

## 인터넷 [비중확대]

### 테크핀(TechFin)의 시대

이경일

플랫폼(인터넷/게임/엔터)

Ki.Lee@bnkfn.co.kr

(02)3215-1527

#### 테크핀(TechFin): 인터넷 산업의 신성장동력

테크핀(TechFin)은 IT기업이 주요 서비스를 통해 확보한 유저 데이터와 기술 서비스 역량을 기반으로 금융서비스를 제공하는 것을 의미. 기존의 핀테크와의 가장 큰 차이점은 1) 훨씬 더 방대한 고객 데이터를 보유하고 있다는 점과 2) 빅데이터, AI, 클라우드 등 IT 기술을 기반으로한 막강한 데이터 분석 역량을 가지고 있다는 점. 테크핀 사업이 본격화 될 것으로 전망하는 가장 큰 이유는 최근 EU의 PSD2 시행으로 그동안 은행들이 독점해왔던 고객의 금융정보에 대한 접근이 비은행 사업자에게도 허용되고 있기 때문.

#### Ant Financial의 기업가치 \$150B: 알리페이 → 테크핀으로 성장

현재 알리바바 그룹의 자회사인 Ant Financial이 테크핀 산업 주도. 2014년 알리페이는 Ant Financial로 사명을 변경하고 빅데이터, AI, 클라우드 등 IT 기술을 기반으로한 혁신적인 금융서비스를 제공하는 금융회사로 변모. 올해 6월 Pre-IPO에서 평가된 Ant Financial의 기업가치 1,500억달러. '17년 매출은 약 89억달러로 이중 지급결제 서비스 매출비중 54%, 파이낸싱 매출비중 34% 기록. 빅데이터 기반의 신용평가모델을 통해 부실채권 비율(NPL Ratio)이 개선됐고 소비자 대출채권을 기초자산으로 하는 자산유동화증권(ABS) 발행이 호조세를 나타내면서 파이낸싱 사업이 동사의 주요 수익원으로 성장. 5가지 기술분야(블록체인, AI, 보안, IoT, 클라우드)를 바탕으로 2021년 기술서비스(TechFin) 매출비중 65% 목표.

#### GAFA의 혁신적인 금융서비스 본격화될 전망

막강한 데이터 분석 역량을 지닌 아마존, 구글, 페이스북 같은 테크핀 기업들이 금융서비스를 확대하게 될 경우 데이터 관리자 역할에 머물렀던 전통적인 금융기관들의 입지는 상당히 축소되고 기존의 대형 은행들에게도 심각한 위협이 될 것으로 전망.

#### Top picks

NAVER(035420) - LINE Pay 및 LINE Financial의 금융사업 기대감

카카오(035720) - 인터넷은행 특례법 통과로 카카오뱅크의 성장기대감 확대

## 꾸림정보

---

### I. 테크핀(TechFin): 인터넷 산업의 신성장동력 \_ 03

1. 핀테크 vs 테크핀(TechFin)
2. 테크핀(TechFin)의 발전단계
3. EU의 PSD2 시행

### II. Ant Financial: 테크핀 산업의 리더 \_ 08

1. Ant Financial 연대기
2. Ant Financial의 주요 사업모델
3. 지급결제 사업: 알리페이
4. Ant Financial 금융서비스의 Value Chain
5. 신용평가모델 비교: FICO VS 즈마신용(芝麻信用)
6. 알리페이 → 테크핀으로 성장
7. Ant Financial 실적추정 및 밸류에이션

### III. GAFA의 금융시장 진출 확대 \_ 40

1. GAFA의 금융서비스에 대한 시장 선호도
2. 금융시장의 Amazon Moment
3. 구글, 애플, 페이스북의 금융서비스 확대

### IV. Top picks \_ 46

1. NAVER(035420)
  2. 카카오(035720)
-

## I. 테크핀(TechFin): 인터넷 산업의 신성장동력

### 1. 핀테크 vs 테크핀(TechFin)

2016년 알리바바 그룹의 Jack Ma 회장은 테크핀(TechFin)이라는 개념을 처음으로 정립시켰다. 테크핀은 IT기업이 주요 서비스를 통해 확보한 유저 데이터와 기술 서비스 역량(Big Data, AI, 클라우드 등)을 기반으로 금융서비스를 제공하는 것을 의미한다. 현재 시장에서는 핀테크라는 용어를 더 빈번하게 사용하고 있으며 테크핀의 경우 아직까지 명확한 개념조차 자리잡지 못한 상황이다. 핀테크와 테크핀 모두 금융서비스를 제공한다는 점은 동일하지만 핀테크는 금융산업을, 테크핀은 IT산업을 근간으로 한다는 점에서 본질적으로 큰 차이가 존재한다.

Fig. 1: 핀테크 vs 테크핀(TechFin)

	FinTech	VS	TechFin
주력 사업분야	금융서비스		IT
고객 기반	금융고객		다양한 고객 포트폴리오
IT 인프라	아웃소싱		자체 보유
보유 데이터	금융 데이터		광범위한 고객 데이터
규제	엄격한 금융규제		완화된 규제 적용
핵심 경쟁력	높은 신뢰도, 금융 노하우		빅데이터, AI, 클라우드 등 IT 기술
예시	은행의 인터넷 및 모바일 뱅킹서비스		Ant Financial의 금융서비스

자료: BNK투자증권

우선 금융회사는 대부분 외부 IT기업과 협력해 인프라를 구축해야 하는 반면 테크핀 기업은 이미 수 백만명의 고객들에게 서비스를 제공할 수 있는 자체 IT 인프라를 갖추고 있다. 규제 측면에서는 2008년 금융위기 이후 금융회사에 대한 규제가 더욱 엄격해진 것과 달리 IT 기업들은 금융산업 육성차원에서 상대적으로 완화된 규제를 적용받는 케이스가 증가하고 있다.

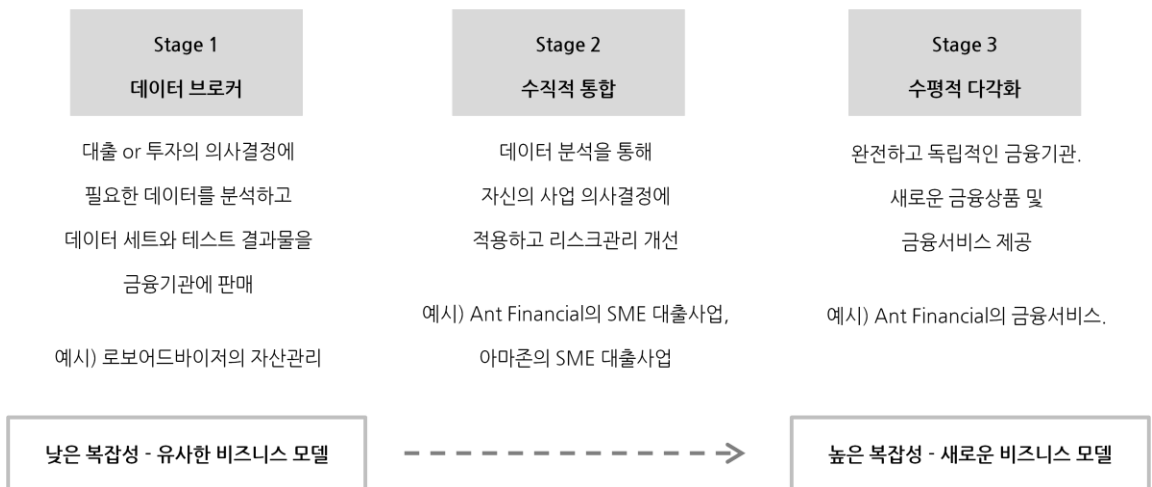
무엇보다도 가장 큰 차이점은 1) 알리바바, 아마존, 구글 같은 IT 기업들은 일반적인 금융회사에 비해 훨씬 더 다양한 고객 포트폴리오와 방대한 고객 데이터를 보유하고 있다는 점과 2) 빅데이터, AI, 클라우드 등 IT 기술을 기반으로한 막강한 데이터 분석 역량을 가지고 있다는 점이다. 이로써 테크핀 기업은 기존의 전통적인 금융기관들보다 더욱 정확하게 고객의 니즈를 파악할 수 있고 혁신적이며 커스터마이징된 금융상품을 제공할 수 있다.

## 2. 테크핀(TechFin)의 발전단계

테크핀 기업의 금융서비스는 일반적으로 3가지 단계를 거치며 성장한다. 첫번째는 데이터브로커 단계의 테크핀 기업으로 대출 및 투자에 대한 의사결정에 필요한 데이터를 분석하고 테스트 결과물을 금융기관에 판매하는 형태이다. 로드어드바이저의 자산관리 서비스처럼 시장에서 흔히 핀테크 기업이라고 오인하는 스타트업들이 여기에 해당한다.

두번째는 수직적 통합이 이뤄진 테크핀 기업으로 데이터 분석 결과를 사용해 제한된 대상에게 금융서비스를 제공하거나 자신이 영위하는 사업의 의사결정에 반영해 리스크관리 개선에 활용하는 형태이다. 두번째 단계의 대표적인 예로는 자사의 플랫폼내 축적된 거래 데이터를 기반으로 신용평가모형을 구축해 플랫폼내 입점한 중소기업(SME)들에게 시장 이자율보다 낮은 금리로 대출서비스를 제공하고 있는 알리페이와 아마존 등이 있다.

Fig. 2: 테크핀(TechFin)의 발전단계



자료: EBI, BNK투자증권

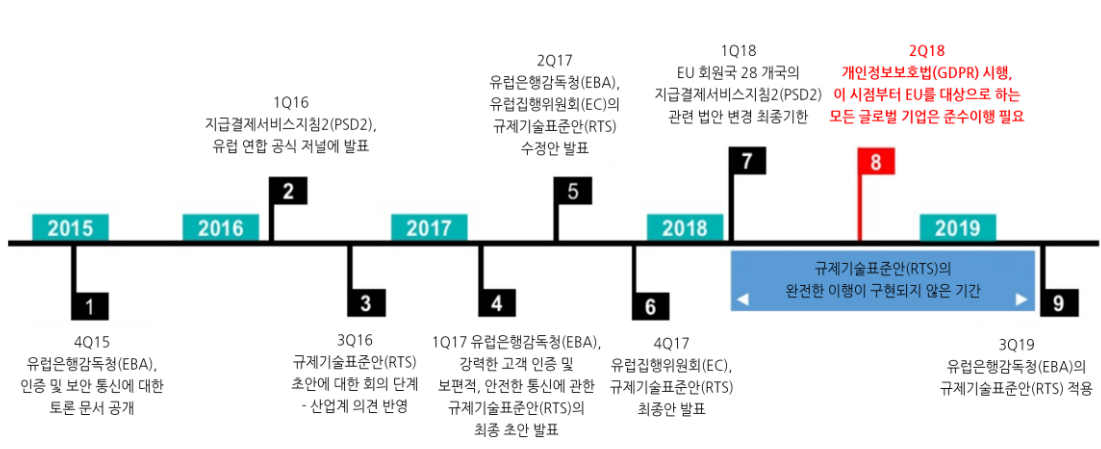
세번째이자 마지막 단계의 테크핀 기업은 주요 서비스를 통해 확보한 방대한 고객 데이터베이스와 빅데이터 기반의 분석 능력을 바탕으로 완전하고 독립적인 금융기관의 역할을 수행하는 형태이다. 이 단계의 테크핀 기업은 축적한 고객데이터 양의 측면에서 규모의 경제를 달성함으로써 불특정 다수를 대상으로 혁신적인 금융서비스를 제공할 수 있다. Ant Financial은 최종단계에 속하는 테크핀 기업으로서 이 단계까지 성장하게 될 경우 기존보다 더 엄격한 금융규제에 노출될 가능성이 높고 전통적인 금융기관들과의 경쟁도 심화된다.

### 3. EU의 PSD2 시행

#### PSD2 시행으로 비은행 사업자의 금융서비스 본격화될 전망

Ant Financial 뿐만 아니라 아마존, 구글 등 주요 IT기업들의 테크핀 사업이 본격화 될 것으로 전망하는 가장 큰 이유는 최근 EU의 PSD2(Payment Service Directive2) 시행으로 그동안 은행들이 독점해왔던 고객의 금융정보에 대한 접근이 비은행 사업자에게도 허용되고 있기 때문이다. 유럽은행감독청(EBA)은 핀테크 등 비전통적인 금융서비스 사업자와 새로운 형태의 금융서비스 산업을 육성하기 위해 PSD2(지급결제 서비스 규제법안의 개정안)를 2018년 1월 13일부터 시행하고 있다.

Fig. 3: EU의 PSD2 및 GDPR, RTS 시행 일정



자료: 유럽집행위원회(EC), BNK투자증권

PSD2는 금융기관이 독점해 온 고객의 금융 정보에 대해 제3자 제공자(Third Party Providers)의 접근을 제도적으로 허용하는 지급결제 서비스 규제법안이다. PSD2 시행으로 은행들은 고객이 동의할 경우 비은행 지불결제 서비스 제공자들에게 오픈 API(Application Programming Interface)를 통해 고객의 금융정보를 제공해야 한다.

PSD2는 2016년 1월 12일 공식안을 확정해 올해 1월 13일부터 본격 시행되었고 PSD2 관련 후속조치로서 개인정보보호법(GDPR)이 올해 5월 25일, 규제기술표준안(RTS)은 적어도 3Q 19 무렵에 시행될 예정이다. 개인정보보호법 시행으로 개인정보 데이터 활용에 관한 절차가 구체화되었고 향후 규제기술표준(RTS) 시행이 가시화되면 강력한 2중 인증 체계 도입이 의무화될 예정이다.

### PSD2를 통해 제3자 제공자(TPPs) 도입

PSD2의 주요 내용은 1) 제3자 제공자(Third Party Providers) 도입 및 규제, 2) 온라인 결제 시 강력한 고객 인증(Strong Customer Authentication) 적용 의무화 등이다. PSD2 시행으로 고객이 동의한 경우에 은행권은 제3자 제공자(TPPs)에게 오픈 API 형태로 고객의 계좌 정보, 입출금 거래 내역 등의 금융정보를 제공해야 한다. 현재 PSD2 지침에선 은행의 API 공개에 대한 수수료를 건당 0.2~0.3% 수준으로 제한함으로써 오픈 API 활성화를 통해 비은행권 사업자가 다양한 금융서비스를 제공할 수 있는 환경이 조성된 상태다.

Fig. 4: PSD2 주요 내용

구분	개정 내용
적용범위	거래당사자 중 한 곳이라도 EU내 주사업장이 있을 경우 적용
	유료화 외 통화 결제시에도 적용 가능
제3자 제공자(TPPs) 도입 및 규제	고객이 동의한 경우 은행권은 TPPs에 오픈 API 형태로 금융정보 제공해야 함
	지급결제 개시 서비스 제공업자(PISP): 고객이 동의할 경우 고객의 은행에서 타인의 계좌로 직접 자금을 이체해주는 서비스
	계좌정보 서비스 제공업자(AISP): 고객 계좌 정보에 대한 접근을 허용해 고객의 은행별 계좌 정보를 제공하는 서비스
온라인 결제시 SCA 적용 의무화	강력한 고객 인증(SCA): 2가지 이상의 인증 수단 사용 필요
	단, 신뢰 가능한 대상 or 낮은 가격의 거래(30유로 이하)인 경우 강력한 고객 인증 예외 가능

자료: 유럽집행위원회(EC), BNK투자증권

PSD2에서는 계좌정보사업자(AISP)와 지급결제사업자(PISP)를 새로운 유형의 사업자로 정의하고 책임 및 의무를 부과하고 있다. 계좌정보사업자(AISP)는 고객 계좌 정보에 대한 접근이 허용되며 고객의 은행별 계좌 정보를 제공할 수 있다. 지급결제사업자(PISP)는 고객이 동의할 경우 고객의 은행에서 타인의 계좌로 직접 자금을 이체하거나 결제대행 업무가 허용된다.

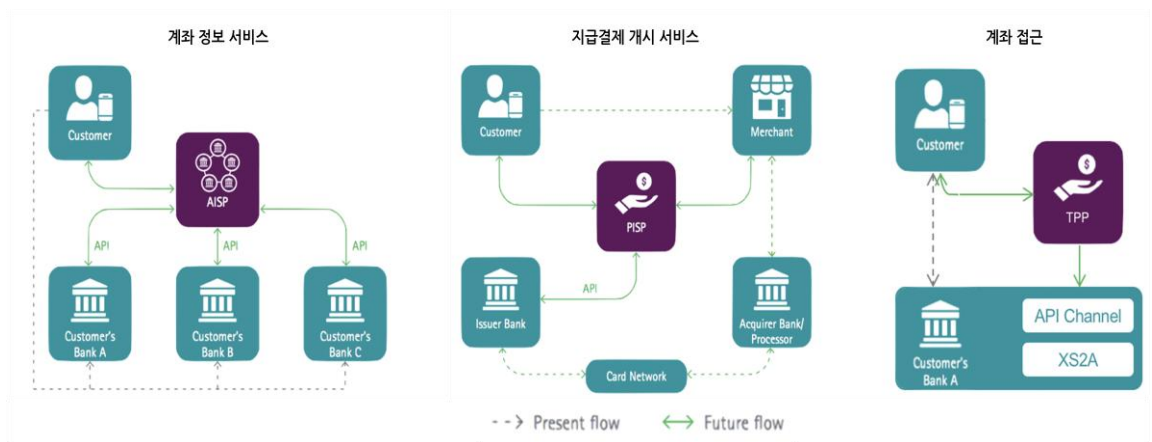
금융데이터의 공유 확대를 강제하는 PSD2의 시행은 금융데이터 플랫폼 형성을 촉진함으로써 고객의 편익을 증가시키고 제3자 제공자(TPPs) 사업자의 금융서비스 사업환경을 획기적으로 개선시킨다. 고객은 플랫폼을 활용하여 은행별 상품을 편리하게 비교 가능하고 자산을 효율적으로 관리할 수 있다.

한편 PSD2의 후속조치 중 하나인 규제기술표준안(RTS)가 시행(3Q19 예상)될 경우 온라인 결제 시 강력한 고객 인증 적용이 의무화 될 전망이다. 안전한 오픈 बैं킹 API 환경을 구축하기 위해서는 보안에 대한 우려를 불식시킬 수 있는 조치가 필수적이기 때문이다. 강력한 고객 인증은 2가지 이상의 인증 수단을 사용하는 것을 의미한다.

