

2018.07.31

인터넷(비중확대)

로컬 플랫폼의 투자 수확기

Analyst 정솔이

02)6923-7322

sjung@capefn.com

국내 인터넷 업종에 대한 투자의견 비중확대를 제시합니다.

국내 인터넷 업종은 하반기에도 신사업 관련 비용 증가로 수익성 악화가 이어질 전망이다. 그러나, 수익성 악화 우려보다, 하반기 예정된 긍정적인 이벤트들과 더불어 신사업(금융, 콘텐츠)의 매출 가시화와 성장 가능성에 집중할 필요가 있다고 판단합니다.

인터넷 최선호 종목으로 NAVER, 차선호 종목으로 카카오, NHN엔터테인먼트를 추천합니다. NAVER는 자회사 라인에 대한 전망 개선 및 실적 가시화로 네이버의 기업가치가 상승할 전망입니다. 카카오는 신규 광고 플랫폼, 금융, 콘텐츠 서비스로 중장기 성장동력을 확보했다고 판단합니다. NHN엔터테인먼트는 PAYCO 플랫폼과 계열사간의 시너지가 하반기부터 본격화될 전망입니다.



Contents

1	인터넷 업종 투자전략 및 Valuation:	04
2	I. 국내 인터넷 대형주 점검	08
	상반기 국내 인터넷 플랫폼 주가는 규제 이슈와 수익성 저하로 저조 가장 큰 리스크는 글로벌 서비스의 국내 시장 영향력 확대 국내 인터넷 플랫폼 종목, 하반기에도 투자기조 유지로 이익 하락은 불가피 모바일 이용자 행태 변화로 보는 신 성장동력: 금융과 엔터/콘텐츠서비스 테크핀(tech-fin): 하반기부터 간편결제 중심 금융/생활 서비스 확장 기대 콘텐츠 서비스의 성장과 이익 기여 가시화에 주목	
3	II. 간편결제: 테크핀 플랫폼으로의 시동 준비	20
	글로벌 모바일 결제 시장: 연평균 31% 성장 전망 국내 간편결제 서비스: 금융 생활 서비스 플랫폼화 진행 중 간편결제 성장을 이끄는 전자상거래 시장 성장세도 견고 중국 테크핀 현황: 인터넷 플랫폼, 간편결제 중심으로 금융 플랫폼 구축 일본 테크핀 업황: 국내보다 우호적인 일본 시장 환경	
4	III. 콘텐츠 : 글로벌 서비스 약진에서 로컬서비스 차별화	42
	로컬 인터넷 플랫폼 업체, 콘텐츠 역량 강화로 서비스 차별화 모색 온라인, 동영상 중심의 콘텐츠 소비 확대 음원 서비스: 구매에서 소비 중심의 스트리밍 서비스로 옮겨진 성장의 축 웹툰/웹소설: '원소스멀티유스' 확장에 용이	
5	IV. 광고: AI 기술, 차별화된 데이터로 경쟁력 유지	51
	국내 온라인 광고 시장: 모바일, 동영상, 소셜 중심의 성장 지속 국내 인터넷 기업: 플랫폼 차별화와 광고상품 강화로 글로벌 서비스 대응	
6	기업분석	55
	NAVER (035420KS Buy 신규 TP 1,000,000원 신규) 라인과 함께 리디자인되는 네이버 플랫폼	56
	카카오 (035720KS Buy 신규 TP 145,000원 신규) 콘텐츠와 금융으로 그리는 라이프 플랫폼	63
	NHN엔터테인먼트 (181710KS Buy 신규 TP 90,000원 신규) PAYCO 플랫폼과 자회사 시너지 본격화	70

인터넷 (비중확대)

Analyst 정솔이 · 02)6923-7322 · sjung@capefn.com

로컬 플랫폼의 투자 수확기

국내 인터넷 sector에 대한 투자의견 비중확대를 제시합니다. 상반기 국내 인터넷 대형주의 주가는 Top-Line 성장에도 불구하고 각종 이슈와 수익성 악화로 하락했습니다. 하반기에도 투자확대로 수익성 악화가 이어질 전망입니다. 그러나 신사업의 이익기여 가시화와 긍정적인 이벤트들로 인터넷 플랫폼 기업 가치가 재평가가 될 것으로 기대됩니다.

하반기 긍정적인 이벤트들과 신사업의 이익기여로 인터넷 기업 가치 재평가 기대

- 상반기 인터넷 업종 대형주들은 양호한 매출 성장에도 불구하고, 1) 개별 이슈, 2) 기존 사업부의 성장성 하락, 3) 신사업 투자에 따른 수익성 악화 등으로 주가흐름이 저조함
- 하반기에도 신사업관련 비용 증가로 수익성 악화가 이어질 전망. 그러나 하반기 긍정적인 이벤트들(규제 완화, 개별기업 이슈)과 신사업의 이익 기여로 인터넷 플랫폼 업체들의 기업 가치가 재평가될 것으로 전망

인터넷 플랫폼 기업의 신사업(금융, 콘텐츠 서비스) 성장과 기존 광고사업의 경쟁력을 유지할 전망

- 간편결제 중심의 온라인 금융 시장 변화와 콘텐츠의 중장기 성장동력을 확보
- AI기반 기술이 기존의 광고, 검색, 콘텐츠 등에 접목되어 실적에 반영되기 시작
- 주요 사업인 온라인 광고는 기술 고도화와 광고 상품 차별화로 전체 시장대비 높은 성장을 기록할 전망
- 하반기 비용 증가로 인한 수익성 악화 우려보다, 신사업의 매출 가시화와 성장 가능성에 집중할 필요

최선호 종목으로 NAVER, 차선호 종목으로 카카오, NHN엔터테인먼트 제시

- NAVER (BUY, TP:100만원): 라인과 함께 리디자인되는 네이버 플랫폼
 - 자회사 라인에 대한 전망 개선 및 실적 가시화로 네이버의 기업가치가 상승할 전망
 - 글로벌 서비스의 국내 커머스 사업 진출에도 네이버 쇼핑 검색광고의 경쟁력이 유지될 전망
- 카카오(BUY, TP: 14.5만원): 콘텐츠와 금융으로 그리는 라이프 플랫폼
 - 신규 광고플랫폼, 금융(카카오페이, 카카오뱅크)과 콘텐츠 서비스로 중장기 성장동력을 확보
 - 8월 카카오게임을 시작으로 이어지는 자회사(두나무, 카카오페이지 등) IPO로 기업가치의 추가 상승이 기대
- NHN엔터테인먼트(BUY, TP:9만원): PAYCO 플랫폼과 자회사의 시너지가 본격화
 - 삼성페이와의 업무협약에 따른 페이코 플랫폼의 재평가는 계열사들(결제, 광고)의 실적에서부터 반영되기 시작

주요 기업 투자의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2018E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
NAVER	Buy	1,000,000	730,000	37.0	26,246	29.1	3.7	135.1	3,182
카카오	Buy	145,000	116,500	24.5	1,233	91.7	2.1	2.4	989
NHN엔터테인먼트	Buy	90,000	63,300	42.2	5,615	12.3	0.8	7.3	565

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

인터넷 업종 투자전략 및 Valuation:

국내 주요 인터넷 플랫폼 기업들에대한 투자의견 비중확대 제시

국내 인터넷
주요 플랫폼 업체
투자의견
비중확대 제시

국내 인터넷 업종에 대한 투자의견 비중확대를 제시한다. 투자의견 비중확대 제시하는 이유는

1) 간편결제 중심의 IT기반 금융서비스 시장 성장을 주목할 시점이다. 간편결제는 전자상거래와 온라인 결제의 동반 성장이 이어질 전망이다. MST나 QR결제 도입 등 오프라인 시장 확장도 하반기에 가시화될 전망이다. 온라인 금융 서비스 시장은 우호적인 규제 환경과 정책 변화가 주목될 전망이다.

2) 통신 환경 변화로 양질의 온라인 콘텐츠 수요가 높아지고 있다. 다양한 콘텐츠 확보와 서비스 차별화는 인터넷 플랫폼 기업들에게 이용시간 확대로 이어진다. 내수 소비대이터를 활용하여 온라인 광고 시장내의 글로벌 서비스와의 차별화가 가능하다.

3) 플랫폼과 기술 고도화로 국내 인터넷 서비스 업체의 광고사업부문의 매출은 시장 기대치를 상회할 전망이다. 유튜브, 페이스북 등 글로벌 서비스 매체의 국내 모바일 DA 광고 내 비중이 증가하고 있다. 이에 따라 전체 온라인 광고 시장 내 국내 인터넷 서비스매체의 영향력 둔화 우려가 증가하고 있다. 그러나 특화된 플랫폼과 타게팅 등의 기술 고도화로 광고 매체로써 국내 인터넷 서비스 기업은 시장 성장률 대비 높은 광고사업부문 매출 성장을 기록할 전망이다.

최선호 종목
NAVER,
차선호 종목
카카오,
NHN엔터테인먼트
제시

인터넷 플랫폼 기업들은 추가적인 규제나, 글로벌 테크주의 주가 변동성에 따라 움직일 우려가 있다. 그러나 지금이 중장기 성장동력을 확보한 국내 플랫폼의 가치를 재고할 수 있는 기회라고 판단한다.

최선호 종목으로 NAVER(BUY/TP:100만원)를 제시한다. 자회사 라인과 SNOW에 대한 전망 개선 및 실적 가시화로 자회사 가치 재평가가 이뤄질 전망이다. 또한 네이버와 라인간의 기술 및 서비스 연계 강화로 투자가 극대화될 전망이다. 동사의 쇼핑SA(검색광고)는 '네이버페이-쇼핑' 서비스와 검색 기술 고도화로 경쟁력을 유지를 예상한다.

차선호 종목으로는 카카오(BUY/TP:14.5만원)와 NHN엔터테인먼트(BUY/TP:9만원)를 추천한다. 카카오는 하반기 카카오 전체 DA(디스플레이광고)가 AI 기반 광고플랫폼에 통합되며, 광고사업부문의 높은 성장과 이익개선이 전망된다. 금융(카카오페이, 카카오뱅크)과 콘텐츠 서비스와 함께 중장기 성장동력을 확보했다고 판단한다. 자회사 카카오게임즈의 상장을 시작으로 자회사 (두나무, 카카오페이지) IPO가 이어질 계획으로 기업 가치가 재평가될 기회다. NHN엔터테인먼트는 하반기 삼성페이와의 업무협약에 따른 페이코 플랫폼 가치 상승이 예상된다. 이는 금융, 광고관련 계열사의 실적에서부터 반영될 전망이다.

추천 종목 주가가 7월 이후 회복세를 보이며, 밸류에이션 매력도는 6월 대비 감소했다. 그러나 1) 간편결제, 콘텐츠 등 신사업의 이익 기여 가시화, 2) 기존 사업부의 견고한 매출 유지가 예상된다는 점 때문에 중장기 기업가치 증대가 가능할 것으로 판단한다.

표1. 인터넷 플랫폼 커버리지 및 관계기업 밸류에이션

		NAVER (035420.KS)	카카오 (035720.KS)	NHN 엔터 테인먼트 (181710.KS)	NHN 한국 사이버결제 (060250.KS)	인크로스 (216050.KS)
투자의견		BUY	BUY	BUY	-	-
목표주가(원)		1,000,000	145,000	90,000	-	-
현 주가(원)		730,000	116,500	63,300	14,250	24,650
(Upside %)		37.0%	24.5%	42.2%	-	-
REV	17	4,678	1,972	909	352	37
(십억원)	18F	5,638	2,429	1,273	440	45
	19F	6,633	2,899	1,489	535	53
OP	17	1,179	165	35	18	10
(십억원)	18F	1,069	118	78	24	14
	19F	1,368	237	114	30	18
OPM(%)	17	25.2	8.4	3.8	5.1	27.9
	18F	19.0	5.3	6.1	5.5	31.1
	19F	20.6	8.3	7.7	5.6	33.0
EPS	17	3.1	83.4	32.7	4.1	-54.4
Growth	18F	11.9	23.1	516.8	61.1	27.2
(%)	19F	11.5	59.3	16.9	10.8	23.4
PER(X)	17	37.1	85.5	80.6	33.6	21.4
	18F	29.1	91.7	12.3	21.6	19.3
	19F	26.1	57.5	14.9	19.5	15.6
PBR(X)	17	4.8	2.3	0.9	3.5	2.9
	18F	3.7	2.1	0.8	3.4	2.9
	19F	3.3	2.0	0.8	3.2	2.4
ROE	17	16.3	3.0	0.6	10.8	15.3
(%)	18F	15.1	2.4	7.3	15.4	16.1
	19F	14.6	3.7	5.7	16.0	16.8

주: 2018년 7월 27일 종가 기준, 커버리지 외 관계기업들은 컨센서스 기준

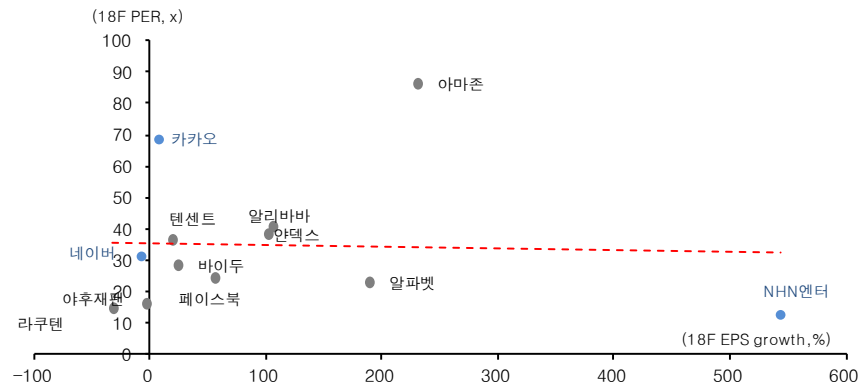
자료: 퀀트와이즈, Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 글로벌 인터넷/SW Peer 테이블										(USDmn, %)
항목	Mkt Cap (USD bn)	18F REV (USD mn)	18F OP (USD mn)	OPM (%)	PER(x)		PBR		EPS	
					17	18F	17	18F	17	18F
플랫폼										
NAVER	21,500	4,984	962	5.6%	28.2	25.8	4.14	3.60	23.135	25.246
카카오	7,952	2,131	119	6.6%	69.5	45.5	1.9	1.8	1.5	2.3
NHN엔터테인먼트	1,115	966	64	32.8%	10.7	12.5	0.7	0.7	5.3	4.5
Tencent Hdg.	439,596	49,541	16,271	19.1%	35.5	27.0	9.0	7.0	1.3	1.7
Baidu	88,957	15,081	2,881	19.1%	27.1	22.6	4.4	3.7	9.5	11.4
ALPHABET (Google)	866,236	109,854	41,756	38.0%	23.8	21.3	4.9	4.1	52.7	59.0
Facebook	504,946	55,751	24,950	44.8%	21.2	17.8	5.7	4.5	8.3	9.8
E-Commerce										
카페24	1,330	158	21	13.4%	84.8	43.3	18.9	12.9	1.8	3.4
ALIBABA	491,012	39,158	11,116	28.4%	38.7	31.8	9.0	7.0	5.3	6.0
JD.com	51,936	69,849	97	0.1%	61.7	38.3	6.3	5.6	0.6	1.0
AMAZON	886,357	235,152	10,538	4.5%	72.1	52.0	21.8	14.9	25.2	34.9
Shopify	17,019	1,018	7	0.7%	953.3	275.6	11.2	10.4	0.2	0.6
RAKUTEN	10,052	9,678	1,081	8.4%	14.5	14.5	1.4	1.3	0.5	0.5
SNS/IM										
카카오	7,952	2,131	119	6.7%	69.5	45.5	1.9	1.8	1.5	2.3
LINE Corp	10,767	1,890	127	6.7%	273.8	89.4	6.2	5.9	0.2	0.5
Tencent Hdg.	439,596	49,541	16,271	37.1%	35.5	27.0	9.0	7.0	1.3	1.7
Facebook	504,946	55,751	24,950	44.8%	21.2	17.8	5.7	4.5	8.3	9.8
Twitter	25,681	2,911	657	22.6%	49.0	40.7	4.4	3.9	0.7	0.8
Game										
엔씨소프트	7,597	1,560	580	37.2%	18.0	13.0	2.7	2.3	19.1	26.4
넷마블게임즈	10,712	2,259	470	20.8%	30.0	20.7	2.5	2.3	4.1	6.0
NHN엔터테인먼트	1,115	966	64	6.6%	10.7	12.5	0.7	0.7	5.3	4.5
펄어비스	2,539	408	208	51.1%	14.2	9.6	6.0	3.7	13.8	20.4
컴투스	1,756	511	186	36.4%	11.2	9.1	2.1	1.8	12.1	14.8
Tencent Hdg.	439,596	49,541	16,271	32.8%	35.5	27.0	9.0	7.0	1.3	1.7
Netease	34,790	10,249	1,351	13.2%	24.4	19.7	4.4	3.7	10.9	13.6
Blizzard Activision	57,364	7,511	2,602	34.6%	29.1	25.3	5.2	4.4	2.6	3.0
Electronic Arts	40,961	5,162	1,672	32.4%	31.3	26.5	9.6	7.1	4.3	5.1
Nexon	13,684	2,392	1,024	42.8%	16.4	14.9	2.8	2.3	0.9	1.0
Nintendo	47,950	9,610	1,573	16.4%	34.2	21.2	3.4	3.1	10.1	16.0
DeNA	2,858	1,295	257	19.8%	13.5	20.1	1.2	1.1	1.4	1.0
SW										
더존비즈온	1,458	211	53	25.2%	35.7	27.9	8.0	6.5	1.4	1.8
삼성SDS	14,262	9,219	774	8.4%	24.6	22.2	2.6	2.4	7.5	8.3
Mircosoft	826,659	109,433	34,313	31.4%	28.1	25.4	10.0	8.9	3.8	4.2
Oracle	193,604	39,819	17,477	43.9%	15.7	14.4	4.1	4.3	3.1	3.4
IBM	133,243	80,334	14,539	18.1%	10.5	10.3	6.2	5.2	13.8	14.1
HP	23,603	30,504	2,751	9.0%	10.6	10.1	1.3	1.3	1.5	1.5
Salesforce.com	106,906	10,441	1,520	14.6%	107.8	62.2	11.2	10.2	1.3	2.3

주: 2018년 7월 30일 기준

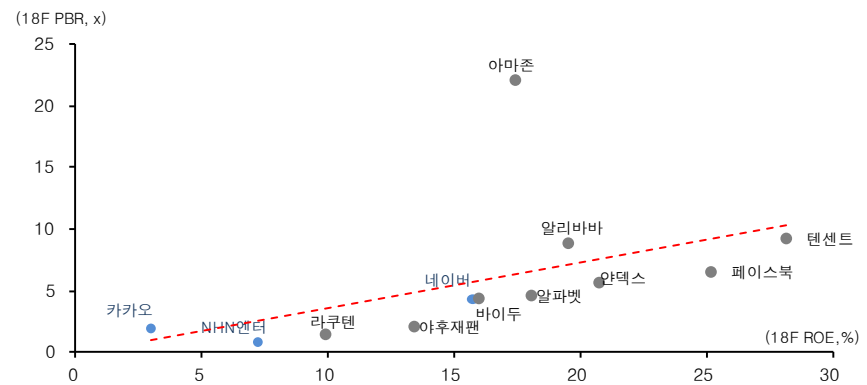
자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 글로벌 인터넷 Peer ESG-PER 비교



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 글로벌 인터넷 Peer ROE-PBR 비교



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

I. 국내 인터넷 대형주 점검

1. 상반기 국내 인터넷 플랫폼 주가는 규제 이슈와 수익성 저하로 저조

성장성 우려.
단기 수익성 하락으로
상반기 주가 하락

연초 이후 인터넷 업종 대형주들의 주가흐름은 저조했다. 1) 정부의 규제 이슈, 2) 국내 기업의 경쟁력 유지에 대한 시장의 우려, 3) 신사업 투자로 인한 이익 감소가 주된 원인이었다. 각 기업별로 살펴보면,

NAVER의 주가는 연초대비 16% 하락했다. 포털 뉴스 논란과 네이버페이와 쇼핑의 규제 우려 등 이슈들과 AI 등 신사업 투자 비용 증가에 따른 수익성 악화 때문이었다.

카카오 주가는 상반기 인터넷 업종 내 가장 큰 폭(-24%)의 조정을 받았다. 주가 조정에는 연초 GDR 발행 후 희석 영향과 비용증가로 인한 이익 저하도 원인이었다. 하지만 국내 규제 영향이 주요했다. 카카오가 전개중인 신 사업들(테크핀, O2O서비스, 모빌리티 등)이 규제와 정책 방향에 큰 영향을 받기 때문이다.

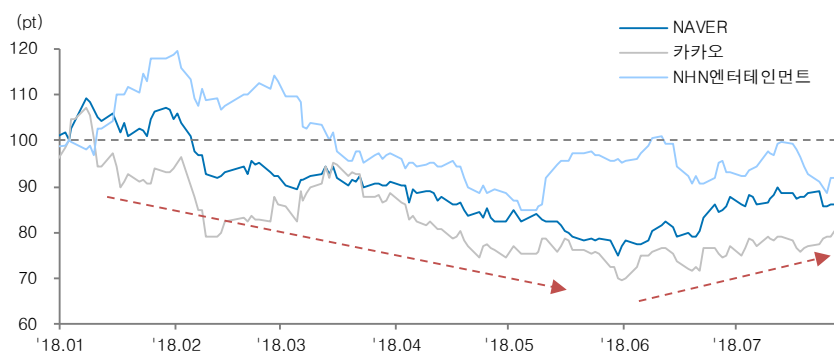
NHN엔터테인먼트 주가는 상반기 6% 하락했다. 상반기 신작 게임 부재와 주요 모바일 게임들의 트래픽 감소, 그리고 지난 3월 완화가 기대되었던 웹보드 게임규제 현행을 유지로, 페이코의 성장이나 인크로스 등 자회사 실적편입과 같은 긍정적인 이슈에도 주가는 연초 대비 지지부진한 모습을 보였다.

하반기, 국내 인터넷
대형주 긍정적인
이벤트들과 함께 주가
회복 움직임

하반기, 대형주 주가는 회복세를 보이고 있다. 6월 이후 네이버, 카카오, NHN엔터테인먼트의 주가는 상반기 저점 대비 각각 12%, 13%, 7% 상승했다. 하반기 이벤트(규제완화, 개별 기업 이슈)들에 대한 기대감, 중장기적으로 신사업 관련 수익 방향 구체화가 주가에 긍정적으로 작용하고 있다.

네이버와 카카오는 하반기에도 큰 규모의 비용 집행이 전망된다. 그러나 연초 이후 주가가 하락하는 과정에서 이미 상당 부분 반영되었다고 판단된다. NHN엔터테인먼트는 하반기 신규 게임 라인업과 삼성페이와의 업무협약이 주가에 반영되고 있다.

그림 3. 연초 이후 부진했던, 국내 인터넷 대형주 하반기 접어들며 회복세 진입



자료: 퀀트와이즈, 케이프투자증권 리서치본부

2-(1) 가장 큰 리스크는 글로벌 서비스의 국내 영향력 확대

국내시장 내
글로벌 사업자
영향력 확대

국내 인터넷 플랫폼 기업들에게 가장 큰 리스크는 글로벌 서비스 업체의 국내 시장 내 영향력 강화이다.

글로벌 서비스는 높은 이용시간과 해외에서 증명된 서비스를 기반으로 국내 온라인 광고 시장을 잠식하고 있다. PC 기반 온라인 광고가 감소하는 가운데, 소셜, 동영상 등 모바일 디스플레이 광고 시장의 파이를 글로벌 서비스가 늘려 나가고 있다. 지난해 기준 가장 높은 성장률을 보인 동영상 광고의 경우 유튜브와 페이스북이 각각 전체 광고 시장 내 43%, 35%를 차지하며, 국내 비중이 크게 증가하는 모습이었다.

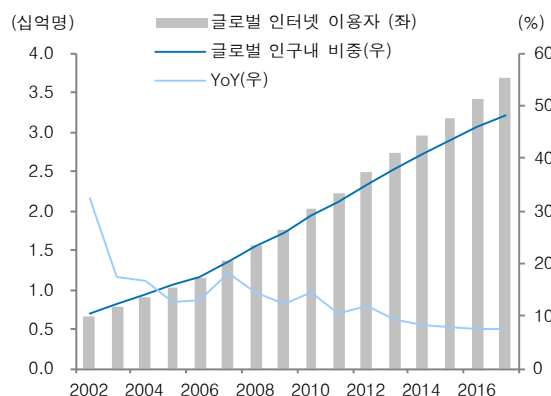
2015년 이후 국내 주요 인터넷 서비스인 네이버의 포털과 카카오톡의 이용자 수는 한계에 도달했다. 기업들은 이에 대응해 기존 핵심 사업 강화, 기술 투자 확대, 기술력 있는 스타트업 투자, M&A 등을 진행하며 경쟁력을 재고하고 있다.

로컬 플랫폼
글로벌서비스와
경쟁 한계

국내 인터넷 서비스 전반에 구글(유튜브, 플레이스토어), 페이스북(페이스북, 인스타그램, 페이스북 메신저), 아마존(트위치) 등 글로벌 서비스 업체들의 영향력이 점차 확대되고 있다. 젊은 세대를 중심으로 유튜브를 통해 'How to' 등을 검색하는 현상이 눈에 띄게 증가하고 있다. 유튜브를 통한 검색 증가는 주 미디어/인터넷 소비매체가 모바일로 변하면서, 텍스트보다 모바일 화면에 적합한 동영상, 사진 중심의 소비가 확대되었기 때문이다. 사진중심의 SNS 인스타그램의 약진도 이와 동일한 이유이다.

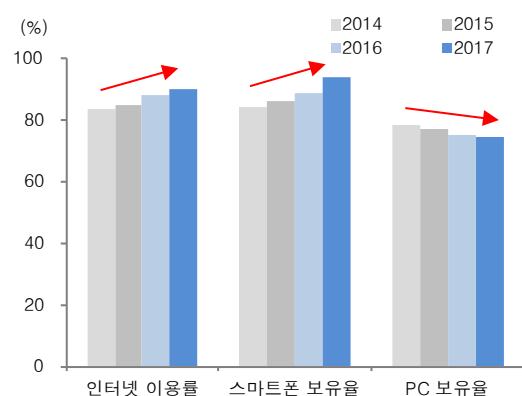
국내 플랫폼 서비스 사업자인 네이버와 카카오는 글로벌 서비스 업체와의 격차가 생길 수밖에 없다. 이용자들이 플랫폼 안에서 생성하는 콘텐츠와 데이터의 양 그리고 관련 기술 투자 규모의 차이 때문이다. 플랫폼의 수익과 성장성은 트래픽과 체류시간에 좌우된다. 국내 플랫폼 기업들에게 양질의 콘텐츠가 어느 때보다 중요해지고 있다.

그림 4. 글로벌 인터넷 이용자 성장 둔화



자료: InternetWorldStats, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. 국내 가구당 인터넷 이용률 90%



자료: 한국인터넷진흥원, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. NAVER 포털 1Q16 이후 이용시간 감소

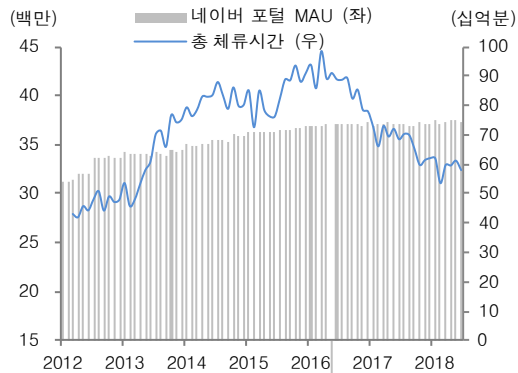


그림 7. 카카오톡 이용자 1Q16 이후 성장률 둔화

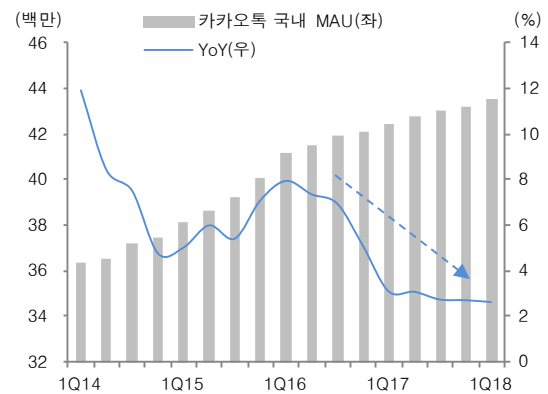


그림 8. 국내 SNS 이용률 인스타그램만 증가

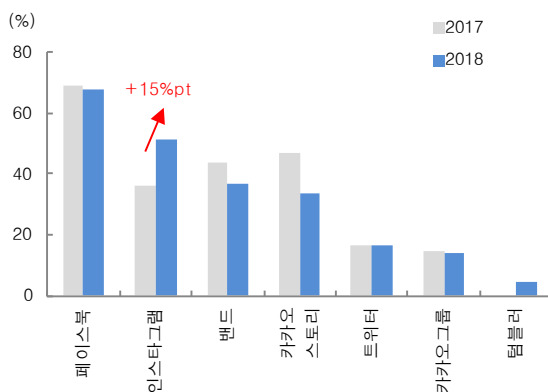


그림 9. 페이스북 메신저, 국내 2위 메신저 차지

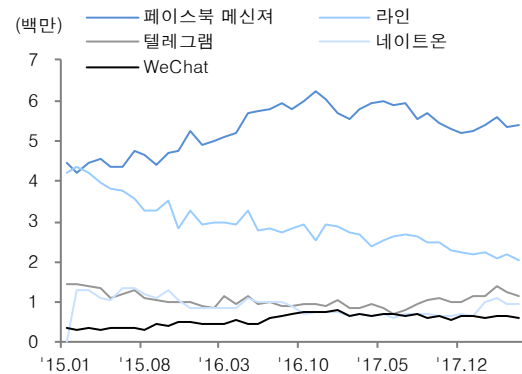


그림 10. 국내 동영상 플랫폼 이용률, 유튜브 82% 차지

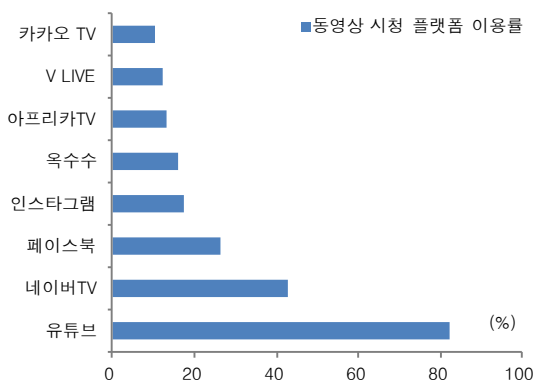
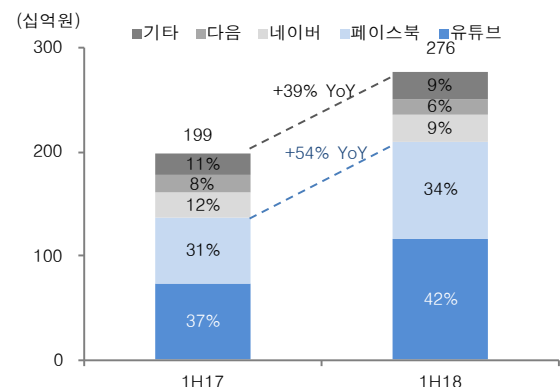


그림 11. 동영상 광고, 유튜브, 페이스북 비중 확대



2-(2) 지역 플랫폼 주가, 글로벌 서비스의 시장 지배력에 따라 추가적인 조정

인터넷서비스기업
중장기 성장동력
확보 위한 투자확대

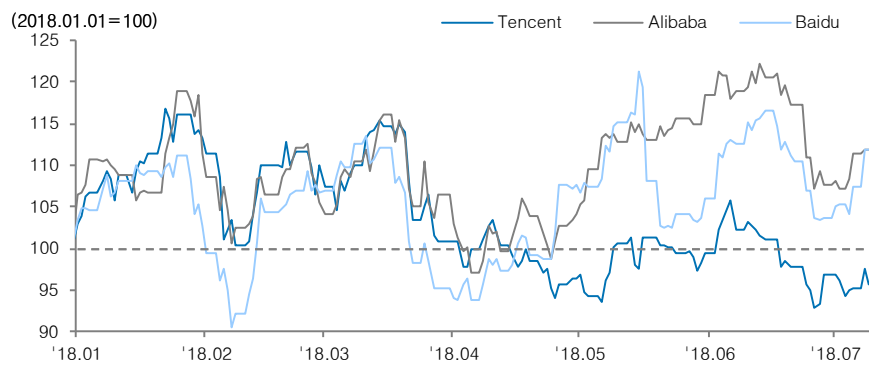
국내외 주요 인터넷 서비스 기업들은 중장기 성장동력 확보를 위해 신사업 투자를 늘리고 있다. 이에 따라, 인터넷 업종 내 전반적인 수익성 하락 우려가 증가하고 있다. 수익성 악화 우려가 높아진 상황에서, 지역 인터넷 플랫폼 기업들의 주가는 글로벌 서비스의 지역 시장 지배력에 따라 추가적인 조정을 받고 있다.

글로벌 서비스의 시장 진출이 제한된 중국 인터넷 서비스 시장은 중국 대표 인터넷 플랫폼 기업들인 BAT(바이두, 알리바바, 텐센트) 3사가 독식하고 있다. BAT 3사의 주가 흐름은 미/중 무역분쟁 등 외부 이슈로 조정을 받고 있으나, 성장성과 경쟁력 때문에 상대적으로 하락폭이 작다.

일본 인터넷 대표주 라쿠텐과 야후재팬의 주가는 작년년부터 하락하고 있다. 기존 일본 인터넷 산업 내 경쟁지위 약화로, 주요 사업부 경쟁력 유지를 위한 투자 비용이 매년 증가하고 있다. 이로 인해, 매출과 이익에 모두 부정적인 영향을 받고 있다.

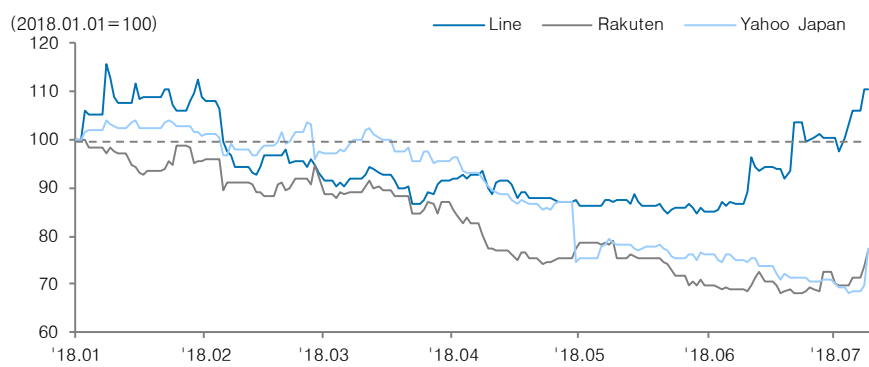
네이버의 자회사 라인(3738.JP)도 상장 이후 기대 이하의 실적과 상반기 핀테크 사업 진출로 인한 추가적인 실적 악화 우려로 주가가 하락했다. 라인의 주가는 핀테크, 콘텐츠 서비스 등 중장기 성장전략이 가시화되며 회복하고 있다.

