 인터넷 커버리지 Valuation Table (신한 추정치 기준)

종목명 (십억원, 배, %)	투자의견	시가총액 5월 17일	매출액		영업이익		지배기업순익		PER	
			22	23F	22	23F	22	23F	22	23F
NAVER	Trading BUY	34,942.5	8,220.1	9,578.3	1,304.7	1,453.6	760.3	768.7	44.8	44.3
카카오	Trading BUY	25,725.0	7,106.8	8,157.8	580.3	499.0	1,352.9	378.4	18.5	66.1
아프리카TV	매수	902.3	315.0	338.9	82.4	92.6	59.7	74.0	14.6	11.8

자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

신한 인터넷 커버리지 투자의견

(원, 배)	투자의견(변경여부)	목표주가	23F EPS	비고
NAVER	Trading BUY(하향)	200,000	5,117	SOTP Valuation
카카오	Trading BUY(유지)	60,000	865	SOTP Valuation
아프리카TV	매수(유지)	140,000	6,863	목표 P/E 20배

자료: QuantiWise, 신한투자증권