### 오픈 뱅킹 서비스 본격화

PSD2는 현재 EU에 국한되어 시행중인 법규지만 미국의 경우 이미 2010년 7월에 발효된 도드-프랭크법을 통해 금융소비자의 정보 접근성을 보장하는 것이 법제화되었고 이로써 금융기관들의 오픈 API 제공이 빠르게 확산되고 있다. 영국은 2015년 재무부의 요청으로 오픈뱅킹 워킹그룹(OBWG)이 설립된 후 정부가 오픈 뱅킹 생태계 구축을 주도하고 있다. 이로써 금융거래 서비스 제공 및 금융정보 소유의 주체가 더 이상 은행에 한정되지 않고 모든 기업에 오픈되는 오픈 뱅킹 서비스가 향후에는 글로벌 전지역으로 확산될 것으로 전망한다.

Fig. 5: PSD2 시행 전후의 뱅킹 프로세스 변화



자료: 유럽집행위원회(EC), BNK투자증권

PSD2 시행하에서 계좌정보사업자(AISP)는 모든 은행계좌, 카드대금, 주식 매매 등의 금융상품 현황을 앱을 통합하여 서비스하거나 거래패턴과 속성을 분석하여 맞춤형 상품을 제안하는 등의 부가서비스를 제공할 수 있을 것으로 예상된다. 한편 지급결제사업자(PISP)는 지불대행 서비스 제공회사의 은행이 제공하는 인터넷 뱅킹이나 모바일 뱅킹을 사용하지 않고도 별도의 앱을 통해 돈을 송금하거나 물품대금 청구, 온라인 쇼핑 결제 기능을 제공할 수 있게 된다.

PSD2 시행으로 인한 금융서비스 환경변화의 핵심은 금융소비자의 경우 금융상품 비교 및 계좌관리의 편리성이 확대되는 반면 은행은 더 이상 고객의 금융정보를 독점하지 못하고 제3자와 공유하게 됨으로써 금융서비스의 경쟁이 본격적으로 촉발된다는 점이다. 그동안 수 많은 핀테크 기업들이 등장했지만 이들이 기존의 금융산업에 미치는 영향은 제한적이었다. 그러나 PSD2 시행으로 금융데이터 시장이 개방된 환경에서 IT 기술을 기반으로 막강한 데이터 분석 역량을 지닌 Ant Financial, 아마존, 구글, 페이스북 같은 테크핀 기업들이 금융서비스를 확대하게 될 경우 데이터 관리자 역할에 머물렀던 전통적인 금융기관들의 입지는 상당히 축소되고 기존의 대형 은행들에게도 심각한 위협이 될 것으로 전망한다.

## II. Ant Financial: 테크핀 산업의 리더

### 1. Ant Financial 연대기

#### 알리페이 → Ant Financial로 성장

현재 테크핀 산업을 대표하는 기업은 중국 알리바바 그룹의 자회사인 Ant Financial이며 그 전신은 2004년 타오바오를 포함한 알리바바 계열 플랫폼의 결제 수단으로 출범한 알리페이이다. 알리페이는 글로벌 최대 결제 플랫폼인 페이팔을 벤치마킹한 에스크로 기반의 결제 시스템이다. 알리페이는 판매자와 구매자 사이의 거래를 보증함으로써 신뢰를 가장 중요시 여기는 중국에서 급성장했고 C2C 기반의 온라인 쇼핑몰 타오바오를 중국 최대 오픈마켓으로 성장시키는 원동력이 되었다.

Fig. 6: Ant Financial 주요 연혁

#### 1단계(2004~2006년) | 알리바바 플랫폼 결제 수단 알리페이 탄생

- 2004년 12월 알리페이 서비스 정식 개시
- 2005년 5월 알리페이를 다른 전자상거래 업체에도 개방

#### 2단계(2007~2009년) | 공공요금 결제 수단으로 확대

- 2008년 9월 알리페이 가입자 1억명 돌파
- 10월 알리페이 공공요금 결제 시작
- 2009년 11월 알리페이 모바일 서비스 개시

#### 3단계(2010~2012년) | 모바일 결제 보급 확대

- 2010년 12월 온라인 은행 미가입자 대상 신용카드 간편 결제 서비스 시작

#### 4단계(2013~2015년) | 금융 서비스로 확대

- 2013년 6월 위어바오(온라인 MMF) 출범
- 9월 알리페이 O2O 시장 진출
- 2014년 4월 자오차이바오(P2P 대출 플랫폼) 출범
- 9월 마이뱅크(인터넷 전문 은행) 인가
- 10월 앤트파이낸셜 설립
- 2015년 1월 신용 평가사 즈마신용 출범
- 9월 인터넷 동력 엔진 계획  
(5년 내 금융사 1000곳 이상 모바일 결제 등 신금융 사업 확대 지원)

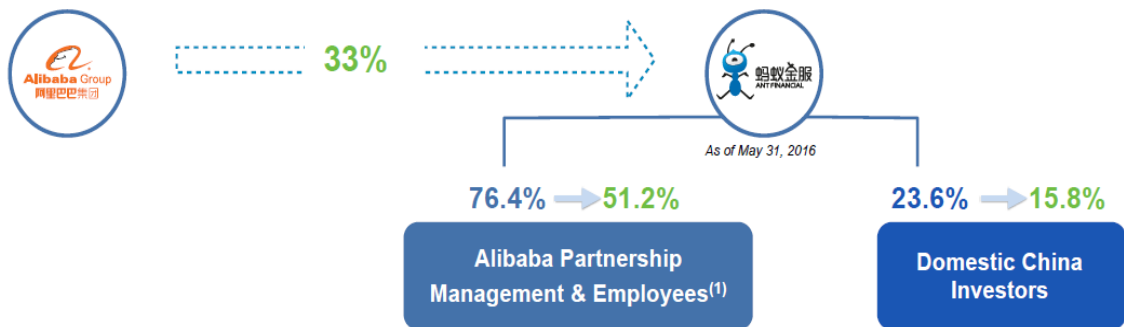
자료: 蚂蚁金服: 科技金融独角兽的崛起, BNK투자증권



2005년엔 알리바바 그룹 외 다른 전자상거래 업체의 결제 수단으로 개방했고 2008년부터는 전기요금 등의 공공요금 수납도 알리페이를 통해 이뤄지기 시작됐다. 그리고 2009년에 알리페이 모바일 서비스가 시작되면서 QR코드를 활용한 모바일 결제량이 폭발적으로 성장하게 되었다. 또한 2013년 출범한 온라인 머니마켓펀드(MMF)인 위어바오가 글로벌 최대 MMF로 성장하면서 2014년엔 중국 제3자 결제시장에서 알리페이의 시장점유율이 80%를 상회했다.

위어바오는 알리페이가 단순한 지불결제 서비스에서 자산운용, 소비자금융, 보험 등의 금융서비스로 사업영역으로 확장하는 발판을 마련했다. 결국 2014년 알리페이는 Ant Financial로 사명을 변경하고 빅데이터, AI, 클라우드 등 IT 기술을 기반으로한 혁신적인 금융서비스를 제공하는 금융회사로 변모하였다.

Fig. 7: Ant Financial 지분 구조 변화



자료: Company Data, BNK투자증권

### Ant Financial 지분 구조

현재 Ant Financial의 최대주주는 33%의 지분을 소유하고 있는 Alibaba Group Holding이다. 당초 알리바바 그룹의 Jack Ma 회장이 46% 지분율로 알리페이의 최대주주였으나 중국인민은행(中國人民銀行)이 발행한 새로운 규정(금융서비스 기관의 외국인 소유를 제한) 때문에 알리페이는 2011년 알리바바 그룹으로부터 분사했다.

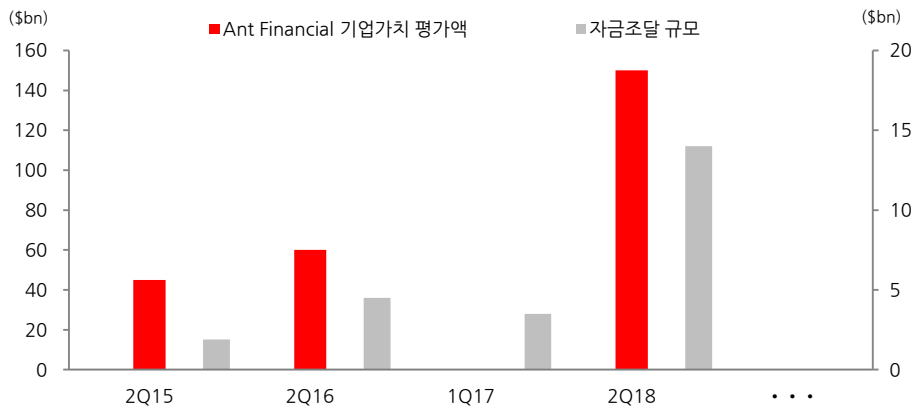
그리고 2014년 알리바바 그룹은 IPO를 앞둔 시점에서 그 동안 특허권 명목의 기술사용료로 Ant Financial 세전이익의 37.5% 수취하는 이익 공유 약정을 해지하는 대신 Ant Financial의 지분 33%를 부여받기로 합의했다. 이로써 향후 Ant Financial의 지분 구조는 Alibaba Group Holding 33%, Jack Ma 회장 약 28%, 알리바바 파트너십 경영진 및 임직원 약 18%, 국내투자자 약 14% 수준으로 추정된다.

### Ant Financial의 기업가치 \$150B

Ant Financial은 2015년부터 Pre-IPO를 통한 자금조달로 투자자금을 확보하고 있다. 초기에는 주로 국내 투자자들로부터 자금을 조달했지만 올해 6월 C 라운드(일반적으로 IPO가 임박한 시점에서 진행)에서는 캐나다 연금투자위원회(CPIB), 싱가포르투자청(GIC), 칼라일 그룹, 블랙록 등 주요 해외투자자들도 참가하면서 기업가치 평가액 1,500억달러를 바탕으로 140억 달러의 투자금을 유치했다. 확보된 자금은 글로벌 서비스 확장과 주요 5대 성장동력(블록체인, AI, IoT, 클라우드, 보안)의 기술경쟁력을 확보하는데 투자할 계획이다.

당초 동사의 IPO 시점은 올해말 또는 2019년으로 예상됐다. 그러나 최근 인민은행의 비은행 전자결제 기업에 대한 규제 강화(지급준비율 현행 50% → 100%로 상향)와 중국 제3자 결제 시장내 경쟁심화로 인해 마케팅비가 확대되면서 1Q18 순손실을 기록했다. 이에 동사의 IPO는 2020년 이후에 가능할 것으로 예상된다.

Fig. 8: Ant Financial 기업가치 평가액 및 자금조달 규모 추이



자료: WSJ, BNK투자증권

Fig. 9: Pre-IPO 각 라운드별 주요 투자자

일시	거래 종류	거래 규모	기업가치 평가액	주요 투자자
2Q15	Series A round	1.9 \$bn	45 \$bn	중국 사회보장기금(NSSF), 중국생명보험, 중국우정그룹, 중국개발은행 캐피탈 등
3Q15	Strategic Financing	-	-	Unknown
2Q16	Series B round	4.5 \$bn	60 \$bn	중국투자공사 캐피탈, 중국건설은행 신탁, 기존 투자자 등
1Q17	Debt Financing	3.5 \$bn	-	-
1Q18	Strategic Financing	-	-	Unknown
2Q18	Series C round	14.0 \$bn	150 \$bn	캐나다 연금투자위원회, 싱가포르투자청, 칼라일 그룹, 블랙록, 기존 투자자 등

자료: WSJ, BNK투자증권

## 2. Ant Financial의 주요 사업모델

### 주요 사업분야: 지급결제 서비스, 파이낸싱, 자산운용 및 보험서비스

Ant Financial의 주요 사업분야는 지급결제 서비스, 파이낸싱, 자산운용, 보험, 신용평가 서비스 등이다. 알리페이라는 지급결제 서비스는 동사의 주요 수익원을 담당하는 사업분야로 알리바바 그룹의 전자상거래 거래액(GMV) 확대가 지속되면서 고성장하고 있다. 알리페이의 결제 서비스는 카드사와 은행의 역할을 대체하고 있으며 주요 수익원은 기업회원에게 수취하는 판매수수료와 이체, 송금 등의 부가서비스를 이용하는 개인회원에게 수취하는 수수료다.

한편 자산운용 분야의 대표적인 서비스는 알리페이 계좌 잔액으로 운용되는 온라인 MMF 상품 위어바오다. 위어바오는 시중은행 금리보다 훨씬 더 높은 수익률을 보장하면서 단기간에 폭발적으로 성장했다. 위어바오가 글로벌 최대 규모의 MMF로 성장함으로써 동사는 소비자금용, 보험 등의 금융서비스로 사업영역을 확장했다.

Fig. 10: Ant Financial 주요 사업분야 및 이용자 수

PAYMENT	WEALTH MANAGEMENT	FINANCING	INSURANCE	CREDIT REFERENCE
 支付宝 ALIPAY	 余额宝	 蚂蚁花呗 蚂蚁小贷 ANT CREDIT FLOWER ANT MICRO LOAN	 蚂蚁保险	 芝麻信用 ZESHAME CREDIT
5.2억명 (Annual Active Users)	3.3억명 (Cumulative Users)	1.0억명 (Annual Active Users)	3.9억명 (Annual Active Users)	2.6억명 (Activated Users)

자료: Company Data, BNK투자증권

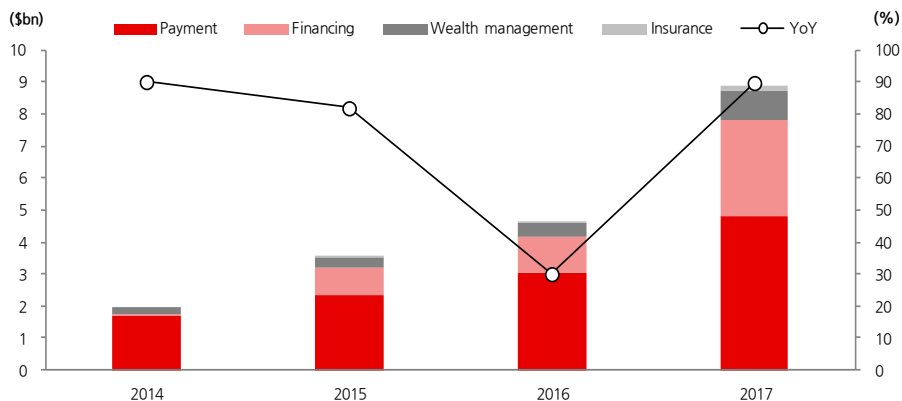
동사의 파이낸싱 사업은 주로 개인들을 대상으로 하는 소비자 금융서비스 Ant Micro Loan과 중소기업(SME)을 대상으로 하는 대출서비스 Ant Small Loan이다. Ant Small Loan은 축적한 결제 DB를 바탕으로 중소기업(SME)들의 부채상환능력을 자체적으로 평가해 플랫폼내 상인들에게 단기 대출을 제공하는 서비스다.

한편 Ant Micro Loan은 2015년 동사의 자회사인 인터넷전문은행 Mybank가 출범한 이후 본격적인 성장세를 나타냈다. 자회사인 즈마신용의 신용평가모델을 통해 부실채권 비율(NPL Ratio)이 개선됐고 소비자 대출채권을 기초자산으로 하는 자산유동화증권(ABS) 발행이 호조세를 나타내면서 파이낸싱 사업이 동사의 주요 수익원으로 성장했다.

중안보험은 동사와 텐센트, 평안보험이 공동출자한 합자회사로 별도의 개인인증 없이 온라인 상에서 보험을 구매할 수 있고 보험가입 절차 간소화와 박리다매 전략, 자동화를 통한 업무 효율 제고 등으로 견조한 성장세를 나타내고 있다. 중국 최대 온라인 보험사로 성장한 중안 보험은 78개 이상의 보험기관과 제휴함으로써 안전한 전자상거래 환경 구축을 위한 보증보험을 포함해 총 2,000개 이상의 보험 상품을 서비스하는 종합보험사다.

동사의 파이낸싱 사업이 급성장 할 수 있었던 주된 요인중 하나는 즈마신용이 서비스 하고 있는 빅데이터 기반의 개인신용평가 시스템이 부실채권 비율을 감소시켰기 때문이다. 즈마신용은 2015년 중국 인민은행으로부터 개인신용조회업 허가를 받았다. 즈마신용은 이용자의 전자상거래 결제내역, 신용카드 연체 여부, 각종 요금납부 상황, 모바일 결제내역, 채테크 상품 가입 현황 등 온라인 데이터를 기반으로 신용등급을 평가하고 이에 따른 보상을 제공한다.

Fig. 11: 주요 사업부문별 매출 추이



자료: Company Data, BNK투자증권

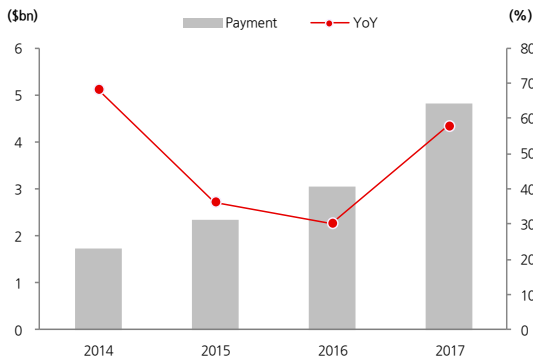
### 핵심 사업은 지급결제 및 파이낸싱 서비스

동사의 매출은 지급결제 서비스 및 파이낸싱 사업부문의 호조세로 견조한 성장을 지속하면서 '14~'17년동안 연평균(CAGR) 65% 수준의 높은 외형성장률을 기록했다. '17년 매출은 약 89 억달러로 이중 지급결제 서비스의 매출비중은 54%, 파이낸싱 부문의 매출비중은 34%로 두 사업부문이 대부분을 차지하고 있다. 지급결제 서비스 매출은 '14~'17년동안 연평균(CAGR) 41% 성장했고 파이낸싱 부문의 매출은 '14~'17년동안 연평균(CAGR) 500%로 급증세를 나타냈다.