그림 12. BAT 3사, 연초 이후 무역분쟁 등 외부 이슈로 전년대비 주가 조정



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

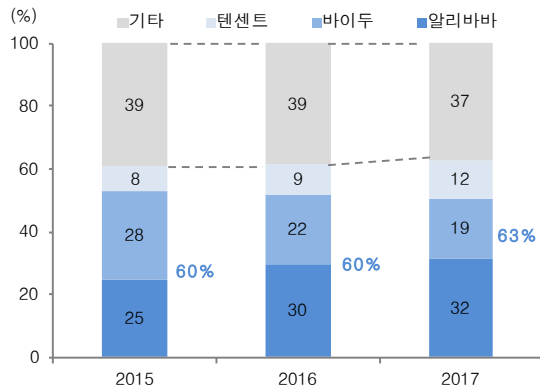
그림 13. 일본 YJ. 라쿠텐, 라인 연초 이후 부진, 라인, 신사업 기대감으로 상승



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

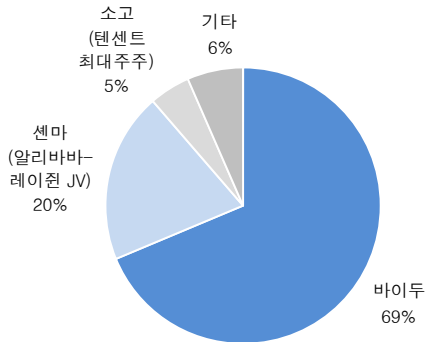
중국 인터넷 시장: 글로벌 서비스의 진출 제한된 상황에서, BAT 3사가 시장 주도

그림 14. 중국 온라인 광고 M/S: BAT 63% 차지



자료: eMarketer, 케이프투자증권 리서치본부

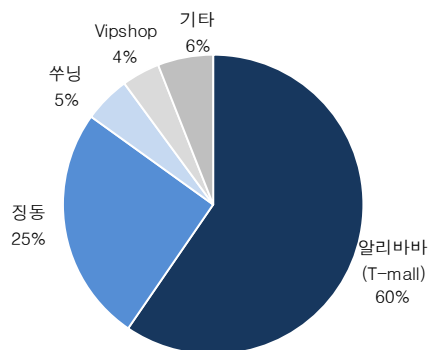
그림 15. 중국 검색 엔진 M/S, 바이두 69% 차지



주: 모바일+PC합산 점유율, 2018년 6월 기준

자료: statcounter, 케이프투자증권 리서치본부

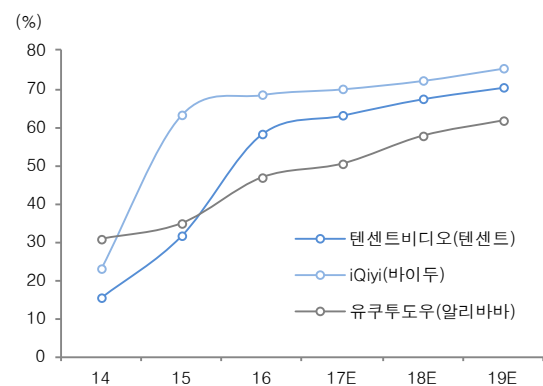
그림 16. 전자상거래, 알리바바 전체 60% 차지



주: 1Q18 기준, 텐센트, 2위 징둥닷컴 최대주주

자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

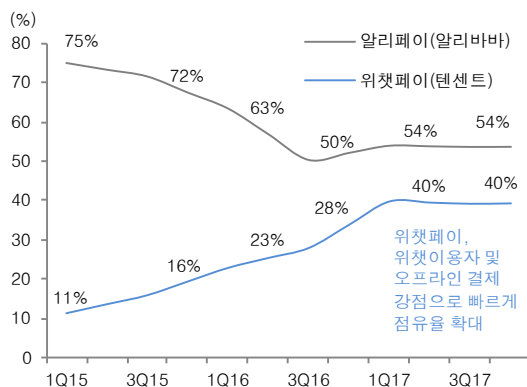
그림 17. 중국 OTT서비스도 BAT 3사가 주도



주: 중국 내 OTT 구독자 기준, 전체 동영상 이용자 37%

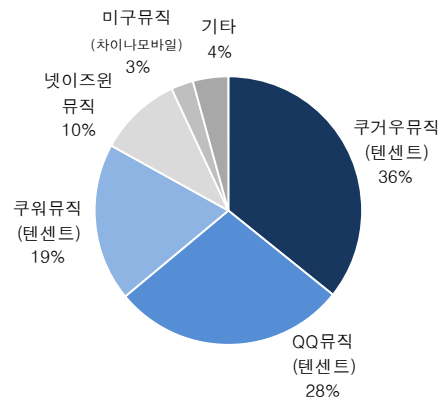
자료: eMarketer, 케이프투자증권 리서치본부

그림 18. 중국 모바일결제 알리바바-텐센트 95% 점유



자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

그림 19. 중국 모바일 음원 서비스 텐센트가 83% 차지

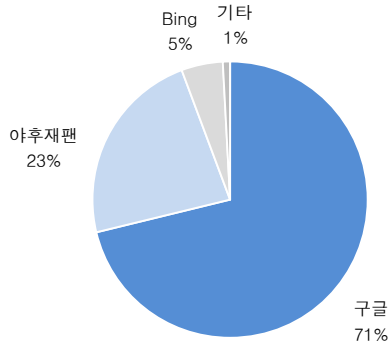


주: 2017년 말 MAU 기준

자료: Analysys, 케이프투자증권 리서치본부

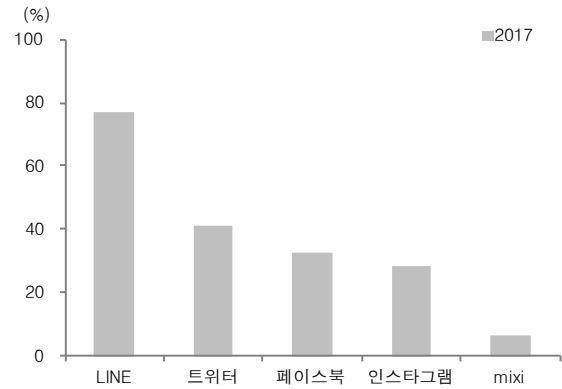
일본 인터넷서비스 시장: 글로벌 서비스, 이미 대부분의 인터넷 서비스 잠식

그림 20. 일본 검색 서비스 구글 71% 차지



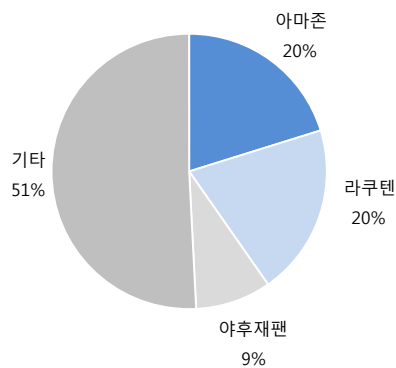
주: 모바일+PC합산 점유율, 2018년 6월 기준
 자료: statcounter, 케이프투자증권 리서치본부

그림 21. 일본 주요 SNS 서비스 이용률, LINE 1위



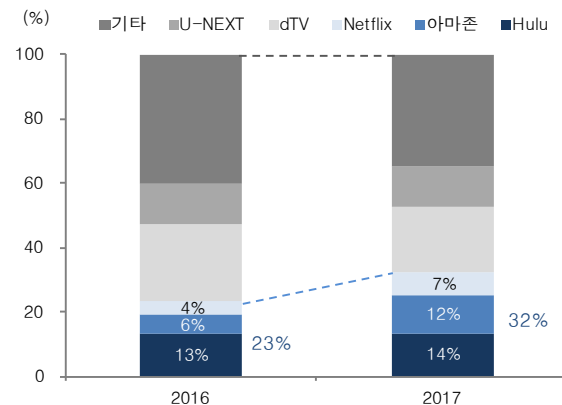
주: 중복 응답, 2017년 기준
 자료: ICT리서치, 케이프투자증권 리서치본부

그림 22. 일본 전자상거래 M/S: 아마존 시장 1위



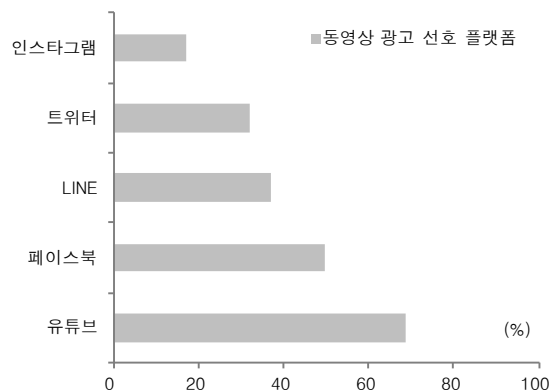
주: 2016년 기준
 자료: JETRO, 케이프투자증권 리서치본부

그림 23. 일본 OTT내 글로벌서비스 영향력 확대



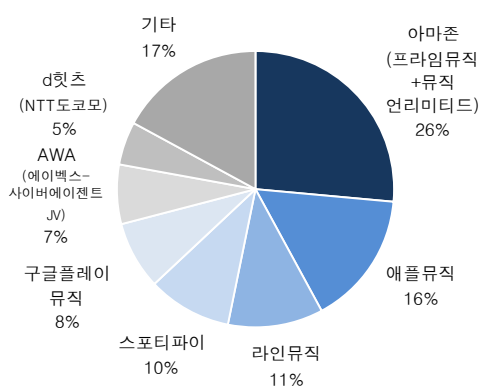
자료: GEM파트너스, 케이프투자증권 리서치본부

그림 24. 일본 동영상 광고, 유튜브, 페이스북 선호



주: 중복응답, 광고사 대상 조사
 자료: 매크로밀, 케이프투자증권 리서치본부

그림 25. 일본 음원서비스 M/S: 아마존 1위 차지



주: 유료 이용자 기준, 2018년 4월 기준
 자료: ICT리서치, 케이프투자증권 리서치본부

3. 국내 인터넷 플랫폼 종목, 하반기에도 투자기조 유지로 이익 하락은 불가피

새로운 성장동력
확보 위한
신사업투자로
단기 수익성 악화
불가피

국내 인터넷 서비스 시장 내 경쟁력 확보를 위해 적극적인 대응이 필요한 시점이다. 적극적인 변화가 없으면 빠르게 도태되는 인터넷 시장의 특성상 투자 확대는 장기적인 기업 경쟁력 확보에 필수적이다. 인터넷 서비스 기업들은 기존 핵심 사업 강화, 플랫폼 선점, 기술기반 강화를 위해 연구개발비 확대 및 기술력 있는 스타트업 투자 그리고 M&A로 지속적으로 경쟁력을 재고하고 있다. 새로운 성장동력 확보를 위한 신규 사업 투자는 단기적으로 수익성 악화에 기여하고 있다.

상반기 수익화가 기대되었던 각 사의 신규 사업들은 규제나 비용 확대 등의 문제로 부진한 모습을 보였다. 신규 사업의 안정적인 수익 창출이 불투명해지면서, 기업들의 주가는 연초대비 하락했다.

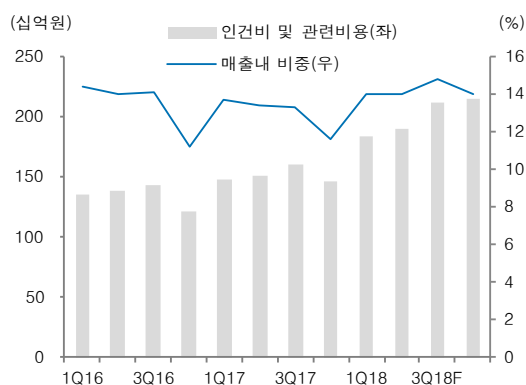
과거 네이버를 포함한 국내 인터넷 기업들은 PC 인터넷에서 모바일로 진화된 인터넷 플랫폼 변화에 적극적인 대응으로, 경쟁력을 유지했다. 현 시점에서 지역 인터넷 서비스 업체의 신사업과 AI 투자 확대는 불가피한 선택이다. 네이버, 카카오 모두 자체 서비스와 모바일 인터넷 이용자의 성장률이 둔화되기 시작한 2015년 이후 AI와 콘텐츠 등에 전략적인 투자와 M&A 행보를 이어 나가고 있다.

하반기, 예정된 비용
증가보다, 본격적인
투자의 실적 반영에
대한 관심 필요

신사업 투자가 실적에 바로 반영되기는 힘들다. 그러나 국내 주요 인터넷 기업들의 투자가 이익으로 연결되는 시기는 우려보다 빠를 것으로 판단한다. AI 기반 기술은 이미 기존사업인 광고, 검색, 콘텐츠 서비스에 접목되어 실적에 기여하고 있다. 또한, 신사업의 성장과 흑자 전환의 가능성도 확인되고 있다.

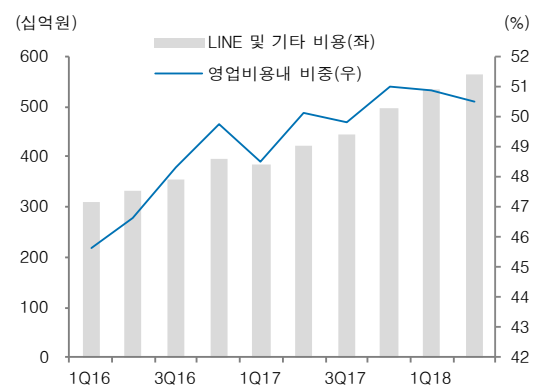
국내 인터넷 기업들의 실적은 2분기 실적발표에서 비용확대와 자회사의 적자전환 등으로 시장 예상치를 하회할 것으로 전망한다. 7월부터 회복세를 보인 주가는 이에 따라 잠시 조정을 받을 것으로 전망한다. AI와 기술 확보를 위한 인프라 투자와 전문 인력 확보는 고정비 성향이 높다. 하반기에도 국내 인터넷 대형주 수익률 둔화는 관련 비용의 영향으로 지속될 전망이다. 그러나, 하반기에는 2분기 대비 수익성 개선이 될 전망이다. 또한 긍정적인 이벤트들로 인해 인터넷 플랫폼의 기업가치를 재평가할 것으로 예상된다.

그림 4. NAVER 인건비 비용



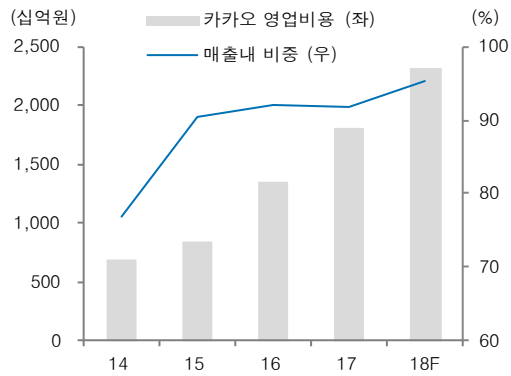
자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. NAVER LINE 및 기타 비용



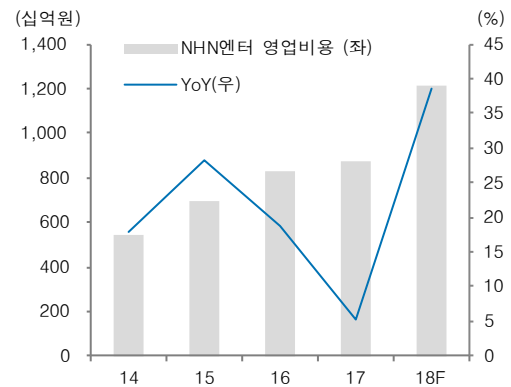
자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 26. 카카오 영업비용



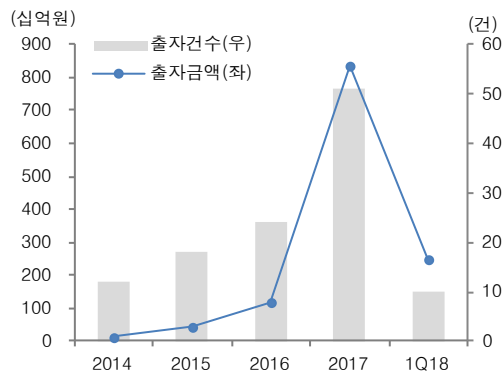
자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 27. NHN엔터테인먼트 영업비용



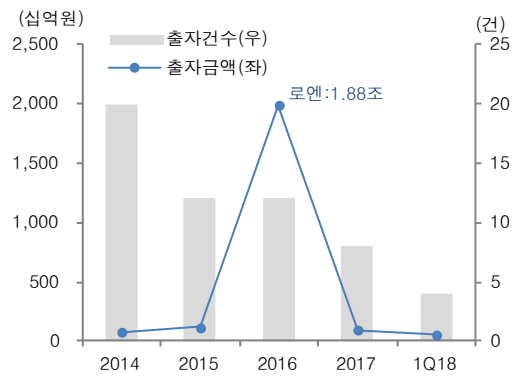
자료: NHN엔터테인먼트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 28. 네이버 타법인 출자금액



자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 29. 카카오 타법인 출자금액



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

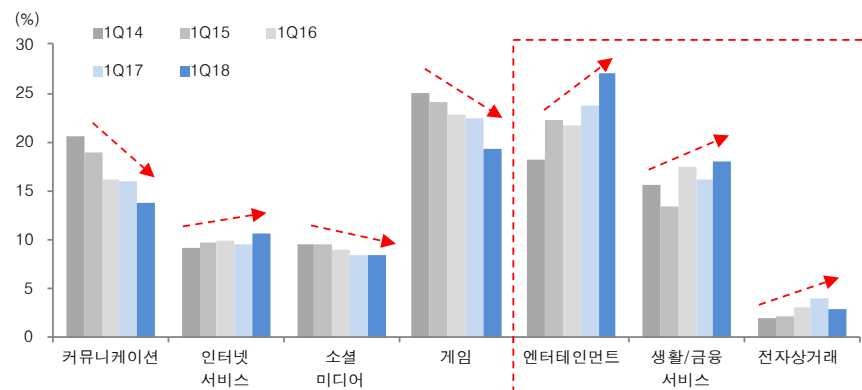
엔터테인먼트,
생활/금융서비스
이용시간 확대

4. 모바일 이용자 행태 변화로 보는 신 성장동력: 금융과 엔터/콘텐츠서비스

모바일 이용자의 행태는 점차 변화하고 있다. 국내 모바일 앱 카테고리들의 이용시간 점유율 변화를 살펴보면, 2014년 이후 SNS, 커뮤니케이션, 게임 등 서비스의 점유율이 감소했다. 반면, 엔터테인먼트와 생활/금융 카테고리 서비스, 그리고 전자상거래 서비스의 점유율이 증가하는 모습이다.

모바일 보급 초기에는 메신저, SNS 등 소통 서비스들이 주로 사용되었다. 이후 네트워크의 속도, 모바일 기기의 성능 상향 등 인프라가 갖춰지면서, 게임, 동영상 콘텐츠 중심의 엔터테인먼트 서비스 이용이 중심이 되었다. 향후에도 5G의 도입, 스트리밍 기술 발전, 모바일을 통한 고화질 동영상 시청 확대 등으로, 동영상 중심 콘텐츠가 모바일 주 이용 서비스가 될 전망이다. 모바일 이용경험 확대에 따라, 금융, 생활서비스 등의 생활 밀착형 서비스들의 이용이 증가하고 있다.

그림 30. 모바일 이용시간 M/S, SNS/메신저 감소, 엔터/금융/생활서비스 증가



주: 안드로이드OS 모바일 앱 카테고리별 분기 평균 총 이용시간 점유율

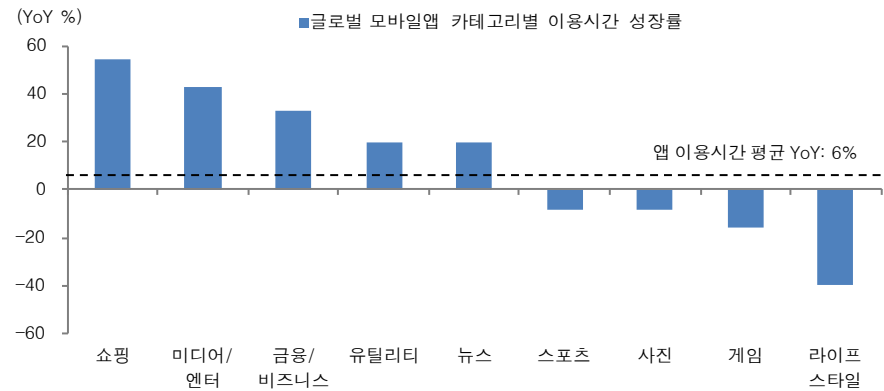
자료: 코리안클릭, 케이프투자증권 리서치본부

그림 31. 모바일 이용, 소통> 콘텐츠 소비> 금융/생활 등 편의서비스로 변화



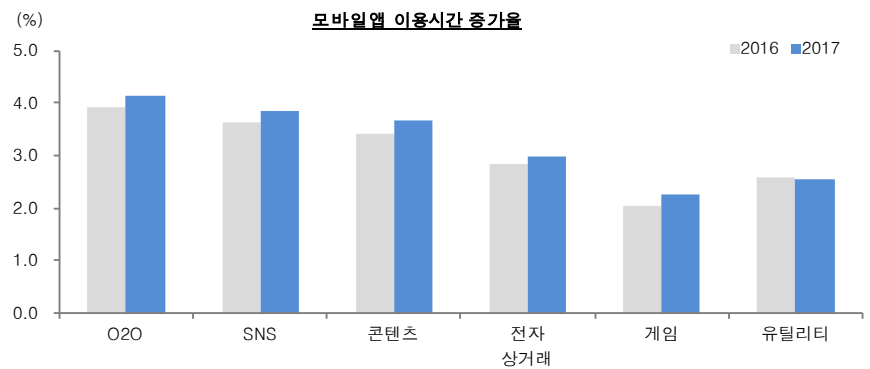
자료: 코리안클릭, 케이프투자증권 리서치본부

그림 32. 글로벌 모바일 이용시간 성장률, 쇼핑/엔터/금융 이용시간 큰 폭 증가



자료: Flurry, 케이프투자증권 리서치본부

그림 33. 중국 모바일 앱, 생활/콘텐츠 서비스/전자상거래 이용시간 증가



자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

국내 간편결제
올해를 기점으로
본격적인
이용확대 전망

5. 테크핀(tech-fin): 하반기부터 간편결제 중심 금융/생활 서비스 확장 기대

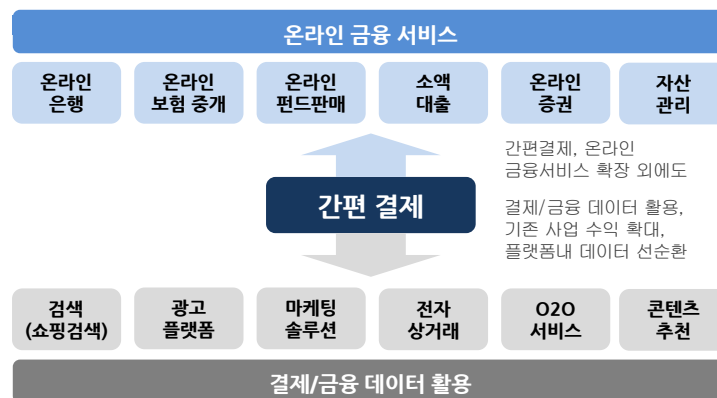
하반기 IT기반 금융서비스 시장의 성장이 전망된다. 1)우호적인 규제와 정책의 변화, 2) 간편결제의 고성장이 전망되기 때문이다.

알리바바 마윈 회장이 제시한 ‘테크핀’은 기존의 ‘핀테크’처럼 금융회사 주도가 아닌, 인터넷 플랫폼기업 등 ICT기업이 주도하는 IT기술이 결합된 금융서비스를 의미한다.

간편결제와 같은 금융 서비스들은 이용자의 플랫폼 이용시간을 연장시킨다. 금융 이자 데이터를 연계한 신규 서비스 제공까지 확장이 가능하다. 네이버, 카카오, NHN엔터테인먼트 등 간편결제 서비스 사업자들은 해당 플랫폼 내 편의성을 제공해 점유율이 꾸준히 증가하고 있다. 간편결제 서비스는 인터넷 은행, 대출, 자산관리 등 온라인 금융서비스로의 확장이 용이하다. 결제, 금융데이터를 활용해 타겟팅 광고, O2O서비스, 커머스 등 기존 사업과 연계해 새로운 부가가치를 창출, 플랫폼 내 데이터의 선순환으로 플랫폼의 경쟁력을 강화하고 있다.

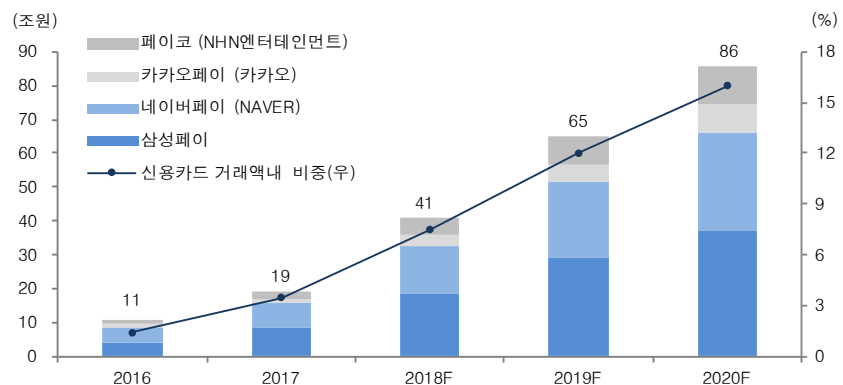
네이버, 카카오, NHN엔터테인먼트 모두 차별화된 간편결제 서비스를 보유하고 있다. 세 기업 모두 결제사업 관련 긍정적인 이슈들이 기대되면서 관련 사업 변화에 주목할 필요가 있다.

그림 34. 테크핀(tech-fin): 간편결제 중심의 금융 생활 서비스 확장



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 35. 국내 간편결제, 2020년 전체 신용카드 내 비중 16%까지 확대 전망



주: 거래액 기준

자료: 케이프투자증권 리서치본부

6-(1) 콘텐츠 서비스의 성장과 이익 기여 가시화에 주목

양질의 콘텐츠
수요 증가

이용자가 플랫폼 내 자체 생성하는 콘텐츠 외에도, 미디어 이용의 중심이 인터넷, 모바일로 옮겨지면서, 양질 콘텐츠에 대한 수요도 높아지고 있다. 국내 인터넷 플랫폼의 다양한 콘텐츠 확보와 서비스 차별화는 플랫폼 이용시간 확대에 이어진다. 소비, 금융 데이터들과 활용해 온라인 광고 시장내 경쟁력 확보가 가능하다. 또한, 온라인 콘텐츠 소비 확대와 함께 비용도 확대되는 모습을 보이고 있다. 인터넷 플랫폼 업체들은 내부 서비스인 웹툰/웹소설의 IP를 활용해 비용 효율화와 콘텐츠 서비스간 이용자 선순환을 도모하고 있다.

6-(2) 콘텐츠와 함께 중요해진 콘텐츠 큐레이션 서비스

정보중심 소비에서
편리성위주로
재편된 온라인
소비 트렌드

초기 인터넷 서비스는 방대한 데이터들을 단순히 수집 제공하는 수준으로 충분했다. 인터넷 내 데이터 양의 기하급수적인 증가와 모바일 이용 확산으로 정보 접근성이 높아지면서, 피로도도 누적되고 있다. 이에 따라 적은 옵션에서, 최적의 선택을 할 수 있는 큐레이션 서비스의 이용자 수요는 더 확대되고 있다. 최근 큐레이션 서비스는 AI와 O2O 등 새로운 기술로 더욱 다양하고 편리한 서비스와 사업 모델로 진화하고 있다.

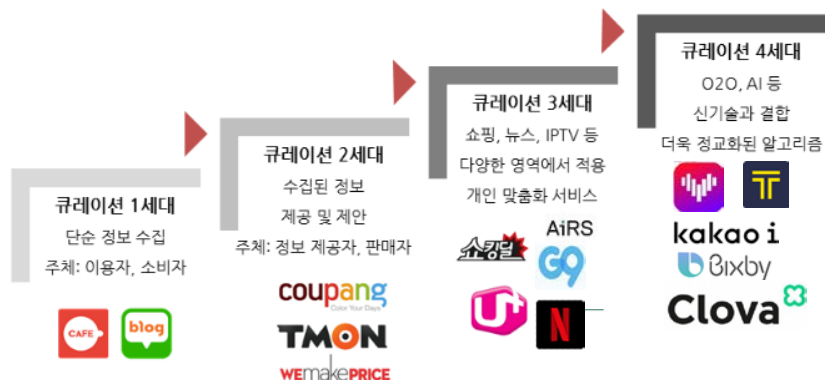
6-(3) 큐레이션 고도화를 위한 AI 투자 확대는 필수적

AI관련 투자확대는
불가피

큐레이션의 고도화는 해당 서비스의 이용시간 연장으로 이어진다. 플랫폼 회사 입장에서 큐레이션 서비스는 사용자들이 더 많은 콘텐츠를 소비하고 더 오래 머물 수 있도록 함으로써 매출을 높여준다. 사용자가 원하는 정보를 한층 더 정확하고 적절하게 제공하는 기술이 앞으로 업체들의 경쟁력을 판가름한다고 전망된다. 글로벌 서비스의 영향력이 증가하는 모바일 플랫폼, 그리고 향후 AI플랫폼시대에도 서비스 개인화와 큐레이션의 중요도는 커질 것으로 전망된다.

네이버와 카카오는 글로벌 인터넷 기업처럼 장기적인 성장기반을 구축하기 위해 콘텐츠/큐레이션/AI 투자 확대가 필수적이다.

그림 36. 큐레이션 서비스, 단순 정보 수집/제공에서 편리성(개인화) 중심으로



자료: 메조미디어, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

II. 간편결제: 테크핀 플랫폼으로의 시동 준비

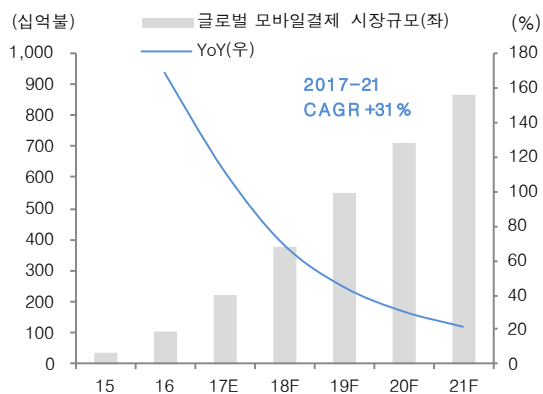
1-(1) 글로벌 모바일 결제 시장: 연평균 31% 성장 전망

전자상거래 활성화,
모바일 이용증가와
함께 간편결제
이용확대

간편결제는 전자상거래 활성화, 스마트폰 사용 증가에 따라 성장했다. 결제 가능한 고 사양 스마트폰의 보급, 모바일 POS 단말기 이용 매장 확대로 사용처가 늘어나면서, 오프라인 결제도 증가하고 있다. 다양한 부가 서비스 확대, 이용자의 간편결제 경험 선순환 등으로 모바일 간편결제는 향후에도 지속적인 성장이 전망된다. 시장조사 기관 가트너는 간편결제를 포함한 글로벌 비접촉 결제 시장은 2017년 이후 2025년까지 연 평균 56% 성장을 전망했다.

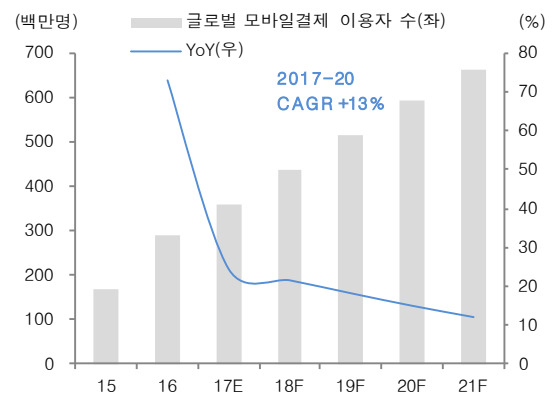
모바일 기반 전자상거래, O2O시장이 확대되고 있다. 페이팔, 알리페이, 삼성페이, 애플페이, 위챗페이 등 글로벌 기업, 은행, 신용카드사, 통신사, 서드파티결제 사업자 등이 시장에 참여하면서 급속한 성장이 예상된다. 스마트폰 보급과 이용자증가는 모바일 결제 시장의 든든한 기반이 되고 있으며, 모바일 결제를 포함한 디지털 결제 수단의 이용은 향후에도 꾸준한 증가가 예상된다.

그림 37. 글로벌 모바일 결제 연평균 31% 성장



자료: MOIBA, 케이프투자증권 리서치본부

그림 38. 모바일 결제 이용자 연평균 13% 성장



자료: MOIBA, 케이프투자증권 리서치본부

그림 39. 모바일 간편결제 결제 유형



자료: NIPA, 케이프투자증권 리서치본부

1-(2) 국내 간편결제 서비스: 금융 생활 서비스 플랫폼화 진행 중

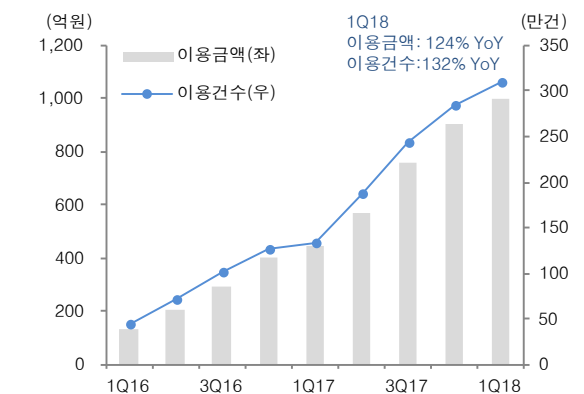
국내 간편결제시장
높은 진입장벽에도
1년사이 신용카드
거래액내 비중
2배이상 확대

국내 간편결제 시장은 향후에도 전자상거래의 성장, 스마트폰의 보급 증가와 기술 발전으로 모바일 결제 중심으로 빠르게 성장할 전망이다. 신용카드 인프라가 잘 구축되어 진입 장벽이 높은 국내 시장이지만, 올해 1분기 국내 간편결제와 간편송금 서비스의 일 평균 이용금액은 각각 1,000억원, 800억원을 넘어섰다. 간편결제 거래액의 국내 신용카드 결제금액 내 비중은 5.1%이지만, 1년 사이 비중이 2배 이상 확대되었다. 2020년까지 간편결제의 전체 신용카드 결제금액 내 비중은 16%까지 늘어날 것으로 전망한다.

간편결제 서비스 사업자들은 결제수수료를 통한 매출 및 이익 증대보다, 소비, 금융 데이터 같은 빅데이터 수집을 위해 사업을 전개하고 있다. 간편 결제서비스에서 발생하는 최대 3% 수준의 결제 수수료 수익은 거의 대부분의 사업자들에게는 결제서비스 이용자 확대를 위한 적립 포인트로 활용되고 있다. 중국 전체 모바일 결제 점유율 94%를 차지하며, 중국 내 유일한 마켓플레이어로 등극한지 5년이 지난 알리페이와 위챗페이도 근래 수수료 무료혜택을 줄이고 있는 상황이다. 사업자가 결제 서비스에서 획득한 구매내역, 결제빈도, 기호, 성별, 지불여력 등 사용자 데이터를 빅데이터 사업과 연계하면 다양한 부가 서비스가 창출될 수 있다.

주요 간편결제 사업자의 거래규모가 조 단위를 넘어서면서, 기본 서비스인 간편결제, 송금 서비스뿐만 아니라, 커머스, 청구서, 인증 서비스 등 부가 서비스들의 이용 실적도 성장하고 있다.

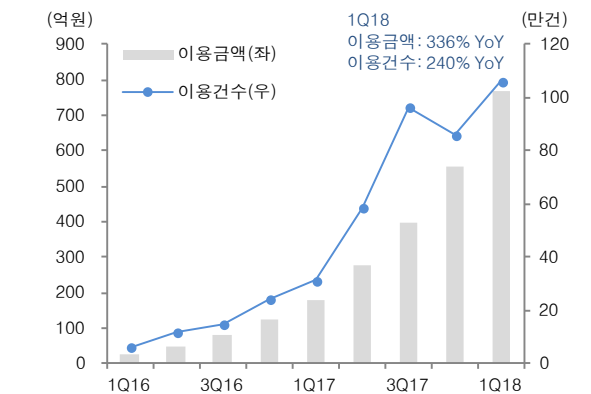
그림 40. 국내 간편결제 이용금액 1,000억원 돌파



주: 일 평균 기준

자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 41. 국내 간편송금 이용 금액 800억원 돌파



주: 일 평균 기준

자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

표 3. 국내 신용카드 결제 금액내 간편결제 비중은 아직 5% 수준

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
국내 소매판매액	101,366	106,251	104,224	112,504	105,500	109,018	109,312	116,280	111,712
신용카드 거래액	157,005	170,223	170,898	177,635	173,604	175,348	177,342	176,676	176,123
간편결제 거래액	1,215	1,884	2,714	3,689	4,068	5,160	7,010	8,338	9,000
소매판매내 비중(%)	1.2%	1.8%	2.6%	3.3%	3.9%	4.7%	6.4%	7.2%	8.1%
신용카드 결제 금액내 비중(%)	0.8%	1.1%	1.6%	2.1%	2.3%	2.9%	4.0%	4.7%	5.1%

주: 경상금액 기준

자료: KOSIS, 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

1-(3) 하반기부터 본격적인 오프라인 모바일 결제 활성화 기대

IC 카드 의무화로
오프라인 간편결제
이용확대 시작

국내 간편결제 시장은 하반기부터 오프라인 모바일 결제를 중심으로 빠른 성장이 예상된다. 국내 전체 카드 사용액의 90% 수준을 차지하는 오프라인 결제 시장에서, 카드 계산이 익숙한 이용자들에게 편의성 부문에서 뒤처지는 점 때문에 모바일 간편결제는 초기부터 성장한계였다. 계좌기반의 간편결제를 막아온 기존의 규제 외에도 MST 결제 기능으로 대다수 오프라인 상점에서 이용 가능한 삼성페이를 제외하고, NFC 결제 단말기의 오프라인 보급이 제한적이라는 점도 추가적 성장 한계 요인이었다

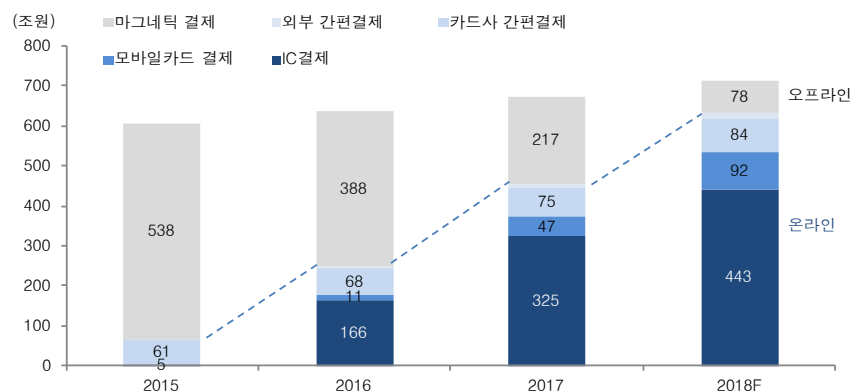
여신 전문 금융법 개정에 따른 마그네틱 카드 거래 중단으로 7월 21일까지 모든 신용카드 가맹점의 IC카드 단말기 교체가 의무화된다. 간편결제의 본격적인 오프라인 이용 확대에 기여할 것으로 예상된다. 카드의 결제 시간 증가는 간편결제 이용 증가에 기여할 것으로 예상된다.

정부, 모바일 결제/
온라인 금융
적극 육성

IC카드 의무화 외에도 정부 정책 방향이 올해부터 모바일 간편결제를 적극 육성하는 기조를 보이고 있다는 점에 주목한다. 지난 4월에 있었던 ‘모바일결제 활성화’ 간담회에서는 소득공제 혜택 강화, 가맹점 수수료 인하 등 모바일 간편 결제 이용 혜택 부여 방안들이 제시되었다. 기존 규제들로 제한적이었던 계좌기반 간편결제 ‘앱투앱’ 결제를 정부에서 육성한다는 입장을 보였다. 과거 정부의 다양한 혜택 부여로 빠르게 성장한 체크카드의 예처럼 하반기 간편결제의 의미 있는 확장이 기대된다.

간편결제 서비스는 중국의 사례와 같이 플랫폼 사업에 가깝기 때문에 장기적으로 소수 서비스 업체의 지배력이 심화될 것이다. 향후 국내 간편결제 시장은 기존 삼성페이(삼성전자), 네이버페이(네이버), 카카오페이(카카오), 그리고 PAYCO(NHN엔터테인먼트)의 4강 구도가 유지될 것으로 전망된다. 유통기반 간편결제 서비스들의 경우 내부에서 활성화되더라도, 아마존 같은 거대한 플랫폼이 아닌 이상 유통사의 추가 서비스를 넘어 외부까지 서비스 확장하기에 한계가 있다.

그림 42. 국내 카드결제 시장내 간편결제 비중 본격적인 확대 전망



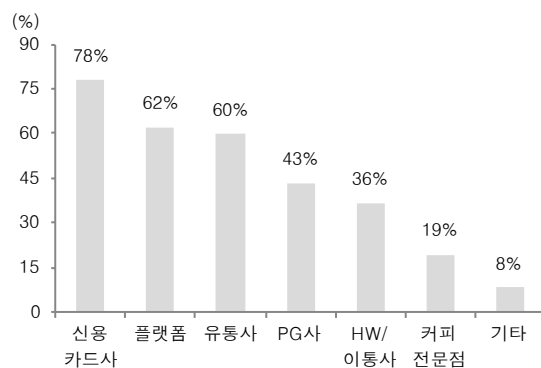
자료: 여신협회, 케이프투자증권 리서치본부

표4. 국내 간편결제/간편송금 서비스 현황

구분	서비스명	제공사	서비스 범위		출시일	가입자수	기타
			온라인	오프라인			
플랫폼사	네이버페이	네이버	○	○	2015.06	2,400만명	누적 거래액 12조원(17년 말기준) 월 거래액 약 5천억원 네이버계정 연계, 온라인 가맹점 19만개
	카카오페이	카카오	○	○	2014.09	2,120만명	월간거래액 1.1조(18년 3월기준) 월 거래액 송금포함 1조원 결제 가맹점 20만개
HW 제조사	삼성페이	삼성전자	○	○	2015.08	1,000만명	누적 결제액 18조원(18년 3월 기준) 월 거래액 1조원 신용카드 결제 단말기 전체 점포 사용가능
	LG페이	LG 전자	○	○	2017.04	-	신용카드 결제 단말기 전체 점포 사용가능
PG	페이나우/터치	LG U+	○	X	2013.11	460만명	결제액 1,100억원
	케이페이	KG 이니시스	○	X	2015.01	300만명	온라인간편결제, 기존 이니시스 온라인 가맹점 이용가능
	페이코	NHN 페이코	○	○	2015.08	800만명	누적거래액 5.5조(17년말 기준) 월 거래액 약 4천억원 NFC/바코드/MST 결제가능, 결제가맹점 23만개
유통사	스마일페이	이베이코리아	○	△	2016.07	30만명	이베이코리아 오픈마켓(G마켓, 옥션) 최대 결제 서비스 이베이코리아 월 결제액내 스마일페이 비중 50% 수준
	십일페이	SK 플레닛	○	X	2015.04	870만명	누적 거래액 3조, 오픈마켓 11번가 등 SK 플레닛 서비스 이용
	SSG페이	신세계 I&C	○	△	2015.07	550만명	유통사 간편결제 1위, 신세계 온오프라인 가맹점 적용
	엘페이	롯데멤버스	○	△	2015.09	150만명	음파결제기능 탑재, 롯데그룹 온/오프라인 가맹점 적용
	T페이	SK 텔레콤	○	△	2016.03	-	오프라인 바코드 결제 가능

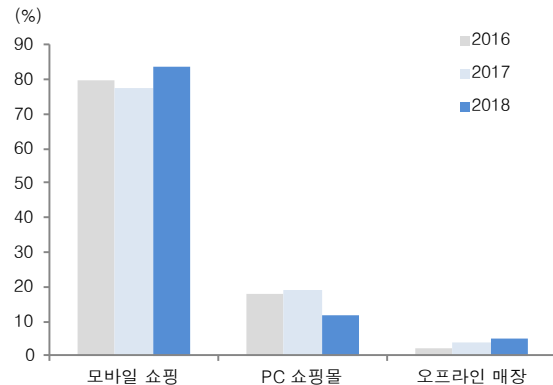
자료: 언론자료, 각 사, 코리아클릭, 케이프투자증권 리서치본부

그림 43. 간편결제 서비스 제공사별 이용



자료: 한국금융투자보호재단, 케이프투자증권 리서치본부

그림 44. 모바일 간편결제 오프라인 이용 점진적 상승



자료: Digieco, 케이프투자증권 리서치본부

1-(4) 간편결제 성장을 이끄는 전자상거래 시장 성장세도 견고

전자상거래 업황도
간편결제시장
성장에 우호적

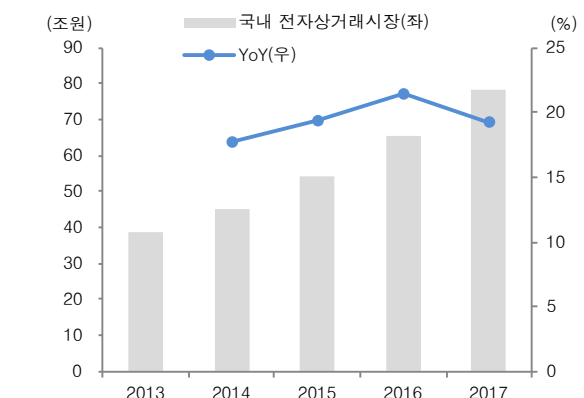
국내 간편결제의 시장 성장을 이끄는 전자상거래 업황도 우호적이다. 국내 전자상거래 시장은 편의성과 가격경쟁력을 바탕으로 연평균 20% 수준의 성장률을 기록하면서, 2017년 78조 원 규모(총 거래액 기준)까지 성장했다. 그 중 모바일 전자상거래 시장 규모는 전체 전자상거래 시장의 61%인 48조원으로 올해 그 비중은 70%를 넘어설 것으로 전망된다. 모바일 전자상거래는 높은 스마트폰의 보급률과 쇼핑앱 편리성을 강점으로 빠르게 성장했다. 모바일 전자상거래 이용인구가 80%를 넘어가면서 성숙기에 접어들었고, 오프라인 소매가 온라인 구매로 전환되고 있다. 전체 소매판매 내 전자상거래가 차지하는 비중은 지난 1분기 기준 23%까지 확대되었다.

상대적으로 분산된
국내 전자상거래
시장특성상
네이버페이와 쇼핑의
영향력 유지될 것

네이버의 경우 특수한 국내 전자상거래 시장 환경에서, 검색포털 서비스 시장 지배력을 바탕으로 빠르게 성장했다. 미국의 경우, 아마존이 전체 전자상거래 시장의 49%를 차지, 시장 리더 자리를 차지하고 있다. 아마존의 시장지배력의 영향으로, 미국의 전자상거래 구매자들은 온라인 상품 구매 시 기존 구글 검색이 아닌, 아마존에서부터 검색하는 현상이 증가하고 있다. 중국의 경우도 1, 2위 사업자인 알리바바와 징둥이 전체 시장의 85%를 차지하고 있다.

국내 시장은 옥션, 지마켓(이베이코리아), 11번가(SK플래닛) 등 오픈마켓 사업자들의 비중이 높으나, 타국가 대비 뚜렷한 시장 리더가 없는 모습이다. 국내 전자상거래 시장이 상대적으로 높은 침투율을 가지고 있지만, 북미, 중국 시장의 마켓리더들이 가진 뚜렷한 차별성(물류 배송, 아마존의 프라임 유료 구독 서비스, 알리바바의 엔트파이낸셜 금융서비스 연계 등)을 개별 기업이 확보하기 어렵기 때문이다. 네이버 쇼핑과 쇼핑검색이 부각될 수 있었던 이유도 이 때문이다. 향후에도 국내 전자상거래 시장은 오픈마켓의 경쟁 유지, 신세계 등 오프라인 유통사업자의 본격적인 온라인 투자 확대 등으로 미국, 중국과 달리, 뚜렷한 마켓리더가 없는 형태가 유지될 것으로 예상된다. 이와 더불어 국내 전자상거래 시장 내 네이버 쇼핑검색과 스마트 스토어의 영향력은 향후에도 유지될 것으로 전망된다.

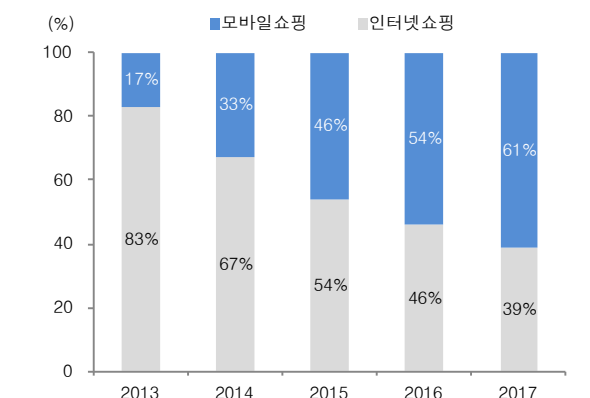
그림 45. 2017년 국내 전자상거래 거래액 78조원



주: 총거래액 기준

자료: KOSIS, 케이프투자증권 리서치본부

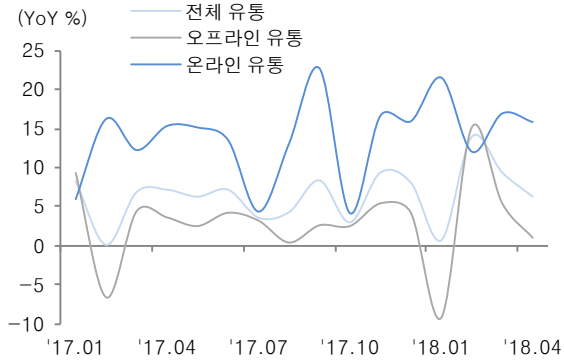
그림 46. 2017년 국내 전자상거래 모바일 비중 61%



주: 총거래액 기준

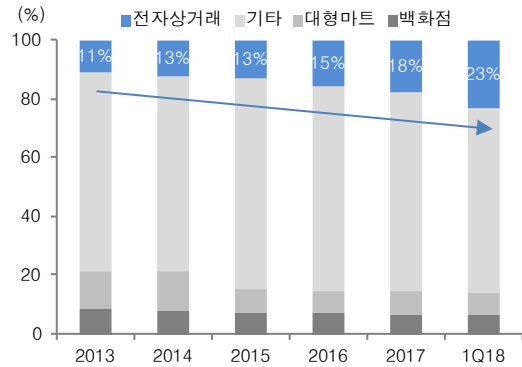
자료: KOSIS, 케이프투자증권 리서치본부

그림 47. 주요 온라인 유통사업자 두 자릿수 성장세 유지



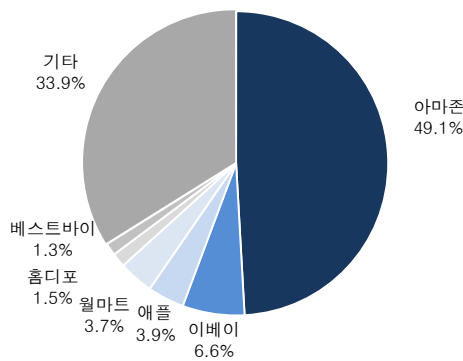
주: 주요 오프라인 유통업체 13개사, 온라인 유통업체 13개사 매출 기준
 자료: 산업통상자원부, 케이프투자증권 리서치본부

그림 48. 전자상거래 전체 소매판매 23% 잠식



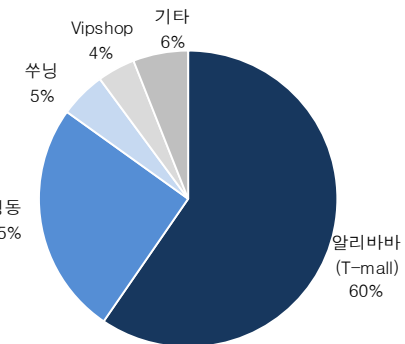
자료: 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

그림 49. 미국 전자상거래, 아마존 49% 차지



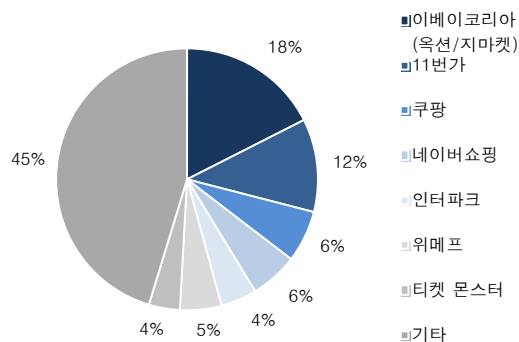
주: 온라인 여행, 티켓 매출 제외, 2017년 기준
 자료: eMarketer, 케이프투자증권 리서치본부

그림 50. 중국 전자상거래 M/S 2개사 85% 차지



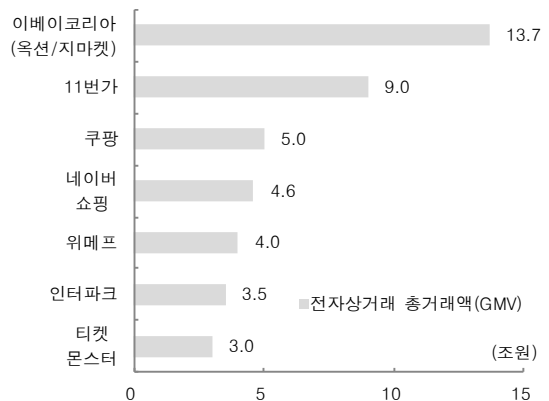
주: 1Q18 B2C 총 거래액 기준
 자료: Analysys, 케이프투자증권 리서치본부

그림 51. 상대적으로 분산된 국내 전자상거래 시장



주: 총 거래금액 기준 추정
 자료: 각 사, 통계청, 케이프투자증권 리서치본부

그림 52. 네이버 쇼핑 연간 GMV 4.6 조원 기록



주: 2017년 기준
 자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

2-(1) 네이버: 네이버페이-쇼핑과의 시너지 지속 전망

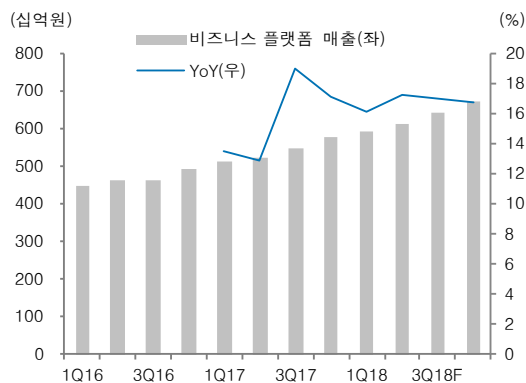
플랫폼 이용자와
커머스 시너지로
온라인 간편결제 1위

네이버포인트
내부 콘텐츠 서비스
소비확대 기여

2015년 6월 정식 출시한 네이버페이는 네이버 플랫폼 계정 연계와 자사 커머스 플랫폼인 네이버 쇼핑 시너지로 이용자 기준 국내 간편결제 1위 사업자를 유지하고 있다. 온라인 시장에서 가장 큰 영향력을 지니고 있는 '네이버페이'는 네이버 쇼핑, 쇼핑 검색광고의 매출 성장세를 지속시키면서, 다양한 사업에 진출해 새로운 수익원을 창출하고 있다. 네이버 쇼핑 플랫폼 총 거래액의 약 50% 이상이 네이버페이를 통해 결제되고 있다. 2017년 3분기 이후 네이버 쇼핑의 거래액이 매월 전달대비 두 자릿수의 성장세를 이어가고 있는 것으로 파악된다. 이러한 성장 추세는 내후년까지 이어질 것으로 전망된다.

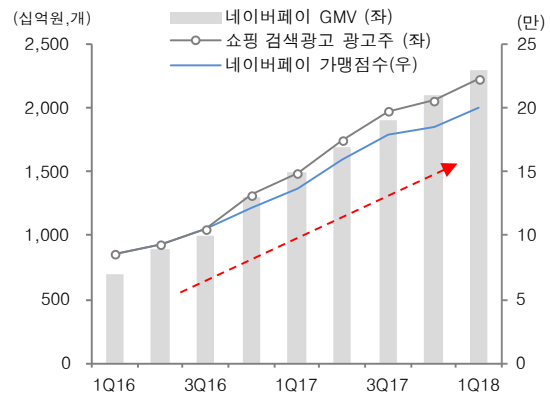
결제수수료의 경우 네이버페이의 이용자와 결제액의 증가로 마케팅비용을 조정하면서, 적립률을 조정하고 있다. 그러나 여전히 페이 포인트 적립률이 수수료율보다 높은 상황으로 근시일 내 수익화는 기대하기는 어렵다. 적립된 네이버페이 포인트들은 쇼핑내 재활용 또는 네이버 포털내 VOD, 웹소설 등 콘텐츠 서비스, 예약, 숙박 등 O2O서비스 이용에 활용되며, 내부 서비스 이용 증가에 기여하고 있다.

그림 53. 네이버 비즈니스 플랫폼 매출



자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 54. 네이버페이/쇼핑 검색광고 동반 성장



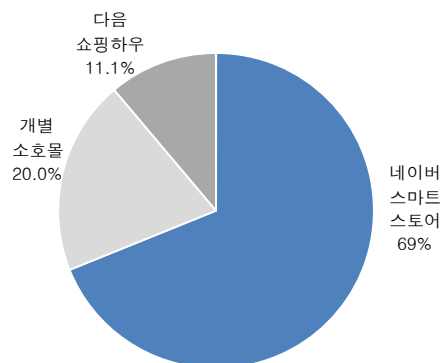
자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 55. 네이버 스마트스토어 수수료 구조



자료: 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

그림 56. 네이버쇼핑, SMB 온라인 매출 90% 차지



주: 모바일 기준

자료: DMC미디어, 케이프투자증권 리서치본부

2-(2) 네이버: 라인의 테크핀 사업 중장기 성장동력화 기대

라인 핀테크 사업
본격적으로
진행중

라인(3938.JP)은 지난 1월 핀테크 사업부 라인 파이낸셜 설립을 발표하면서 아시아 핀테크 시장에 본격적으로 진출했다. 각종 규제로 사업확장이 제한적인 국내와 달리 상대적으로 규제가 적은 일본 시장을 중심으로 테크핀 사업을 확장하고 있다.

자산관리(라인증권, pFM), 보험(라인인슈어런스), 대출/신용평가(라인스코어), 블록체인, 암호화폐를 포함한 기타 금융사업 등 핀테크 사업들이 동시 다발적으로 준비되고 있다. 지난 5월 노무라와 JV를 통해 설립된 라인 증권에 이어, 암호화폐거래소인 '비트박스'도 북미, 일본을 제외한 지역에서 7월 중 공개되었다.

라인페이
이미 대만,
동남아시아
시장에서 성과

2014년부터 시작된 모바일 결제서비스 라인페이는 대만 등에서 공과금납부 서비스 등 금융서비스를 지원하면서, 지난 2017년 글로벌 연간 결제액 약 4조원, 이용자 수 4,000만 명을 기록했다. 국내 네이버페이의 거래액을 넘어선 것으로 파악된다.

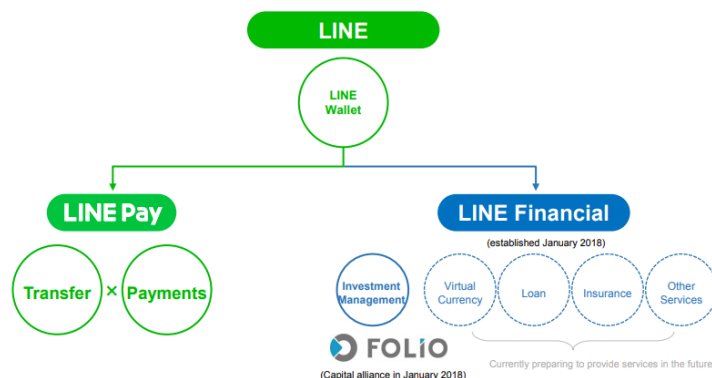
일본 시장에서는 기존 전자상거래사업 중심으로 간편결제서비스를 전개하는 야후머니, 라쿠텐 페이나, 삼성페이처럼 디바이스를 기반으로 오프라인 결제에 강점을 가진 애플페이 대비 이용률이 낮은 편이었다. 상반기 라인은 체인점포 중심으로 일본내 오프라인 가맹점 확장, 포인트제도 도입, 3월 라인 메신저내 월렛 탭 추가 등으로 간편결제 사업을 확장하고 있다. 지난 4월 기준, 일본내 라인페이 GMV는 전년동월대비 2.5배 성장한 것으로 파악된다.

일본내 오프라인
간편결제 공략준비

하반기 라인의 오프라인 결제 확장을 중점을 둔 간편결제 전략은 더욱 확고해지는 모습이다. 라인페이는 SMB 대상으로 QR코드 결제 스마트폰 앱을 무료 배포, 3년간 앱을 통한 점포 결제 수수료 0%, 이용자 대상으로 QR코드 결제 포인트 최대 5%환원 등 발표했다.

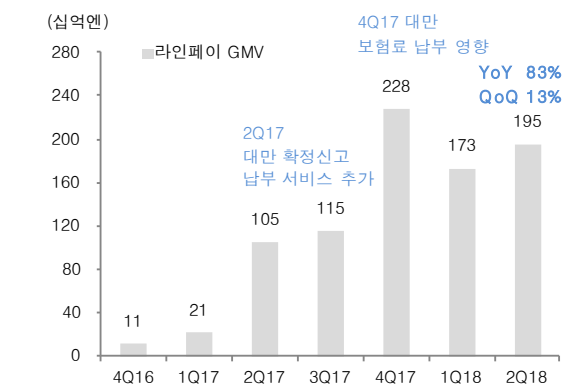
일본내 캐시리스 확장 한계로 지적된 결제수수료, POS 계산기 초기 도입비용 등으로 인해, 핀테크 사업관련 인건비, 마케팅비 등 비용 증가로 라인의 단기적인 이익적자는 불가피하다. 오프라인 결제 프로모션 확대에 따른 추가 비용도 반영될 전망이다. 라인의 오프라인 간편결제 중심의 확장 전략은 유효하다고 판단한다.

그림 57. 라인의 핀테크 사업부문: 라인페이와 라인파이낸셜



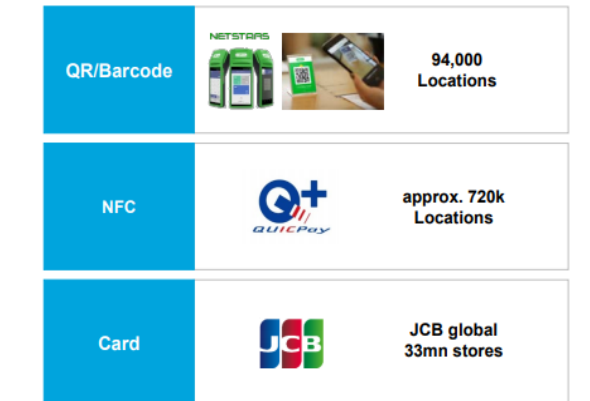
자료: LINE, 케이프투자증권 리서치본부

그림 58. 라인페이, 아시아지역 중식 높은 성장



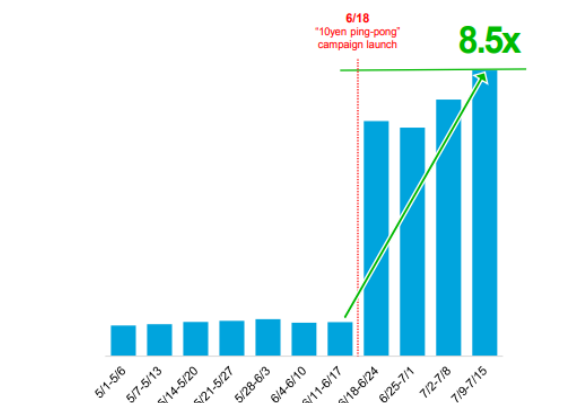
주: GMV=총 거래금액
자료:LINE, 케이프투자증권 리서치본부

그림 59. 라인페이, 일본내 결제 확대



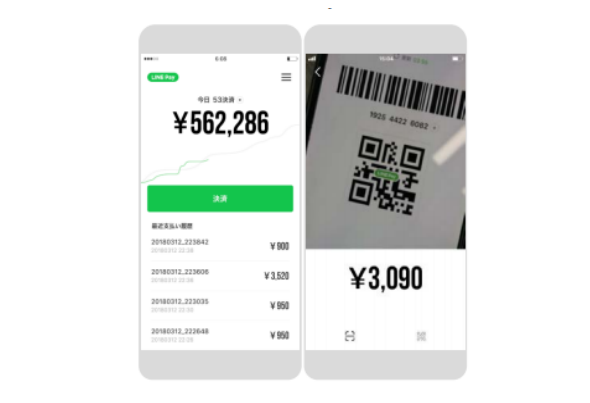
자료:LINE, 케이프투자증권 리서치본부

그림 60. 캠페인 효과로 간편송금 큰 폭 증가세



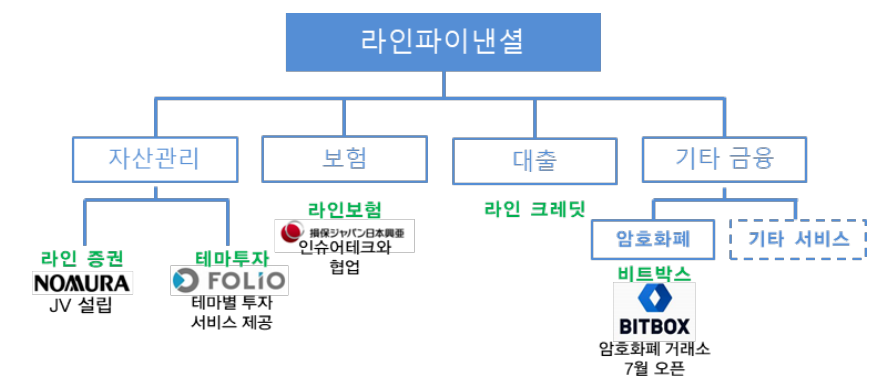
자료:LINE, 케이프투자증권 리서치본부

그림 61. 라인페이, 오프라인 SMB 결제앱 제공



자료:LINE, 케이프투자증권 리서치본부

그림 62. 라인 자산관리, 보험, 대출, 암호화폐 등 생활금융 서비스로 확장



자료: LINE, 케이프투자증권 리서치본부

3-(1) 카카오페이: 오프라인 결제로 테크핀 플랫폼으로서의 본격적인 시동 준비

카카오페이
종합 테크핀
플랫폼으로의
확장

2014년 9월 카카오톡 부가 서비스로 시작한 카카오페이는 카카오톡 이용자를 기반으로 빠르게 사용자를 확보, 현재 약 2,100만명의 이용자를 보유하고 있다. 올해 3월 월 거래액은 1.13조원으로 큰 폭으로 증가했다. 이는 이용경험 확대에 따른 성장 외에도, ‘간편송금’ 서비스의 이용이 주효했다. ‘간편송금’은 카카오페이 전체 거래액의 80%이상을 차지하고 있다. 카카오페이 총 거래액이 월 1조원 수준(18년 3월 기준)인걸 감안하면, 1분기 기준 국내 전체 간편송금 이용금액의 35% 이상은 카카오페이에서 발생하는 것으로 추정된다. 올해 페이관련 마케팅 확대와 송금 수수료 무료화를 연장하면서, 마케팅 비용 증가와 지급수수료 부담이 확대되고 있다. 그러나, 수익화보다는 아직 플랫폼 확장에 초점을 두어야 하는 시점에서 이러한 비용 집행은 불가피하다. ‘간편 송금’ 서비스 외에도 규제외 한계 안에서 꾸준히 확장해 온 금융 서비스의 시너지로 연내 월거래액 2조원 달성이 충분하다고 판단한다. 송금 외 쇼핑, 기존 O2O서비스 연계한 금융 서비스 등이 의미 있는 지표들을 보이고 있는 점도 긍정적이다.