### 파이낸싱 부문의 고성장으로 매출비중 확대

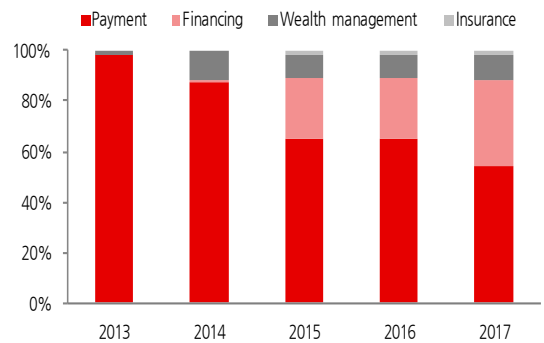
2015년 동사의 자회사인 인터넷전문은행 Mybank가 출범한 이후 소비자 대출이 본격적인 성장세를 나타내면서 파이낸싱 부문의 매출비중은 '14년 1%에서 '15~'16년 24%, '17년 34% 수준까지 확대되었다. 반면 지급결제 서비스의 매출비중은 '14년 87%에서 '17년 54% 수준까지 축소되었다

Fig. 12: 지급결제 서비스 매출 추이



자료: Company Data, BNK투자증권

Fig. 13: 사업부문별 매출비중 추이



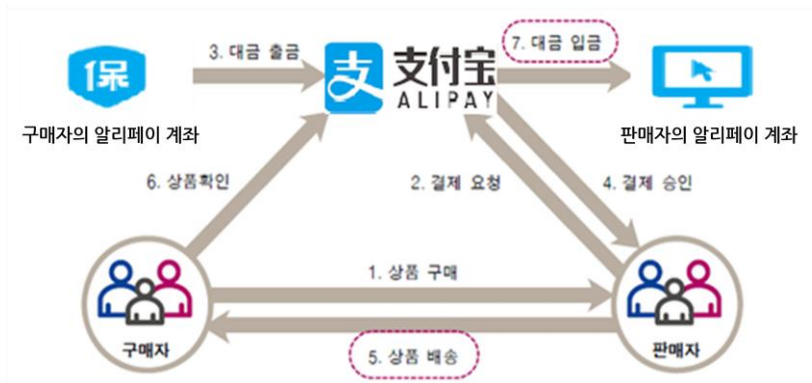
자료: Company Data, BNK투자증권

### 3. 지급결제 사업: 알리페이

#### 알리페이: 에스크로 기반의 결제 시스템

알리페이는 동사의 주요 수익원으로서 캐시카우 역할을 담당하고 있다. 알리바바 계열 플랫폼의 결제 수단으로 출범한 알리페이는 글로벌 최대 결제 플랫폼인 페이팔을 벤치마킹한 에스크로 기반의 결제 시스템이다. 알리페이는 판매자와 구매자 사이의 거래를 보증함으로써 신뢰를 가장 중요시 여기는 중국에서 급성장했고 C2C 기반의 온라인 쇼핑물 타오바오를 중국 최대 오픈마켓으로 성장시키는 원동력이 되었다.

Fig. 14: 알리페이 결제 시스템 구조

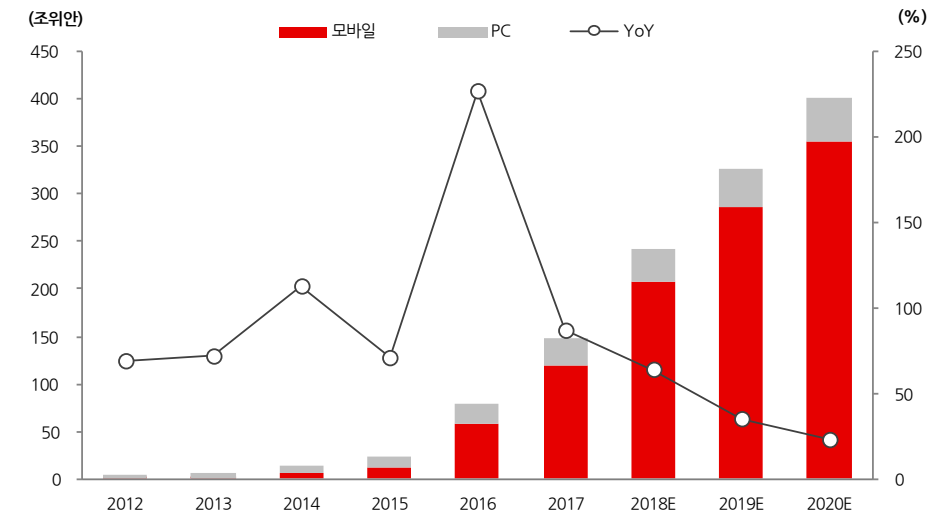


자료: Company Data, BNK투자증권

구매자가 상품을 구매하면 구매자의 알리페이 계좌에서 대금이 출금되고 판매자는 이 사실을 통지받고 상품을 배송한다. 구매자가 상품을 확인하면 알리페이는 판매자의 알리페이 계좌로 대금을 입금하는 구조다. 중국은 신용카드 시스템, 금융기관 창구, ATM 등의 지급 결제 인프라가 미비하고 상거래 관련 사기가 빈번하게 발생했기 때문에 결제대금 예치 방식(에스크로)의 충전식 전자지갑 서비스인 알리페이가 시장점유율을 빠르게 확대할 수 있었다.

또한 구매자와 판매자 사이에 메신저 알리왕왕을 통해 분쟁 발생 시 저장된 대화내용을 활용해 분쟁을 해결할 수 있도록 함으로써 전자상거래의 안전 지불 수요를 충족시켰다. 알리페이는 알리바바닷컴, 타오바오, 알리소프트웨어, 야후커우베이 등 주요 인터넷 상거래망을 연결해 규모의 경제를 확보했고 이후 독립적인 결제 플랫폼으로서 당당닷컴 등의 외부 B2C 전자상거래 업체와 폭넓은 협력 관계를 구축했다.

Fig. 15: 중국 제3자 결제 시장 규모 추이



자료:艾瑞咨询, BNK투자증권

### QR코드 결제 대중화로 중국 모바일 결제시장 고성장

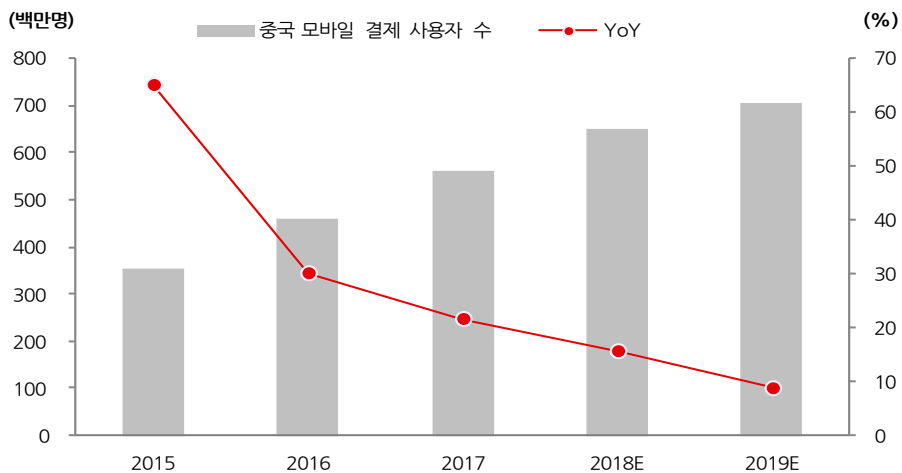
‘17년 중국 제3자 결제 시장은 약 147조위안(21.5조달러)으로 ‘12~‘17년동안 연평균(CAGR) 107% 수준의 고성장세를 지속했다. 동기간 PC 결제 시장은 연평균(CAGR) 49% 증가하는데 반해 모바일 결제 시장이 연평균(CAGR) 278% 증가하면서 전체시장의 성장을 견인했다. 이로써 모바일 결제 시장의 비중은 ‘12년 4%에서 ‘17년 82% 수준까지 확대되었다.

중국 모바일 결제 시장이 고성장할 수 있는 핵심 요인은 신용카드 인프라가 구축되기 전에 제3자 지불 결제 수단이 시장을 선점했기 때문이다. 알리페이는 2008년 온라인에서 오프라인 결제 시장으로 사업 영역을 확장했고 현재 100만개 이상의 오프라인 가맹점을 보유하고 있다. 또한 2009년부터 모바일 결제 서비스를 제공하기 시작했다.

알리페이는 오프라인 결제 시장에서 점유율을 확대하기 위해 기존의 은련카드가 과점하고 있는 POS 시스템이 아니라 소비자와 판매자 사이에서 직접 거래를 연결해주는 QR코드 결제방식을 도입했다. 판매자 입장에서는 수수료가 절감되고 초기 단말기 구매 비용에 대한 부담도 없었기 때문에 POS 시스템 보다 유리했고 소비자도 어느 환경에서나 간편하게 결제할 수 있는 편의성 측면의 이점이 있었다.

이로써 QR코드 결제는 급속히 확산되었고 오프라인에서도 알리페이의 점유율이 급증했다. QR코드는 대부분이 사용자가 판매자의 QR 코드를 스캔하여 결제를 진행하는 가맹점 고유 QR 생성 방식으로 이뤄진다. 소비자는 자신의 알리페이 앱을 이용해 가맹점의 QR 코드를 스캔하고 결제 금액을 입력하면 결제가 처리된다.

Fig. 16: 중국 모바일 결제 사용자 수 추이



자료:艾瑞咨询, BNK투자증권

QR코드 결제가 오프라인에서 확산되면서 모바일 결제 사용자 수도 견조한 성장세를 나타냈다. '17년 중국 모바일 결제 사용자 수는 5.6억명(22% YoY)으로 증가세가 지속되고 있다. 중국은 연내 45만개의 신규 4G 기지국을 구축할 예정이며 지속적인 인터넷 인프라 확장을 추진하고 있어 향후에도 중국 모바일 결제 사용자 수는 견조한 성장세를 나타낼 것으로 전망한다.

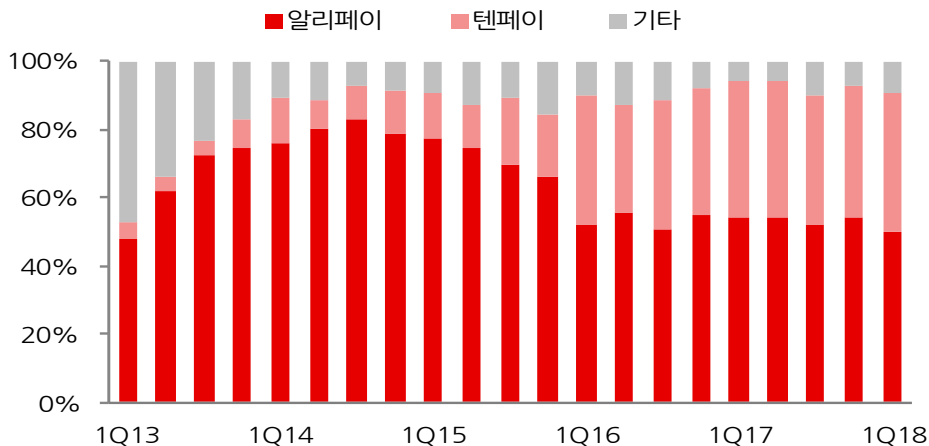


### 중국 모바일 결제 시장내 경쟁 심화

중국 모바일 결제 시장에서는 최근 알리페이와 위챗페이의 경쟁이 심화되고 있다. 2013년 위어바오 출시 이후 2014년 알리페이의 중국 모바일 결제 시장 점유율은 80%를 상회했다. 그러나 2015년부터 알리페이의 시장점유율은 50%대로 급락한 반면 텐페이의 시장 점유율은 7% 수준에서 40%까지 급증한 상태다. 텐페이의 점유율 증가는 중국내 수퍼앱으로 불리는 위챗 플랫폼의 시장 지배력으로부터 비롯된다.

위챗페이는 지급결제 서비스 외에도 데이터 분석, 사용자 분석 서비스, 마케팅 등 통합적인 비즈니스 솔루션을 제공한다. 사업자는 공식계정을 팔로우한 사용자에게 푸쉬 메세지 발송과 쇼핑몰 개설을 할 수 있으며 고객센터를 개설해 실시간으로 고객 응대가 가능하다. 또한 사업자는 위챗 플랫폼에서 포스트를 통한 마케팅이 가능하고 소비자는 쿠폰을 SNS로 직접 공유시킬 수 있다. 더불어 오픈 API를 통해 사업자가 자신의 아이디어를 위챗 안에서 구현할 수 있도록 지원한다.

Fig. 17: 중국 모바일 결제 시장 M/S 추이



자료:艾瑞咨询, BNK투자증권

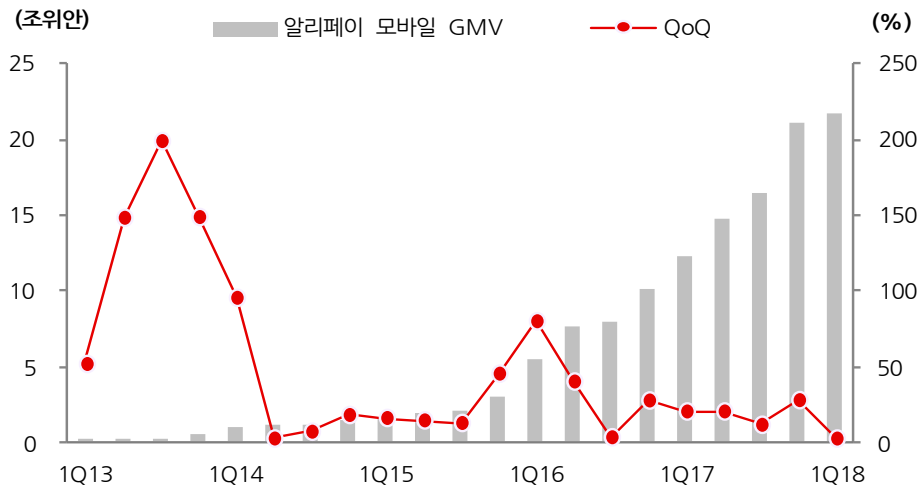
위챗페이는 텐페이의 시스템을 위챗 플랫폼에 적용한 것으로 텐페이는 온라인 결제에 사용되지만 위챗페이는 온/오프라인 결제 방식이라는 점에서 차이가 존재한다. 위챗페이는 QR코드 결제, 인앱(In-App)결제, 공식계정 결제 등 3가지 방식의 결제 방식을 모두 지원한다. 위챗 플랫폼의 영향력을 바탕으로 위챗페이는 향후에도 중국 모바일 결제 시장에서 견조한 성장을 지속할 것으로 예상된다.

### 알리페이 모바일 GMV의 견조한 성장세

위챗페이의 점유율 확대속에서도 알리페이의 모바일 결제 시장점유율은 안정적으로 유지될 전망이다. '17년 알리페이의 모바일 결제 총거래액(GMV)은 약 65조위안(9.4조달러)으로 '13~'17년동안 연평균(CAGR) 193% 수준의 높은 성장세를 나타내고 있다. 알리페이의 경쟁력은 전자상거래 플랫폼인 타오바오 및 티몰과의 연계서비스, 다양한 인센티브 제공을 통한 가맹점과의 네트워크다.

알리페이는 알리바바 그룹의 전자상거래 플랫폼과 연계하여 다양한 서비스를 제공한다. 전자상거래 플랫폼에서 생성되는 데이터를 가공하여 사업자에게 빅데이터 솔루션을 제공하고 있다. 또한 사용자 위치 기반의 알리페이 온라인 플랫폼 앱의 데이터를 이용해 오프라인 사업자는 다양한 마케팅 효과를 누릴 수 있다. 온라인과 오프라인의 상거래 및 결제를 연결하는 비즈니스 모델을 개발하고 있다.

Fig. 18: 알리페이 모바일 결제 GMV 추이



자료: 艾瑞咨询, BNK투자증권

한편 알리페이는 대규모의 기발하고 흥미로운 프로모션을 자주 기획하고, 이에 수반하는 큰 비용을 일정 부분 부담하고 있다. 알리페이의 수수료 부과 방식은 상품 판매 기업회원에게는 기본적으로 거래금액이 증가할수록 수수료가 감소하는 체계를 적용하고 있으며, 개인회원에게는 제공 부가 서비스 별로 차별화된 수수료 체계를 적용해 개인의 특성에 맞는 인센티브를 제공하고 있다.

### 알리페이의 수수료 수익 구조

알리페이의 주요 수익원은 기업회원에게 수취하는 판매수수료와 이체, 송금 등의 부가서비스를 이용하는 개인회원에게 수취하는 수수료다. 알리페이는 기업회원에게 상품별로 다른 수수료 체계를 적용한다. 대금수취상품 수수료는 누감(累減)방식과 통합방식으로 부과되며 누감방식은 거래금액에 따라 누감적으로 수수료율을 적용하는 방식으로 거래금액이 누적됨에 따라 수수료율은 감소한다.

알리페이는 일부 지불결제서비스와 개인회원이 이용하는 일부 부가서비스에도 수수료를 수취한다. 수수료 수취대상 서비스는 이체, 인출, 요금납부, 보안상품, 신용카드결제, 국제결제 등이다.