카카오톡
커머스서비스와
시너지 확대

2013년부터 서비스 시작한 카카오톡 내 ‘선물하기’ 서비스도 카카오페이와의 시너지로 동반 성장하고 있다. ‘선물하기’내 판매되는 모바일 상품권의 경우 국내 모바일 상품권 시장 80% 이상을 점유하고 있는 것으로 파악된다. ‘선물하기’에서 쇼핑까지 확장된 카카오톡내 커머스 서비스는, 타 전자상거래 대비 가격 민감도가 낮은 편이다. 기타 매출의 가장 큰 부분을 차지하는 커머스 사업부내 ‘선물하기’의 비중은 절반 수준이다. 상반기 ‘쇼핑’과 소문내기 기능을 추가하면서 커머스 기능이 확대되었다.

플랫폼 산하
O2O서비스까지
적용 확대

2018년에는 카카오톡 산하 모빌리티 앱인 ‘카카오T’ 내 결제 기능이 추가되면서, 본격적으로 자사의 O2O 서비스에 결제서비스에 적용되었다. 17년 말 KG 이니시스, 18년 5월 알리페이의 오프라인 가맹점을 확보하면서, 전체 결제 가맹점 수가 2018년 상반기 20만개로 큰 폭으로 증가했다.

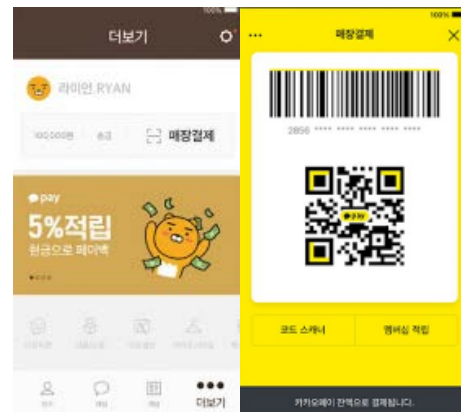
은산분리 등 관련 규제 완화가 예상 이상으로 지체되면서, 초기 기대되었던 카카오펁크와 카카오페이간의 시너지는 지지부진하다. 그러나 하반기를 진입하면서, 은산분리 규제 완화 관련 긍정적인 시그널들이 확인되고 있다. 추가적으로 ‘서울페이’등 오프라인 간편결제 활성화 관련해 금융위는 우호적인 입장을 보이고 있다. 카카오펁크관련 규제 완화와 카카오페이와의 서비스 연계가 가능해질 경우에는 추가적인 모멘텀 확대가 기대된다.

그림 63. 카카오페이, 모바일 금융 서비스 확장

출시일	카카오페이 주요 서비스
2014.09	간편결제 서비스 시작
2015.06	오프라인 제휴카드 출시
2015.09	제휴사 멤버십 서비스 출시
2016.02	모바일 고지/납부 청구서 서비스 출시
2016.04	간편송금 서비스 출시
2017.06	블록체인 기술 활용 인증서비스 출시
2018.01	카카오페이 카드 출시
2018.03	카카오T 자동결제
2018.05	바코드/QR 오프라인 매장결제 서비스

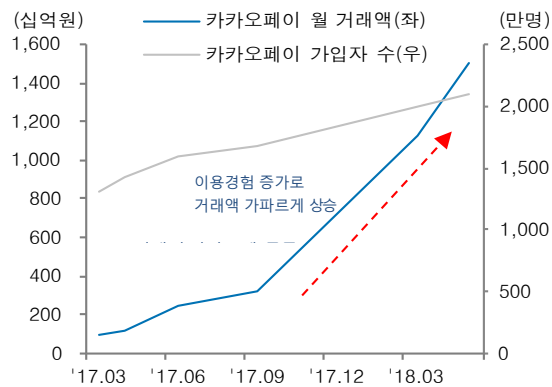
자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 64. 오프라인 QR/바코드 결제 도입



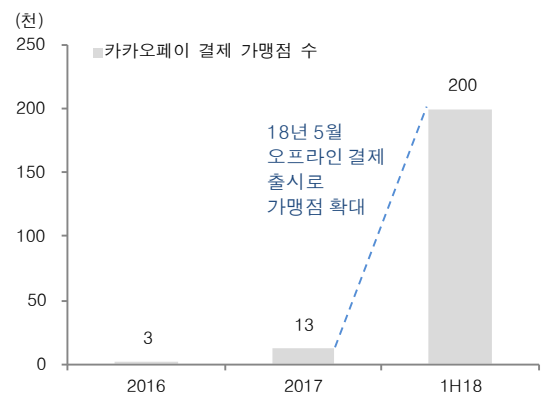
자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 65. 페이 월 거래액 하반기 2조 달성 전망



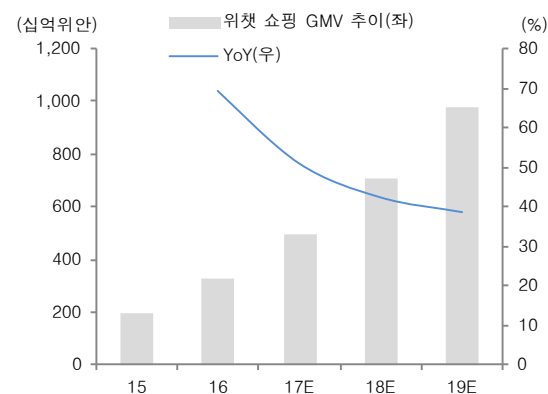
자료: 카카오, 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

그림 66. 카카오페이 결제 가맹점 확대



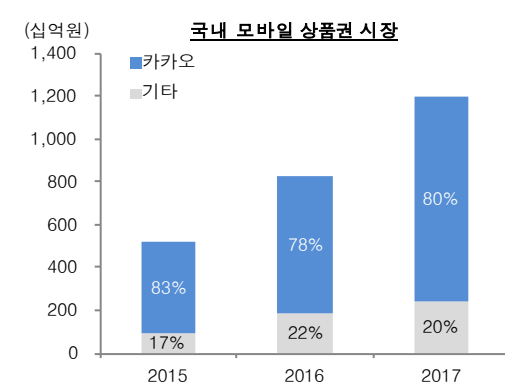
자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 67. 페이 시너지로 위챗내 쇼핑 GMV 성장



자료: 텐센트홀딩스, iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

그림 68. '선물하기' 모바일 상품권 시장 1위



자료: 과학기술정보통신부, 케이프투자증권 리서치본부

3-(2) 카카오: 카카오펙, 하반기 규제 완화시 추가 모멘텀 기대

성장이 제한적인
상황에서도
우수한 실적 전망

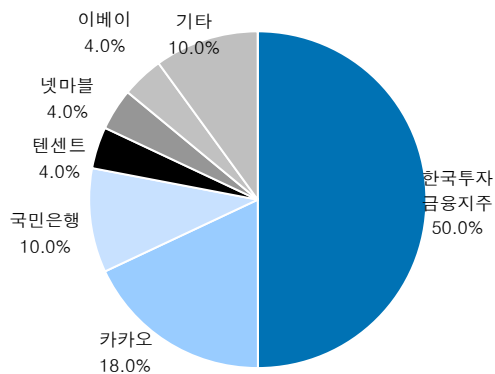
하반기, 규제 개정시
추가 모멘텀 기대

2017년 7월 출범 이후 1년차 접어든 '카카오뱅크'는 은산분리 규제 등으로 성장이 제한된 시장환경에서도 우수한 실적을 보여주고 있다. 카카오펙의 여수신액 추이는 예상을 상회, 고객 수도 안정적으로 유지되고 있다. 지난 1분기실적도 순이익에서 적자가 이어졌지만, -53억원으로 폭이 크게 감소하였다.

국회 계류 중인 은산분리 관련 법안의 개정 기대감이 증가하고 있다. 향후 은행법이 개정되고 카카오 지분 추가 확대가 확정시, 미뤄졌던 앱투앱 결제 사업을 시작으로 금융 사업확대가 본격화될 전망이다.

제 3,4 인터넷전문은행의 출범 가능성으로 인터넷은행의 경쟁심화도 우려되고 있다. 그러나, 카카오 플랫폼과 뛰어난 편의성 등 기본 경쟁력과 선점효과로 후발주자들이 카카오펙의 경쟁상대가 되기는 어려울 것으로 판단한다.

그림 69. 카카오펙 주주구성



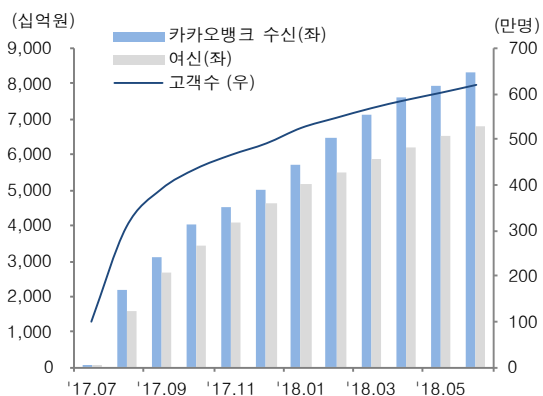
자료: 카카오펙, 케이프투자증권 리서치본부

그림 70. 카카오펙 주요 성과

자본금	1조 3천억원 (18년 4월 25일 이후)
임직원 수	431명
계좌개설 고객 수	567만명 (QoQ +13%)
체크카드 발급	435만개 (QoQ +17%)
수신	7.13조원 (QoQ +37%)
여신	5.86조원 (QoQ +23%)

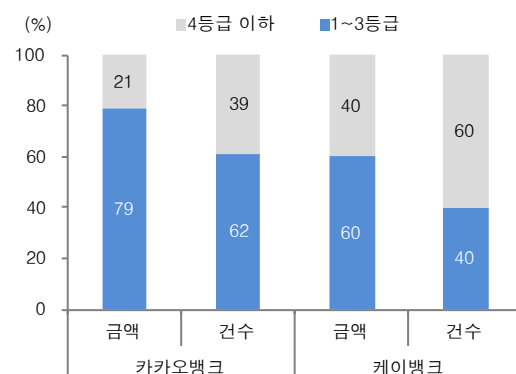
자료: 카카오펙, 코리아클릭, 케이프투자증권 리서치본부

그림 71. 카카오펙 고객 및 여/수신 증감



자료: 카카오펙, 케이프투자증권 리서치본부

그림 72. 신용등급 비중, 1~3등급 전체 79% 차지



자료: 카카오펙, 케이프투자증권 리서치본부

3-(3) 국내 인터넷은행: 규제와 서비스 차별화 제한으로 성장에 한계

인터넷은행의
초기성과는
우수하나 은산분리
규제 및 자본 증대
제약으로 성장한계

2017년 4월 케이뱅크, 7월 카카오뱅크 등 국내 인터넷은행이 출범한지 1년이 경과하였다. 낮은 대출금리, 높은 이용편의성으로 도입 초반에는 성공적인 실적을 달성했으나 여러 문제로 성장에 한계를 보이고 있다. 한국은행에 따르면, 올해 1분기 모바일 뱅킹 가입자 수는 9,477만명으로 집계됐다. 전년동기 7,733만명과 비교해 1,700만명이나 늘어난 수치다. 1분기기준 모바일 뱅킹 일평균 이용건수와 이용금액은 전분기 대비 각각 14.6%, 20.0% 증가했다. 여신과 수신 점유율은 전체 국내은행 대비 각각 0.4%, 0.6%에 불과 하나, 가계대출 점유율은 지난 1년 간 국내은행 전체 가계대출증가규모의 13.6%를 차지할 정도로 크게 높아졌다.

인터넷전문은행은 은산분리 규제로 성장에 한계를 보이고 있다. 현행법상 일반 기업은 은행지분을 10%까지 보유할 수 있고 그 중에서도 의결권이 있는 지분은 4%까지 보유할 수 있기 때문에 인터넷전문은행 설립을 주도한 산업자본이 은행자본을 충분히 확충하기 어렵다. 문제는 시중은행과 마찬가지로 BIS 비율 규제대상인 인터넷전문은행이 대출 확대와 함께 BIS 비율 8% 이상을 유지하기 위해선 증가가 필요하다. 증자시 산업자본의 비중이 증가하게 되어 은산분리 규제를 위반하게 된다는 점이다. 지난 2016년 은산분리 규제 완화 법안이 발의됐지만, 현재까지 답보 상태였다.

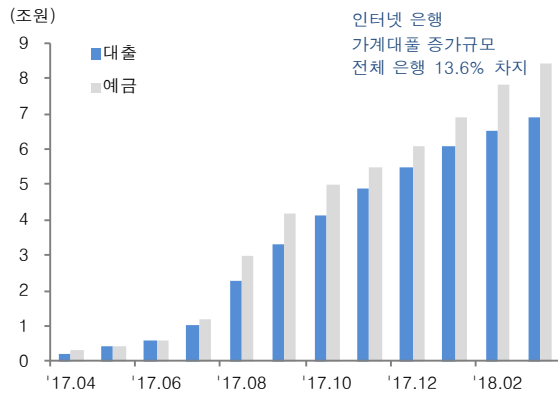
하반기부터
규제완화 움직임을
보이면서
관련 기대감 증가

지난 5월 금융위원회에서 발표한 ‘금융업 진입규제 개편방안’을 보면, 여전히 금융당국은 은산 분리 규제 완화에 대해 보수적인 입장을 유지하면서, 인터넷전문은행 추가 인하를 적극적으로 검토하고 있었다. 대형은행과 경쟁하기 위해 차별화된 서비스는 필수적이다. 인터넷 전문 은행의 강점인 높은 예금금리와 낮은 대출금리, 수수료 우대 정책은 한계에 도달했다. 제3,4 인터넷 은행 등장 가능성에 따른 경쟁 심화도 우려된다. 그러나 하반기에 진입하면서, 은산분리 규제 완화 관련 긍정적인 시그널이 보이고 있다.

표5. 국내 인터넷뱅킹 서비스 이용 실적: 2017년 인터넷 전문은행 출범으로 전반적인 이용확대					(단위: 천 건, 십억원 %)
	2013	2014	2015	2016	2017
이용건수	54,285	66,437	78,022	87,264	94,913
조회서비스	48,378	60,102	70,967	79,039	86,575
자금이체	5,906	6,333	7,053	8,222	8,327
대출신청	1.7	1.6	1.9	2.4	9.9
모바일뱅킹	21,584	31,158	42,393	52,948	58,565
PC 뱅킹	32,701	35,279	35,629	34,316	36,348
이용금액	33,660	36,854	40,287	42,309	43,465
자금이체	33,647	36,839	40,250	42,269	43,345
대출신청	12	15	37	40	119
모바일뱅킹	1,413	1,833	2,496	3,141	3,963
PC 표뱅킹	32,246	35,021	37,791	39,168	39,502
(천명, %)					
모바일뱅킹 등록 고객수	49,934	60,107	76,561	78,362	90,893
전체 인터넷뱅킹내 비중(%)	52.3	58.3	65.5	63.9	67.3
인터넷뱅킹 등록 고객 수	95,492	103,188	116,853	122,538	135,047

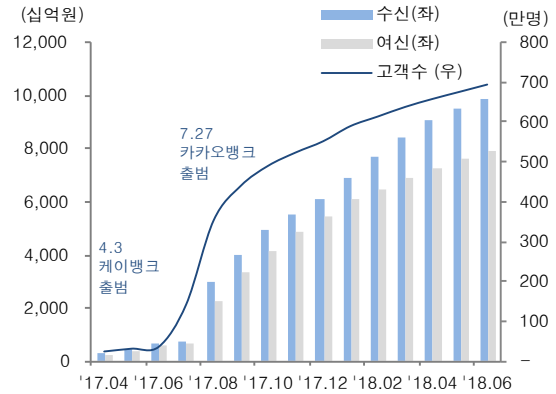
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 73. 인터넷 전문은행, 대출/예금 잔액



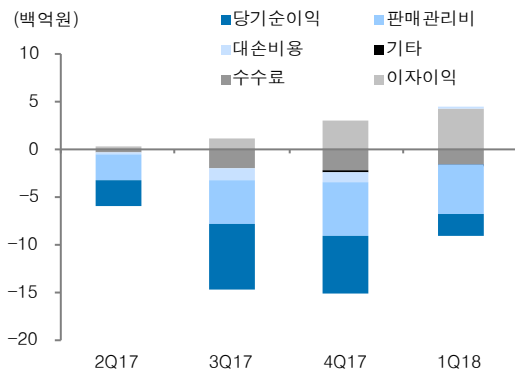
자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

그림 74. 인터넷 전문은행 고객 및 여/수신액



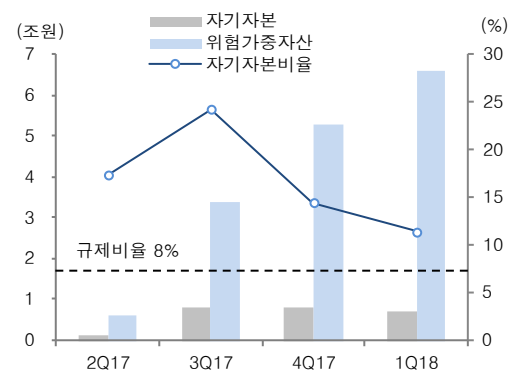
자료: 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

그림 75. 인터넷 전문은행 분기별 순익 구조



자료:한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 76. 인터넷 전문은행 분기 BIS 자기자본비율



자료:한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

표6. 국회 계류 중인 은산 분리 관련 법안

	대표 발의 의원	발의시기	산업자본한도 (현행 4%)	대주주대상 신용공여 (현행 자기자본 25%)
은행법 개정안	강석진	2016년 6월	50%	자기자본 25%
	김용태	2016년 7월	50%	불가
인터넷 전문은행 특례법	정재호	2016년 11월	34%	불가(예외적 허용)
	김관영	2016년 11월	34%	불가, 대주주 발행 지분취득도 제한
	유익동	2016년 11월	50%	한도 자기자본의 10% 이내

자료: 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

4-(1) NHN 엔터테인먼트: 다시 한번 진화하는 PAYCO 플랫폼

하반기 MST기능
탐재로페이코의
플랫폼 비즈니스
본격화 기대

하반기 NHN엔터테인먼트의 간편결제 서비스페이코의 플랫폼화가 본격적으로 진행될 것으로 예상된다. 2015년 8월 서비스 시작 당시 네이버페이, 카카오페이와 달리 포털, 메신저 등 기반 플랫폼이 없었던 페이코는 적극적인 제휴를 통해 자체 결제 서비스 결제처를 확장시켜 왔다. 아직 대부분의 결제액은 오픈마켓, 소셜커머스와 내부 서비스인 벅스와 티켓링크에서 발생하고 있다. 오프라인 가맹점 결제 확대와 함께 페이코 모바일 앱내 쇼핑 큐레이션 서비스도 강화하고 있다.

8월 초부터 페이코가 삼성페이와 온/오프라인 결제방식과 가맹점을 공유하게 되면서, 오프라인내 경쟁력이 대폭 확대될 예정이다. 9월 말까지 국내 모든 카드가 페이코앱 결제가 가능해지면서 사업 초기부터 계획했던 빅데이터 기반 타겟 광고와 페이코 결제가 연동된 사업 모델이 하반기부터 가시화될 것으로 예상된다.

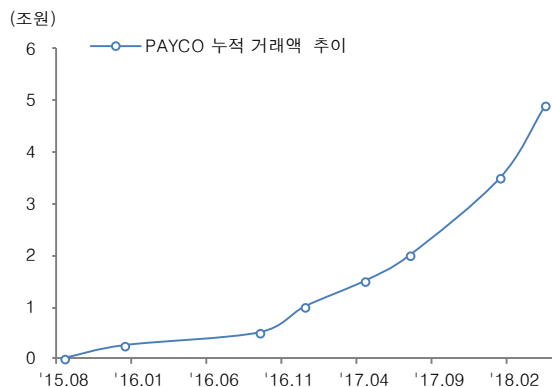
향후 자체 광고뿐만 아니라, 게임 등 동사 내 콘텐츠 서비스 이용자 유형과 동향을 데이터로 분석해 맞춤형 콘텐츠나 서비스 공개도 가능할 것으로 보인다. 올해내 수익화는 어렵다고 판단하나, 현재 PAYCO의 분기 거래액 규모는 1조원 수준으로 삼성페이와의 제휴를 통한 MST 기능 탑재, 가맹점 확대 등으로 올해 연간 거래대금은 최소 5조원 이상을 기록할 것으로 전망된다.

그림 77. PAYCO 연계 사업방향: 미디어 마케팅 플랫폼 비즈니스 구축



자료:NHN엔터테인먼트. 케이프투자증권

그림 78. PAYCO 연내 거래액 5조원 넘어설 전망



자료:NHN엔터테인먼트. 케이프투자증권

그림 79. PAYCO 온라인/오프라인 주요 가맹점



자료:NHN엔터테인먼트. 케이프투자증권

4-(2) NHN 엔터테인먼트: 삼성페이와의 제휴로 범용성 확대

삼성페이
높은 범용성으로
국내 간편결제서비스
1위 유지 전망

NHN한국사이버결제
삼성페이와 업무제휴
수혜 전망

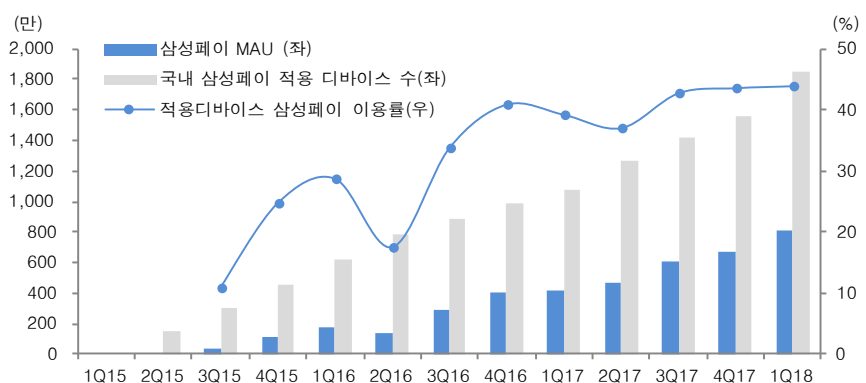
지난해 말 누적 거래액 18조원을 기록한 삼성페이는 거래액 기준 국내 간편결제 서비스 1위를 유지하고 있다. 삼성페이는 별도 앱 설치나 가입 없이 보유 신용카드를 스마트폰에 등록하면 사용이 가능하다는 편리성 때문에, 국내 오프라인 간편 결제 시장 내 1위 자리를 지키고 있다. 삼성페이 국내 가입자수는 1,000만명, 매달 삼성페이를 이용하는 활성 이용자 수는 전체 가입자의 70%정도로, 월 700만건 이상의 결제가 이뤄지고 있다. 국내 삼성 모바일 디바이스 이용자 5명 중 1명이 삼성페이를 사용하고 있다.

삼성페이는 프리미엄 폰 중심으로, 갤럭시 A, J 등 중저가 모델에도 추가되면서, 점유율을 추가 확대하고 있다. 하반기부터 마그네틱 카드 거래 중단에도, 삼성페이는 LG페이와 함께 기존 MST결제를 이용할 수 있는 예외규정이 포함되었다. 서울페이나, 카카오페이의 오프라인 진출에도 삼성페이의 오프라인 결제 생태계내 경쟁력은 유지될 전망이다.

페이코 플랫폼 본격화와 간편결제 사업확장으로 관련 자회사와의 시너지가 기대된다. 8월초부터 시작하는 페이코와 삼성페이간의 업무 제휴로 자회사 NHN한국사이버결제(060250.KS)의 온라인 사업부문 매출 추가 확대가 전망된다. 8월 이후 삼성페이 온라인 결제 옵션은 페이코와 함께 NHN한국사이버결제의 표준 결제창내 들어가게 된다. 향후 삼성페이의 온라인 결제는 NHN한국사이버결제의 온라인 VAN/PG 매출에 반영될 전망이다.

간편결제는 이용 경험 증가에 따라 거래액이 늘어나는 구조이다. 삼성페이의 오프라인 결제 이용 수요가 온라인으로 바로 연결되지는 않을 전망이다. 기존 삼성페이의 경우 온라인 결제시 결제창에서 삼성페이에 등록된 카드사 선택→카드사 결제 페이지내 삼성페이 옵션을 선택해야만 진행되었다. 그러나, 제휴 이후 페이코와 같이 결제창 첫 페이지에 바로 뜨게 되면서, 삼성페이의 의미 있는 온라인 결제 성장이 예상된다.

그림 80. 삼성페이 활성 이용자 수, 적용 디바이스 증가와 동반 성장



주: MAU= 분기말 월 순 이용자 수 기준

자료: 코리안클릭, IDC, 케이프투자증권 리서치본부

5-(1) 중국 테크핀 현황: 인터넷 플랫폼, 간편결제 중심으로 금융 플랫폼 구축

중국 3자 결제
155조위안 규모

중국 제3자 결제시장은 모바일 결제를 중심으로 2017년 전년비 44.4% 증가한 155조 위안을 기록했다(총거래액 기준). 중국내 개인 소비 확대 외에도, 중국 정부가 2025년까지 위안화 실물을 폐지하는 계획을 세우면서, 전체 결제내 제3자결제 비중은 더욱 확대될 것으로 판단된다.

모바일 간편결제시장
인터넷사업자가
93% 차지

중국의 모바일 간편결제 시장은 스마트폰 이용확대, 모바일 전자상거래 시장의 폭발적인 성장, 오프라인 결제 확대의 영향으로 성장했다. 2017년 전체 모바일결제 총거래액 88.4조위안(+50%YoY), 이용자수는 4.6억명(+34%YoY, 중국 모바일 이용자내 74%)를 기록한 것으로 파악된다. 오프라인 시장에서 모바일 결제는 낮은 신용카드 보급률과 결제 단말기 인프라 부족으로 스마트폰 외 별도의 도입비용이 없어 진입장벽이 낮은 QR결제를 중심으로 빠르게 안착했다.

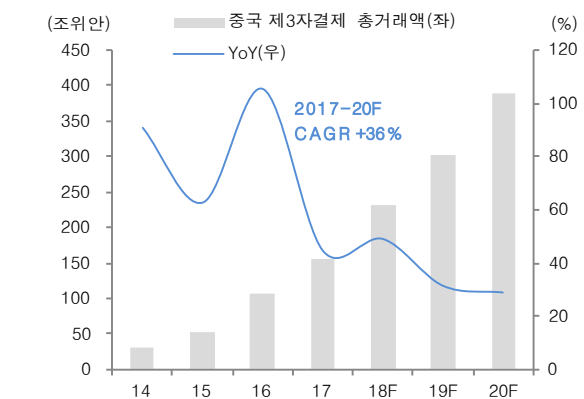
중국내 모바일 간편결제 서비스 점유율은 4Q17기준 알리바바의 알리페이가 54%, 텐센트홀딩스의 위챗페이가 39%로, 두 서비스가 전체 93%라는 압도적인 점유율을 차지하고 있다. 향후에도 이러한 2강 체제는 두 기업의 강력한 자체 플랫폼 서비스와의 연계와 투자로 유지될 것으로 보인다.

모바일 간편결제시장은 향후에도 연평균 51%이상의 높은 성장률을 유지할 것으로 전망된다. 지난해부터 본격화된 알리바바(알리페이), 텐센트홀딩스(위챗페이)의 오프라인-온라인 상거래와 물류가 융합된 '신유통' 투자와 경쟁 올해부터 본격적으로 오프라인 결제까지 확장되며 추가 성장 동력이 될 것으로 보이기 때문이다.

인터넷사업자
간편결제 중심으로
테크핀 플랫폼 구축

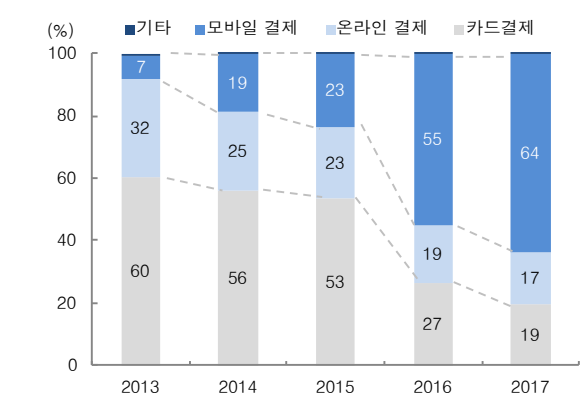
두 기업은 시장 진입 초기부터 결제 수수료 수익이 아닌 결제로 취합되는 금융 데이터에 중점을 두고 진출했다. 중국 최대 소비 이벤트인 광군제의 경우, 두 기업은 전자상거래에서 단 하루간 6억 건의 결제데이터를 취합한 것으로 파악된다. 취합된 금융 빅데이터는 두 기업이 간편결제 이후 전개한 온라인 금융서비스들은 물론, 광고, 신용평가, 전자상거래, O2O 서비스 등에도 제공된다. 최근에는 금융데이터들은 이들 클라우드 사업 성장까지 연결되면서, 플랫폼 데이터의 선순환에 기여하고 있다. 두 플랫폼 사업자에게 간편결제 사업은 단순한 수익모델이 아닌 이용자와의 강력한 접점으로 자리매김하고 있다.

그림 81. 중국 제3자결제 모바일 결제 중심 성장



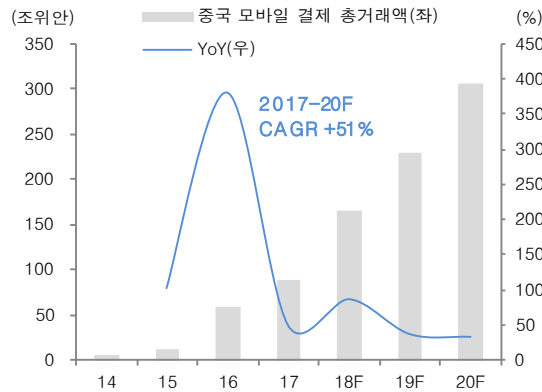
자료: Analysis, 케이프투자증권 리서치본부

그림 82. 중국 전체 3자결제 내 모바일 결제 비중 64%



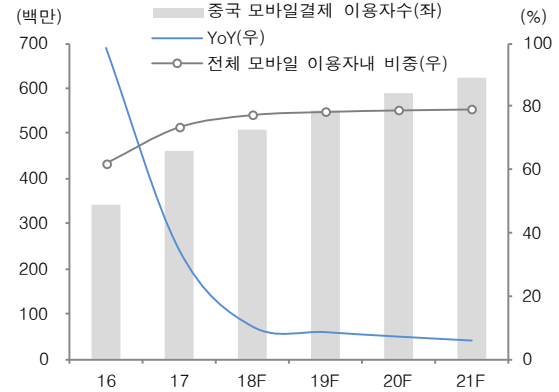
자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

그림 83. 중국 모바일 결제 연평균 51% 성장



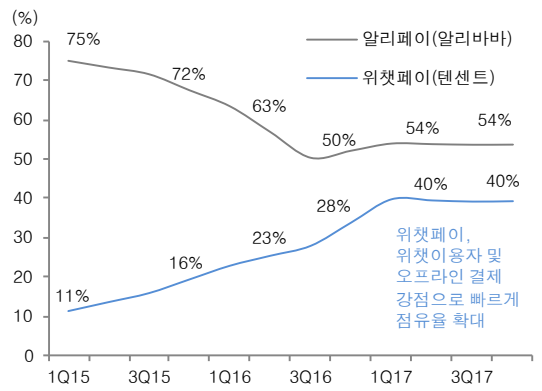
자료: Analysis, 케이프투자증권 리서치본부

그림 84. 중국 모바일 결제 이용자 수



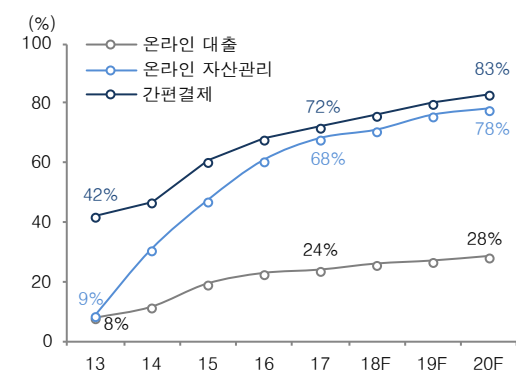
자료: Analysis, 케이프투자증권 리서치본부

그림 85. 모바일 결제, 알리바바-텐센트 94% 차지



자료: Analysis, 케이프투자증권 리서치본부

그림 86. 핀테크서비스 이용, 간편결제와 확대



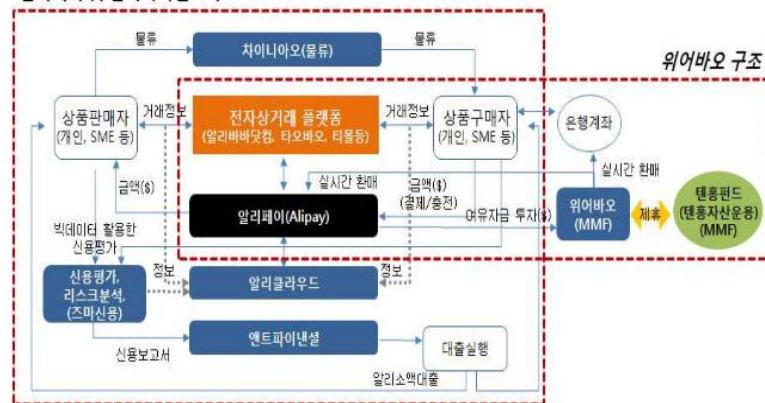
자료: 중국정보통신연구원, 케이프투자증권 리서치본부

그림 87. 중국 주요 인터넷 서비스기업, 테크핀 사업전개로 경쟁력 강화



자료: iResearch, 케이프투자증권 리서치본부

그림 88. 알리바바 금융 플랫폼, 전자상거래와 간편결제 중심으로 사업 전개



자료: IBK경영연구소, 케이프투자증권 리서치본부

표 7. 중국 알리바바와 텐센트홀딩스 간편 결제서비스 기반으로 온라인 금융 플랫폼 구축

알리바바(BABA.US) 온라인 금융서비스 사업			
은행	왕상은행(30%)	제3자 결제	즈푸바오(알리페이)
증권	-	펀드판매	마이펀드판매
보험	쿼타이찬센(51%), 신메이샹후(35%) 중안보험(14%), 알리건강보험(20%)	보험중계	상하이마이원바오보험대행, 항저우바오진보험대행
펀드	텐펀펀드(51%)	신용평가	즈마신용
소액대출	충칭마이샤오웨이야오다이, 충칭마이상청샤오다이	금 거래	-
텐센트홀딩스(0700.HK) 온라인 금융서비스 사업			
은행	웨이중은행 (30%)	제3자 결제	차이푸동 (위챗페이, QQ 페이)
증권	중진공쓰 (4.95%)	펀드판매	팅안정보과기 (100%), 하오마이차이푸 (28.26%)
보험	허타이런서유(15%) 중안보험(10.21%), 잉제화련서우(20%)	보험중계	웨이민보험대행
펀드	-	신용평가	텐센트정신
소액대출	차이푸통네트워크금융소액대출	금 거래	-

주: 괄호안은 지분율

자료: 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

5-(2) 일본 테크핀 업황: 국내보다 우호적인 일본 시장 환경

일본 온라인 금융시장환경 국내대비 우호적인 환경

일본 시장은 한국대비 간편결제의 확장성, 관련 규제면에서 온라인 금융 사업의 성장이 용이하다고 판단된다. 우선, 일본의 경우 한국 오프라인 간편결제 활성화에 제약요인인 신용카드 보급률이 낮다. 일본은 현금 선호 문화와 상대적으로 높은 카드결제 단말기 설치, 유지 비용 등으로 인해 현금 결제 비중이 높다. VISA에 따르면, 일본의 전자결제 이용률은 17% 수준으로, 한국(73%), 중국(55%)과 미국(41%) 대비 크게 낮은 편이다. 핀테크 서비스들은 기존 금융 서비스가 완전히 자리잡지 못하며, 위조 등 우려가 높은 신흥국 중심으로 성장해왔다.

반면, 이미 금융 인프라가 갖춰진 선진국 등에서는 기술의 보급이 상대적으로 더뎠었다. 일본 시장의 특수한 상황은 오히려 향후 간편 결제를 중심으로 한 일본 핀테크 산업 성장에 기회 요인이 될 것으로 판단한다.

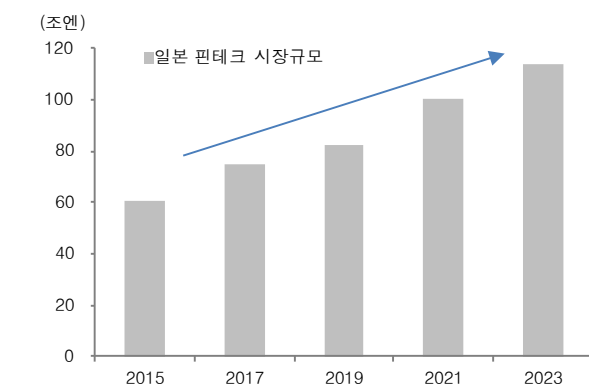
일본 정부지원으로 전자결제 활성화 전망

일본 정부도 핀테크와 결제관련에 대해 우호적인 입장이다. 일본 정부는 2025년 전자 결제 이용률을 40%(최대 80%)까지 확대하는 캐시리스화를 목표로 내세우며, 지속적으로 예산을 투입하고 있다. 2017년 성립된 은행 개정법 외에도 핀테크 관련 법과 규제를 단일화하면서, 활성화관련 지원을 지속하는 방침을 유지하고 있다.

인프라적으로도 긍정적인 시장 환경이 조성되고 있다. 모바일 간편 결제의 기본이 되는 일본의 스마트폰 보급은 피쳐폰 선호로 다른 선진국대비 지연되고 있었다. 2017년 기준 전자결제가 가능한 일본 내 모바일 기기수가 2007년 말 850만대에서 3,200만대로 3배 이상 증가한 상황이다. 2020년까지 스마트폰 보유율도 60%를 넘을 것으로 전망된다.

또한, 중국 관광객 활성화 대책으로 대형 체인 내 알리페이, 위챗페이 결제가 가능한 QR/POS단말기에 보급이 확대되어 있는데, 단말기들은 일본 내 간편결제 서비스와 연계가 가능해 인프라 확장 여력. 또한 크다고 판단한다. 최근 일본 정부주도하에 QR코드 결제규격 통일 준비, QR코드 가맹점의 수수료 지원까지 고려되면서 일본의 오프라인 결제 환경은 점차 간편결제에 우호적으로 변화하고 있다.

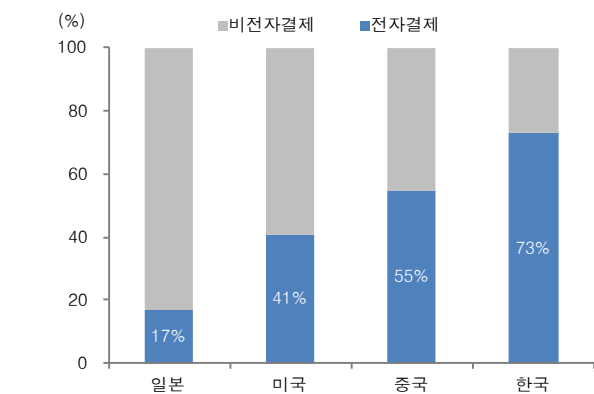
그림 89. 일본 핀테크 2023년 114조엔까지 성장



주: 스마트결제기준

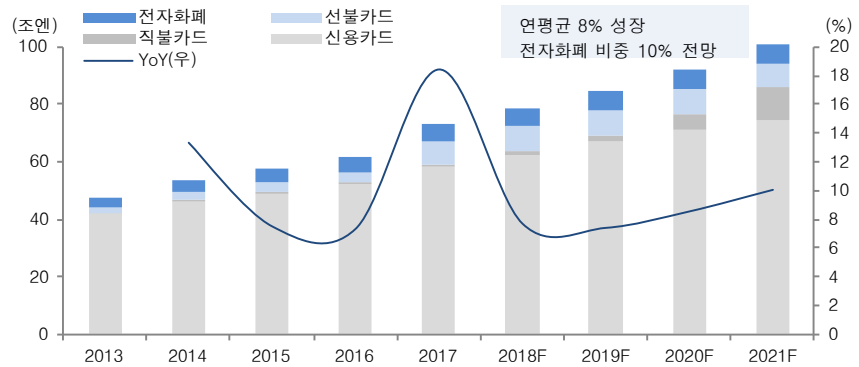
자료: 노무라경제연구소, 케이프투자증권 리서치본부

그림 90. 일본 전자결제 이용률 17% 수준



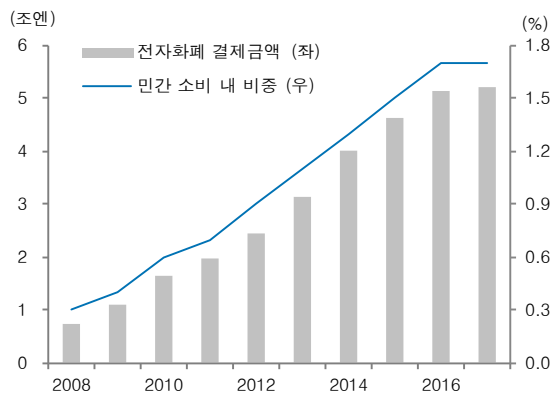
자료: 유로모니터, VISA, 케이프투자증권 리서치본부

그림 91. 일본 스마트 결제 시장 전망



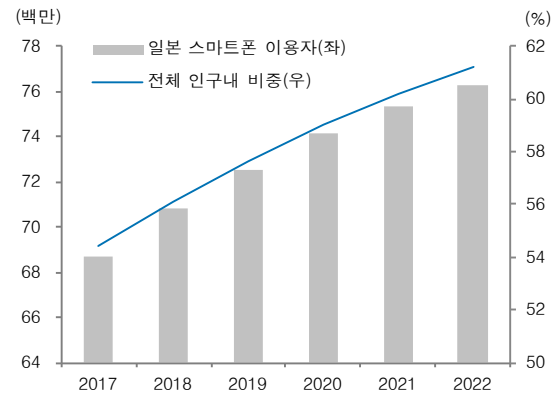
자료: METI, 케이프투자증권 리서치본부

그림 92. 전자화폐, 민간소비내 비중 1.8% 수준



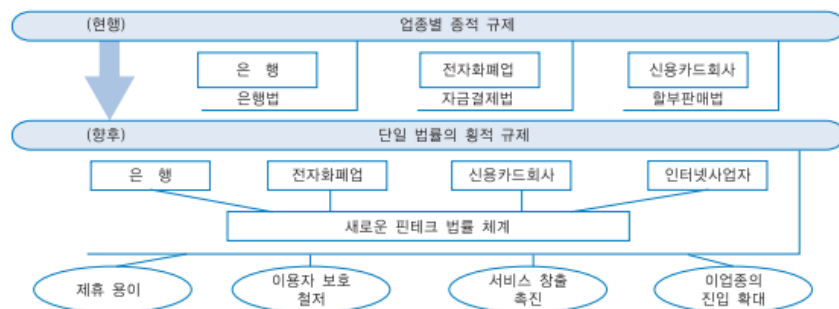
자료: 일본은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림 93. 일본 모바일 인구 비중, 21년 60% 전망



자료: eMarketer, 케이프투자증권 리서치본부

그림 94. 일본 금융청 금융법제 정비 방향 및 핀테크 관련 법안



자료: KCFT, 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

일본 간편결제시장
아직 마켓리더 부재

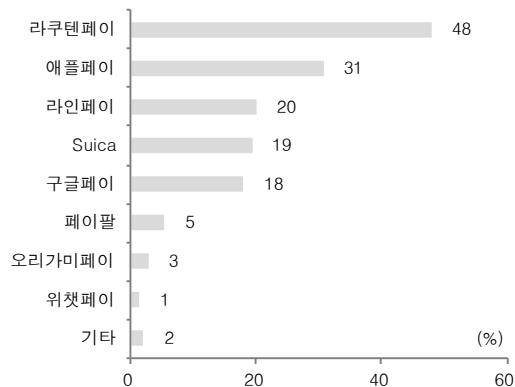
일본내 간편결제 시장은 초기 단계로, 아직 뚜렷한 마켓리더가 조성되어 있지 않은 상황이다. 오프라인에서는 삼성페이처럼 하드웨어 기반의 애플페이, 그리고 교통카드인 nanaco가, 온라인에서는 라쿠텐페이나 야후머니 등 인터넷 플랫폼업체 시장을 주도하고 있다. 인터넷 플랫폼 업체들은 간편결제나, 전자지급 서비스 등을 기존 커머스 서비스나 포인트 제도와 연계해 이용자를 늘리고 있다. 간편결제 성장에 가장 중요한 건 결제의 편의성이다. 일본 1위 메신저 기반이자, QR/바코드, NFC, 신용카드 결제 모두 이용 가능한 라인페이의 오프라인 중심 간편결제 공략은 충분히 유효하다고 판단한다.

표 8. 일본내 인터넷 플랫폼사 모바일 간편결제 서비스 현황

서비스명	제공사	서비스 범위		출시일	비고
		온라인	오프라인		
라쿠텐페이	라쿠텐	○	○	2016.11	모바일 간편결제 서비스 1위, 라쿠텐 포인트 연동 사용 가능
라인페이	라인	○	○	2014.12	메신저 기반, 은행계좌, 신용카드 연계, 앱 이용자간 송금서비스 가능
구글페이	구글	○	○	2016.12	안드로이드로 사용, '라쿠텐 Edy', '나노카' 포인트서비스 지원
애플페이	애플	○	○	2016.10	아이폰으로 이용, '스이카'와 연계 교통 및 오프라인 이용 가능
야후머니	야후재팬	○	○	2016.05	야후쇼핑 결제 이용, 60개이상 금융사와 제휴

자료: 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

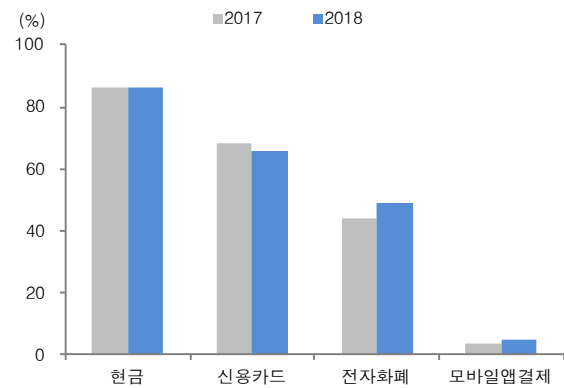
그림 95. 모바일 결제: 라인페이 이용률 20%



주: 모바일 결제 이용자 내, 중복응답, 18년 6월 기준

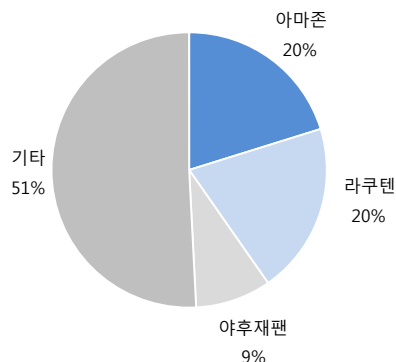
자료: 라쿠텐리서치, 케이프투자증권 리서치본부

그림 96. 오프라인 결제, 아직 현금결제가 압도적



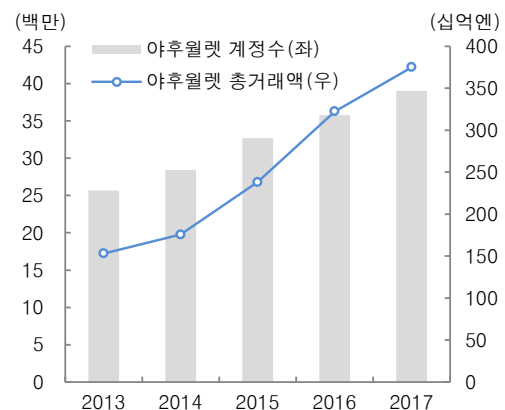
자료: MyVoice 케이프투자증권 리서치본부

그림 97. 일본내 전자상거래 점유율: 아마존 1위



자료: 유로모니터, 케이프투자증권 리서치본부

그림 98. 야후윌렛, 야후계정 기반 결제 서비스



자료: 야후재팬, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

Ⅲ. 콘텐츠

: 글로벌 서비스 약진에서 로컬서비스 차별화

플랫폼의 콘텐츠 확보
플랫폼 이용시간
확대로 이어짐

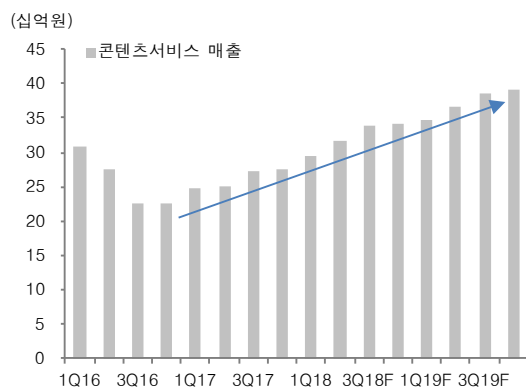
1. 로컬 인터넷 플랫폼 업체, 콘텐츠 역량 강화로 서비스 차별화 모색

콘텐츠 소비의 중심이 모바일 동영상 중심으로 변화하고 있다. 다양한 콘텐츠 확보와 서비스 차별화는 플랫폼내 이용시간 확대에 이어진다. 이에 따라 국내 인터넷 플랫폼 기업들의 콘텐츠 수급/ 투자 확대도 본격화되고 있다. 플랫폼 기업들의 콘텐츠 사업부문 매출의 전체 매출 기여도 증가와 기존 플랫폼의 가치 재평가 가능성에도 관심을 가질 필요가 있다.

네이버는 글로벌 서비스중인 네이버웹툰의 투자 외에도, 양질의 콘텐츠 확보를 위해 동영상, 음원 관련 투자를 확대하고 있다. 지난해부터 현재까지 콘텐츠에 400십억원을 투자했다. 2019년까지 200십억원을 추가 투자해, 3년간 총 600십억원을 집행할 예정이다. 상반기 블로그내 동영상 서비스 개선 외에도 AI 큐레이션 기반 음악서비스를 출시하며, 본격적으로 음원 서비스 시장에 진출했다. 자회사 스노우의 경우 글로벌 이용자 확보를 위해 적자가 매 분기 확대되는 상황에서도 공격적인 투자를 유지하고 있다. 카메라 앱 사업의 특성상, 공격적인 투자가 집행에도 뚜렷한 수익모델의 부재가 리스크였다. 모바일 퀴즈앱인 '잼라이브' 관련 마케팅 수익화를 통해 하반기에 스노우 관련 지분법손실 축소가 예상된다. 라인 플랫폼의 콘텐츠 서비스도 강화하고 있다. 라인 메신저내 콘텐츠 서비스 강화 외에도, 라인뮤직내 동영상 서비스 추가, 라인망가내 '기다리면 무료' 비즈니스 모델을 도입했다. 하반기에도 콘텐츠 중심의 자회사 투자 비용이 확대될 전망이다. 그러나 신사업의 수익모델을 확보하면서, 적자폭은 개선될 것으로 전망한다.

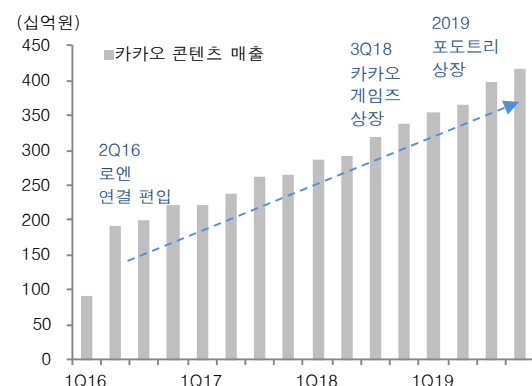
카카오는 기존 웹툰/웹소설 콘텐츠 서비스가 한국, 일본에서 호조세를 보이는 가운데, 카카오페이지 플랫폼에 VOD 등 동영상 콘텐츠를 도입하면서 콘텐츠 유통 플랫폼의 경쟁력을 강화하고 있다. 카카오페이지 IP의 확장, 카카옴의 합병, 연예 기획사와 제작사 인수 및 지분 투자를 통한 콘텐츠 경쟁력 확보를 통해 영상사업내 제작-유통-플랫폼-광고까지 이어지는 밸류체인이 구축될 전망이다. 이외에도 '멜론포카카오' 등 음악서비스, 영화 예매 등이 카카오톡 플랫폼내 서비스되면서, 카카오톡의 '슈퍼앱'화가 기대된다. 올해 8월 카카오게임즈의 코스닥 상장부터 2019년 카카오페이지까지 콘텐츠 자회사들의 상장이 예정되었다. 카카오내 콘텐츠 사업부 매출 기여도 확대뿐만 아니라 플랫폼 가치의 재평가가 하반기부터 내년까지 이어질 것으로 예상된다.

그림 99. 네이버 콘텐츠 서비스 매출 추이



자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 100. 카카오 콘텐츠 사업부 매출 추이



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

2-(1) 온라인, 동영상 중심의 콘텐츠 소비 확대

온라인 주소비 콘텐츠
텍스트에서
동영상으로
변화

동영상중심의
콘텐츠 소비
젊은 연령층일수록
심화

유튜브, 넷플릭스 등 동영상 기반 서비스가 기존 텍스트, 이미지 기반의 서비스를 빠르게 대체하면서, 동영상 서비스의 이용시간 점유율은 꾸준히 상승하는 모습을 보이고 있다. 또한, 소비자들의 미디어 소비 형태가 모바일 중심으로 변하며, 높은 성장률을 유지할 것으로 전망한다.

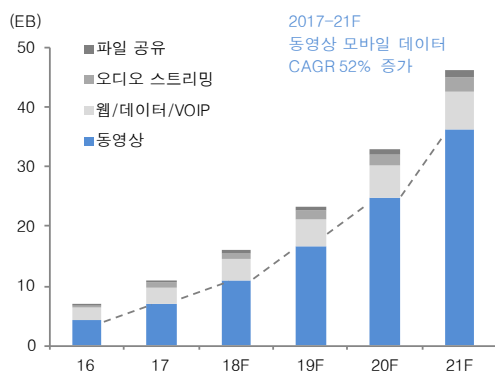
국내 동영상의 전체 모바일 트래픽내 비중은 글로벌 평균 대비 높은 편이다. 2015년을 기점으로 국내 모바일 동영상서비스 이용자 수는 정체된 반면, 이용시간은 두 배 이상 증가한 것을 확인할 수 있다. 향후 이런 동영상 중심의 모바일 소비 확대, 5G 도입 등으로 글로벌 동영상 데이터 트래픽은 2021년까지 연평균 52%씩 성장할 것으로 전망된다. 모바일을 통한 동영상 이용경험 확대, 인터넷 속도와 기기 성능 향상으로 실시간 동영상에 대한 수요도 꾸준히 증가하고 있다.

동영상 서비스는 전체 모바일 인터넷 이용시간(182.4분)의 28%를 차지한다. 온라인 동영상 이용자의 93.6%는 모바일에서 시청하고 있으며, 이용자의 60.7%는 모바일을 중심으로 동영상 소비를 하고 있다. 이러한 시청형태는 디지털 네이티브 세대라고 불리는 10~20대 젊은 연령층에 더 뚜렷하게 나타나고 있다.

PC 인터넷의 경우 연령 전반으로 정보 확인, SNS와 채팅 등 텍스트 중심의 커뮤니케이션이 주 이용 목적이다. 모바일 인터넷의 주 이용목적은 동영상 시청을 중심으로 한 콘텐츠 소비이다. 유튜브의 경우 단순한 동영상 플랫폼을 넘어, 'How-to' 중심의 검색이나 커뮤니티 등으로 확장되고 있다. 유튜브를 검색 엔진처럼 이용하는 사용자들의 수가 증가하면서, 국내 검색서비스 1위인 네이버의 입지가 위협되고 있다는 우려도 점차 증가하고 있다.

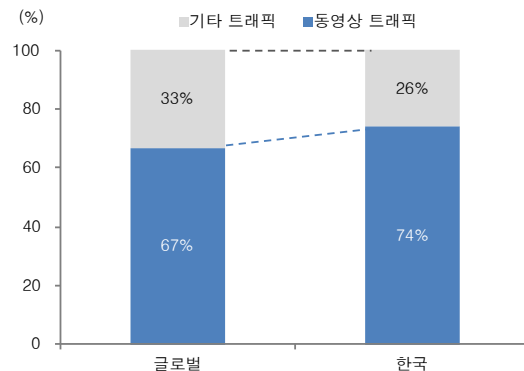
연령별 주 이용 동영상 모바일앱 비율을 보면, 동영상 소비량이 많은 10~20대는 유튜브를 중심으로 다양한 플랫폼에서 동영상을 시청하고 있다. 특히 페이스북과 인스타그램 등 글로벌 서비스내 동영상을 시청하는 비율이 평균 대비 높게 나타나고 있다. 이용자가 플랫폼내에서 자체 생성하는 콘텐츠 외에도, 미디어 이용의 중심이 인터넷, 모바일로 옮겨지면서, 양질 콘텐츠에 대한 수요도 더불어 증가하고 있다.

그림 101. 글로벌 데이터 동영상 이용 급증



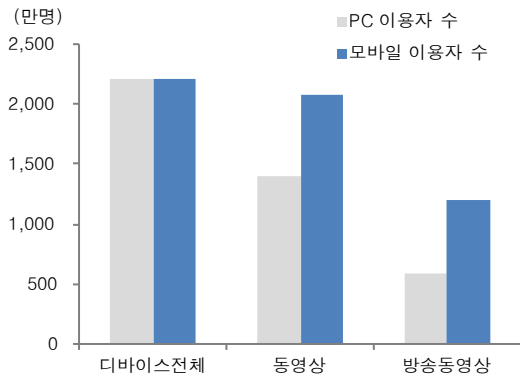
자료: CISCO, 케이프투자증권 리서치본부

그림 102. 평균 대비 높은 국내 동영상 트래픽 비중



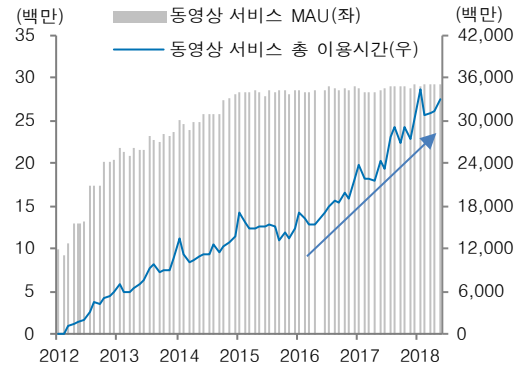
자료: CISCO, 케이프투자증권 리서치본부

그림 103. 국내 동영상 소비도 이미 모바일 중심



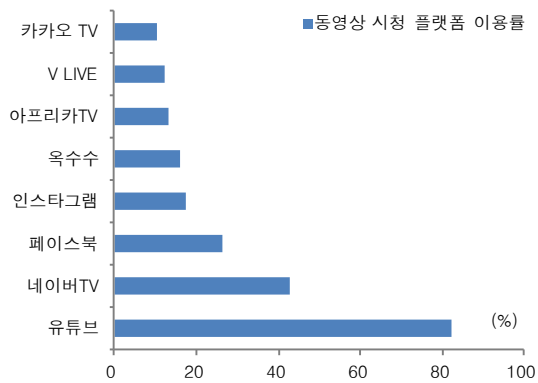
자료: 코리안클릭, 케이프투자증권 리서치본부

그림 104. 모바일 동영상 서비스 이용시간 중심의 성장



자료: 코리안클릭, 케이프투자증권 리서치본부

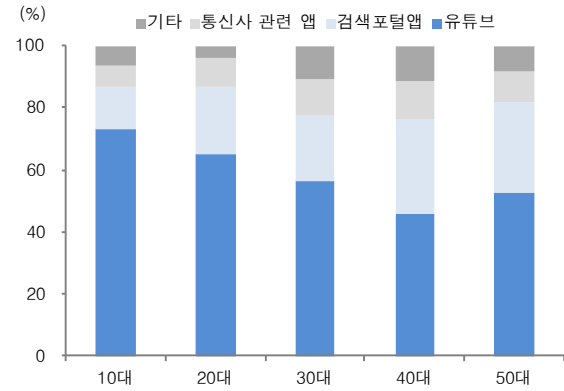
그림 105. 동영상 플랫폼 이용률, 유튜브 82% 차지



주: 중복응답

자료: 한국인터넷기업협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림 106. 주 이용 동영상앱, 유튜브 쏠림 현상



자료: 한국인터넷기업협회, 케이프투자증권 리서치본부

2-(2) 음원 서비스: 구매에서 소비 중심의 스트리밍 서비스로 옮겨진 성장의 축

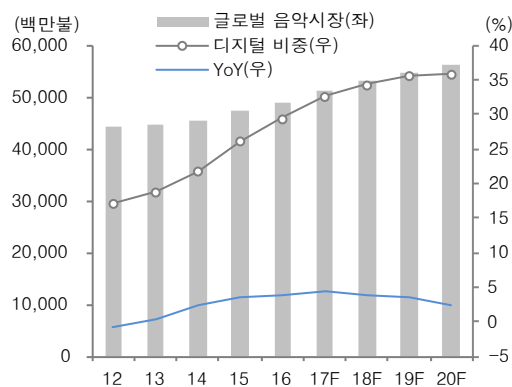
음악시장
스트리밍서비스의
성장 견인

1999년 이후 하향세였던 글로벌 음악 시장은 2013년을 기점으로 다시 성장하고 있다. 이는 스마트폰 보급 확대와 함께 음원 다운로드 대비 저렴한 우수한 접근성을 가진 디지털 스트리밍 플랫폼의 성장때문이다. 스트리밍 중심으로 음악 소비 패턴이 변화되면서, 지난해 전체 음악시장 내 디지털 음악 비중은 35%까지 확대되었다.

글로벌 인터넷 서비스업체들의 음원 스트리밍 시장 진출 본격화, AI스피커 등 추가수요 증가, 스트리밍 서비스기업 경쟁심화로 인한 번들 가격경쟁 등으로 음원 콘텐츠에 대한 수요가 추가 확대되었다. 따라서 음원 스트리밍 시장은 추가 성장의 모멘텀을 얻을 것으로 전망된다.

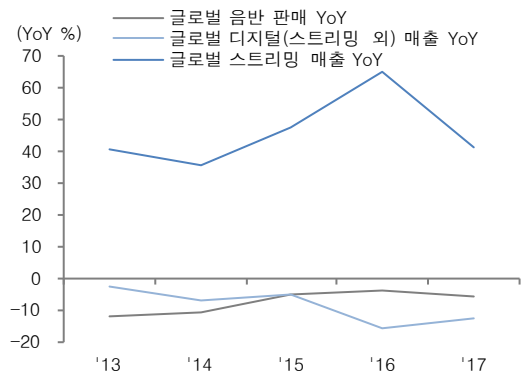
국내 음악 시장도 글로벌과 같은 기조로 음원 스트리밍 중심으로 성장하고 있다. 국내 음원 스트리밍 시장은 2013년 이후 연평균 19% 성장하고 있으며, 2017년 기준 국내 스트리밍 서비스의 유료 가입자수는 약 780만명 수준으로 추산된다.

그림 107. 글로벌 음악시장 디지털 음악 성장 주도



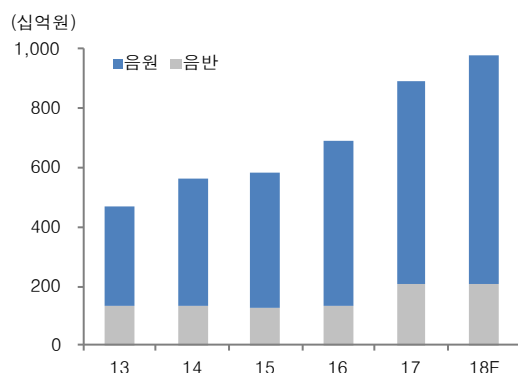
자료:PwC, 케이프투자증권 리서치본부

그림 108. 디지털 스트리밍 높은 성장세 유지



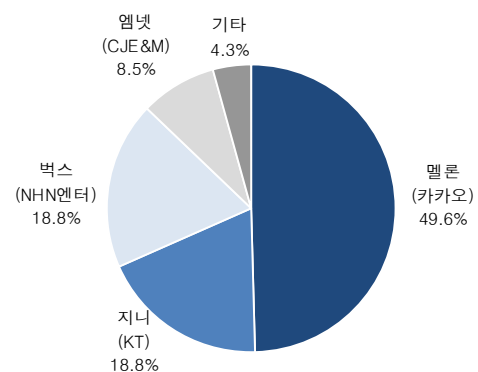
자료:IFPI, 케이프투자증권 리서치본부

그림 109. 국내 음악시장 음원 스트리밍 중심 성장



자료:KOCCA, 케이프투자증권 리서치본부

그림 110. 국내 음원 스트리밍 서비스 M/S



주: 유료 가입자 기준

자료: 한국인터넷기업협회, 케이프투자증권 리서치본부

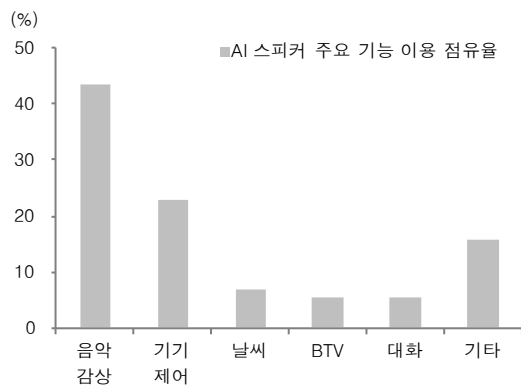
2-(3) 음원 서비스: 음악 서비스의 가치, AI 플랫폼시대 도래와 함께 추가 성장

국내 음원서비스
큐레이션 중심으로
서비스 강화중

AI 플랫폼의 이용 증가와 함께 음악 서비스 가치도 추가 성장하고 있다. AI 스피커 디바이스 보급 초기인 현재 이용자들이 가장 많이 이용하고 있는 기능은 음악 청취이다. SK의 AI스피커인 '누구'의 경우 음악 청취가 전체 이용시간의 44%를 차지했다.

AI 스피커 사용자들의 음악 서비스 이용 방식은 기존 방식과 다르게 나타나고 있다. 기존 음악서비스 이용자는 음악을 직접 검색하거나 차트 등을 통해 듣지만, 스피커를 이용할 때는 키워드 이용, 데이터기반 추천 등 큐레이션 기능을 가장 많이 이용한다. AI 스피커, IVI (차량용 컴포넌트) 등 AI 플랫폼을 통한 음악 서비스의 확대로 이용자 별 맞춤형 큐레이션 서비스의 중요도는 더 확대될 전망이다. AI 스피커의 보급 외에도 큐레이션 서비스 이용 증가의 확대로 국내 음악서비스는 큐레이션 중심으로 서비스를 강화하는 모습을 보이고 있다.

그림 111. 음악 감상 전체 AI스피커 이용 44%



자료: SK텔레콤, 케이프투자증권 리서치본부

그림 112. AI기반 큐레이션 서비스 강화

기업명	서비스명	
카카오	멜론	카카오톡 플랫폼과 결합 AI기반 큐레이션 서비스 강화
NAVER	네이버뮤직	신규 서비스 '바이브'와 통합 예정, AI기반 추천 기능 강화
	라인뮤직	스트리밍, 추천, 영상 서비스 강화
유튜브	뮤직	5월 22일 서비스 시작, 월 12달러 기존 유튜브 레드+ 유튜브 뮤직 통합
	프리미엄	
SKT	신규 서비스	4Q18 서비스 예정 AI 스피커 연계 서비스 강화

자료: 언론자료, 케이프투자증권 리서치본부

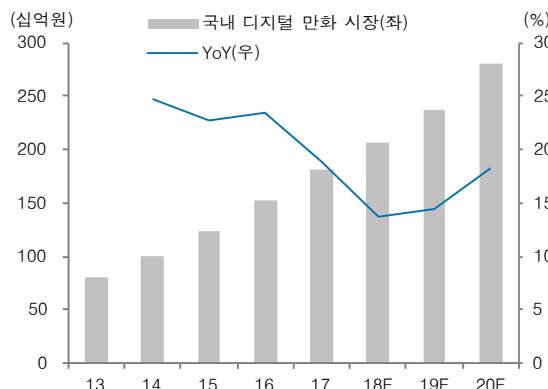
2-(4) 웹툰/웹소설: '원소스멀티유스' 확장에 용이

IP확장성 높은
웹소설 사업
확장

국내 디지털 만화 시장규모는 1,800억원 수준으로 추산된다. 네이버와 카카오의 자회사인 네이버 웹툰과 카카오페이지가 성장을 주도하고 있다. 최근 네이버와 카카오는 웹툰 자회사 투자를 크게 늘리고 있다. 이는 디지털 만화는 상대적으로 IP를 활용해 굿즈, 게임과 드라마, 영화 등 영상매체 등 여러 콘텐츠로 수익화하는 OSMU(원소스멀티유스) 비즈니스를 전개하기가 용이하기 때문이다. 또한, 일본을 중심으로 해외 서비스가 빠르게 성과를 보이면서, 글로벌 진출 관련 투자도 확대되고 있다. 웹툰과 같은 콘텐츠 산업은 초기 성장기에 유통 플랫폼을 선점하는 게 중요하기 때문이다.