Fig. 19: 기업회원용 대금수취상품 수수료율

구분	거래금액 (위안)	수수료율
누감 방식 패키지	0 ~ 6만	1.2%
	6만 ~ 50만	1.0%
	50만 ~ 100만	0.9%
	100만 ~ 200만	0.8%
	200만 이상	0.7%

자료: Company Data, BNK투자증권

Fig. 20: 개인회원용 부가서비스 수수료율

구분	해당 서비스	수수료율
이체	이체지불, 이체수취	0.1~0.5%
인출	빠른인출	0.0~0.2%
보안상품	SMS 인증서비스	0.6위안/1개월
신용카드 결제	신용카드 결제 및 할부	1.0~6.9%
국제결제	해외지역내 결제	1.0~3.0%
기타	국제송금, 해외직구 등	차별적 적용

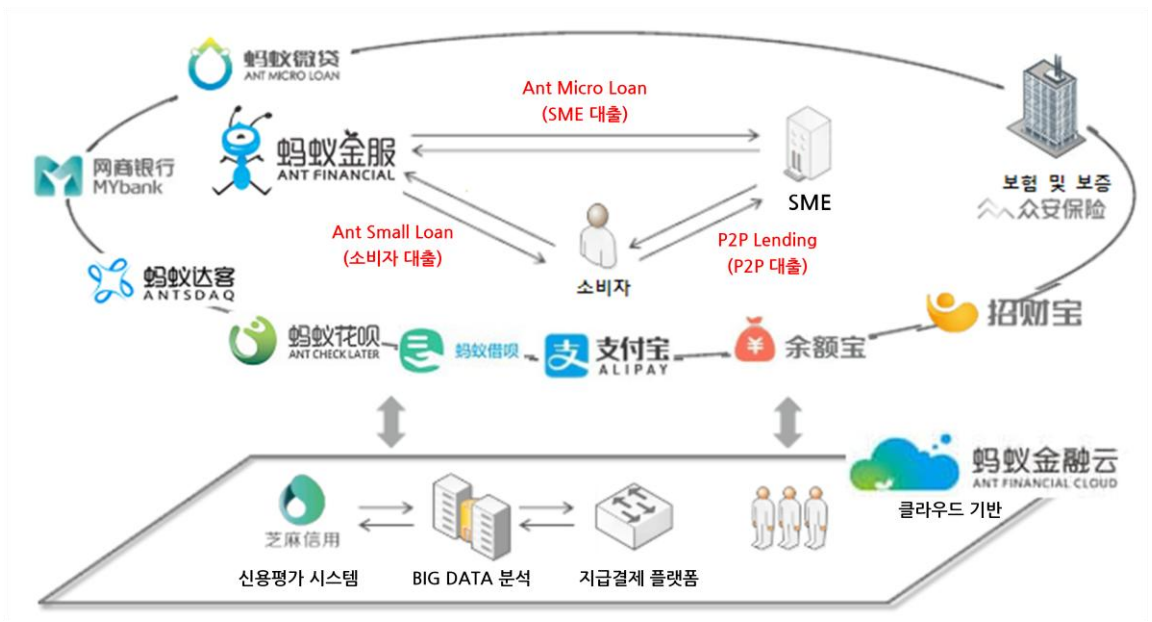
자료: Company Data, BNK투자증권

## 4. Ant Financial 금융서비스의 Value Chain

**Ant Financial의 금융서비스 생태계**

Ant Financial은 2013년 위어바오의 출범 이후 자산운용, 파이낸싱, 인터넷은행, 증권, 보험, 신용평가사 등의 금융서비스 자회사들을 수직 계열화하면서 2015년부터 파이낸싱 매출이 급성장하기 시작했다. 우선 알리페이 계좌 잔액으로 운용되는 온라인 MMF 상품 위어바오가 글로벌 최대 규모의 MMF로 급성장하면서 자산운용, 소비자금융, 보험 등의 금융서비스로 사업영역으로 확장하는 발판이 마련됐다.

Fig. 21: Ant Financial 금융서비스의 Value Chain



자료: Company Data, BNK투자증권

2015년 인터넷전문은행 Mybank가 출범한 이후 즈마신용의 신용평가모델을 통해 부실채권 비율(NPL Ratio)이 개선됐고 소비자 대출채권을 기초자산으로 하는 자산유동화증권(ABS) 발행이 호조세를 나타내면서 파이낸싱 사업이 동사의 주요 수익원으로 성장했다. 동사가 구축한 파이낸싱 사업의 3가지 축은 알리페이의 개인 사용자들을 위한 소비자 대출, 알리바바 그룹 전자상거래 플랫폼내 입점되어 있는 중소기업들을 위한 SME 대출, 자오차이바오를 활용한 P2P 대출 서비스다.

동사의 주요 금융 자회사 및 계열사로는 위어바오와 정기적금 형태의 P2P 투자상품을 판매하는 대출중개 플랫폼 자오차이바오, 소비자 대출에 주력하는 인터넷전문은행 마이뱅크와 빅데이터 모델에 기반한 SME 대출 서비스 앤트마이크로론, 안전한 e-커머스 거래를 위한 보증보험 등을 판매하는 온라인 종합보험사 중안보험, 빅데이터 기반의 개인신용평가 서비스인 즈마신용 등이 있다.

Fig. 22: Ant Financial의 주요 금융 자회사 및 계열사

사업 분야	자회사 및 계열사명	주요 서비스
Wealth management	위어바오(余额宝)	알리페이의 계정의 여유자금으로 머니마켓펀드(MMF) 운용
	자오차이바오(招财宝)	정기적금 형태의 P2P 투자상품을 판매하는 대출중개 플랫폼
Financing	마이지에베이(蚂蚁借呗)	개인 소비 목적을 위한 대출 서비스
	마이화베이(蚂蚁花呗)	할부결제 기능을 지원하는 가상 신용카드 서비스
	앤츠닥(蚂蚁达客)	증권형 크라우드펀딩 플랫폼
	마이뱅크(网商银行)	소비자 대출에 주력하는 인터넷전문은행
	앤트마이크로론	빅데이터 모델에 기반한 SME 대출 서비스
Insurance	중안보험(众安保险)	안전한 e-커머스 거래를 위한 보증보험 등을 판매하는 온라인 종합보험사
Credit rating	즈마신용(芝麻信用)	빅데이터 기반의 개인신용평가 서비스
Cloud	앤트파이낸셜 클라우드	클라우드 컴퓨팅 기반의 전산시스템 구축

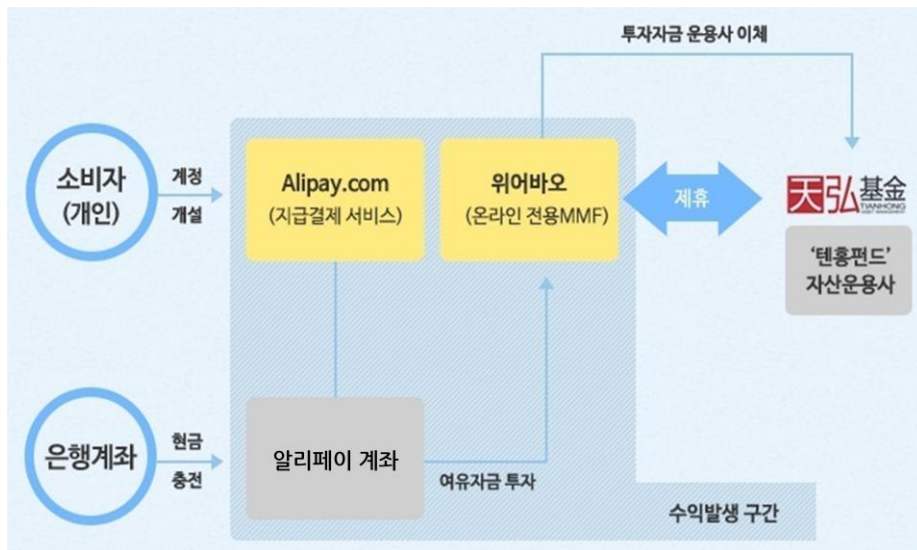
자료: BNK투자증권

### 위어바오의 사업구조

2013년 출시된 온라인 MMF 위어바오는 글로벌 최대 규모의 MMF로 급성장하면서 동사가 자산운용, 소비자금융, 보험 등의 금융서비스로 사업영역을 확장하는 발판이 됐다. 위어바오는 알리페이 계좌에 남은 여유자금을 텐홍펀드에 투자해 수익을 창출하는 온라인 MMF 상품이다.

중국 인민은행은 예금금리를 기준금리 대비 10% 이하로 제한하고 있고 시중 대형은행은 이보다 훨씬 낮은 예금금리를 제시하고 있다. 중국의 시중 은행들이 정부규제로 낮은 예금/대출금리를 유지하는 동안 위어바오는 연 5~6% 수준의 고금리를 보장하면서 고객기반을 확대해 왔다.

Fig. 23: 온라인 MMF 위어바오의 사업모델



자료: BNK투자증권

또한 일반적으로 중국 시중은행의 계좌개설 비용은 10~50위안인데 반해 위어바오는 계좌개설 수수료 및 중도해지 수수료가 무료이며 최소 3일만 위탁해도 별도의 수수료 없이 연 5~6%의 이자가 지급됐다.

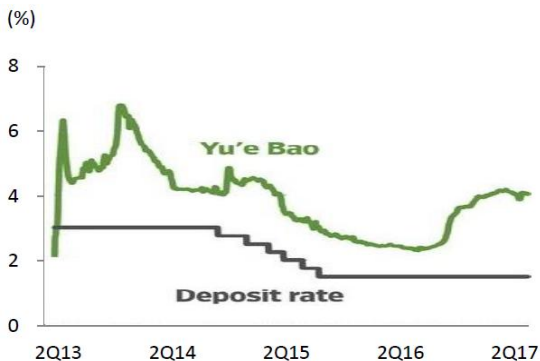
위어바오 성장의 핵심 요소는 중국 정부가 정하는 일반적인 예금금리와 금융시장의 자금 수요와 공급 상황을 반영하는 은행 간 자금대차 금리 간의 격차에 따른 아비트리지(arbitrage) 기회를 활용해 높은 투자수익률을 보장할 수 있었다는 것이다.

### 위어바오의 높은 투자수익률

중국에는 정부가 정하는 예금 금리와 수요와 공급의 원칙에 의해 정해지는 은행 간 금리가 존재한다. 위어바오는 운용자산의 대부분을 은행 간 금리에 투자하고 있다. 위어바오의 출시 초기에는 중국의 은행 간 금리가 급등하면서 높은 수익을 기록할 수 있었다. 또한 텐홍 자산 운용은 듀레이션이 긴 금융 상품에 대한 투자비중을 늘림으로써 위어바오의 수익률을 극대화 시켰다.

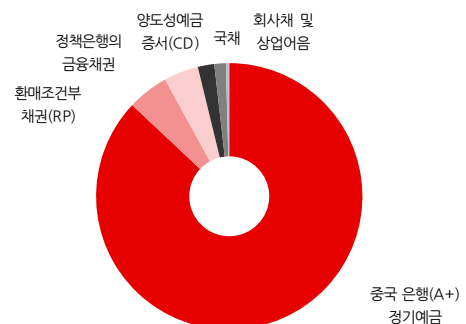
그러나 이러한 투자는 일반적인 은행 예금 투자보다 유동성이 떨어진다. 2014년 중국 5대 메이저 국유은행이 위어바오 등 인터넷 MMF 상품의 협의 예금을 받지 않기로 합의하고 중국 증권감독관리위원회(증감회)가 리스크가 낮은 자산들에 대한 투자 비중을 늘리고 단일 금융 기관에 대한 익스포저를 제한하며 자산 기반을 다양화하라는 새로운 유동성 관리 지침을 발표하면서 위어바오의 투자수익률은 출시초기 대비 일정부분 하락한 상태다.

Fig. 24: 위어바오 투자수익률 및 인민은행 예금금리



자료: 中国人民銀行, 天弘基金, BNK투자증권

Fig. 25: 위어바오의 자산별 투자비중 ('17년 기준)



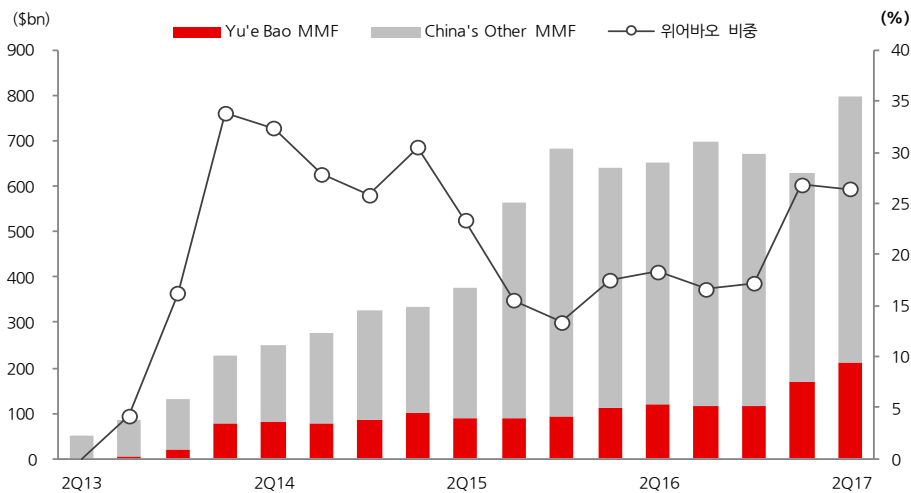
자료: Fitch Ratings, BNK투자증권

위어바오는 운용자산의 약 87%를 국내 중국 은행(등급 A+)의 (협의) 정기예금, 약 5%는 환매조건부채권(RP), 약 4.2%는 정책은행의 금융채권, 약 2%는 양도성예금증서(CD), 약 1.4%는 국채, 0.4%는 회사채 및 상업어음('17년 기준)에 투자하는 것으로 추정된다.

텐홍 자산운용은 정부 당국이 적용한 유동성 관리 지침에 따라 낮은 리스크와 낮은 수익률, 높은 유동성을 위한 노력을 강화하는 방향으로 MMF의 운용 방향을 조정하고 있다. 운용방침 변경으로 투자수익률은 4% 수준으로 출시 초기보다 낮아졌지만 중국 단기 국채와 은행 예금금리, 미국과 유럽의 MMF 수익률 보다는 높은 수준을 유지하고 있다. 한편 당사는 최근 운용 자산 규모 확대에 의해 2개의 MMF를 추가 운용하기로 결정했다.

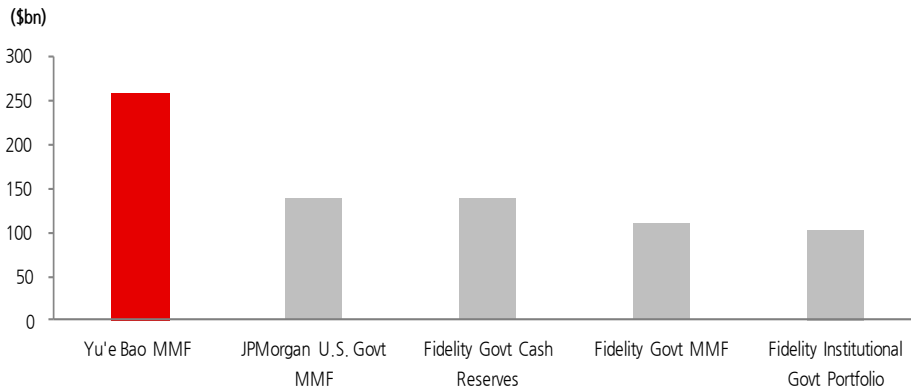
위어바오가 폭발적으로 성장하자 중국의 주요 인터넷 기업인 텐센트, 바이두, 시나도 온라인 MMF 상품을 출시하면서 2014년부터 중국의 MMF 시장이 빠르게 성장하기 시작했다. 반면 은행의 예금 금리보다 높은 투자수익률을 보장하는 온라인 MMF 상품들의 등장으로 인해 중국 국영은행들의 예금 잔고는 급격히 이탈하기 시작했다. 위어바오는 현재도 중국 전체 머니마켓펀드(MMF) 순자산가치의 약 25%를 차지하는 대표적인 온라인 MMF로 자리매김한 상태이며 운용자산은 2,600억달러를 돌파하며 글로벌 최대 규모의 MMF가 되었다.

Fig. 26: 중국 머니마켓펀드(MMF) 순자산가치 추이



자료: Wind Info, BNK투자증권

Fig. 27: 주요 글로벌 MMF 규모



자료: Bloomberg, BNK투자증권

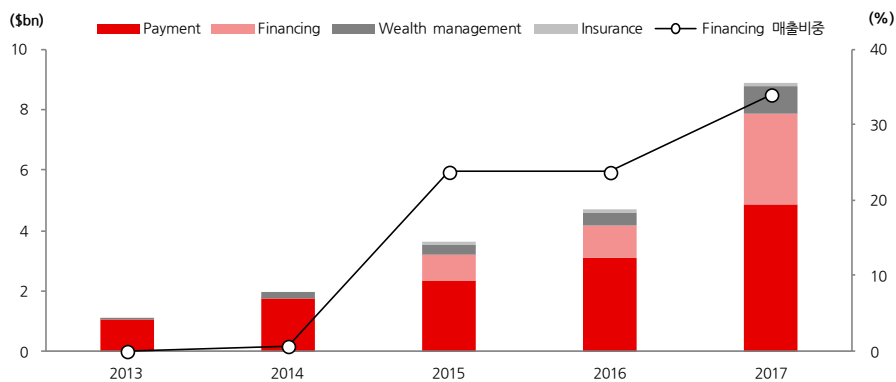


### 파이낸싱 부문의 고성장

파이낸싱 부문의 매출은 '14~'17년동안 연평균(CAGR) 500% 증가하며 가장 빠른 성장세를 나타내고 있다. '17년 파이낸싱의 매출비중은 34% 수준까지 확대되었다. 동사의 금융 자회사 및 계열사 중 가장 대표적인 서비스는 인터넷전문은행인 MYbank와 가상 신용카드 서비스인 마이화베이, SME 대출 서비스인 엔트 마이크로론 등이 있다.

MYbank는 '15년 6월 설립된 인터넷전문은행으로 대출규모가 빠르게 증가하고 있다. 중소기업, 자영업자, 농촌지역 고객을 대상으로 중금리 대출을 제공하여 금융 사각지대에 주력하는 대출서비스다. 빅데이터 기반으로 부채상환능력을 정밀하게 평가하여 부실 리스크를 최소화하는 전략을 가지고 있다.

Fig. 28: Ant Financial 사업부문별 매출액 추이



자료: Company Data, BNK투자증권

마이화베이는 알리페이 이용자를 대상으로 신용대출 서비스(500~5,000위안)를 제공하는 가상 신용카드 서비스로 현재 90년대생인 유저들 중심으로 빠르게 성장하고 있다. 엔트 마이크로론은 타오바오 등의 온라인 쇼핑몰 판매자 및 구매자에게 일정 한도 내에서 신용을 공여하는 소액대출 플랫폼이다.

그 밖에도 개인 소비 목적을 위한 대출 서비스인 마이지에베이, 증권형 크라우드펀딩 플랫폼 앤츠닥 등의 서비스도 본격화되면서 파이낸싱 부문이 견조하게 성장하였다.

### ‘15년 소비자 금융 사업 본격화

동사의 파이낸싱 매출이 본격적으로 확대된 시점은 인터넷전문은행 MYbank와 신용평가사 즈마신용이 서비스를 시작한 2015년부터다. 즈마신용의 신용평가를 기반으로 MYbank의 소비자 대출 사업이 본격화되면서 파이낸싱 부문이 높은 외형성장을 나타내기 시작했다. 앞서 중국 당국은 향후 5년내 개인에 대한 사회신용평가 시스템을 전면적으로 구축하기 위해 즈마신용을 비롯한 8개사에 개인 사회신용평가 사업을 시범 허가했다.

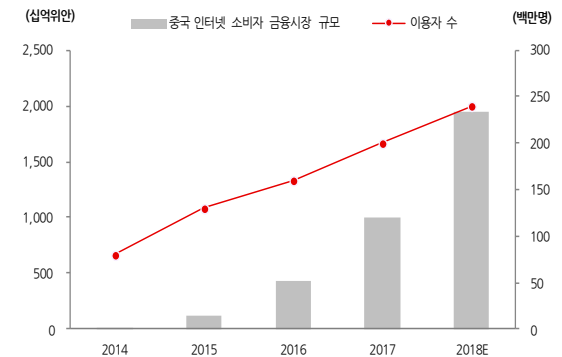
이는 중국이 오는 2020년까지 개인과 기업에 대한 데이터 베이스(DB)를 구축해 전면적인 사회신용평가 시스템을 실시하기 위한 첫 단계 조치다. 개인 사회신용 DB에는 개인의 재무 상태와 정부의 정보, 그리고 경미한 교통 사고 기록 등 모든 정보가 망라될 것으로 예상된다. 즈마신용은 알리바바 그룹내 전자상거래 서비스를 통해 확보한 데이터와 각각의 협력사 등을 통해 획득한 데이터를 기반으로 개인 신용평가 업무를 수행하고 있다.

Fig. 29: Ant Financial의 파이낸싱 사업 주요 연혁

일시	파이낸싱 사업
2010	Ant Micro Loan (SME 대출업) 설립
1Q15	즈마신용 (신용평가업) 출범
2Q15	MYbank (인터넷전문은행) 서비스 개시
2016	Ant Check Later (가상 신용카드) 출범
1Q17	소비자 대출 규모 3,000억위안 돌파
1Q18	소비자 대출 규모 6,000억위안 돌파

자료: Company Data, BNK투자증권

Fig. 30: 중국 온라인 소비자대출 시장 규모



자료: 艾瑞咨询, BNK투자증권

민간기업들의 신용평가시스템 구축이 본격화되면서 '15년부터 중국의 온라인 소비자 금융시장도 급성장하게 된다. '17년 중국 온라인 소비자 대출시장 규모는 9,983억위안(129% YoY)이며 이용자 수는 약 2억명(25% YoY)으로 견조한 성장중이다. 중국 온라인 소비자 대출 시장은 '13년 60억위안에서 '19년 3.4조위안 수준까지 확대될 것으로 전망된다. 온라인 소비자 대출은 대부분 소비자가 전자상거래 플랫폼에서 시행하는 할부결제나 온라인 지불 계좌에 적립된 대출을 선불로 사용하는 형태로 구성된다.

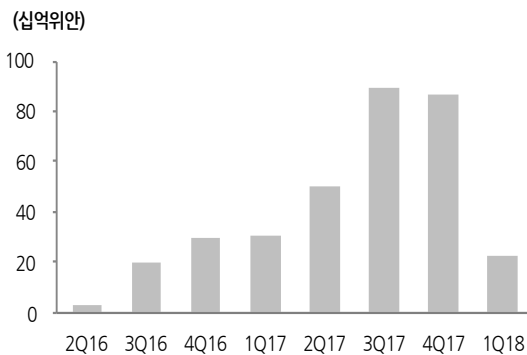
한편 동사의 소비자 대출은 1Q17 3,000억위안을 돌파한데 이어 올해 1분기에는 6,000억위안을 돌파하면서 동사의 실적개선을 주도하고 있다.

### 자산유동화증권(ABS) 발행 규모 확대

동사의 파이낸싱 사업이 고성장할 수 있었던 주요인 중 하나는 소비자 대출채권을 기초자산으로 하는 자산유동화증권(ABS)의 판매호조다. '16년 동사의 ABS 발행액은 516억위안에 불과했지만 '17년 ABS 발행액은 2,387억위안으로 급증했다. 이는 '17년 중국 전체기업이 발행한 ABS 발행액의 약 32%를 차지하는 수준이다.

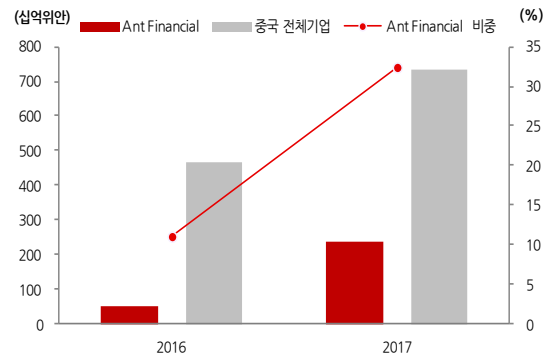
그러나 작년말부터 소비자 금융업체들에 대한 중국 정부의 규제가 강화되기 시작하면서 1Q18 동사의 ABS 발행액은 227억위안으로 급감했다. 규제당국은 작년 12월부터 디레버리징 요구를 강화하고 있다. 또한 일부 대출 기관이 증권화한 상품을 대차대조표에 포함하도록 요구했다. 이는 부채 비율 상승으로 인해 대출 사업의 제한요인으로 작용한다.

Fig. 31: Ant Financial의 분기별 ABS 발행액 규모



자료: Bloomberg, China Securities Analytics, BNK투자증권

Fig. 32: Ant Financial의 연간 ABS 발행액 규모



자료: Bloomberg, China Securities Analytics, BNK투자증권

한편 최근 인민은행은 최근 모바일 결제 회사의 비부금(備付金) 비율을 기존 50%에서 100%로 상향할 것이라고 밝혔다. 비부금은 은행의 지급준비금과 유사한 개념으로 결제 회사가 고객으로부터 거래대금을 받아 은행이나 거래처 등에 대신 지급할 때까지 보관하는 금액을 의미한다. 동사와 같은 결제 사업자들의 주요 수익모델중 하나가 비부금을 활용한 투자 수익인 만큼 이번 조치는 동사 실적에 부정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다.

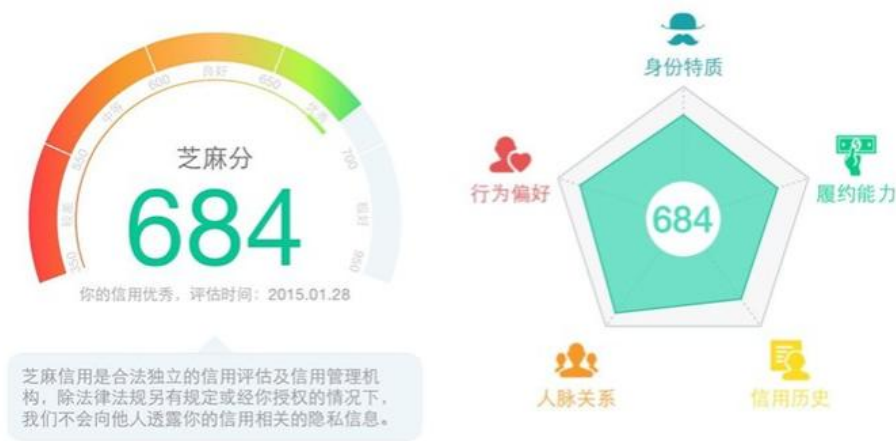
## 5. 신용평가모델 비교: FICO VS 즈마신용

### 즈마신용의 신용평가 시스템

즈마신용은 소비자 및 중소기업(SME)에 대한 개별 신용 점수를 산출하기 위해 온라인 및 오프라인 데이터를 기반으로 채점 시스템을 사용하는 중국 최초의 신용평가 대행사다. 즈마신용의 신용평가 시스템은 대출 기관, 상인 및 기타 회사에 고객의 신용도를 평가할 수 있는 신뢰할 수 있는 도구를 제공하며 이는 주택 융자, 이동 전화 서비스 계약, 자동차 대출 등 광범위한 신용계약에 사용될 수 있다.

기존의 전통적 신용평가 시스템과의 중요한 차이점은 즈마신용의 신용평가 시스템은 은행 대출 기록이 없고 신용카드를 사용하지 않는 사람 즉, 신용 기록이 거의 없는 사람들에게 초점을 맞추고 있다는 점이다.

Fig. 33: 즈마신용의 신용평가시스템



자료: Company Data, BNK투자증권

이것이 가능한 이유는 즈마신용의 신용평가 시스템은 기존의 시스템과는 달리 재무적 데이터 뿐만 아니라 비재무적 데이터 등 훨씬 더 많은 데이터를 활용하기 때문이다. 빅데이터를 기반으로 구축한 IT역량을 활용함으로써 즈마신용은 신용 공급자가 정확한 의사 결정을 내릴 수 있게 할 뿐만 아니라 상인들이 신용 관련 정보를 더 많이 제공 할 수 있게 돕는다.

즈마신용은 Alibaba의 광대한 온라인 생태계를 활용해 타오바오 및 티몰을 포함한 Alibaba Group 전자상거래 플랫폼에서 구매 및 판매하는 3억명 이상의 실제 등록 고객과 3,700만개의 소규모 기업으로부터 데이터를 수집 할 수 있다. 또한 알리페이 지급결제 플랫폼이 보유하고 있는 광대한 결제 데이터를 활용할 수 있다. 그리고 공공 기관, 금융 기관 및 다양한 유형의 상인과 적극적으로 협력해 소비자의 신용도를 효과적으로 반영 할 수 있는 많은 데이터를 확보한다.

다만 모든 데이터는 정보의 개별 주체의 사전 동의하에 수집되며 모든 데이터는 암호화되고 분리되어 있다. 또한 특정 대상의 신용 점수에 대한 액세스는 해당 대상의 승인을 통해서만 가능하다. 한편 즈마신용의 신용평가 서비스는 수많은 일상 생활에 활용될 수 있다. 예를 들어, 집주인은 세입자의 신용 점수를 확인할 수 있고 고용주는 구직자의 신용 기록을 확인해 고용 결정에 활용할 수 있다.

Fig. 34: 즈마신용의 주요 신용평가 항목

평가 항목	분석 대상
신용기록(信用历史)	신용카드 상환내역, 대출 상환기록, 수도세 및 전기료 지불내역 등
행동선호도(行为偏好)	웹 사이트 방문기록, 쇼핑 목록, 알리페이 사용내역 등
이행능력(履约能力)	주택 및 자동차 계약내역, 금융서비스 이용내역, 알리페이 계좌잔고 등
신원특성(身份特征)	개인 기본정보, 거주지, 학력, 직업 등
대인관계(人脉关系)	알리페이 친구 계정 수 및 서클 활동 등

자료: Company Data, BNK투자증권

즈마신용의 신용점수는 350에서 950점 사이로 나타나며 신용기록, 행동선호도, 이행능력, 신원특성, 대인관계 등 총 5가지 요소를 사용해 계산된다. 신용기록은 사용자의 과거 지불 내역 및 부채를 반영한다. 행동선호도는 방문하는 웹 사이트, 쇼핑하는 제품 카테고리 등 대 사용자의 온라인 활동기록을 평가한다. 이행능력은 사용자가 계약 의무를 이행할 수 있는 능력을 나타낸다. 신원특성은 집 주소 및 거주 기간, 휴대폰 번호 등과 같이 개인 정보의 범위와 정확성을 검사한다. 대인관계는 사용자 친구의 온라인 특성과 사용자와 친구들간의 상호 작용을 반영한다.

한편 즈마신용은 각 점수 구간별 리워드를 제공한다. 650~700점 사이의 사용자는 공유 자전거 및 자동차 대여가 가능하고 750점 이상은 신용비자 신청이 가능하다. 또한 특정 점수대의 사용자는 대출시 우대금리가 적용된다.

### FICO의 신용평가 시스템

FICO는 1989년 개발된 신용평가모델이다. 평가항목은 납부 기록, 부채 금액, 신용기록 길이, 신규 신용거래, 신용거래 종류 등 총 5개 항목이며 각 항목별 가중치가 존재한다. 미국의 3대 개인신용 평가기관인 트랜스유니온과 익스피리언, 에퀴팩스 등이 수집한 신용평가 자료를 토대로 점수를 산출해 보통 300~850점으로 점수대를 분류한다. FICO 스코어 점수가 낮을수록 저신용자로 평가받는다. FICO 스코어는 금융거래와 함께 공공서비스 이용정보 등을 취합해 개인들의 신용을 평가하는 방식을 사용한다.

Fig. 35: FICO의 신용평가시스템



자료: Company Data, BNK투자증권

Fig. 36: FICO의 주요 신용평가 항목

평가 항목	비중	분석 대상
납부 기록	35%	신용카드, 자동차 및 모기지 대출 상환내역 등
부채 금액	30%	신용계좌 잔액, 할부대출 잔액 등
신용기록 길이	15%	가장 오래된 계좌 수명, 신용카드 사용년수 등
신규 신용거래	10%	신규 신용계좌 개설수, 최근 신용조회 횟수
신용거래 종류	10%	신용계좌의 종류별 비중

자료: Company Data, BNK투자증권

납부 기록에는 기간내 상환이 완료된 부채와 세금 체납, 법적 판결, 파산 그리고 그외의 부정적인 항목 등이 반영되며 부채 금액은 부채 총액, 미상환 부채 총액 등이 평가된다. 신용기록의 길이는 얼마나 오래동안의 신용기록을 보유하고 있는 지를 반영하며 신규 신용거래는 최근 신청한 신용계좌 내용이 평가된다. 신용거래 종류는 다양한 신용계좌의 종류별 가중치가 반영된다.

FICO는 대출 및 연체 기록, 신용카드 거래 실적 등의 정형화된 데이터만으로 신용도를 평가하는 반면 개인정보(주소, 사회보장번호, 직업 등) 관련 사항은 신용점수에 반영되지 않으며 신용카드 미사용자의 신용도를 적절하게 반영하지 못하는 단점을 지니고 있다. 따라서 현재 글로벌 신용평가 시장을 독점하고 있지만 미래의 잠재적 지불 역량을 평가하는 데는 한계가 존재한다.

### FICO의 로지스틱 회귀 모델(Logistic Regression model)

FICO를 비롯한 대부분의 전통적인 신용평점 시스템에서는 데이터 마이닝 방법을 이용한 로지스틱 회귀분석방법이 가장 널리 사용된다. 로지스틱 회귀분석은 모형의 예측력과 설명력이 뛰어나고, 미국 등의 금융기관에서 사용되어 그 효과가 검증되었다는 장점을 가지고 있다.

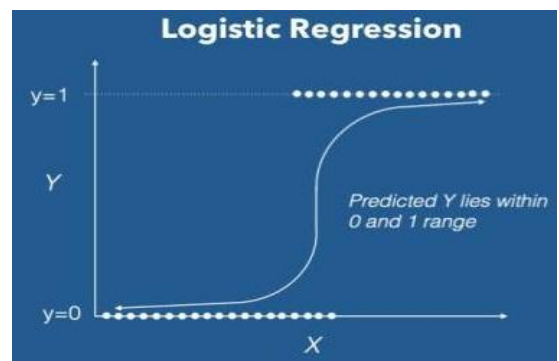
신용평점(credit score)은 기존 고객들의 축적된 특성자료를 바탕으로 고객의 신용정도를 수량화한 것을 의미한다. 신용평점을 통해 거래고객의 신용도를 파악하고 고객들을 우량 또는 불량 집단으로 분류하게 된다.

Fig. 37: 로지스틱 회귀 모델의 데이터 세트

(Binary) Target		Input Variables									
	Y	X <sub>1</sub>	X <sub>2</sub>	X <sub>3</sub>	X <sub>4</sub>	X <sub>5</sub>	X <sub>6</sub>	...	X <sub>k</sub>		
Cases	1							...			
	2							...			
	3							...			
	4							...			
	5							...			
	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮		
	n							...			

자료: BNK투자증권

Fig. 38: 로지스틱 회귀 모델의 채무불이행 확률(Y)



자료: BNK투자증권

보다 선진화된 신용평점은 대출과 같은 신용공여행위를 했을 경우에 향후 채무불이행 확률값을 0과 1사이에서 계산하고 이를 점수화하여 사용한다. 그리고 채무이행 또는 채무불이행이라는 두 가지 경우만 발생하는 이항모형을 분석하는 대표적인 통계적 방법으로 로지스틱 회귀모형이 활용되는 것이다. 여기서 대출 상환액, 신용계좌 잔액, 신용카드 사용년수 등의 독립변수(X1, X2, ...)들은 서로 독립적이고 결과값인 채무불이행 확률(Y)은 0과 1 사이의 숫자로 계량된다.

로지스틱 모형의 회귀 계수는 최우추정법(MLE)을 사용해 계산되며 임의로 주어진 선형 조합에 대한 회귀방정식의 해를 도출한다. 로지스틱 회귀모델은 계산 비용이 적고 구현하기 쉽다는 것이 장점인 반면 선천적으로 편향이 상대적으로 높은 모델이기 때문에 언더피팅(Under fitting, 데이터가 편향돼 예측에 실패하는 현상)이 나타날 수 있다.

### 즈마신용의 빅데이터 기반 신용평가모델

즈마신용과 기존의 전통적인 신용평가모델과 사이의 가장 큰 차이점은 전통적인 신용평가시스템은 재무데이터만 사용하는 반면에 즈마신용은 전통적인 금융 거래를 포함한 다양한 비재무적 행동 데이터들까지 반영한다는 점이다. 즈마신용은 알리바바 그룹의 전자상거래 플랫폼과 알리페이를 포함한 다양한 협력사들로부터 방대한 고객 데이터를 수집하고 분석해 빅데이터 기반의 신용평가 모델을 구축한다.