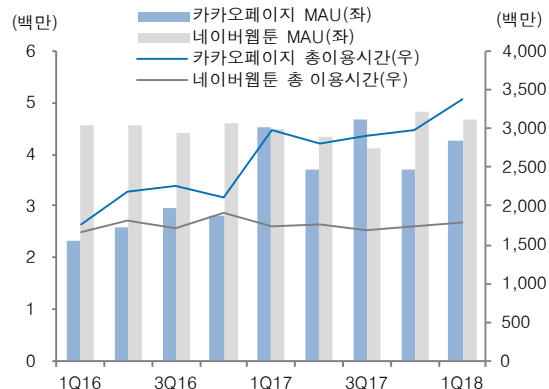
국내 기업들이 적극적으로 투자하고 있는 일본의 경우, 글로벌 1위 만화시장이나 디지털 만화 시장의 비중은 아직 12% 수준으로 추후 성장 여지는 충분하다고 판단한다. 2021년까지 디지털 만화의 비중은 전체 만화 시장내 18%까지 확대될 전망이다. 모바일 서비스 초기에 진입한 네이버의 라인 망가는 전체 1위이며, 뒤늦게 시장 진출한 카카오의 코미코는 빠르게 2위로 성장했다. 아직 디지털 만화시장이 자리잡지 않은 상황에서, 시장 초기 유통 플랫폼으로써의 위치를 선점한 두 플랫폼의 영향력은 유지될 것으로 판단한다.

그림 113. 국내 디지털 만화 시장



자료:KOCCA, 케이프투자증권 리서치본부

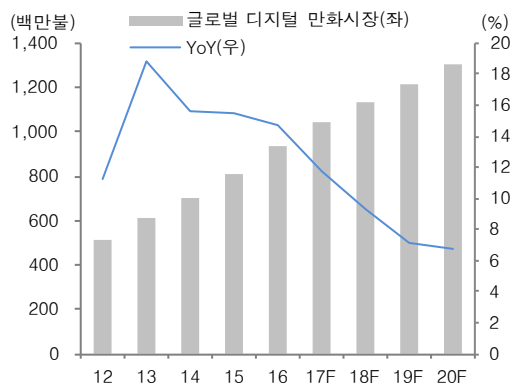
그림 114. 주요 서비스 모바일 앱 MAU/이용시간 추이



주: MAU=월 순 이용자, 모바일 앱 분기말 기준

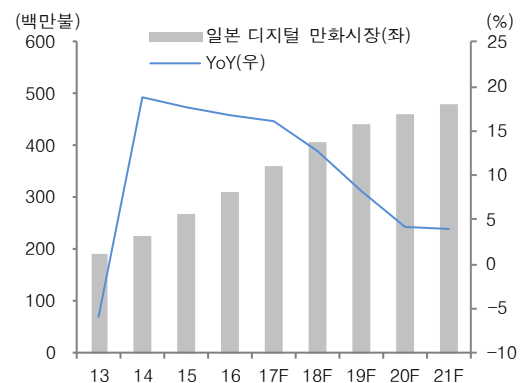
자료:코리안클릭, 케이프투자증권 리서치본부

그림 115. 디지털 만화, 전체 시장 내 비중 11%



자료:NIPA, 케이프투자증권 리서치본부

그림 116. 일본 디지털 만화, 시장 내 비중 12%



자료:NIPA, 케이프투자증권 리서치본부

3-(1) 카카오: 카카오페이지, 콘텐츠 전략 허브화

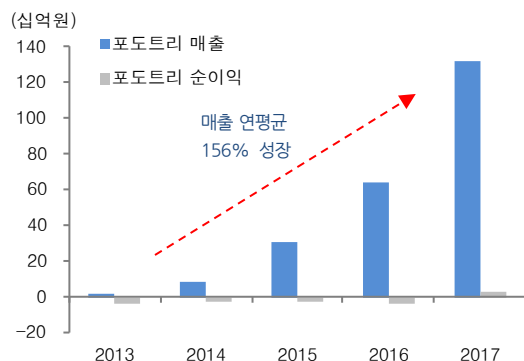
카카오페이지
IP 사업과
영상서비스 진출로
플랫폼 확대

카카오페이지는 2013년 서비스 시작 후, 카카오톡과의 계정연동 외에도 2014년 ‘기다리면 무료’ 비즈니스 모델을 도입하면서 빠르게 성장했다. ‘기다리면 무료’라는 새로운 콘텐츠 소비 유도 결제방식으로 카카오페이지는 웹소설/웹툰 서비스 경쟁 플랫폼 대비 높은 결제 이용자를 보유하고 있다. 일본내 웹툰 플랫폼인 ‘피코마’의 경우도 카카오페이지와 같은 ‘기다리면 무료’ 비즈니스 모델을 적용해 론칭 2년만에 라인의 ‘라인 망가’에 이어 시장 2위로 성장했다. 1분기 매출이 8억2400만엔(약 83억원)으로 전년 동기보다 446% 늘었다. 1분기 MAU는 290만명으로 역대 최대치를 기록했다. 하반기 ‘피코마TV’를 론칭하면서, 일본내 동영상 스트리밍 시장까지 진출할 계획이다.

2015년 이후 카카오페이지의 운영을 담당하고 있던 자회사 카카오페이지(구 포도트리)의 매출액은 연평균 156% 성장을 했다. 2017년 상반기 리워드형 광고인 ‘캐시프렌즈’를 론칭해 수익모델을 강화하면서, 카카오페이지의 연간 순이익이 흑자로 전환됐다. 올해 초 VOD서비스를 플랫폼 내에서 시작했으며, ‘김비서가 왜 그럴까를 시작’으로 자체 IP의 영상화 등 자체 IP의 OSMU가 본격적으로 진행될 것으로 예상된다.

지난 5월 카카오페이지의 운영에 이어 사업부 자체를 인수한 카카오페이지는 2019년 상장을 앞두고 콘텐츠 전략의 허브화가 되고 있다. 합병 완료 이후 별도 법인으로 분사되는 카카오M의 영상사업과의 향후 시너지도 강화될 것으로 예상된다.

그림 117. 카카오페이지 연간 실적



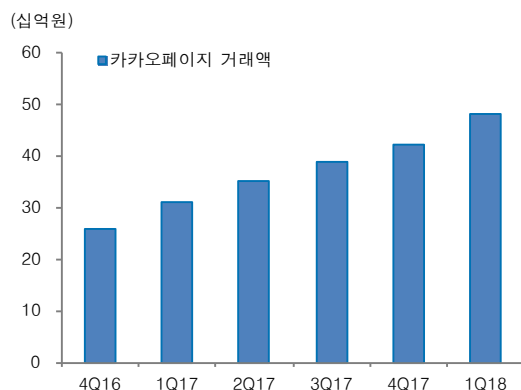
자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 118. 카카오페이지 주요 광고 상품

	상품	판매방식
캐시프렌즈 (리워드형)	영상시청형	CPV
	참여형	CPI
	참여형(플러스친구)	CPP
앱내 DA	메인 팝업	1일고정 구좌제
	메인 띠 배너	CPM

자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 119. 카카오 페이지 분기별 거래액 추이



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 120. 카카오페이지 콘텐츠 IP 확장 본격화



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

3-(2) 카카오: 카카오 M, 음원, 영상사업부 분사로 콘텐츠 다양화

메신저와 음원서비스
시너지 확대

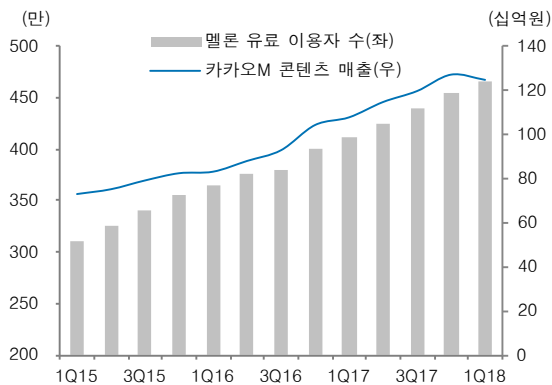
카카오M의 음원 서비스인 멜론은 2009년 처음으로 스마트폰 스트리밍 서비스를 실시하면서, 시장 선점효과로 빠르게 국내 음원시장 1위 자리를 확보했다. 2016년 카카오 인수 뒤 둔화되었던, 유료 이용자 규모도 카카오계정의 연동효과로 견조한 성장세를 보이고 있다. 올 초 카카오톡 메신저 내 부가서비스로 선보인 카카오-멜론 서비스도 100만 개 이상의 신규 이용자를 확보했다. 메신저와 멜론 서비스간 시너지는 확고해지고 있다.

흡수 합병 이후
영상사업
밸류체인 구축 주목

이번 9월 흡수 합병 예정인 카카오M의 음악과 영상사업 부문은 별도 법인으로 분사될 예정이다. 음악부분의 경우 카카오뮤직과 멜론이 통합되며, 메신저플랫폼과의 연계가 강화될 전망이다. 영상부분의 경우 최근 주요 배우 매니지먼트 소속사들에 지분투자를 하고 있다. 카카오M은 과거 음악 산업내 전략적 투자와 인수를 통해 음악 레이블-유통-서비스/판매플랫폼 등 음악 사업 전분야에 밸류체인을 구축, 유통수수료 절감 등 수익 효율화와 막강한 영향력을 확보했다.

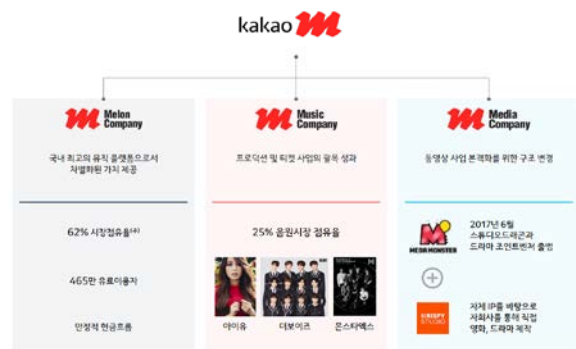
영상사업도 향후 카카오페이지가 보유한 자체 IP, 그리고 연초 시작한 동영상 유통 서비스까지 이어지는 밸류체인이 구성될 예정이다. 카카오M의 음악, 영상부문 음악, 영상산업뿐만 아니라, 카카오 광고 사업까지 아우르는 밸류체인 완성 시 높은 시너지가 기대된다. 중장기적으로 카카오 산하의 콘텐츠, 데이터, 플랫폼, 기술의 유기적인 결합으로 서비스간 시너지는 더 확대될 전망이다.

그림 121. 멜론 이용자 및 콘텐츠 매출



자료: 카카오M, 케이프투자증권 리서치본부

그림 122. 카카오M 비즈니스 구조



자료: 카카오M, 케이프투자증권 리서치본부

표9. 카카오M 주요 아티스트/배우 라인업 멀티레이블/기획사 체제로 콘텐츠 강화

주요 레이블사		투자 매니지먼트사	
	지분율(%) 주요 아티스트 라인업		주요 소속 배우 라인업
페이브 엔터테인먼트	80% 아이유, 지아, 히스토리,	BH엔터테인먼트	이병헌, 고수, 유지태, 한효주, 한가인, 지민 등
스타십 엔터테인먼트	64.8% K.Will, 소유, MONSTAX, 정세운 등		
플레에이엔터테인먼트	70% 에이핑크, 허각, 빅톤	제이와이드컴퍼니	이상윤, 김태리, 백진희, 엄지원 등
크레커엔터테인먼트	80% 멜로디데이, 더보이즈		
문화인	67.5% 박정현, 우효, 신현희와김루트 등	썬엔터테인먼트	공유, 공효진, 정유미, 서현진, 전도연 등

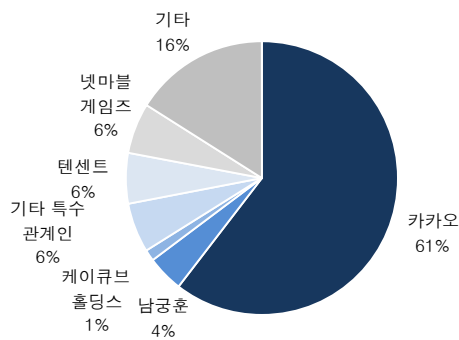
자료: 카카오M, 케이프투자증권 리서치본부

3-(3) 카카오: 카카오게임즈 상장으로 플랫폼 가치 재평가 기대

하반기 상반기보다
높은 탑라인 성장과
상장을 통한
카카오 플랫폼
재평가 기대

이번 8월 카카오게임즈의 상장은 카카오 플랫폼의 가치를 재확인할 수 있는 기회라고 판단한다. 6월 21일 카카오게임즈는 한국거래소로부터 코스닥 예비심사 승인을 받았다. 카카오게임즈의 희망 공모가 밴드기준 시가총액은 1.2~1.9조원(PER 20~25배 적용)이다. 하반기 신작 라인업 출시, 배틀그라운드 매출 반영으로 실적 모멘텀이 강화된 상황에서, 다소 저평가된 상황이다. 카카오가 보유한 카카오게임즈의 지분은 60.4% (3월말 기준)이다. 4월 10일부터 PC방 유료화를 시작한 '배틀그라운드'의 점유율은 지난 2분기 35%수준을 유지했다. 6월 이후 '배틀그라운드'의 점유율이 하락하고 있으나, 이는 모바일 버전 출시의 잠식효과보다, 월드컵과 경쟁게임 LOL의 신규 업데이트, 이스포츠 이벤트 등이 주요했다고 판단한다. 2분기부터 반영되는 카카오의 '배틀그라운드' 매출은 약 100억원 수준으로 추정되며, 하반기에도 '검은 사막'과 함께 안정적인 매출 기여가 예상된다. 하반기 카카오IP, 블레이드 후속작 등 약 13개의 신작 모바일 게임 출시가 예정되어 있어, 게임사업부는 상반기보다 높은 탑라인 성장과 수익으로 전체 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다.

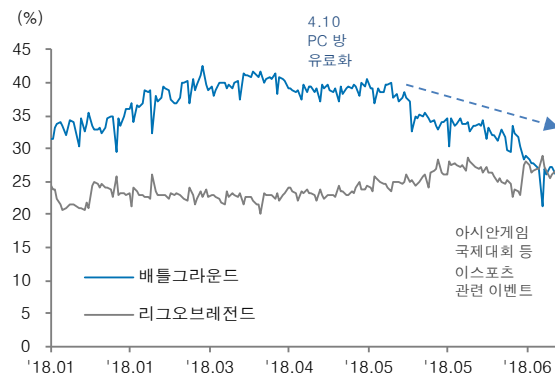
그림 123. 카카오게임즈 지분구조



주: 3월말 기준

자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 124. 배틀그라운드 PC방 점유율 추이



주: PC방 전체 트랙픽 점유율 기준

자료: 게임트릭스, 케이프투자증권 리서치본부

표10. 카카오게임즈 1H18 이후 주요 게임 라인업

발매시기	게임명	장르	비고
3Q18	탁구왕미키	스포츠	디즈니IP
3Q18	창세기전:안타리아의 전쟁	RPG	국내 게임IP, 조이시티 개발
4Q18	이터널랩소디	MMORPG	액션스퀘어 개발
4Q18	기간틱엑스	SF 슈팅 액션	액션스퀘어 개발
4Q18	테라 모바일	MMORPG	국내 게임IP, 란투게임즈 개발
2H18	프렌즈레이싱	레이싱	카카오프렌즈IP, 프렌즈게임즈 개발
2H18	프렌즈타운	SNG	카카오프렌즈IP, 프렌즈게임즈 개발
2H18	프렌즈골프	스포츠	카카오프렌즈IP, 프렌즈게임즈 개발
2H18	외모지상주의	액션	국내 웹툰IP, 와이디온라인 개발
2H18	캡콤슈퍼리그	전략 RPG	일본 캡콤IP
2H18	프린세스 커넥트	RPG	사이게임즈 개발
2H18	프리스톤테일 모바일	MMORPG	국내 게임IP, 펜셀123개발
2019	AiR	PC MMORPG	블루홀 개발

자료:카카오게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

IV. 광고: AI 기술, 차별화된 데이터로 경쟁력 유지

1. 국내 온라인 광고 시장: 모바일, 동영상, 소셜 중심의 성장 지속

온라인광고
모바일 중심으로
성장세 유지

온라인 광고는 PC와 모바일 기기의 미디어 소비 중심 매체화, 광고 성과를 정확히 측정할 수 없었던 기존 전통 광고 한계를 해소했다. 타겟팅, 소셜 광고 등으로 중소상인이라는 새로운 광고주 풀을 창출해내며, 온라인 광고는 큰 폭으로 성장해왔다. 국내의 경우 방송, 인쇄, OOH 광고시장이 모두 전년비 감소한 가운데, 온라인 광고 시장만 유일하게 성장했다. 2017년 국내 온라인 광고시장은 전년대비 +13.5% 성장한 3.8조 원 수준이다. PC 온라인 광고시장의 경우 온라인 광고 예산이 모바일 광고에 집중되며 전년대비 0.8% 하락한 1.6조원으로 집계되었다.

모바일내 노출형 광고
검색광고 비중 넘어섬

모바일 광고의 경우 전년대비 27% 증가하며, 높은 성장세가 이어졌다. 특히 동영상 광고 중심의 노출형 광고는 전년대비 36.7% 성장하고 모바일 광고 시장 내 점유율 53% 기록해서 처음으로 검색광고(47%)를 넘어섰다. 이는 모바일을 통한 동영상 콘텐츠 이용시간이 폭발적으로 증가하고, 국내외 주요 미디어들이 동영상 서비스를 강화하면서, 모바일 동영상 광고 시장이 큰 폭으로 성장한 결과로 판단된다. 2018년 국내 광고 시장 성장률이 +4.7%(YoY), 온라인 광고시장 성장률이 +9.8% 수준으로 전망된다. 지난해 국내 광고비의 전체 GDP내 비중은 0.6%(온라인은 0.1%)으로 글로벌 평균(GDP대비 1.5%)에 못 미치는 수준으로 성장 여력은 충분하다고 판단한다.

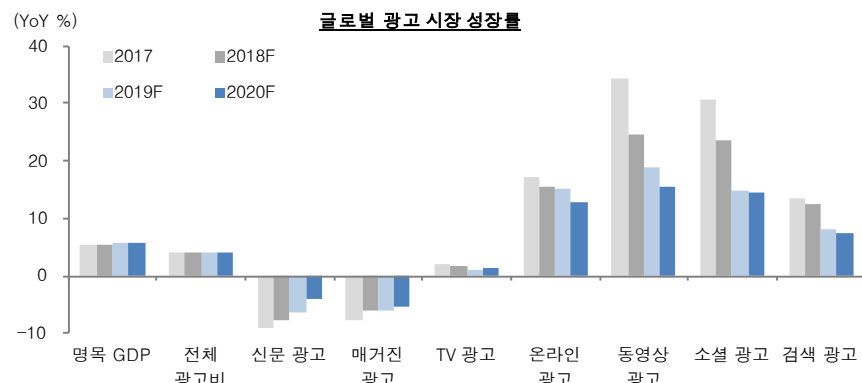
소셜, 동영상광고내
글로벌 서비스 비중
꾸준히 증가 중

높은 성장률로 전체 광고시장의 성장을 견인하고 있는 소셜, 동영상 광고 내 글로벌 인터넷 서비스의 비중은 꾸준히 증가하고 있다. 네이버, 카카오 등이 주요 광고 지면 내 동영상 광고 상품들을 출시를 확대하고 있지만, 상반기 기준 국내 온라인 동영상 광고내 유튜브와 페이스북의 비중은 전년동기 대비 +8% 늘어났다. 국내외 온라인 광고 전체 시장은 동영상, 소셜 중심의 모바일 DA(디스플레이 광고)가 성장을 견인하는 기조가 향후에도 유지될 전망이다.

로컬플랫폼의
기술고도화와
플랫폼 기반
광고 성장 주목

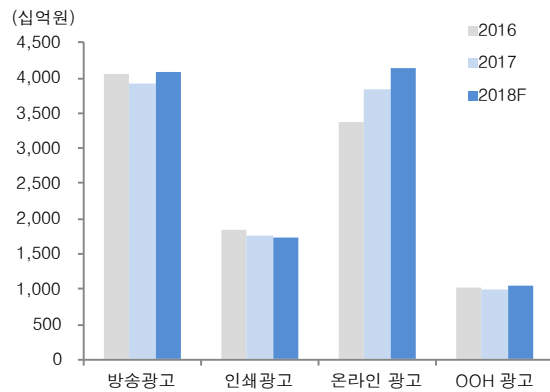
국내 진출한 글로벌 서비스(유튜브, 페이스북, 인스타그램 등)가 고성장 중인 동영상, 소셜 광고 시장 내 점유율을 확대하면서, 로컬 인터넷 서비스의 영향력도 감소 우려가 커지고 있다. 그러나, 네이버, 카카오, NHN엔터테인먼트 모두 국내 특화된 플랫폼과 기술 고도화로 하반기뿐만 아니라 중장기적으로 시장 성장률 대비 높은 광고사업부분의 매출 성장이 전망된다.

그림 125. 글로벌 광고 시장, 동영상, 소셜 등 DA 광고 중심의 성장 유지



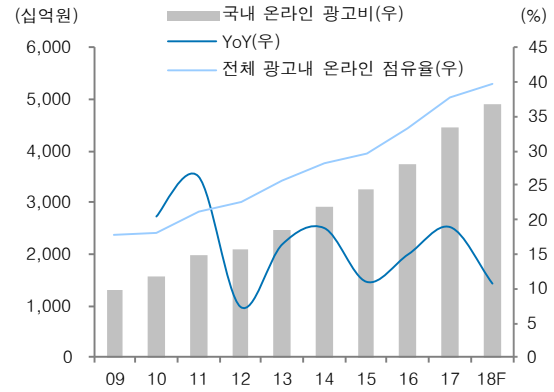
자료: Zenith, IDC, 케이프투자증권 리서치본부

그림 126. 국내 온라인 광고, 방송광고 추월



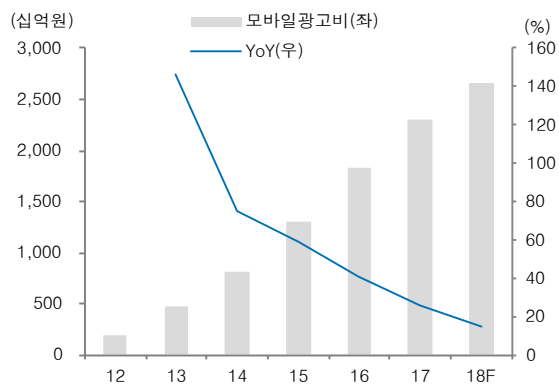
자료: 제일기획, 케이프투자증권 리서치본부

그림 127. 국내 온라인 광고, 전체 M/S 40%



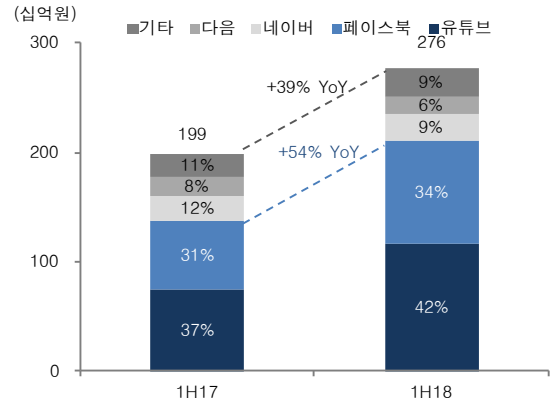
자료: 제일기획, 케이프투자증권 리서치본부

그림 128. 국내 모바일 광고 시장 추이



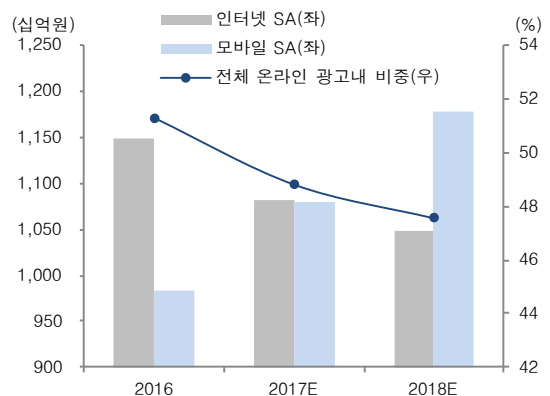
자료: 한국온라인광고협회, 케이프투자증권 리서치본부

그림 129. 국내 동영상광고, 해외서비스 76% 차지



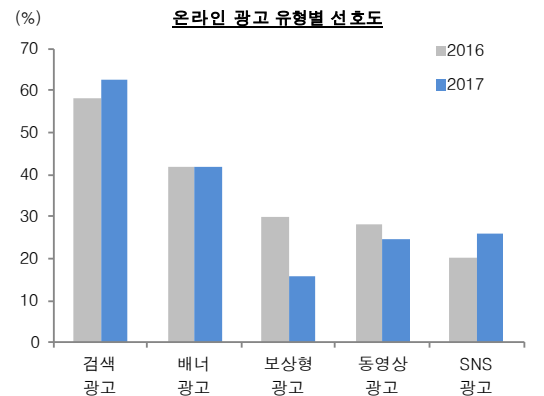
자료: 메조미디어, 케이프투자증권 리서치본부

그림 130. 국내 검색광고(SA), 시장내 비중 감소



자료: KISA, 케이프투자증권 리서치본부

그림 131. 국내 검색광고 아직 높은 선호도 유지



자료: KISA, 케이프투자증권 리서치본부

2. 국내 인터넷 기업: 플랫폼 차별화와 광고상품 강화로 글로벌 서비스 대응

NAVER:
AI기술 이용한
검색 고도화로
쇼핑검색광고
경쟁력 유지

국내 검색광고 시장은 전체 검색 쿼리 M/S 70%(PC 쿼리 기준)를 차지하는 네이버가 80%이상의 점유율을 유지할 것으로 전망된다. 온라인 검색광고 시장은 AI를 이용한 검색 고도화와 모바일 중심 성장으로, 향후 약 5%대 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 네이버는 AI를 활용해 음성/이미지 검색과, 개인화된 검색결과 등을 제시하는 형태의 광고 상품 집중하면서 시장대비 높은 성장률을 확보할 것으로 전망된다. 쇼핑 검색광고는 자사의 간편결제서비스와 커머스 플랫폼과의 시너지를 통해 전체 광고매출의 성장을 견인할 전망이다.

유튜브를 통해 'How to' 등을 검색하는 현상이 증가하면서, 유튜브의 네이버 검색광고 잠식 우려가 대두되고 있다. 그러나 이러한 'How to' 중심의 검색 증가는 네이버 검색의 1/3이상, 검색 광고의 상당부분을 차지하고 있는 쇼핑 검색에 영향을 주기는 어렵다고 판단한다. 하반기 국내에 구글 쇼핑, 인스타그램 쇼핑 기능이 도입되고 있으나, 전문몰과 네이버 쇼핑 등을 중심으로 간편 결제서비스인 네이버페이와 쇼핑 검색 관련 네이버의 높은 영향력은 유지될 것으로 전망된다.

카카오:
AI 기반
광고플랫폼의
본격화로
높은 성장 전망

카카오의 메신저, O2O, 결제, 콘텐츠 등 자체 생태계를 이용한 광고 플랫폼이 하반기 본격적으로 실행되면서 카카오 플랫폼 광고 매출 성장률 개선이 예상된다. 지난해 말부터 시작한 카카오의 AI기반 광고 플랫폼 서비스는 새 지면, 타겟팅, 광고상품이 추가되며 꾸준히 확장되고 있다. 하반기에는 카카오의 전체 디스플레이광고가 신규 광고 플랫폼으로 통합 서비스될 예정이다. 2분기 중 성과형 디스플레이 광고 플랫폼까지 통합되었으며, 추가된 위치기반의 모먼트 타겟팅 등이 적용되었다. 2분기말 기준 카카오톡과 내비게이션 등 카카오의 모빌리티 서비스까지 카카오프로모션 플랫폼의 타겟팅 서비스가 확장되었다. 추후 카카오페이, 카카오프로모션까지 광고 플랫폼의 확장시, 카카오톡이 보유하게 되는 소비/결제 데이터는 소셜, 동영상 광고보다 높은 가치로 차별화될 것으로 본다.

NHN 엔터테인먼트:
자회사 글로벌
서비스와
동반 성장 주목

NHN엔터테인먼트는 간편결제 '페이코'의 광고 플랫폼 본격화와 자회사와의 시너지로 광고부문 성장이 전망된다. 2017년 말 인수한 자회사 인크로스 실적의 연결편입으로 기타 부문내 광고사업 매출의 큰 폭의 성장이 전망된다. 광고 사업부는 내후년에도 페이코 플랫폼과 광고관련 계열사의 시너지가 본격화되면서 높은 성장 유지가 전망된다.

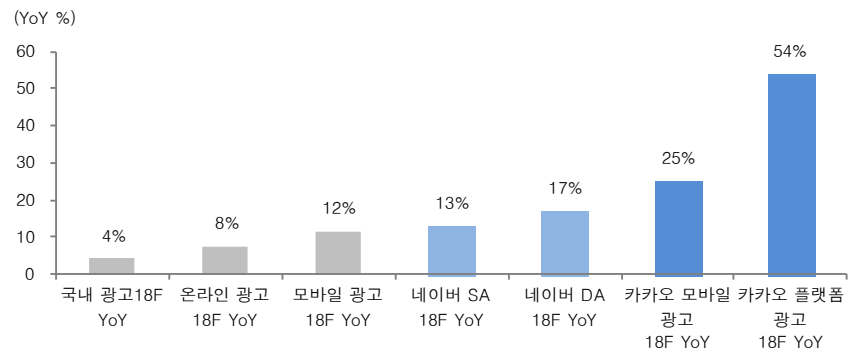
특히 인크로스의 미디어랩, 애드네트워크 사업은 국내 인터넷 플랫폼들과 달리, 중개자 역할로 유튜브, 트위치 등 해외 서비스 이용과 광고 확대에 수혜를 받고 있다. 인크로스는 지난 11월 아마존의 게임 중심 스트리밍 서비스 '트위치TV'의 광고영업 대행을 독점 계약했다. 모회사 NHN엔터테인먼트의 광고물량의 증가가 예상되며, 올해부터 시작한 모바일 게임 광고 비즈니스와 '트위치' 플랫폼을 중심으로 하반기에 몰려 있는 국내 게임사들의 신작 출시에 수혜를 받을 것으로 전망한다.

표 11. 국내 매체별 광고비 추이 및 전망

	총 광고비 (십억원)			YoY(%)		전체 매체내 Portion(%)		
	2016	2017	2018F	2017	2018F	2016	2017	2018F
방송	4,049	3,930	4,086	-2.9	4.0	37.0	35.3	35.2
인쇄	1,849	1,749	1,725	-5.4	-1.4	16.9	15.7	14.9
OHH	1,009	1,002	1,050	-0.7	4.7	9.2	9.0	9.1
디지털	3,383	3,840	4,131	13.5	7.6	30.9	34.5	35.6
PC	1,637	1,625	1,660	-0.8	2.2	15.0	14.6	14.3
모바일	1,745	2,216	2,471	27.0	11.5	16.0	19.9	21.3
동영상	335	430	574	28.4	33.4	3.0	3.9	4.9
총계	10,932	11,130	11,600	1.8	4.2	100.0	100.0	100.0

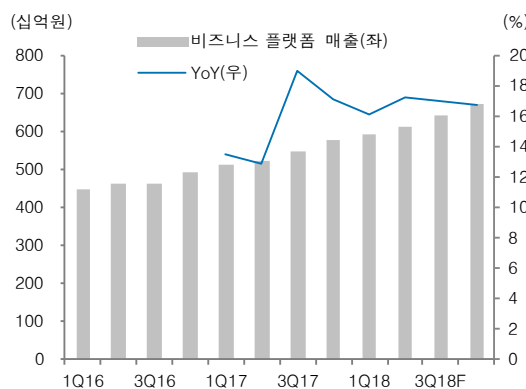
자료: 제일기획, 메조미디어, 케이프투자증권 리서치본부

그림 132. 플랫폼, 기술 고도화 및 상품 차별화로 시장대비 높은 성장 전망



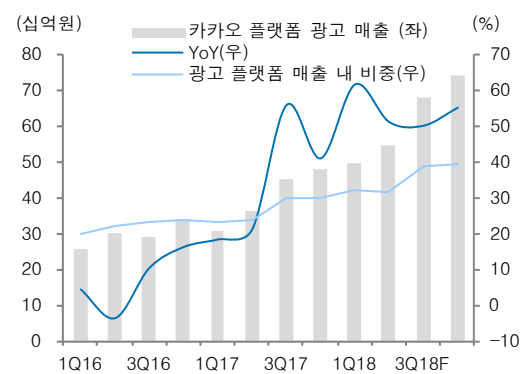
자료: 제일기획, 각 사, 케이프투자증권 리서치본부

그림 133. NAVER, 쇼핑검색광고 중심 성장 유지



자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 134. 카카오, 버티컬 적용된 신규 광고 성장 주도



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

기업분석

NAVER (035420KS Buy 신규 TP 1,000,000원 신규)	56
카카오 (035720KS Buy 신규 TP 145,000원 신규)	63
NHN엔터테인먼트 (181710KS Buy 신규 TP 90,000원 신규)	70

Analyst 정솔이 · 02)6923-7322 · sjung@capefn.com

NAVER (035420KS | Buy 신규 | TP 1,000,000원 신규)**라인과 함께 리디자인되는 네이버 플랫폼**

투자 의견 BUY, 목표주가 100만원으로 커버리지를 개시합니다. 네이버페이-쇼핑을 중심으로 한 쇼핑검색광고의 경쟁력은 여전히 유효할 전망입니다. 자회사 라인의 금융사업 전략이 구체화되고 있으며, AI, 광고, 콘텐츠 등 사업전반에 네이버와 라인의 연계가 강화되며 투자 효율화도 주목됩니다. 라인 신사업 성장과 함께 중장기적인 기업 가치 상승이 예상됩니다.