빅데이터가 신용평가 시스템에 미치는 직접적인 영향은 비재무 데이터를 활용해 신용기록이 빈약한 차용인을 평가함으로써 기존의 전통적인 모델보다 평가대상을 확대할 수 있다는 점이다. 전통적인 평가모델과 달리 개인정보(나이, 주소, 결혼유무, 교육수준, 직업 등) 관련 데이터들도 평가에 반영된다. 일반적으로 인터넷 기업의 장점은 차용자에 대한 많은 양의 데이터를 추적 할 수 있다는 것이다. 특히 전자상거래 관련 결제 데이터는 사용자의 금융 활동과 연관성이 높으며 신용 등급에 대한 예측력을 강화시킬 수 있다.

Fig. 39: 빅데이터 기반의 신용평가모델



자료: Company Data, BNK투자증권

충족한 데이터의 양이 충분할 경우 차용자의 일상 행동과 재무 행동 사이의 미묘한 상관관계까지 식별 할 수 있다. 예를 들어 온라인 게임 및 엔터테인먼트 활동에 대한 지출이 많을수록 신용리스크가 높아진대거나 교육 및 과학 활동에 대한 지출이 많을 경우 신용리스크는 낮아진다는 가설을 세울 수 있다 이러한 흥미로운 상관관계는 전통적인 금융 데이터만으로는 식별 할 수 없다. 주요 인터넷 기업들은 데이터 마이닝, 머신러닝 및 빅데이터 기술을 기반으로 한 데이터 분석 능력을 보유하고 있으며 이는 방대한 데이터속에서 경제적 부가가치를 창출하는 핵심경쟁력으로 작용한다.



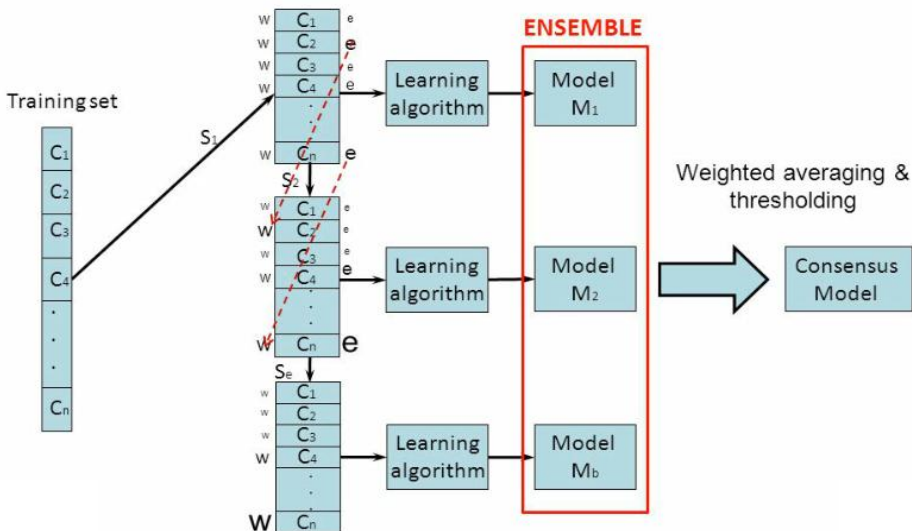
### 앙상블 학습법(Ensemble Learning method)

즈마신용의 신용평가모델은 앙상블 학습(Ensemble learning) 기반의 빅데이터 분석기법을 사용한다. 전통적인 로지스틱 회귀 모델과 달리 수십만 개의 데이터 항목을 수집하고 각기 다른 수준(이행능력, 신용기록, 사기 가능성, 안정성 등)의 개인을 모델링 한 다음 이러한 개별 수준의 점수는 개인의 포괄적인 정보와 함께 최종 신용 점수를 부여한다.

앙상블 학습은 머신러닝(Machine Learning)의 분류 방법을 통해 여러개의 분류기(classifier)를 생성하고 이것들을 결합하여 학습하는 방법이다. 다양한 분류기의 예측 결과를 결합하여 새로운 가설을 학습하는 방법으로 단일 분류기보다 신뢰성 높은 예측값을 얻을 수 있다. 학습 알고리즘을 조작하여 다양한 분류기를 생성한 후 다수결이나 가중치 투표에 의해 예측값을 결합한다.

장점으로는 다양한 분류기의 예측 결과를 결합함으로써 단일 분류기 사용시의 약점을 보완할 수 있다는 점과 과적합(Over fitting, 가설이 과도하게 기존 트레이닝 세트에 맞춰지는 것)을 방지시킬 수 있다는 점이다. 반면 결과를 직관적으로 해석하기 어렵다라는 것이 단점이다.

Fig. 40: 앙상블 학습법(Ensemble Learning method)의 부스팅(Boosting) 방법



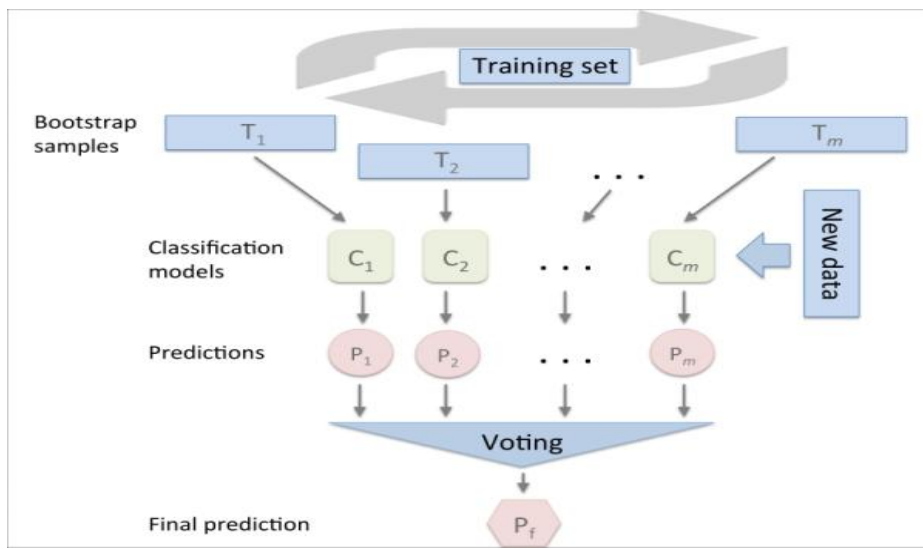
자료: BNK투자증권

대표적인 앙상블 학습의 종류로는 배깅(bagging)과 부스팅(Boosting)이 있다. 배깅은 균일한 확률 분포에 따라 반복적으로 샘플링 한 후 의사 결정트리 모형들을 조합하는 방법이며 부스팅은 분류기가 분류하기 어려운 사례에 집중하도록 훈련 예제들의 분포를 계속 변경시켜서 학습하는 방법이다.

부스팅에서는 전 단계의 모형에서 오분류된 데이터의 확률을 기존보다 높게 설정하여 표본을 추출하는데 이는 트레이닝이 미흡하여 관측치에 대한 학습을 강화하여 예측 정확도를 높이기 위함이다.

한편 배깅은 각 모형에서의 예측 결과 결합시 단순평균(다수결의 원칙)을 사용하는 반면 부스팅에서는 각 모형의 정확도를 계산하여 적절한 가중치를 반영한 가중평균을 사용한다. 두 가지 차이점으로 인해 부스팅 방법은 배깅에 비해 예측 정확도가 높게 나타난다.

Fig. 41: 앙상블 학습법(Ensemble Learning method)의 배깅(bagging) 방법



자료: BNK투자증권

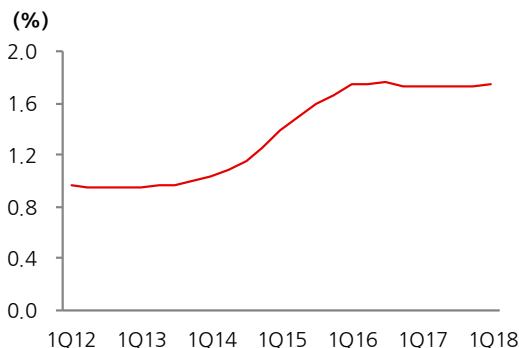
## 6. 알리페이 → 테크핀으로 성장

### 테크핀의 혁신: 빅데이터 기반의 신용평가모델로 NPL Ratio 하락

Ant Financial은 즈마신용의 빅데이터 기반 신용평가모델을 바탕으로 파이낸싱 사업부문의 부실채권 비율(NPL Ratio)을 기존의 중국 은행들의 수준보다 낮게 유지함으로써 높은 수익성을 기록하고 있다.

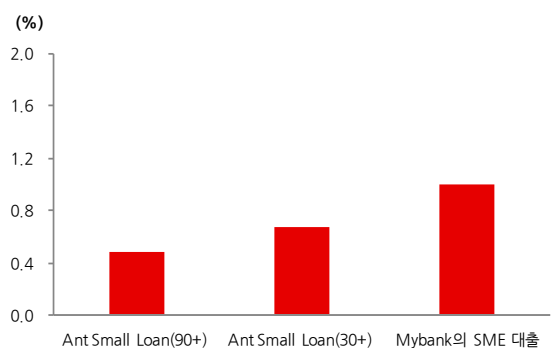
2017년 Ant's Small Loan의 전체 대출액중 90일 이상 연체된 대출의 부실채권 비율은 약 0.5%, 30일 이상 연체된 대출의 경우 약 0.7% 수준을 기록했다. 그리고 MYbank의 SME 대출에 대한 부실채권 비율은 약 1% 수준으로 유지되고 있다. 반면 2017년 중국 은행의 평균 부실채권 비율은 1.7% 수준이다.

Fig. 42: 중국 은행의 부실채권 비율(NPL Ratio)



자료: China Banking and Insurance Regulatory Commission

Fig. 43: Ant's Small Loan 및 MYbank의 부실채권 비율



자료: Company Data, BNK투자증권

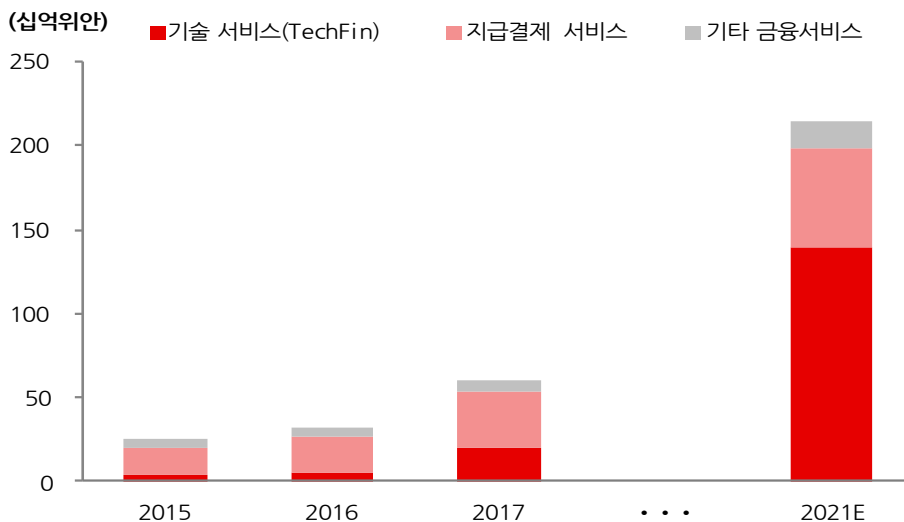
Ant Financial은 혁신적인 대출서비스 구축으로 부실채권 비율 뿐만 아니라 관련 비용도 효율화함으로써 파이낸싱 사업을 성공적으로 성장시킬 수 있었다. MYbank와 그 전신인 앤트 마이크로 론(Alibaba Micro Loan)은 과거 4년간 빅데이터 모델에 기반한 대출 서비스를 구축했다. 관련 모델 및 고객의 데이터를 사용하는 종합적인 리스크 평가 프로세스를 구축하고 3-1-0(온라인 대출 신청 소요시간 3분, 대출승인 소요시간 1초, 수작업 제로) 기반의 온라인 렌딩(online lending) 서비스로 발전시켰다.

Ant Financial은 지난 5년동안 총 7,000억위안 이상의 대출을 400만 SME에게 제공했다. Ant Financial은 소비자 금융 사업에서 테크핀의 성장잠재력을 확인시켜줬고 향후에는 금융산업 전반으로 사업영역을 확장할 것으로 예상된다.

### 2021년 기술서비스(TechFin) 매출비중 65% 목표

최근 동사는 핵심 금융 비즈니스(지급결제 서비스, 소비자 금융)에 대한 중국 정부의 규제가 강화되자 기존의 결제 사업과 소비자 금융 사업을 벗어나 향후 다양한 기술서비스 (Tech Fin) 사업을 확대하는 로드맵을 발표했다. 이에 따르면 기술서비스(TechFin) 매출은 '17년 207억위안에서 '21년 1,390억위안으로 연평균(CAGR) 61% 수준의 고성장세를 나타낼 전망이다. 이로써 기술서비스(TechFin) 매출비중은 '17년 34%에서 '21년 65%까지 확대될 것으로 예상된다.

Fig. 44: 기술서비스(TechFin) 위주의 성장로드맵



자료: Company Data, BNK투자증권

한편 지급결제 서비스 부문은 동기간 연평균(CAGR) 16% 성장하고 '21년 매출비중은 28% 수준을 나타낼 전망이다. 소비자 금융은 여전히 중요한 수익원이지만 자본과 레버리지에 대한 규제 강화로 성장세가 제한될 가능성이 있다. 따라서 향후에는 금융기관 등에 핵심 기술을 제공함으로써 관련 생태계를 확장하고 수익을 확대하는 전략을 구사할 것으로 보인다.

동사가 향후 주력할 기술서비스 사업 중 하나는 금융 클라우드 서비스다. 전통적인 은행과 IT 시스템을 구축하는 데 많은 비용이 소요되는 중소 규모의 은행을 대상으로 중소기업을 위한 클라우드 서비스를 구축할 예정이다. 또한 신용리스크 등 주요 금융리스크를 평가하는 독립적인 리스크관리 사업을 확대할 것으로 기대된다. 자동차 보험을 포함한 보험서비스 확대도 예상된다. 데이터 모델링에 의한 합리적인 가격과 보다 효율적인 보험 서비스를 제공할 전망이다.

Fig. 45: 주요 5대 성장동력 기술



자료: Company Data, BNK투자증권

### 주요 5대 성장동력 분야에 대한 기술 투자 확대

동사는 향후 성장동력이 될 5가지 기술분야(블록체인, AI, 보안, IoT, 클라우드)에 투자를 집중할 계획이다. 우선 동사는 블록체인 기반 해외 송금서비스를 시작했고 블록체인 애플리케이션을 통해 기부, 유통, 부동산 거래에 적용을 시도하고 있다. 알리페이의 기부 플랫폼에 블록체인을 도입해 자금의 흐름을 추적하여 기부자와 수혜자를 투명하게 관리하고 있다. 또한 유통산업에 블록체인을 적용해 QR 코드를 이용해서 해당 상품의 물류정보를 확인할 수 있는 시스템을 구축했다.

AI 기술은 지능형 고객 서비스에 폭넓게 적용되고 있다. 엔트파이낸셜은 데이터 마이닝과 의미해석 기술을 통해 사용자 질문에 대한 판단과 예측을 한다. 서버에 저장된 고객의 신원정보와 고객층에 저장된 행동 논리를 결합하여 챗봇서비스를 통해 고객센터를 운영한다. 2015년 광군제 때는 원격 고객센터의 95%가 인공지능을 기반으로 한 빅데이터에 의해 제공되었다.

동사는 스마일투페이 기술로 안면인식 시대를 선도하고 있다. 알리페이는 2015년부터 실명인증이나 비밀번호를 찾는 과정에서 활용할 수 있도록 안면인식 기술을 활용하고 있다. 한편 IoT 기술을 무인매장에 도입해 소비자들의 쇼핑을 돕고 스마트태그(RFID) 기술에 기반한 창고/주문 관리를 도입했다. 그리고 동사는 클라우드 컴퓨팅 서비스를 금융기업들에 제공한다. 금융산업의 구체적인 요구를 충족시키기 위해 고객에게 최적화된 상품을 개발하고 있다.

## 7. Ant Financial 실적추정 및 밸류에이션

## 앤티파이낸셜 실적추정

동사의 매출액은 '17년 89억달러에서 '21년 302억달러로 연평균(CAGR) 36% 수준의 성장세를 나타낼 것으로 전망한다. 동기간 기술서비스(TechFin)가 연평균 55% 성장하며 가장 높은 매출증가율을 나타내는 반면 지급결제 서비스의 동기간 연평균 성장률은 15% 수준으로 예상한다. 기술서비스(TechFin)의 경우 기존의 소비자 금융사업과 더불어 클라우드 서비스 확대, 블록체인 기반의 송금서비스 등이 견조한 외형성장을 견인할 전망이다.

지불결제 서비스 매출은 텐센트와의 경쟁심화로 성장세는 둔화될 전망이다. 안면인식 솔루션 적용 확대 등으로 성장세가 지속될 것으로 예상한다. 현재 각 사업부문별 순이익률은 지불결제 서비스 5%, 기타금융서비스 30%, 기술서비스(TechFin) 60% 수준으로 추정된다. 고마진의 기술서비스(TechFin) 매출비중이 '17년 34%에서 '21년 58%로 확대되면서 '21년 영업이익률은 41% 수준까지 개선될 전망이다.

Fig. 46: Ant Financial 실적 추이 및 전망

(단위: \$bn, %)

	CY 2017	CY 2018	CY 2019	CY 2020	CY 2021
매출액	8,897	13,006	17,885	23,609	30,197
YoY		46.2	37.5	32.0	27.9
Payment	4,804	5,292	6,189	7,086	8,483
Tech Service (TechFin)	3,025	5,915	9,104	13,094	17,584
Other financial Service	1,068	1,799	2,592	3,429	4,131
Users (mn)	520	601	677	754	837
ARPU (\$)	17	22	26	31	36
EBIT	2,580	4,196	6,410	9,124	12,491
YoY		62.6	52.8	42.3	36.9
영업이익률	29.0	32.3	35.8	38.6	41.4
법인세	552	898	1,372	1,952	2,673
유효법인세율	21.4	21.2	21.6	21.1	21.0
NOPLAT	2,028	3,298	5,038	7,171	9,818
순이익	1,929	3,171	4,920	7,046	9,751
YoY		64.4	55.2	43.2	38.4
순이익률	21.7	24.4	27.5	29.8	32.3

자료: Company Data, BNK투자증권

## Valuation

Ant Financial의 적정 기업가치는 '19년 순이익 추정치 49억달러에 Target P/E 30배를 적용해 1,460억달러로 추정한다. Target P/E는 사업구조가 가장 유사한 글로벌 최대 결제사업자인 PayPal과 글로벌 카드사업자인 VISA 및 Mastercard의 평균 P/E(19E)를 적용했다. 향후 고마진의 기술서비스(TechFin) 매출비중이 확대될 경우 Global Peers 대비 밸류에이션 프리미엄 부여 가능할 것으로 전망한다.

Fig. 47: Global Peers Valuation

		PayPal	VISA	Mastercard	평균
		PYPL US	V US	MA US	
시가총액 (\$mn)		109,288	298,811	223,849	
P/E	2017	49.6	42.9	47.2	46.6
	2018E	39.3	32.1	33.7	35.0
	2019E	32.6	27.6	28.7	29.7
P/B	2017	6.9	11.0	34.1	17.3
	2018E	6.9	10.0	33.9	17.0
	2019E	6.1	9.3	22.7	12.7
EV/EBITDA	2017	31.1	24.5	30.4	28.7
	2018E	26.2	21.6	25.4	24.4
	2019E	21.9	18.8	22.1	21.0
ROE	2017	15.2	25.4	79.5	40.0
	2018E	16.2	31.6	109.9	52.6
	2019E	20.1	33.5	102.1	51.9

자료: Bloomberg, BNK투자증권

Fig. 48: Ant Financial의 기업가치 산정

구분	Value	비고
순이익 (\$bn)	4.9	순이익 추정치(19E)
Target P/E (배)	29.7	글로벌 Peers(PayPal, VISA, Mastercard) 평균 P/E (19E)
적정가치 (\$bn)	145.5	Ant Financial의 기업가치
EPS 성장률 (%)	40.8	'19-'21 EPS CAGR
PEG (배)	0.7	

자료: BNK투자증권

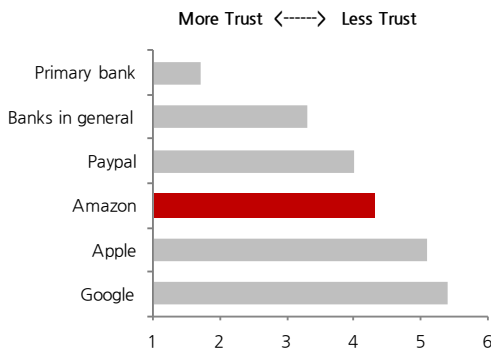
### III. GAFA의 금융시장 진출 확대

#### 1. GAFA의 금융서비스에 대한 시장 선호도

##### GAFA의 금융시장 진출에 대한 긍정적 반응

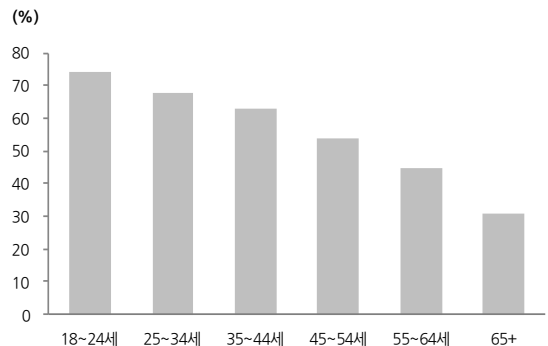
최근 진행된 여론조사에 의하면 글로벌 IT 기업들의 금융시장 진출에 대해 소비자들은 긍정적인 태도를 나타내고 있으며 전통적인 금융기관들과 비슷한 수준의 신뢰도를 보이고 있다. 특히 이러한 현상은 나이가 어린 밀레니얼 세대들에게 더 뚜렷하게 나타났다. 또한 아마존의 알렉사 음성 인공지능 서비스를 이용하는 고객의 25%가 일상적인 은행 업무에 알렉사를 활용할 의향이 있다고 밝히는 등 밀레니얼 세대들은 글로벌 IT 기업들의 금융서비스에 매우 호의적인 상황이다.

Fig. 49: IT기업의 금융서비스에 대한 고객 신뢰도



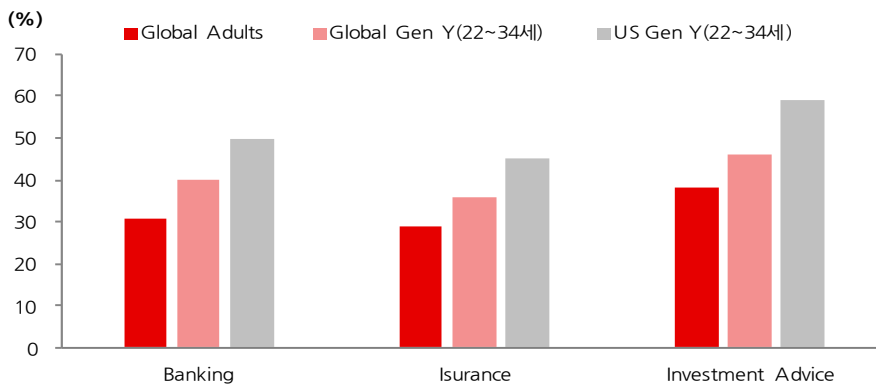
자료: Bain, BNK투자증권

Fig. 50: 연령대별 IT기업의 금융서비스 선호도



자료: Bain, BNK투자증권

Fig. 51: 연령대별 IT기업의 금융서비스 선호도



자료: Bain, BNK투자증권



### GAFA의 금융서비스 진출 현황

향후 금융시장 진출이 기대되는 주요 글로벌 IT 기업들 중에서 금융시장 진출에 가장 적극적인 기업은 아마존이다. 아마존은 이미 아마존 렌딩이라는 SME 대출사업을 진행중이다. 전통적인 금융회사와 밀접한 협력관계를 형성하며 금융서비스를 확장중이다. 지급결제, 대출, 카드 서비스를 포함해 향후 당좌계좌, 보험 서비스를 준비중이며 암호화폐 취급 가능성도 제기되고 있다.

그밖에 구글, 페이스북, 애플 등도 지급결제 서비스, 소비자 대출 및 SME 대출 서비스를 운영하고 있으며 보험, 신용카드, 송금 서비스도 진출한 상태다. 또한 대부분 블록체인을 활용한 금융서비스를 준비하고 있다.

Fig. 52: GAFA의 금융서비스 진출 현황

	지급결제	대출		자산운용	보험	신용카드	송금	블록체인
		소비자	SME					
Amazon	●	○	●	-	○	●	X	●
Google	●	-	-	-	-	-	●	○
Apple	●	-	-	-	-	○	●	-
Facebook	-	-	●	-	-	-	●	☆

자료: BNK투자증권

## 2. 금융시장의 Amazon Moment

### Amazon의 금융서비스 진출 현황

글로벌 최대 e-커머스 기업인 아마존은 고객에게 당좌계좌 형태의 금융서비스 제공하기 위해 JP Morgan을 비롯한 금융사들과 제휴를 위한 초기 협상을 진행 중이다. 아마존이 실제 소비자들에게 당좌계좌 서비스를 하게 된다면 이로써 현재 결제 과정에서 은행 및 카드사 등에 지불하고 있는 수 억달러의 거래 수수료 절감이 가능할 것으로 예상된다.

현재 시장에서는 아마존이 은행업에 진출할 경우 대규모 플랫폼 생태계와 IT 기술 역량을 기반으로 향후 5년 안에 7,000만명 이상의 고객을 확보함으로써 미국 3위 은행인 웰스파코와 비슷한 규모로 성장할 것으로 예상하고 있다. 아마존은 다양한 플랫폼 생태계를 통한 소비자와의 접점 확보, 방대한 고객 데이터 확보 그리고 인지도 측면에서 향후 금융시장 진출에 매우 유리한 상황으로 판단된다.

Fig. 53: 아마존의 금융서비스 진출 현황

구분	서비스명	출시일	서비스 내용	협력사
지급결제	Amazon Pay	2Q14	상품 구매시 등록된 신용카드로 간편결제	-
	Amazon Cash	2Q17	아마존 계정에 현금을 충전해 신용카드 없이 오프라인 가맹점에서 구매 가능	-
대출	Amazon Lending	2011	아마존 입점업체(SME)를 대상으로 매출실적에 따라 단기자금 대출서비스 (연 6~17%) 제공	BoA ML
	Checking Account	출시예정	신용카드가 없는 밀레니얼 세대를 위해 당좌계좌 기반의 온라인 결제 가능	J.P.Morgan
보험	Amazon Healthcare	출시예정	빅데이터 기반의 저가 병원 진료 서비스 및 보험서비스 제공	J.P.Morgan, 버크셔 헤서웨이
신용/체크카드	Amazon Credit Card	2014	체이스 은행과 공동브랜드로 출시한 신용카드	체이스 은행
블록체인	AWS Blockchain	2Q18	이더리움 기반의 블록체인 클라우드 서비스를 SaaS 형태로 제공	ConsenSys

자료: BNK투자증권

현재 추진하고 있는 당좌계좌 서비스가 현실화 될 경우 향후에는 일반적인 대출, 모기지, 자산 관리 및 보험 등으로 금융서비스 범위를 확장할 것으로 전망한다. 아마존은 e-커머스 사업을 통해서 소비자의 쇼핑 패턴 및 다양한 고객정보에 대해 파악하고 있어 소비자에게 가장 필요 한 금융서비스를 적절하게 제시할 수 있다.

### Amazon Pay의 성장가능성

현재 아마존 페이의 사용자 수는 약 3,300만명 수준이다. 과거 동사는 지급결제 시장에서는 큰 움직임을 보이지 않았으나 최근 아마존 페이의 활성화를 위해 가맹점 수수료 인하를 준비 중인 것으로 알려진다. 수수료 수익을 포기해서라도 시장점유율을 확대하기 위한 조치라고 판단된다.

Fig. 54: 모바일 결제 서비스 MAU

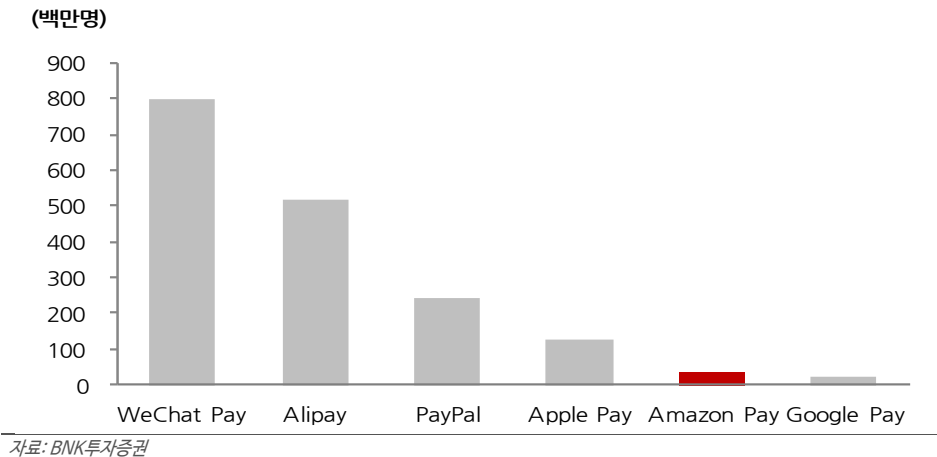


Fig. 55: 미국 모바일 결제 유저수 추이

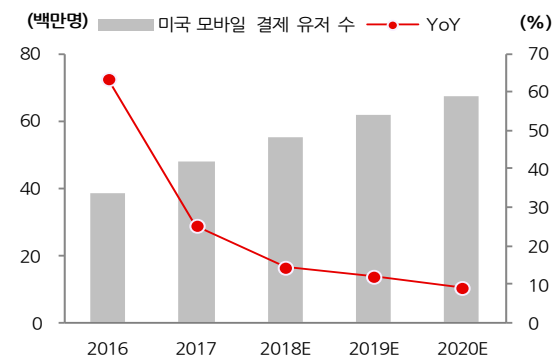
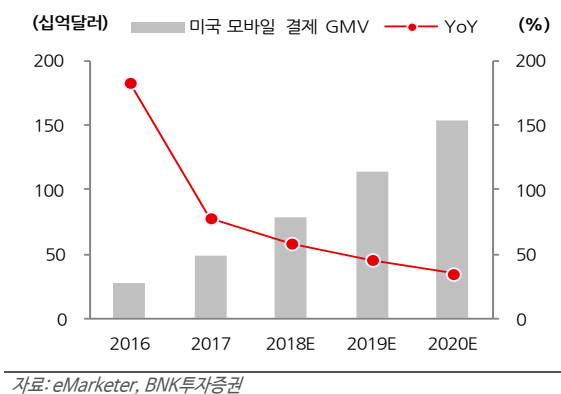


Fig. 56: 미국 모바일 결제 GMV 추이



### 3. 구글, 애플, 페이스북의 금융서비스 확대

#### 구글, 애플, 페이스북의 금융서비스 진출 현황 및 전망

글로벌 IT기업들이 은행과 비슷한 수준의 신뢰와 가치를 제공하고 있는 상황에서 이들과 차별화 할 수 있는 플랫폼 전략 및 서비스를 제시하지 못한다면 IT기업들에 의해 전통적인 금융기관들의 이익이 상당 부분 잠식될 것으로 전망된다.

Fig. 57: 구글의 금융서비스 진출 현황

구분	서비스명	출시일	서비스 내용	협력사
지급결제	Google Pay	3Q15	구글 월렛이 전신으로 NFC 지원 모바일 기기를 활용한 결제서비스	-
송금	Google Wallet	3Q15	연동된 은행계좌를 통해 상대방의 폰번호만으로 송금 가능	-
블록체인	GCP	출시예정	클라우드 기반의 블록체인 플랫폼 서비스	디지털 에셋, 블록앱스

자료: BNK투자증권

Fig. 58: 애플의 금융서비스 진출 현황

구분	서비스명	출시일	서비스 내용	협력사
지급결제	Apple Pay	3Q14	지문인식 및 NFC 기술 기반의 지급결제 서비스	-
송금	Apple Pay Cash	4Q17	메시징 앱 iMessage를 활용한 개인간 송금 서비스	-
신용카드	Apple Card	출시예정	Apple Pay 브랜드의 신용카드	골드만삭스

자료: BNK투자증권

Fig. 59: 페이스북의 금융서비스 진출 현황

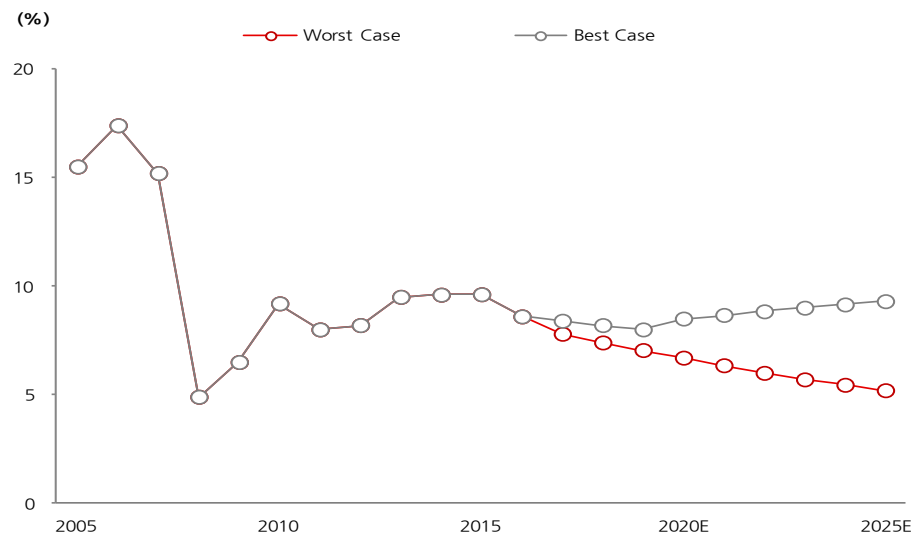
구분	서비스명	출시일	서비스 내용	협력사
대출	Charged Program	2015	SME의 광고비를 후불로 지불받는 서비스(수수료 약 5~10%)	클리어뱅크
송금	Friend-To-Friend Payment	2017	Messenger 앱에 체크카드를 연동해 친구들간에 송금 가능	-
블록체인	페이스북 블록체인	출시예정	미정, 블록체인 전담팀 구성	-

자료: BNK투자증권

### GAFA의 금융서비스 확대로 전통적 금융기관의 ROE 하락할 전망

PSD2 시행으로 AI, 빅데이터, 클라우드 컴퓨팅 등의 IT기술을 보유한 인터넷 기업들의 금융 시장 진출이 가시화되면서 기존 은행들의 이익은 감소하게 될 전망이다. 인터넷 기업들의 금융시장 진출에도 불구하고 아무런 조치를 취하지 않을 경우 전통적인 은행들의 자기자본수익률(ROE)은 2008년 금융위기 당시 수준까지 하락할 것으로 예상된다. 소비자들은 인터넷 기업들이 제공하는 편리한 서비스에 익숙해지고 있고 미국의 밀레니얼 세대는 전통적인 은행보다 구글과 아마존 등이 제공하는 새로운 금융 서비스에 더 관심을 보이고 있다.

Fig. 60: GAFA의 금융서비스 확대로 인한 전통적 은행들의 ROE 시나리오



자료: McKinsey, BNK투자증권

---

#### 관련 기업 리포트

NAVER (035420)	47
----------------	----

카카오 (035720)	58
--------------	----

---

## 글로벌 테크핀(TechFin) 기업으로 도약

## LINE Pay: 일본의 캐시리스 결제 시장 주도할 전망

최근 일본 정부가 캐시리스 결제 확대를 추진하면서 일본 모바일 결제 시장의 성장 본격화될 전망이다. LINE Pay는 향후 일본의 캐시리스(Cashless) 결제 확대에 따른 최대 수혜주로 부각. 일본의 캐시리스 결제 비중은 약 18.4%로 한국(89.1%), 중국(60.0%), 미국(45.0%) 대비 현저히 낮은 수준. 일본 경제산업성은 '16년 약 20%의 캐시리스 결제 비중을 2025년 40%, 장기적으로 80% 수준까지 확대할 계획. '16년 일본내 비현금 결제 규모는 약 60조엔이며 전자결제 비중은 약 10%인 6조엔 수준에 불과. 접근성 측면에서 우위를 확보한 LINE Pay가 일본 모바일 결제 시장을 선점할 가능성이 높다고 판단.