투자 의견 BUY (신규), 목표주가 1,000,000원 (신규) 제시

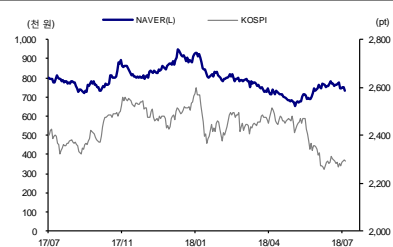
- 목표주가 100만원은 SOTP방식으로 네이버의 영업가치와 자회사 LINE(3938.JP)의 지분가치를 더해 산출.
- 상반기말 대비 밸류에이션 매력도가 감소한 것은 사실이나, 쇼핑 검색광고의 견조한 성장, 스노우, 브이라이브, 음원 서비스 등 콘텐츠 사업 수익화를 통한 매출 다변화, 라인의 테크핀과 콘텐츠 사업의 중장기 성장 잠재력을 감안시 향후 관련 업데이트에 따라 추가적인 밸류에이션 리레이팅도 가능하다고 판단

투자포인트: 1) LINE의 금융 등 신사업 전략 구체화, 2) 네이버페이-쇼핑 시너지로 광고 경쟁력 유지

- 자회사 라인의 금융 신사업 전략이 구체화, AI, 광고, 콘텐츠 등 사업전반에 네이버와 라인간의 연계 강화로 인한 중장기적인 기업 가치 상승 및 투자 비용 효율화 기대
- 네이버페이-쇼핑을 중심으로 한 쇼핑검색광고의 경쟁력은 여전히 유효하다고 판단, AI기술을 바탕으로한 검색/ 큐레이션 기술 고도화로 관련 서비스 강화도 주목

실적전망: 2018-19년 매출 각각 +21%, +18% YoY 성장 전망

- AI 등 기술관련 인력투자와 자회사 투자기조 유지로 인한 비용 증가는 하반기도 이어질 전망
- 라인 외에도 SNOW 등 기존 자회사의 수익모델 확보로 중장기 경쟁력 및 성장성 강화될 전망

Stock Data

주가(7/27)	730,000원		
액면가	500원		
시가총액	24,063십억원		
52주 최고/최저가	950,000원/ 652,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-4.3	-21.6	-8.6
상대주가(%)	-3.0	-12.2	-4.4

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	4,023	4,678	5,638	6,633	7,803
영업이익	(십억원)	1,102	1,179	1,069	1,368	1,872
영업이익률	(%)	27.4	25.2	19.0	20.6	24.0
지배주주순이익	(십억원)	749	773	865	965	1,305
EPS	(원)	22,732	23,447	26,246	29,272	39,582
증감률	(%)	44.4	3.1	11.9	11.5	35.2
PER	(배)	34.1	37.1	29.1	26.1	19.3
PBR	(배)	5.2	4.8	3.7	3.3	2.8
ROE	(%)	23.7	16.3	15.1	14.6	16.9
EV/EBITDA	(배)	18.2	18.8	16.7	12.9	9.4
순차입금	(십억원)	-3,017	-3,182	-4,038	-5,020	-6,304
부채비율	(%)	54.3	51.2	48.3	45.1	41.4

Valuation: 투자 의견 매수, 목표주가 1,000,000 원 제시

투자 의견 매수,
목표 주가 100만원
제시

NAVER(035420.KS)의 투자 의견 매수, 목표주가 100만원으로 커버리지를 개시, 인터넷 업종 최선호 종목으로 제시한다. 동사의 목표주가는 SOTP(Sum-of-the-Part) 방식으로 산정했다. NAVER의 영업이익치(18F 별도 순이익에 글로벌 인터넷 Peer 평균 PER 25.6배 적용), LINE의 지분가치를 더 했다. 최근 주가 상승으로 인해, NAVER의 PER은 현 주가 기준 29배로 6월초 대비 밸류에이션 매력도가 감소한 것은 사실이나, 쇼핑검색광고의 견조한 성장, SNOW, VLive, 음원서비스 등 콘텐츠 사업 수익화를 통한 매출 다변화, 라인의 테크핀과 콘텐츠 사업의 중장기 성장 잠재력을 감안시 향후 관련 업데이트에 따라 추가적인 밸류에이션 리레이팅도 가능하다고 판단한다. 현 주가 대비 목표 주가의 업사이드는 37% 수준이다.

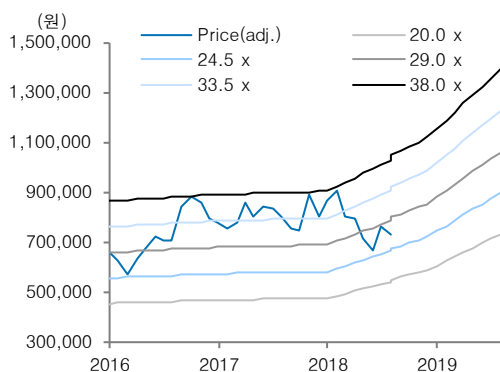
표1. NAVER SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, X, 원)

NAVER 플랫폼 가치 (1)	20,832
18F 별도 순이익	846
Target PER	25.6 글로벌 포털 Peer(알파벳,바이두,안텍스,야후재팬) 18F PER 평균
LINE 플랫폼 가치 (2)	6,843
LINE 18F 매출	1,810
Target PSR	5.2 글로벌 Peer(텐센트,웨이보,트위터,FB) 18F PSR 평균 40%할인
LINE 지분율(%)	72.7% 2018년 3월말 기준
순차입금 (3)	-3,606 2017년말 기준
적정 기업가치 (1+2-3)	32,971
발행주식수 (천주)	32,963
적정 주가(원)	1,031,488
목표 주가(원)	1,000,000
현 주가 (원, 18.07.30기준)	730,000
Upside (%)	37.0%

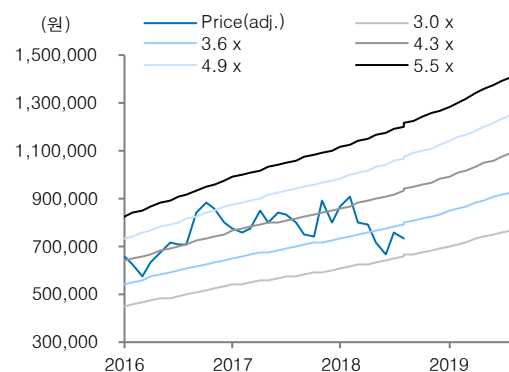
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. NAVER 12개월 선행 PER 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. NAVER 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

투자포인트(1): 라인의 신사업 전략 구체화

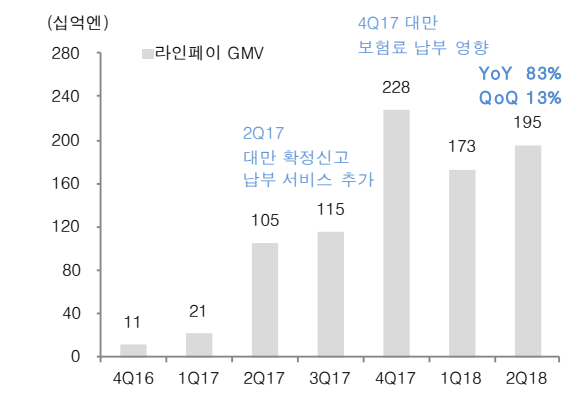
라인 신사업
본격화로
중장기
성장동력 확보

메신저 플랫폼인 자회사 라인의 금융, 콘텐츠 신사업 전략이 구체화되면서, 네이버의 중장기 성장동력이 확보되었다고 판단한다.

‘2018년 라인 컨퍼런스’에서 라인의 오프라인 확장을 중점을 둔 간편결제 전략은 더욱 확고해지는 모습이다. 라인페이는 SMB 대상으로 QR코드 결제 스마트폰 앱을 무료 배포, 3년간 앱을 통한 점포 결제 수수료 0%, 이용자 대상으로 QR코드 결제 포인트 최대 5% 환원 등을 발표했다. 핀테크 사업진출로 인한 인건비, 마케팅비등의 비용 증가로 인해 단기적인 이익부진이 우려되는 가운데, 오프라인 결제 프로모션 확대에 따른 라인 사업부의 추가 비용 증가는 불가피하다. 그러나, 중국과 국내의 사례를 보면 알 수 있듯이, 간편결제 성장에 가장 중요한 건 편의성이다. 메신저 기반 라인페이의 오프라인 결제 중심의 간편결제 공략은 충분히 유효하다고 판단한다. 간편결제의 오프라인 확장성, 관련 시장 규제에서도 일본내 온라인 금융 서비스 확장이 용이하다고 판단한다.

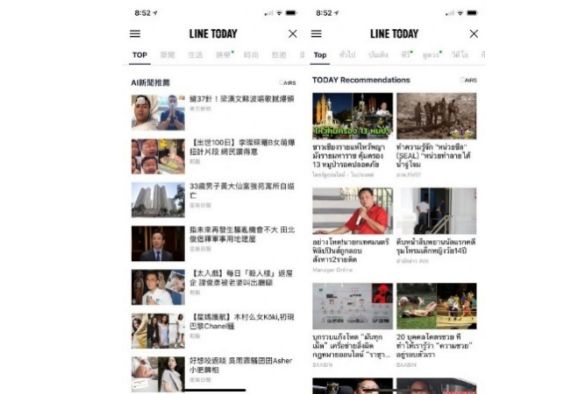
콘텐츠 부문에서도 라인은 라인 뮤직의 동영상 서비스 강화 외에도, 네이버웹툰의 글로벌 서비스와 라인망가 통합, 네이버가 자체 개발한 AI 콘텐츠 추천/큐레이션 서비스 AiRS의 라인투데이 적용 등 네이버와 라인간의 연계가 강화되는 것을 확인할 수 있다. 라인과 AI기술기반의 서비스 연계 강화로 투자비용 효율화가 진행되고 있다.

그림 3. 라인페이 총거래액 83% YoY, 13% QoQ 증가



자료:LINE, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 네이버 AI 추천시스템 AiRS 라인투데이에 적용



자료:NAVER 케이프투자증권 리서치본부

투자포인트(2): 네이버페어-쇼핑의 시너지로 광고 성장성 유지

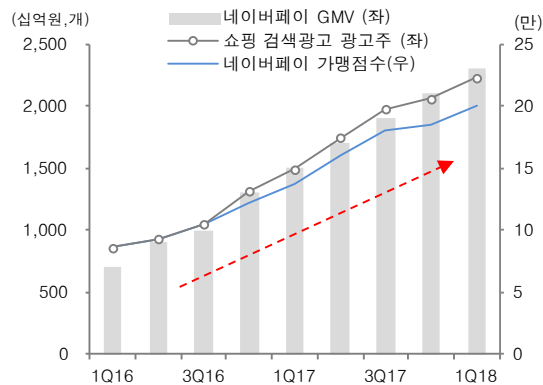
광고사업부
쇼핑검색광고
높아진 광고매출
베이스에도
높은 성장 유지

쇼핑 검색 광고를 중심으로 한 주력사업인 광고 매출(광고+비즈니스플랫폼 사업부)은 여전히 국내 전체 온라인 광고 시장대비 높은 매출 성장률을 유지할 것으로 전망한다. 높아진 광고 매출 베이스와 검색광고의 성장 한계 우려에도, 올해 검색광고(비즈니스플랫폼) 매출 성장률은 17% YoY로 두 자릿수 성장을 유지할 것으로 예상된다. 유튜브를 통해 'How to' 등을 검색하는 현상이 증가하면서, 유튜브의 네이버 검색광고 잠식에 대한 우려가 증가하고 있다. 이러한 'How to' 중심의 검색 증가는 네이버 검색의 1/3 이상, 검색 광고의 상당부분을 차지하고 있는 쇼핑 검색에 영향을 주기는 아직 어렵다고 판단한다.

하반기 국내에 구글 쇼핑, 인스타그램 쇼핑기능이 도입되고 있으나, 전문몰과 네이버 쇼핑 등을 중심으로 간편결제서비스 중 온라인 내 가장 큰 영향력을 가진 네이버페이와 쇼핑 검색관련 네이버의 높은 영향력은 유지될 것으로 전망된다.

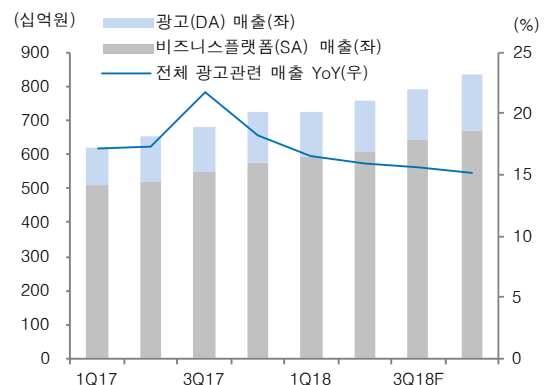
AI 기술을 기반한 네이버의 검색과 큐레이션 서비스의 고도화, 상품의 구매 및 예약와의 연결강화도 쇼핑관련 서비스 경쟁력 강화에 기여하고 있다. 상반기, 네이버 스토어 입점 점포 대상 이용자의 구매 패턴 등 빅데이터를 분석하는 시스템도 지원을 확대하고 있다.

그림 5. 네이버페어-쇼핑검색광고 동반 성장



자료:NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 6. 네이버 SA, DA 광고 매출



자료:NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

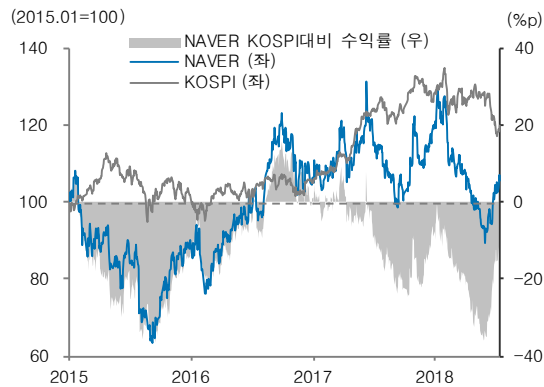
실적 전망: 라인과 신사업 투자 비용확대로 이익 감소

2018년 매출액, 영업이익은 각각 5,638십억원(+20.5% YoY), 1,069십억원(-9.4% YoY)을 전망한다. 비즈니스플랫폼(SA)는 쇼핑검색광고 호조 두 자릿수 성장, 그 외 기존 사업부도 고른 매출 성장을 유지하면서 전체 매출은 시장 전망치를 상회할 전망이다. AI, 라인 등 신사업 관련 인력 및 기술 투자, 그리고 신규 서비스 출시에 따른 광고선전비 증가로 하반기에 소폭의 이익률 둔화는 이어질 전망이다.

표2. NAVER 실적 및 주요 지표 전망									(단위:십억원, %)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
REV	1,082.2	1,129.6	1,200.7	1,265.9	1,309.1	1,363.6	1,432.9	1,532.4	4,678.4	5,638.0	6,632.6
(chg %)	15.5	14.4	18.5	16.7	21.0	20.7	19.3	21.0	16.3	20.5	17.6
광고	112.2	133.8	132.9	150.5	133.1	148.7	146.2	164.0	529.4	592.0	651.0
(chg %)	37.7	38.5	35.1	22.4	18.6	11.1	10.0	9.0	32.5	11.8	10.0
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	575.6	592.7	611.6	643.3	671.7	2,157.7	2,519.3	2,893.1
(chg %)	13.5	12.9	18.9	17.2	16.1	17.2	17.0	16.7	15.7	16.8	14.8
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	85.7	99.6	109.6	217.8	367.4	548.0
(chg %)	92.0	75.8	90.3	70.3	67.1	73.5	70.0	65.0	80.7	68.7	49.2
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.6	29.6	31.7	33.8	34.3	104.5	129.4	148.9
(chg %)	-19.8	-8.8	20.9	22.7	19.8	26.8	24.4	24.1	1.3	23.8	15.0
LINE 및 기타	391.4	399.6	432.2	445.8	481.2	485.9	510.0	552.8	1,669.0	2,029.9	2,391.6
(chg %)	11.0	7.2	8.3	8.9	22.9	21.6	18.0	24.0	8.8	21.6	17.8
OP	290.8	285.2	312.1	291.1	257.0	250.6	271.9	289.3	1,179.2	1,068.8	1,367.7
(chg %)	13.2	4.6	10.6	0.3	-11.6	-12.1	-12.9	-0.6	7.0	-9.4	28.0
(OPM %)	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	18.4	19.0	18.9	25.2	19.0	20.6
NI	210.9	171.4	215.8	172.0	153.8	314.0	194.0	201.2	770.1	862.9	960.4
(chg %)	27.8	-19.6	9.0	-5.9	-27.1	83.2	-10.1	16.9	1.4	12.0	11.4
(NPM %)	19.5	15.2	18.0	13.6	11.7	23.0	13.5	13.1	16.5	15.3	14.5

자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

그림 8. NAVER 주주현황



A pie chart illustrating the distribution of the 2019 Korea Cultural Heritage Survey results. The chart is divided into six segments of varying sizes and colors, each labeled with a category and its corresponding percentage. The largest segment, '해외기관' (Overseas Institutions), is light blue and accounts for 54% of the total. Other segments include '국민연금' (National Pension) and '자사주' (Self-owned Shares), both at 11%; '국내기관' (Domestic Institutions) at 11%; '개인' (Individuals) at 8%; and 'BLACK ROCK' at 5%.

Category	Percentage
해외기관	54%
국민연금	11%
자사주	11%
국내기관	11%
개인	8%
BLACK ROCK	5%

자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

100.0%

네이버비즈니스 플랫폼

NBP Asia-Pacific
NBP America

NBP Europe
NBP Japan

100.0%

네이버
아이엠에스

인컴즈
그린월서비스
엔에이치엔테크놀로지서비
스

엔아이티서비스
컴파트너스

100.0%

캠프
모바일

아이커넥트
Gogolook
Camp Mobile

100.0%

네이버
웹툰

Webtoon Entertainment
리코
Watong Entertainment

73.7%

NAVER
(035420.KS)

LINE
(3938.JP)

라인 게임즈 100.0%

라인프렌즈 100.0%

FIVE 100.0%

라인게임즈 100.0%

라인파이낸셜 100.0%

라인페이 100.0%

라인모바일 100.0%

라인플러스 100.0%

넥스트플로어
피그
Stairs

라인비즈플러스
윌패이홀딩스
8ALIE

라인 플레이

100.0%

NAVER FRANCE 100.0%

NAVER CHINA 100.0%

서치
솔루션 100.0%

스노우 88.2%

웍스 모바일 100.0%

Works Mobile
Japan

에스비네스트
미디어
이노베이션펀드 92.5%

엔비전스 100.0%

WAV Media 100.0%

엔트리
교육연구소 100.0%

네이버
랩스 100.0%

에피플라

자료: NAVER, 케이프투자증권 리서치본부

NAVER | 라인과 함께 리디자인되는 네이버 플랫폼

재무상태표

(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	4,784	5,868	7,092	8,665
현금및현금성자산	1,908	2,401	3,014	3,867
매출채권 및 기타채권	1,025	1,235	1,453	1,710
재고자산	36	44	51	60
비유동자산	3,235	3,213	3,132	3,073
투자자산	1,388	1,494	1,542	1,577
유형자산	1,150	1,044	933	853
무형자산	340	317	299	286
자산총계	8,019	9,081	10,224	11,738
유동부채	2,303	2,493	2,698	2,934
매입채무 및 기타채무	1,246	1,308	1,373	1,442
단기차입금	211	195	185	177
유동성장기부채	150	152	153	154
비유동부채	411	463	482	503
사채 및 장기차입금	50	48	47	46
부채총계	2,714	2,956	3,180	3,437
지배기업소유자본	4,762	5,585	6,508	7,770
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,508	1,508	1,508
이익잉여금	4,556	5,378	6,301	7,563
기타자본	-1,318	-1,318	-1,318	-1,318
비지배지분	543	540	536	532
자본총계	5,305	6,125	7,044	8,302
총차입금	416	399	389	381
순차입금	-3,182	-4,038	-5,020	-6,304

포괄손익계산서

(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	4,678	5,638	6,633	7,803
증가율(%)	16.3	20.5	17.6	17.7
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	4,678	5,638	6,633	7,803
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	3,499	4,569	5,265	5,932
영업이익	1,179	1,069	1,368	1,872
영업이익률(%)	25.2	19.0	20.6	24.0
EBITDA	1,385	1,297	1,607	2,075
EBITDA M%	29.6	23.0	24.2	26.6
영업외손익	17	154	39	31
지분법관련손익	-14	119	11	6
금융손익	83	34	28	24
기타영업외손익	-52	0	0	0
세전이익	1,196	1,222	1,407	1,903
법인세비용	425	360	446	603
당기순이익	770	862	961	1,300
지배주주순이익	773	865	965	1,305
지배주주순이익률(%)	16.5	15.3	14.5	16.7
비지배주주순이익	-3	-3	-3	-5
기타포괄이익	-143	0	0	0
총포괄이익	627	862	961	1,300
EPS 증가율(%, 지배)	3.1	11.9	11.5	35.2
이자손익	36	42	51	63
총외화관련손익	-16	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	940	1,101	1,177	1,466
영업에서 창출된 현금흐름	1,295	1,399	1,550	1,984
이자 수취	41	42	52	63
이자 지급	-2	-1	-1	-1
배당금 수입	21	21	21	21
법인세부담액	-415	-360	-446	-603
투자활동 현금흐름	-1,310	-548	-512	-562
유동자산의 감소(증가)	-22	-347	-359	-423
투자자산의 감소(증가)	-591	-102	-43	-30
유형자산 감소(증가)	-466	-100	-110	-110
무형자산 감소(증가)	-251	0	0	0
재무활동 현금흐름	636	-59	-52	-50
사채및차입금증가(감소)	38	-16	-10	-8
자본금및자본잉여금 증감	291	0	0	0
배당금 지급	-33	-42	-42	-42
외환환산으로 인한 현금변동	-85	0	0	0
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	181	494	612	853
기초현금	1,726	1,908	2,401	3,014
기말현금	1,908	2,401	3,014	3,867
FCF	468	1,001	1,067	1,356

주요지표

	2017A	2018E	2019E	2020E
총발행주식수(천주)	32,963	32,963	32,963	32,963
시가총액(십억원)	28,678	25,183	25,183	25,183
주가(원)	870,000	764,000	764,000	764,000
EPS(원)	23,447	26,246	29,272	39,582
BPS(원)	180,040	205,003	232,992	271,291
DPS(원)	1,446	1,446	1,446	1,446
PER(X)	37.1	27.8	24.9	18.4
PBR(X)	4.8	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA(X)	18.8	15.9	12.2	8.8
ROE(%)	16.3	15.1	14.6	16.9
ROA(%)	10.7	10.1	10.0	11.8
ROIC(%)	154.1	108.8	154.0	235.2
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2
부채비율(%)	51.2	48.3	45.1	41.4
순차입금/자기자본(%)	-60.0	-65.9	-71.3	-75.9
유동비율(%)	207.8	235.3	262.9	295.4
이자보상배율(X)	2,073.9	1,829.1	2,418.7	3,387.3
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권 회전율	5.4	5.0	4.9	4.9
재고자산 회전율	201.0	141.2	139.7	139.7
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 정솔이 · 02)6923-7322 · sjung@capefn.com

카카오 (035720KS | Buy 신규 | TP 145,000원 신규)**콘텐츠와 금융으로 그리는 라이프 플랫폼**

투자 의견 BUY, 목표주가 145,000원으로 커버리지를 제시합니다. 하반기, 전체 DA광고까지 확장될 예정인 신규 광고 플랫폼 중심의 광고 고성장과 자회사 카카오 게임의 상장으로 카카오 플랫폼 가치의 재평가를 예상합니다.

투자 의견 BUY, 목표주가 145,000원 제시

- 목표 주가는 카카오플랫폼 가치와 자회사 지분 가치를 반영한 SOTP 밸류에이션을 적용해 산정. 향후 1) 은산분리 규제 완화로 카카오의 카카오뱅크 지분을 확대, 2) 카카오페이의 결제 사업 확장, 3) 영상 콘텐츠 관련 추가 투자 등으로 중장기 성장동력을 확보하게 된다면, 추가적인 밸류에이션 리레이팅도 가능할 것으로 전망

투자포인트: 1)신규 광고 플랫폼, 2) 테크핀사업 본격화, 3) 콘텐츠 서비스 확장 4) 자회사 IPO 기대감

- 하반기 전체 디스플레이광고의 신규 광고 플랫폼 통합 서비스 시작, 광고 매출 높은 성장과 이익개선이 전망
- 하반기 규제 변화 움직임 등으로 카카오페이, 뱅크 등 테크핀 사업부문 모멘텀 재부각 예상
- 카카오페이를 중심으로 한 콘텐츠 플랫폼 개편으로 콘텐츠 사업 경쟁력 강화
- 8월 카카오게임즈를 시작으로 이어질 자회사들의 상장으로 플랫폼 가치 재평가가 이뤄질 전망

실적전망: 2018년, 2019년 매출 +23%, +19% YoY 성장 전망

- 광고 사업부 신규 카카오 광고 플랫폼의 DA 통합 서비스 이후 경쟁력 확대 전망
- 게임사업부는 '배틀 그라운드'의 실적 반영, 하반기 이어지는 게임 신작 출시로 높은 매출 성장세를 유지 전망
- 19년부터 카카오페이지IP, 동영상 중심의 콘텐츠 사업부의 매출 성장과 테크핀 사업부의 본격적인 수익화 기대

**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	1,464	1,972	2,429	2,899	3,217
영업이익	(십억원)	116	165	118	237	257
영업이익률	(%)	7.9	8.4	4.8	8.2	8.0
지배주주순이익	(십억원)	58	109	93	150	161
EPS	(원)	874	1,602	1,233	1,964	2,108
증감률	(%)	-31.2	83.4	-23.1	59.3	7.3
PER	(배)	88.1	85.5	91.7	57.5	53.6
PBR	(배)	1.5	2.3	2.1	2.0	2.0
ROE	(%)	2.1	3.0	2.4	3.7	3.8
EV/EBITDA	(배)	24.3	30.5	44.4	27.3	25.6
순차입금	(십억원)	121	-770	-989	-1,261	-1,517
부채비율	(%)	48.1	40.9	45.1	48.5	49.9

Valuation: 투자 의견 BUY, 목표주가 145,000 원 제시

투자 의견 BUY.
목표 주가 14.5만원
제시

카카오(035720.KS)에 대해 투자 의견 BUY, 목표주가 14.5만원을 제시하면서, 인터넷 업종 Top Pick으로 제시한다. 목표 주가는 카카오 플랫폼 가치와 자회사 지분 가치를 반영한 SOTP(Sum-of-the-Part) 밸류에이션을 적용해 산정했다. 향후 1) 은산분리 규제 완화로 카카오의 카카오뱅크 지분을 확대, 2) 카카오페이와 카카오뱅크 연계 서비스 시작, 3) 동영상 등 콘텐츠 관련 추가 투자로 중장기 성장동력을 확보하게 된다면, 추가적인 밸류에이션 리레이팅도 가능할 것으로 전망한다.

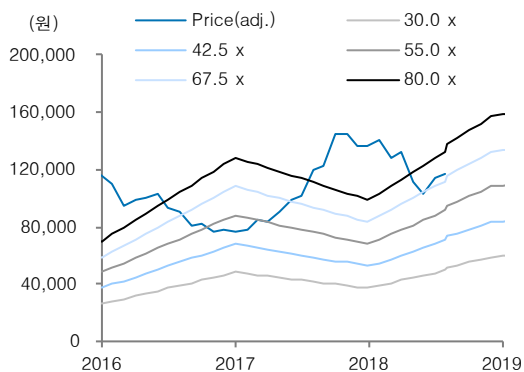
표1. 카카오 SOTP 밸류에이션

(단위: 십억원, X, 원)

카카오 플랫폼 가치		
카카오톡 MAU (백만)	43.5	2018년 3월말 기준
MAU당 가치 (원)	140,000	
적정가치	6,090	
자회사 지분가치		
카카오M 지분가치	1,828	지분율 76%, 2018년 9월 합병
시가총액	2,405	2018년 7월 27일 기준
카카오게임즈 지분 가치	1,045	지분율 55%, 2018년 8월 상장 예정
적정가치	1,900	희망공모가 밴드 상단 적용
카카오페이지 지분가치	286	지분율 57%
적정가치	500	투자유치 시점 밸류에이션 적용
카카오페이 지분가치	350	지분율 61%
적정가치	575	투자유치 시점 밸류에이션 적용
카카오모빌리티 지분가치	1,050	지분율 72%, 할인을 20% 적용
적정가치	1,812	투자유치 시점 밸류에이션 적용
순현금	517	
적정 기업가치	11,141	
발행주식수 (천주)	76,286	
목표주가(원)	145,000	
현 주가 (원, 18.07.30 기준)	116,500	
Upside (%)	24.5%	

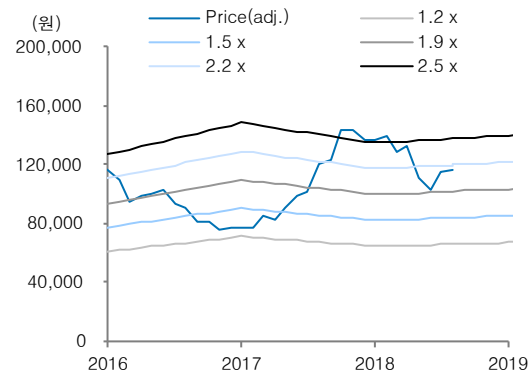
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. 카카오 12개월 선행 PER 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. 카카오 12개월 선행 PBR 밴드



자료: 케이프투자증권 리서치본부

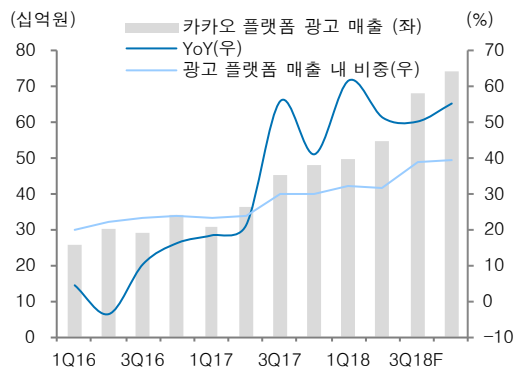
투자포인트 (1): 신규 광고 플랫폼이 이끄는 광고 매출 성장

AI기반
광고 플랫폼,
하반기 말
전체 카카오 DA
적용으로
본격적인 광고 수익
창출 기대

광고 사업부문은 카카오프랫폼 광고의 고도화와 함께 높은 성장을 전망한다. 기존 카카오톡 내 '톡채널', '플러스친구' 광고의 호조 외에도 하반기부터 카카오의 전체 디스플레이 광고가 통합 서비스될 예정인 카카오의 신규 광고 플랫폼이 카카오 광고사업부의 중장기 성장을 이끌 것으로 전망한다. 지난해 말부터 시작한 카카오의 AI 기반 광고 플랫폼 서비스는 새 지면, 오디언스 타겟팅, 광고 상품이 추가되며 꾸준히 확장되고 있다. 카카오톡 메신저를 포함, 카카오프랫폼 산하의 다음 포털, 콘텐츠, 모빌리티, 게임, 커머스 등에 그 동안 축적되었던 방대한 데이터들이 분석되어, 광고에 본격적으로 활용될 예정이다. 글로벌 서비스 플랫폼을 상대로도 경쟁을 유지할 것으로 예상된다.

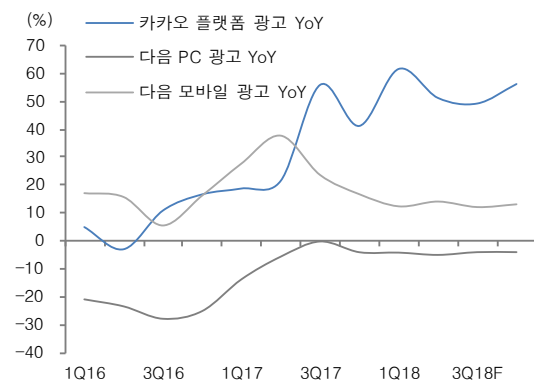
추후 카카오페이, 카카오톡까지 광고 플랫폼의 확장시, 카카오가 보유하게 되는 소비/결제 데이터는 SMB 대상으로 글로벌 서비스의 소셜, 동영상 광고보다 높은 경쟁력을 가졌다고 판단한다. 2018년 카카오 전체 광고 성장률은 + 17% YoY, 모바일 광고 성장률은 +32%를 기록할 것으로 예상된다.

그림 3. 카카오 광고사업부문 매출



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. 카카오 광고부문별 매출 성장률



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. 국내 인구 4/5 연결된 카카오프랫폼, 본격적인 광고 수익 창출기대



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

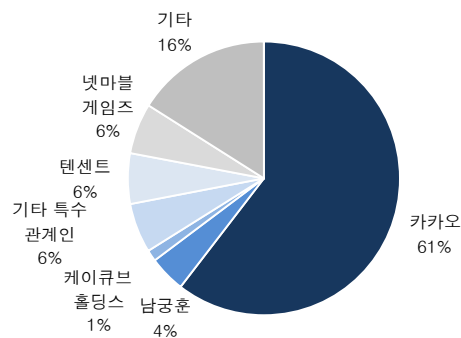
투자포인트 2) 카카오게임즈 IPO 로 카카오 플랫폼 가치 재평가 기대

카카오 게임즈
8월 상장 예정

8월에 상장 예정인 카카오게임즈의 희망 공모가 밴드기준 시가총액은 1.2~1.9조원(PER 20~25배 적용)이다. 하반기 신작 라인업 출시, 배틀그라운드 매출 반영으로 실적 모멘텀이 강화된 상황에서, 다소 저평가된 상황이다. 2분기부터 반영되는 카카오의 배틀그라운드 매출은 약 100억원 수준으로 추정되며, 하반기에도 '검은 사막'과 함께 안정적인 매출 기여가 예상된다.

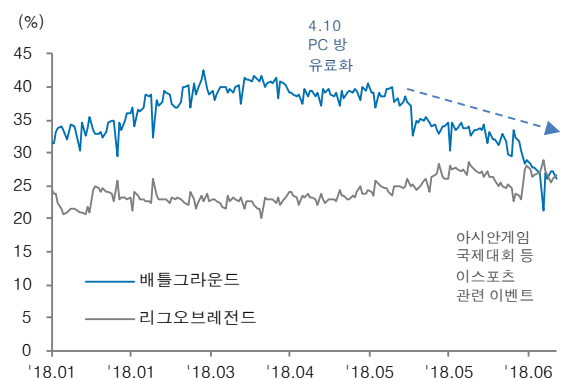
하반기 카카오프렌즈 IP, 블레이드 후속작 등 약 13개의 신작 게임 출시가 예정되어 있어, 게임사업부의 상반기보다 높은 탑라인 성장과 이익기여가 전체 수익성 개선에 기여할 것으로 예상된다. 8월 카카오게임즈 이후 이어질 자회사들의 상장 이벤트(2019년 두나무, 카카오페이지, 2020년 카카오뱅크 계획)는 카카오 플랫폼의 가치를 재평가될 수 있는 기회가 되어 줄 전망이다.

그림 6. 카카오게임즈 지분구조



자료: 카카오게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

그림 7. 배틀그라운드 PC방 점유율 추이



주: PC방 전체 트래픽 점유율 기준

자료: 게임트릭스, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 카카오 게임즈 1H18 이후 주요 게임 라인업:

발매시기	게임명	장르	비고
3Q18	탁구왕미키	스포츠	디즈니IP
3Q18	창세기전:안타리아의 전쟁	RPG	국내 게임IP, 조이시티 개발
4Q18	프로젝트 스네이크	어드벤처	
4Q18	이터널랩소디	MMORPG	액션스퀘어 개발
4Q18	기간틱엑스	SF 슈팅 액션	액션스퀘어 개발
4Q18	테라 모바일	MMORPG	국내 게임IP, 란투게임즈 개발
2H18	프렌즈레이싱	레이싱	카카오프렌즈IP, 프렌즈게임즈 개발
2H18	프렌즈타운	SNG	카카오프렌즈IP, 프렌즈게임즈 개발
2H18	프렌즈골프	스포츠	카카오프렌즈IP, 프렌즈게임즈 개발
2H18	외모지상주의	액션	국내 웹툰IP, 와이디온라인 개발
2H18	캡콤슈퍼리그	전략 RPG	일본 캡콤IP
2H18	프린세스 커넥트	RPG	사이게임즈 개발
2H18	프리스톤테일 모바일	MMORPG	국내 게임IP, 펜설123개발
2019	AiR	PC MMORPG	블루홀 개발

자료:카카오게임즈, 케이프투자증권 리서치본부

실적 전망: 신규 광고 중심의 탑라인 성장, 신사업 비용 확대로 이익 감소

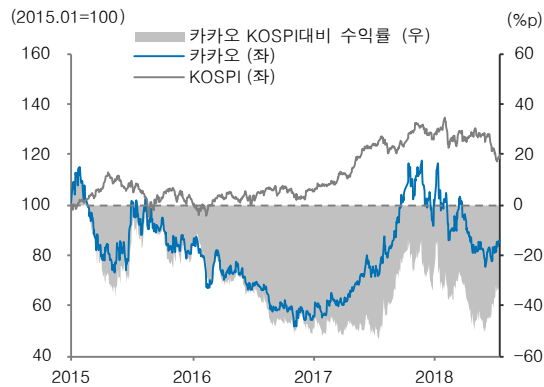
2018년 카카오의 실적은 매출액 2,429십억원(+23% YoY), 영업이익118십억원(-29% YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 매출은 시장 전망치를 상회하나 이익에서는 하회할 것으로 전망한다. 광고 사업부의 경우 계절적 성수기 효과와 부문 적용된 신규 광고 플랫폼, 그리고 작년 하반기 도입된 '채널탭' 광고의 호조로 전년대비17% 성장할 전망이다. 게임 사업부의 경우 4월부터 PC방에서 유료서비스를 시작한 '배틀 그라운드'의 실적이 반영, 하반기 이어지는 게임 신작 출시로 매출은 높은 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 영업이익의 경우 카카오페이의 간편송금 이용확대에 따른 지급수수료 증가, 오픈라인 간편결제 사업 및 신사업 관련 마케팅비 증가로 시장 전망치 보다 낮은 수준을 기록할 것으로 예상된다.

표3. 카카오 실적 및 주요 지표 전망									(단위:십억원, %)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
REV	443.8	468.4	515.4	544.7	555.4	587.0	623.8	662.8	1,972.4	2,429.0	2,898.9
(chg %)	83.0	24.4	31.7	20.0	25.2	25.3	21.0	21.7	34.7	23.2	19.3
광고	133.3	151.4	151.5	159.5	154.6	173.1	176.5	190.0	595.7	694.3	765.9
(chg %)	3.0	11.2	19.4	12.8	16.0	14.3	16.5	19.1	11.6	16.5	10.3
콘텐츠	221.8	236.3	261.5	265.9	285.6	292.5	318.5	335.6	985.5	1,232.3	1,532.8
(chg %)	142.2	24.1	31.8	20.0	28.8	23.8	21.8	26.2	40.4	25.0	24.4
기타	88.7	80.8	102.4	119.3	115.2	121.4	128.7	137.2	391.1	502.4	600.3
(chg %)	312.2	61.8	55.0	31.3	29.9	50.3	25.7	15.0	71.3	28.5	19.5
OP	38.3	44.6	47.4	34.7	10.4	31.2	36.6	39.3	165.0	117.6	259.3
(chg %)	81.8	67.7	56.6	-9.1	-72.9	-30.0	-22.6	13.2	42.1	-28.8	120.6
(OPM %)	8.6	9.5	9.2	6.4	1.9	5.3	5.9	5.9	8.4	4.8	8.9
NI	54.5	12.5	39.9	20.7	14.6	27.4	32.7	32.8	127.6	107.6	181.7
(chg %)	397.6	-5.6	192.8	-25.2	-73.1	119.2	-18.1	58.9	94.9	-15.7	68.9
(NPM %)	12.3	2.7	7.7	3.8	2.6	4.7	5.2	5.0	6.5	4.4	6.3

자료: 카카오. 케이프투자증권 리서치본부

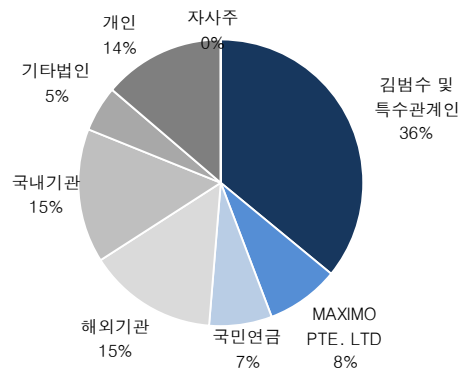
카카오(035720.KS) 기업소개

그림 8. 카카오 주가 추이



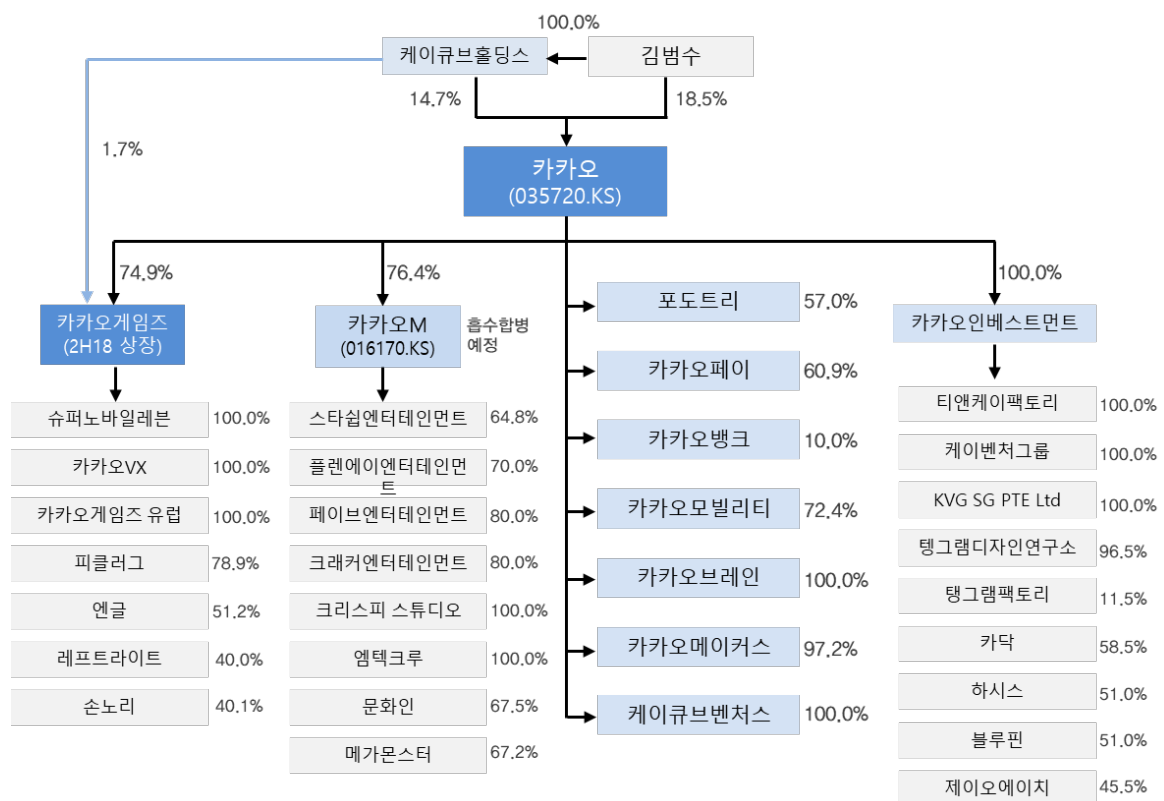
자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 9. 카카오 주주현황



자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

그림 10. 카카오 지배구조



주: 18년 3월 말 기준, 카카오M흡수합병, 카카오게임즈 하반기 상장 예정

자료: 카카오, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,993	2,302	2,661	2,971	매출액	1,972	2,429	2,899	3,217
현금및현금성자산	1,117	1,223	1,373	1,542	증가율(%)	34.7	23.2	19.3	11.0
매출채권 및 기타채권	310	382	456	506	매출원가	0	0	0	0
재고자산	22	27	32	35	매출총이익	1,972	2,429	2,899	3,217
비유동자산	4,356	4,377	4,414	4,432	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	373	459	548	608	판매비와 관리비	1,807	2,311	2,662	2,960
유형자산	271	218	178	148	영업이익	165	118	237	257
무형자산	3,690	3,677	3,665	3,653	영업이익률(%)	8.4	4.8	8.2	8.0
자산총계	6,349	6,679	7,075	7,403	EBITDA	295	183	289	299
유동부채	1,041	1,243	1,444	1,580	EBITDA M%	15.0	7.5	10.0	9.3
매입채무 및 기타채무	425	523	625	693	영업외손익	-12	108	120	126
단기차입금	174	165	160	156	지분법관련손익	9	86	91	93
유동성장기부채	0	10	10	10	금융손익	33	27	35	38
비유동부채	801	832	865	884	기타영업외손익	-54	-5	-5	-5
사채 및 장기차입금	621	611	601	591	세전이익	153	226	357	383
부채총계	1,842	2,075	2,309	2,464	법인세비용	28	118	185	198
지배기업소유자분	4,029	4,111	4,250	4,399	당기순이익	125	108	182	185
자본금	34	34	34	34	지배주주순이익	109	93	150	161
자본잉여금	3,604	3,604	3,604	3,604	지배주주순이익률(%)	6.3	4.4	6.0	5.8
이익잉여금	403	485	623	773	비지배주주순이익	16	14	23	24
기타자본	-11	-11	-11	-11	기타포괄이익	-6	0	0	0
비지배지분	479	493	516	540	총포괄이익	119	108	173	185
자본총계	4,508	4,604	4,765	4,939	EPS 증가율(%, 지배)	83.4	-23.1	59.3	7.3
총차입금	797	789	774	761	이자손익	3	10	13	16
순차입금	-770	-989	-1,261	-1,517	총외화관련손익	-13	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	372	315	372	327	총발행주식수(천주)	67,909	76,286	76,286	76,286
영업에서 창출된 현금흐름	334	421	541	506	시가총액(십억원)	9,303	8,620	8,620	8,620
이자외의 수취	13	20	23	26	주가(원)	137,000	113,000	113,000	113,000
이자외의 지급	-3	-10	-10	-10	EPS(원)	1,602	1,233	1,964	2,108
배당금 수입	2	2	2	2	BPS(원)	59,344	53,903	55,719	57,679
법인세부담액	-3	-118	-185	-198	DPS(원)	148	148	148	148
투자활동 현금흐름	-355	-191	-196	-133	PER(X)	85.5	97.0	60.8	56.7
유동자산의 감소(증가)	-206	-104	-107	-73	PBR(X)	2.3	2.2	2.1	2.1
투자자산의 감소(증가)	-117	-86	-89	-60	EV/EBITDA(X)	30.5	47.1	29.0	27.2
유형자산 감소(증가)	-72	0	0	0	ROE(%)	3.0	2.4	3.7	3.8
무형자산 감소(증가)	-26	0	0	0	ROA(%)	2.1	1.7	2.5	2.6
재무활동 현금흐름	468	-19	-26	-25	ROIC(%)	3.6	2.6	4.5	4.7
사채 및 차입금증가(감소)	-210	-8	-14	-14	배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
자본금및자본잉여금 증감	499	0	0	0	부채비율(%)	40.9	45.1	48.5	49.9
배당금 지급	-16	-10	-11	-11	순차입금/자기자본(%)	-17.1	-21.5	-26.5	-30.7
외환환산으로 인한 현금변동	-10	0	0	0	유동비율(%)	191.5	185.3	184.3	188.1
연결법위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	14.7	11.9	24.3	26.9
현금증감	475	106	150	169	총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.4
기초현금	642	1,117	1,223	1,373	매출채권 회전율	7.0	7.0	6.9	6.7
기말현금	1,117	1,223	1,373	1,542	재고자산 회전율	115.6	101.0	99.5	96.2
FCF	297	315	372	327	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 정슬이 · 02)6923-7322 · sjung@capefn.com

NHN엔터테인먼트 (181710KS | Buy 신규 | TP 90,000원 신규)

PAYCO 플랫폼과 자회사 시너지 본격화

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 9.0만원을 제시하며 커버리지를 개시합니다. 동사의 간편결제 플랫폼 PAYCO는 8월 초 삼성페이와의 업무협약을 시작으로 거래액의 고성장이 전망됩니다. 하반기부터 PAYCO의 광고 생활 플랫폼사업 전개와 결제/광고 자회사와의 시너지가 본격화될 것으로 전망합니다.

투자의견 BUY (신규), 목표주가 9.0만원(신규)로 커버리지 개시

- NHN엔터테인먼트 투자의견 BUY, 목표주가 9.0만원으로 커버리지 개시. 목표주가는 12MF EPS 5,061원에 PER 17.8배 (글로벌 Peer 평균)를 적용

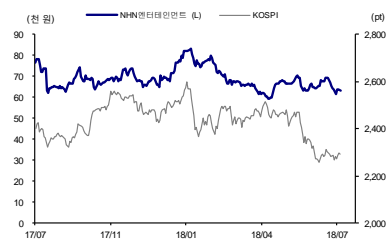
투자포인트: PAYCO 플랫폼의 성장과 자회사와의 시너지 하반기부터 실적 기여 전망

- 하반기부터, 삼성페이와의 결제방식과 가맹점을 공유로 오프라인내 경쟁력이 대폭 확대 전망
- 사업초기부터 계획한 빅데이터 기반 타겟 광고 사업 모델 하반기부터 가시화될 것으로 예상

실적전망: 2018년, 2019년 매출 +42 %, +17% 성장 전망

- 올해부터 연결 실적에 반영된 자회사들의 영향으로 큰 폭의 성장 및 이익개선 전망
- NHN한국사이버결제는 페이코 플랫폼내 거래액 증가외에도, 하반기부터 삼성페이의 온라인 결제가 온라인VAN/PG 매출에 반영되며 중장기적으로 안정적인 매출 성장 전망
- 인크로스, 아직 낮은 모회사향 광고물량의 증가와 하반기 물려있는 국내 게임 신작 출시의 수혜 기대

Stock Data



주가(7/20)	63,300원		
액면가	500원		
시가총액	1,238십억원		
52주 최고/최저가	83,200원/ 59,000원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	2.5	23.1	15.6
상대주가(%)	1.1	13.9	11.6

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	(십억원)	856	909	1,273	1,489	1,611
영업이익	(십억원)	26	35	78	114	123
영업이익률	(%)	3.1	3.8	6.1	7.7	7.7
순이익	(십억원)	13	17	110	91	111
EPS	(원)	639	849	5,615	4,665	5,649
증감률	(%)	-92.8	32.7	561.8	-16.9	21.1
PER	(배)	78.7	80.6	12.3	14.9	12.3
PBR	(배)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	(%)	0.5	0.6	7.3	5.7	5.7
EV/EBITDA	(배)	9.3	14.7	9.4	6.9	6.1
순차입금	(십억원)	-445	-489	-565	-614	-680
부채비율	(%)	21.7	27.7	33.3	33.0	31.6

Valuation: 투자 의견 BUY, 목표주가 90,000 원 제시

투자 의견 BUY,
목표주가 9만원
제시

NHN엔터테인먼트(181710.KS)의 투자 의견 BUY, 목표주가 9만원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 5,061원에 Target PER 17.8배를 적용해 산출되었다. Target PER은 국내외 주요 게임 사업자 평균 12MF PER을 적용했다. 현재 주가 기준 PER은 12배 수준으로 실적 성장성 대비 저평가되어 있다고 판단한다.

NHN엔터테인먼트의 주가는 상반기 웹보드 규제 유지, 신작 부재, 주요 게임의 트랙픽 감소 등 게임사업부 실적관련 우려로 조정을 받았다. 2분기부터 결제, 광고 사업부문의 성장세가 연결실적으로 편입된 자회사의 실적으로 반영되며, 주가 재평가가 될 것으로 전망한다.

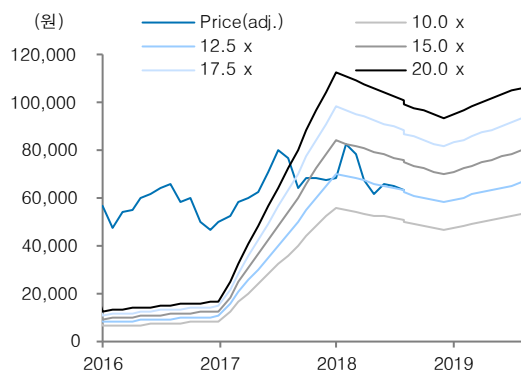
표1. NHN엔터테인먼트 PER 밸류에이션

(단위: X, %)

12MF EPS	5,061
Target PER	17.8 국내외 Peer 평균 12MF PER 적용
적정 주가(원)	90,079
목표 주가(원)	90,000
현 주가 (원, 18.07.30기준)	63,300
Upside (%)	42.2%

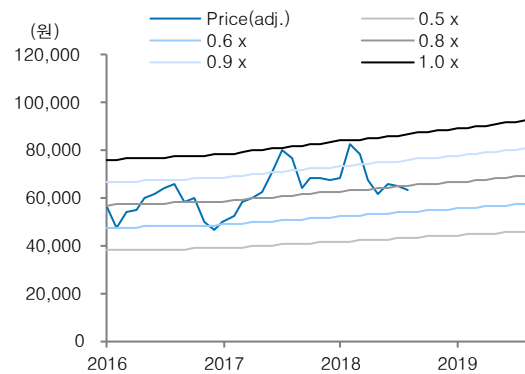
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 1. NHN엔터테인먼트 12개월 선행 PER



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 2. NHN엔터테인먼트 12개월 선행 PBR



자료: 케이프투자증권 리서치본부

실적 전망: 자회사 연결실적 편입효과로 높은 성장 전망

NHN엔터테인먼트의 2Q18 실적은 매출액 338.9십억원(+51%YoY), 영업이익 17.7십억원(+79%YoY)을 기록할 전망이다. 매출과 영업이익은 올해부터 연결 실적에 반영된 자회사 인크로스(1Q18), NHN한국사이버결제 (2Q18)의 영향으로 큰 폭의 성장이 전망된다. 웹보드와 주요 모바일 게임의 트래픽 감소와 신작 부재의 영향으로 게임사업부의 매출 및 영업이익은 하락할 것으로 전망한다.

2018년 NHN엔터테인먼트의 실적은 매출액 1,273.0십억원(+42%YoY), 영업이익 77.8십억원(+249%YoY)이 예상된다. 기타 사업부분은 자회사 연결 편입 효과로 전년 대비 높은 성장을 기록할 전망이다. 영업이익률의 경우 기존 사업부 대비 마진이 높은 자회사들의 연결실적 편입으로 전년대비 +3.6%pt 개선될 것으로 전망한다. 8월 중순부터 시작하는 삼성페이와 PAYCO의 업무협약으로, 전체 페이코 거래액내 오프라인 결제 비중은 연말 10%까지 확대될 것으로 예상한다. MST 기능 탑재와 가맹점 확대의 영향으로 올해 페이코의 거래액은 5조원 이상을 기록할 것으로 예상된다. 자회사인 NHN한국사이버결제는 하반기부터 삼성페이의 온라인 결제가 PG 매출로 인식되며, 실적에 반영될 전망이다. 인크로스의 경우 아직 낮은 페이코 플랫폼내 광고 물량의 증가, 하반기 물려있는 국내 게임 신작 출시 효과로 높은 성장이 전망된다.

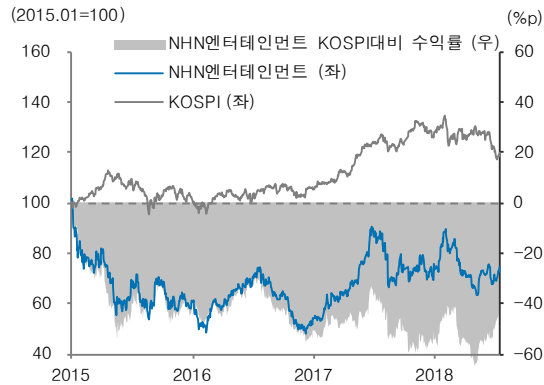
게임사업부는 하반기 신작 출시와 연말 성수기에 따른 웹보드 실적 회복이 2분기 부진했던 실적을 소폭 보완해줄 것으로 예상한다.

표2. NHN엔터테인먼트 실적 및 주요 지표 전망									(단위:십억원, %)		
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
REV	214.3	224.9	219.7	237.8	232.2	338.9	343.7	358.2	896.7	1,273.0	1,489.2
(chg %)	5.2	7.0	5.9	1.3	8.4	50.7	56.4	50.7	4.7	42.0	17.0
게임 REV	114.2	122.8	112.3	114.2	116.4	109.0	109.8	114.4	463.5	449.6	466.8
(chg %)	-6.0	3.0	-1.6	-3.0	2.0	-11.3	-2.2	0.2	-1.9	-3.0	3.8
모바일 게임	64.9	73.8	63.8	64.9	63.6	62.2	62.9	66.2	267.4	254.9	267.6
(chg %)	-10.7	5.9	-4.7	-4.1	-1.9	-15.7	-1.5	1.9	-3.5	-4.7	5.0
PC 게임	49.3	49.0	48.5	49.3	52.8	46.8	47.0	48.2	196.1	194.8	199.2
(chg %)	1.0	-1.2	2.8	-1.6	7.2	-4.6	-3.2	-2.1	0.2	-0.7	2.3
기타 매출	100.1	102.1	107.4	123.6	115.7	229.9	233.9	243.8	433.2	823.4	1,022.4
(chg %)	21.9	12.2	15.0	5.7	15.6	125.1	117.7	97.3	13.0	90.1	24.2
OP	-3.2	9.9	5.5	10.1	15.4	17.7	22.0	22.7	22.3	77.8	114.0
(chg %)	적전	-1.3	142.1	121.1	흑전	78.8	299.1	125.0	-14.4	248.6	46.5
(OPM %)	-1.5	4.4	2.5	4.2	6.6	5.2	6.4	6.3	2.5	6.1	7.7
NI	12.0	5.8	1.3	-10.4	63.3	18.8	21.9	22.3	8.7	126.3	104.9
(chg %)	-50.8	-80.5	-11.6	적지	425.1	222.2	1,584.2	흑전	4.9	1,345.5	-16.9
(NPM %)	5.6	2.6	0.6	-4.4	27.2	5.5	6.4	6.3	10.8	9.9	7.0

자료: NHN엔터테인먼트, 케이프투자증권 리서치본부

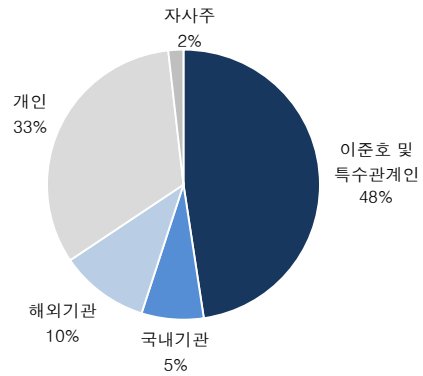
NHN 엔터테인먼트(181710.KS) 기업개요

그림 3. NHN엔터테인먼트 주가 추이



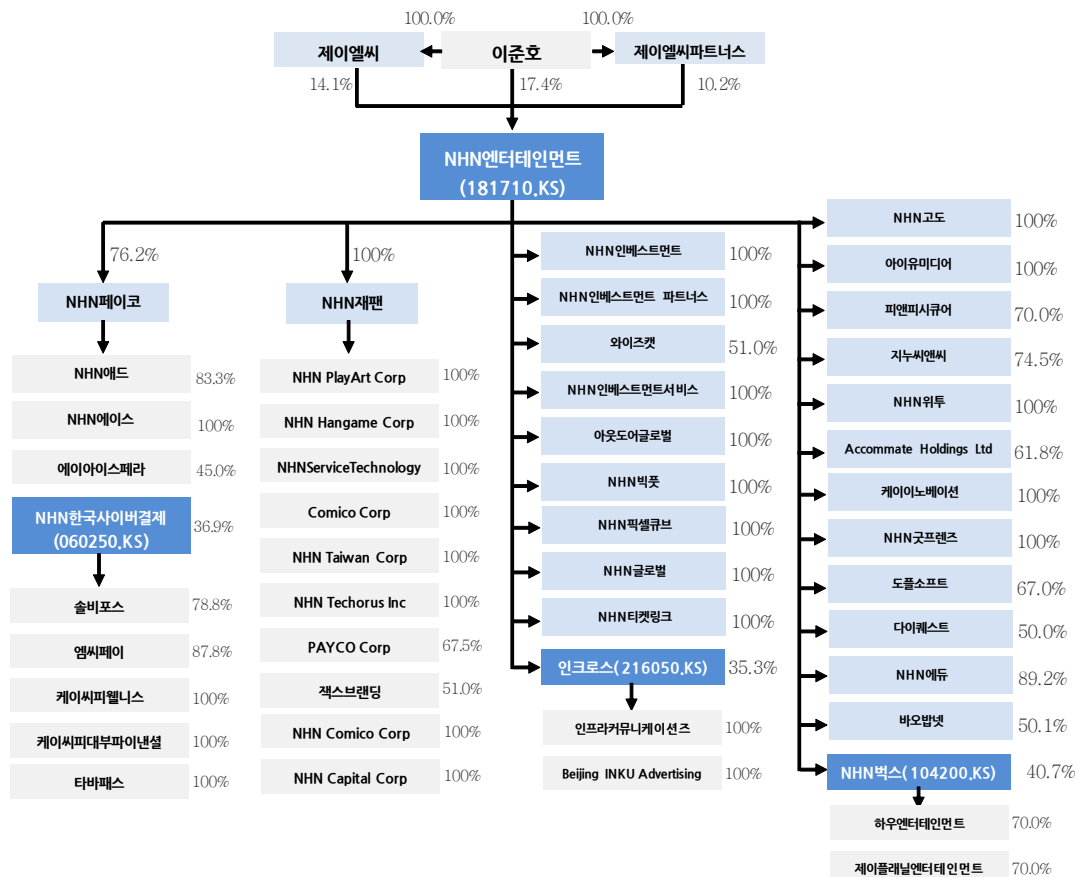
자료: NHN엔터테인먼트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 4. NHN엔터테인먼트 주주현황



자료: NHN엔터테인먼트, 케이프투자증권 리서치본부

그림 5. NHN엔터테인먼트 지배구조



주: 18년 3월 말 기준

자료: NHN엔터테인먼트, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표

(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
유동자산	948	1,165	1,259	1,344
현금및현금성자산	368	347	360	408
매출채권 및 기타채권	241	338	372	387
재고자산	17	29	32	34
비유동자산	1,170	1,214	1,254	1,289
투자자산	544	599	644	682
유형자산	118	101	89	80
무형자산	352	358	364	371
자산총계	2,118	2,379	2,513	2,633
유동부채	396	512	536	542
매입채무 및 기타채무	221	310	331	338
단기차입금	82	78	75	73
유동성장기부채	9	6	5	4
비유동부채	63	83	88	90
사채 및 장기차입금	7	7	7	7
부채총계	460	595	624	632
지배기업소유자본	1,507	1,616	1,708	1,818
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	278	388	479	590
기타자본	-19	-19	-19	-19
비지배지분	151	168	181	183
자본총계	1,658	1,784	1,889	2,001
총차입금	105	98	93	90
순차입금	-489	-565	-614	-680

포괄손익계산서

(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
매출액	909	1,273	1,489	1,611
증가율(%)	6.2	40.0	17.0	8.2
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	909	1,273	1,489	1,611
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	874	1,195	1,375	1,488
영업이익	35	78	114	123
영업이익률(%)	3.8	6.1	7.7	7.7
EBITDA	68	102	133	140
EBITDA M%	7.5	8.0	9.0	8.7
영업외손익	20	94	47	34
지분법관련손익	-10	-10	-10	-10
금융손익	74	123	88	76
기타영업외손익	-45	-18	-31	-32
세전이익	54	172	161	157
법인세비용	46	46	56	46
당기순이익	9	126	105	112
지배주주순이익	17	110	91	111
지배주주순이익률(%)	1.0	9.9	7.0	6.9
비지배주주순이익	-8	16	14	1
기타포괄이익	-22	0	0	0
총포괄이익	-14	126	105	112
EPS 증가율(%, 지배)	32.7	561.8	-16.9	21.1
이자손익	9	10	11	12
총외화관련손익	-4	0	0	0

현금흐름표

(십억원)	2017A	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-43	145	109	117
영업에서 창출된 현금흐름	27	180	153	150
이자 수취	8	11	11	12
이자 지급	0	0	0	0
배당금 수입	1	1	1	1
법인세부담액	-79	-46	-56	-46
투자활동 현금흐름	-86	-159	-91	-65
유동자산의 감소(증가)	-50	-90	-32	-14
투자자산의 감소(증가)	-51	-55	-46	-37
유형자산 감소(증가)	-82	-5	-6	-6
무형자산 감소(증가)	-39	-8	-8	-8
재무활동 현금흐름	196	-7	-5	-3
사채 및 차입금증가(감소)	72	-7	-5	-3
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	-11	0	0	0
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0
연결법외변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0
현금증감	67	-21	12	49
기초현금	301	368	347	360
기말현금	368	347	360	409
FCF	-128	140	103	111

주요지표

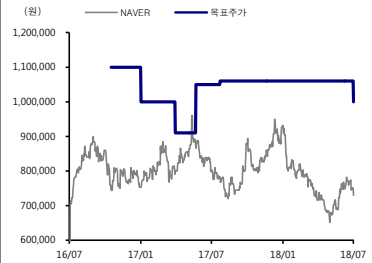
	2017A	2018E	2019E	2020E
총발행주식수(천주)	19,565	19,565	19,565	19,565
시가총액(십억원)	1,338	1,356	1,356	1,356
주가(원)	68,400	69,300	69,300	69,300
EPS(원)	849	5,615	4,665	5,649
BPS(원)	78,326	83,941	88,605	94,255
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	80.6	11.4	13.7	11.3
PBR(X)	0.9	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA(X)	14.7	8.4	6.1	5.4
ROE(%)	0.6	7.3	5.7	5.7
ROA(%)	0.4	5.6	4.3	4.3
ROIC(%)	1.3	11.1	13.7	15.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	27.7	33.3	33.0	31.6
순차입금/자기자본(%)	-29.5	-31.7	-32.5	-34.0
유동비율(%)	239.1	227.4	234.9	247.9
이자보상배율(X)	117.6	178.8	278.0	313.9
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	4.1	4.4	4.2	4.2
재고자산 회전율	47.2	55.4	48.4	49.0
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

NAVER(035420) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-01-29	2016-11-14	2017-01-30	2017-04-28	2017-06-20	2017-07-27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	750,000원	1,100,000원	1,000,000원	910,000원	1,050,000원	1,050,000원
제시일자	2017-08-21	2017-10-26	2018-01-25	2018-07-30	2018-07-30	
투자의견	Buy	Buy	Buy	담당자 변경	Buy	
목표주가	1,060,000원	1,060,000원	1,060,000원		1,000,000원	
제시일자						
투자의견						
목표주가						

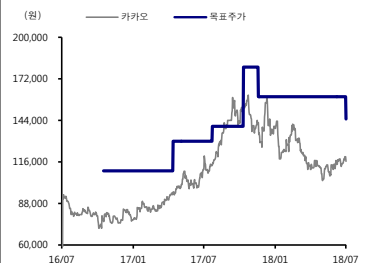


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-01-29	Buy	750,000원	-3.33	20.00
2016-11-14	Buy	1,100,000원	-28.92	-26.36
2017-01-30	Buy	1,000,000원	-19.13	-11.50
2017-04-28	Buy	910,000원	-5.67	5.49
2017-06-20	Buy	1,050,000원	-19.62	-15.43
2017-08-21	Buy	1,060,000원	-28.05	-23.11
2018-07-30	Buy	1,000,000원		

카카오(035720) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-02-11	2016-11-14	2017-02-09	2017-05-12	2017-08-10	2017-08-21
투자의견	NR	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	155,000원	110,000원	110,000원	130,000원	130,000원	140,000원
제시일자	2017-11-09	2017-12-17	2018-01-14	2018-02-08	2018-02-27	2018-07-30
투자의견	Buy	Hold	Hold	Buy	Buy	담당자 변경
목표주가	180,000원	160,000원	160,000원	160,000원	160,000원	
제시일자	2018-07-30					
투자의견	Buy					
목표주가	145,000원					

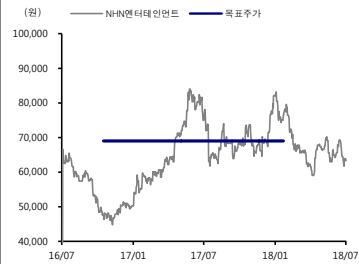


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-02-11	NR	155,000원	-40.31	-
2016-11-14	Buy	110,000원	-28.23	-23.36
2017-05-12	Buy	130,000원	-20.40	-7.69
2017-08-21	Buy	140,000원	-1.15	13.93
2017-11-09	Buy	180,000원	-18.47	-10.56
2017-12-17	Hold	160,000원	-11.07	-0.31
2018-02-08	Buy	160,000원	-15.30	-0.31
2018-07-30	Buy	145,000원		

NHN엔터테인먼트(181710) 추가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-11-14	2018-02-20	2018-07-30	2018-07-30		
투자의견	Buy	NR	담당자 변경	Buy		
목표주가	69,000원	-		90,000원		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-11-14	Buy	69,000원	-8.26	21.74
2017-11-14	1년경과	69,000원	-5.48	21.74
2018-02-20	NR	-	-	-
2018-07-30	Buy	90,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(90.06%) · 매도(0.00%) · 중립(9.94%)	* 기준일 2018.06.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.



이 페이지는 편집상 공백입니다.

리서치본부장
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332
yukyum@capefn.com

투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
이코노미스트(총괄)	김유겸	본부장	6923-7332	yukyum@capefn.com
투자전략	윤영교	연구위원	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	책임연구원	6923-7334	antonio81@capefn.com
시황	한지영	선임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
퀀트 RA	김윤보	전임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com

기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
운송/유틸리티/상사(총괄)	신민석	팀장	6923-7340	ms.shin94@capefn.com
은행/증권	전배승	연구위원	6923-7353	junbs@capefn.com
음식료	조미진	선임연구원	6923-7317	mj27@capefn.com
RA	홍준기	전임연구원	6923-7315	joonkih00@capefn.com

기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
정유/화학	전유진	전임연구원	6923-7354	yujinjin@capefn.com
RA	장 영	전임연구원	6923-7311	youngjang313@capefn.com

기업분석3팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
제약/바이오	김형수	연구위원	6923-7342	knkhs@capefn.com
인터넷/게임	정솔이	전임연구원	6923-7322	sjung@capefn.com
RA	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com

Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.