## Ant Financial VS LINE Financial

LINE은 LINE Financial을 설립함으로써 Ant Financial과 구조적으로 유사한 금융서비스 수직계열화 구축중. 우선 노무라와 공동출자한 LINE 증권(라인 51%, 노무라 49%)을 통해 비대면형 증권 브로커리지 서비스를 제공할 예정이며 고아손해보험과의 업무 제휴 계약 체결로 모바일 특화 보험 서비스 구축할 예정. 이 밖에 LINE Credit과 자산관리 서비스 LINE 가계부 등을 통해 테크핀 서비스 본격화될 전망이다.

## 투자 의견 매수, 목표주가 1,400,000원으로 커버리지 개시

동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 1,400,000원을 제시하며 커버리지 개시. NAVER 포털 19.5조원, LINE 6.5조원, LINE Pay 및 LINE Financial 10조원 등을 반영한 주당 NAV 약 1,370,967원. 동사의 주가는 LINE Pay의 GMV, 가맹점 수 추이, LINE Financial의 금융사업 진척도에 좌우될 전망이다.

Fig. 61: NAVER 연결재무제표 요약

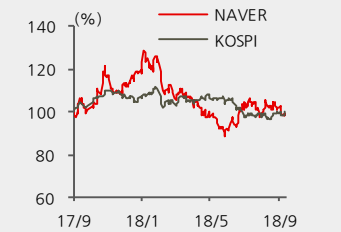
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	8.5	4,678	5,654	6,727	7,893
영업이익	1,102	1,179	1,058	1,206	1,607
세전이익	1,132	1,196	1,222	1,250	1,651
순이익[지배]	749	773	788	792	1,044
EPS(원)	22,732	23,447	23,895	24,021	31,679
증감률(%)	44.4	3.1	1.9	0.5	31.9
PER(배)	34.1	37.1	30.6	30.4	23.0
PBR	5.2	4.8	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	18.2	18.8	16.6	14.2	10.6
ROE(%)	26.2	18.5	15.5	13.6	15.6
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2

자료: NAVER, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자 의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	1,400,000원
[신규]	91.8%
현재주가	730,000원
2018/9/14	

주식지표	
시가총액	24,063십억원
52주최고가	950,000원
52주최저가	652,000원
상장주식수	3,296만주/0.0만주
자본금/액면가	16십억원/500원
60일평균거래량	8.5만주
60일평균거래대금	64십억원
외국인지분율	60.8%
자기주식수	373만주/11.3%
주요주주및지분율	
국민연금 등	10.3%

## 주가동향



## 이경일

플랫폼(인터넷/게임/엔터)

Ki.Lee@bnkfn.co.kr

(02)3215-1527

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울특별시 영등포구 국제금융로2길 24

삼성생명 여의도빌딩 6층

www.bnkfn.co.kr

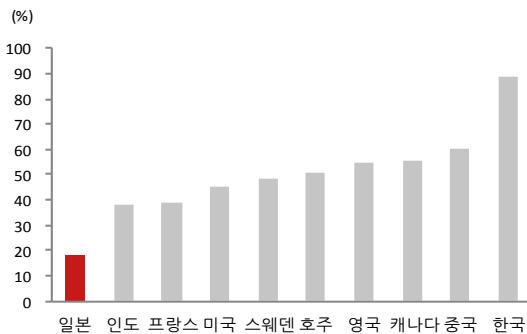
## I. 투자포인트

## 1. LINE Pay: 일본의 캐시리스 결제 시장 주도할 전망

최근 일본 정부가 캐시리스 결제 확대를 추진하면서 일본 모바일 결제 시장의 성장이 본격화 될 전망이다. LINE Pay는 향후 일본의 캐시리스(Cashless) 결제 확대에 따른 최대 수혜주로 높은 성장세를 나타낼 것으로 예상된다. 현재 일본의 캐시리스 결제 확대는 일본 정부가 주도하고 있다.

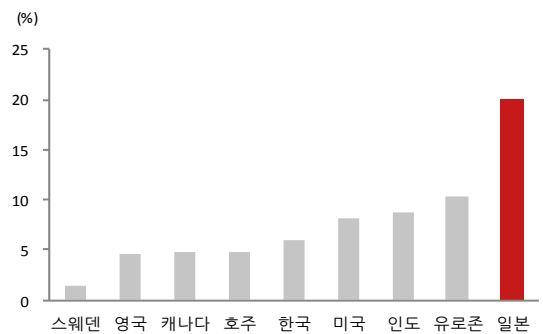
일본은 역사적으로 상거래에서 현금결제 비중이 매우 높은 국가이며 캐시리스 결제 비중은 약 18.4%로 한국(89.1%), 중국(60.0%), 미국(45.0%) 등 주요 국가와 비교할 때 현저히 낮은 수준이다. 한편 일본의 명목 GDP 대비 현금 유통규모 비중은 약 20%로 타국가 대비 월등히 높다. 일본의 현금결제 비중이 매우 높은 주된 이유는 1) 신용카드 사용을 빚으로 인식하는 사회적 분위기와 2) 상거래 정보 노출에 대한 회피성향이 높은 소비문화 때문이다.

Fig. 62: 주요 국가별 캐시리스 결제 비중 ('15년 기준)



자료: BIS, BNK투자증권

Fig. 63: 주요국 명목GDP대비 현금 유통규모 비중 ('15년 기준)



자료: BIS, BNK투자증권

그러나 일본정부가 캐시리스 사회(Cashless society) 확대를 위한 로드맵을 발표하면서 일본 모바일 결제 시장에도 향후 큰 변화가 나타날 전망이다. 2020년 도쿄올림픽과 2025 오사카 엑스포 등 주요 국제행사 개최로 2020년 일본을 방문하는 관광객 수가 4,000만명을 넘어설 것으로 예상된다.



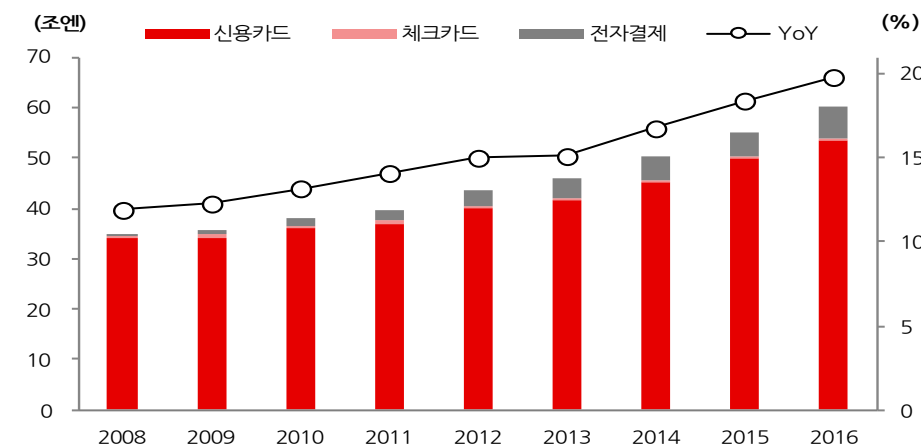
이에 일본 경제산업성은 2016년 약 20%의 캐시리스 결제 비중을 2025년 40% 수준까지 확대할 계획이다. 2016년 기준 일본내 비현금 결제 규모는 약 60조엔이며 이 중 전자결제 비중은 약 10%인 6조엔 수준에 불과하다. 따라서 향후 일본내 캐시리스 결제 확대가 현실화될 경우 메시징 앱을 활용한 접근성 측면에서 우위(2Q18 LINE 일본 MAU 7,600만명)를 확보한 LINE Pay가 일본 모바일 결제 시장을 선점할 가능성이 높다고 판단한다.

Fig. 64: 일본 정부의 캐시리스(Cashless) 확대 로드맵



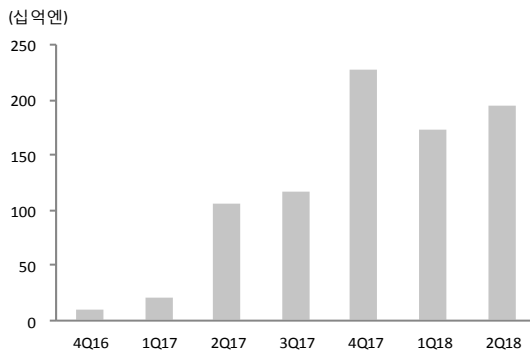
자료: 일본 경제산업성, BNK투자증권

Fig. 65: 일본의 비현금 결제 규모 및 캐시리스 결제 비중 추이



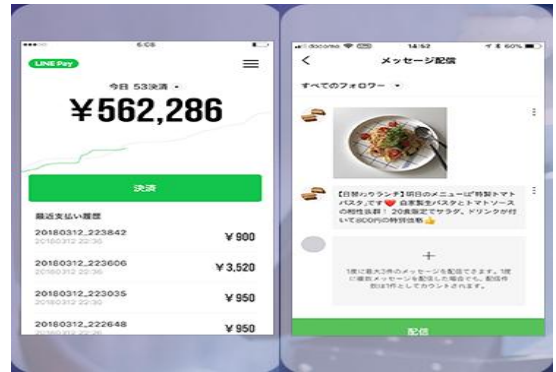
자료: 일본 경제산업성, BNK투자증권

Fig. 66: LINE Pay의 GMV 추이



자료: Company Data, BNK투자증권

Fig. 67: LINE Pay의 Merchant App 서비스

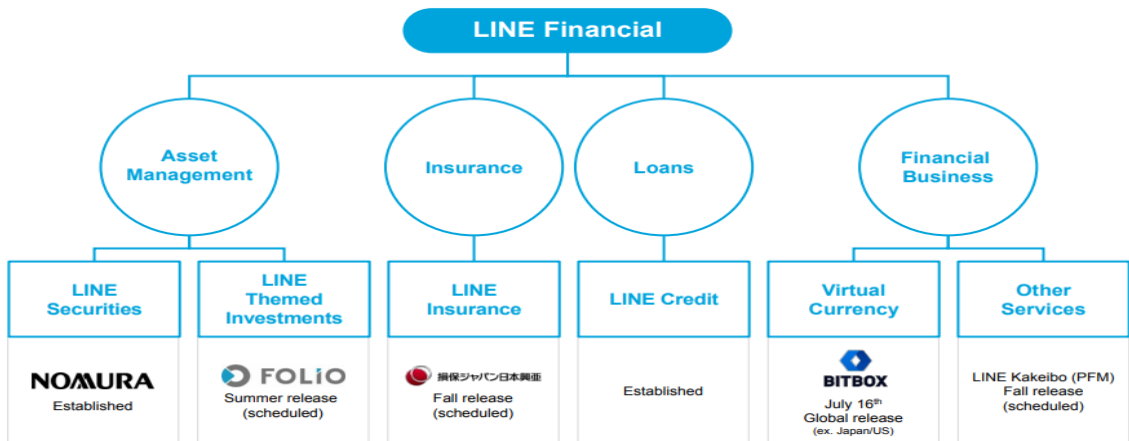


자료: Company Data, BNK투자증권

## 2. Ant Financial VS LINE Financial

LINE은 LINE Pay의 가맹점 수수료를 3년간 무료화 하는 등 공격적으로 모바일 결제시장 점유율 확대에 주력하는 가운데 LINE Financial을 설립함으로써 Ant Financial과 구조적으로 유사한 금융서비스 수직계열화를 구축하고 있다. 우선 증권 분야에선 노무라와 공동출자한 LINE 증권(라인 51%, 노무라 49%)을 통해 비대면형 증권 브로커리지 서비스를 제공할 예정이며 온라인 증권사 폴리오와 협력해 LINE 앱내에서 테마 투자상품을 판매할 계획이다. 또한 고아손해보험과의 업무 제휴 계약 체결로 스마트폰에서 상담하고 보험가입까지 가능한 모바일 특화 보험 서비스를 구축할 예정이다.

Fig. 68: LINE Financial의 주요 금융서비스 자회사



자료: Company Data, BNK투자증권

한편 LINE Credit은 개인신용도를 점수로 평가하고 그에 따라 대출한도 및 금리 수준을 결정한다는 측면에서 소프트뱅크와 미즈호은행이 합작해 설립한 대출서비스 기업 제이스코어와 사업구조가 유사하다. LINE은 메시징 앱을 서비스하면서 축적한 방대한 유저 데이터와 AI 기반의 데이터 분석 역량을 통해 효과적으로 소비자의 신용도를 평가할 수 있다. 대출 심사도 AI기반으로 진행되므로 인건비가 절감되며 고정비용이 적은 만큼 더 낮은 금리의 대출이 가능하다.

하반기 출시될 자산관리 서비스 LINE 가계부는 LINE Pay를 비롯한 인터넷 뱅킹, 신용카드와 연계함으로써 LINE 플랫폼내에서 투자, 결제, 자산관리를 일괄적으로 수행가능하다.

## II. Earning Forecast

동사는 향후 3년간('17년~'20년) 연평균(CAGR) 19% 수준의 견조한 외형성장세를 나타낼 전망이다. 라인과 네이버페이 매출이 동기간 각각 연평균 22%, 40% 이상 성장하면서 외형성장을 견인할 것으로 예상된다. LINE Pay가 가맹점에 대한 수수료를 3년간 무료화하면서 GMV 성장과 시장점유율 확대에 주력하고 있기 때문에 큰 폭의 이익성장을 기대하기 어려운 상태다. 그러나 LINE Pay가 현금결제 비중이 80% 수준인 일본에서 알리페이와 위챗페이와 같은 성장을 나타낼 수 있다는 가능성이 존재하고 동시에 LINE Financial의 테크핀 사업을 통해 금융수익이 예상보다 빠른 시점에 가시화될 수 있다. 또한 스노우가 기존의 스냅챗과 유사한 메시징 앱 사업모델을 탈피해 모바일 라이브 퀴즈쇼나 AR 기반의 카메라 앱을 통한 다양한 수익화를 시도하고 있다는 점도 긍정적이다.

Fig. 69: NAVER 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>1,082.2</b>	<b>1,129.6</b>	<b>1,200.7</b>	<b>1,265.9</b>	<b>1,309.1</b>	<b>1,363.6</b>	<b>1,445.8</b>	<b>1,535.5</b>	<b>4,678.5</b>	<b>5,654.0</b>	<b>6,726.9</b>
YoY	15.5	14.4	18.5	16.7	21.0	20.7	20.4	21.3	16.3	20.9	19.0
QoQ	-0.3	4.4	6.3	5.4	3.4	4.2	6.0	6.2			
비즈니스플랫폼	510.5	521.8	549.8	574.4	592.7	611.6	648.2	686.0	2156.5	2538.6	2932.4
LINE 및 기타플랫폼	391.4	399.6	432.2	468.5	481.1	485.9	523.9	569.1	1691.8	2060.0	2526.2
광고	112.2	133.8	132.9	129.6	133.1	148.7	143.1	138.6	508.5	563.6	609.1
IT플랫폼	43.4	49.4	58.6	66.4	72.5	85.7	97.5	108.7	217.8	364.3	516.4
콘텐츠서비스	24.7	25.0	27.2	27.0	29.6	31.7	33.1	33.1	103.9	127.5	142.8
<b>영업비용</b>	<b>791.5</b>	<b>844.4</b>	<b>888.6</b>	<b>974.8</b>	<b>1,052.1</b>	<b>1,113.0</b>	<b>1,179.4</b>	<b>1,251.7</b>	<b>3,499.3</b>	<b>4,596.2</b>	<b>5,520.9</b>
LINE 및 기타플랫폼	357.4	375.5	395.4	450.9	497.2	511.9	533.5	593.5	1579.1	2136.1	2671.7
대행/파트너	188.7	204.3	212.4	248.5	240.4	262.2	281.8	314.0	854.0	1098.4	1332.5
플랫폼개발/운영	148.1	151.3	152.7	146.6	183.2	190.2	196.0	182.0	598.7	751.3	855.2
인프라	50.1	55.2	58.0	61.7	60.3	63.8	67.3	70.5	225.1	261.9	281.5
마케팅	47.2	58.2	70.0	67.0	71.0	84.9	100.9	91.7	242.4	348.5	379.9
<b>영업이익</b>	<b>290.8</b>	<b>285.2</b>	<b>312.1</b>	<b>291.1</b>	<b>257.0</b>	<b>250.6</b>	<b>266.4</b>	<b>283.8</b>	<b>1179.2</b>	<b>1057.8</b>	<b>1206.0</b>
YoY	13.2	4.6	10.5	0.3	-11.6	-12.1	-14.6	-2.5	7.0	-10.3	14.0
QoQ	0.2	-1.9	9.4	-6.7	-11.7	-2.5	6.3	6.5			
영업이익률	26.9	25.2	26.0	23.0	19.6	18.4	18.4	18.5	25.2	18.7	17.9
<b>순이익</b>	<b>210.9</b>	<b>171.4</b>	<b>215.8</b>	<b>172.0</b>	<b>153.8</b>	<b>281.8</b>	<b>185.4</b>	<b>196.6</b>	<b>770.1</b>	<b>817.5</b>	<b>844.4</b>
YoY	27.8	-19.6	9.0	-5.9	-27.1	64.4	-14.1	14.3	1.5	6.2	3.3
QoQ	15.4	-18.7	25.9	-20.3	-10.6	83.3	-34.2	6.0			
순이익률	19.5	15.2	18.0	13.6	11.7	20.7	12.8	12.8	16.5	14.5	12.6

자료: Company Data, BNK투자증권

### III. Valuation

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 1,400,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주는 아직 수익성이 부진한 LINE Pay 및 LINE Financial의 기업가치를 반영하기 위해서 SOTP 방식으로 산정했다. NAVER 포털 가치 19.5조원, LINE 기업가치 6.5조원, LINE Pay 및 LINE Financial 기업가치 10조원 등을 반영한 주당 NAV는 약 1,370,967원이다.

LINE Pay 및 LINE Financial의 기업가치는 LINE Pay 유저수를 LINE MAU의 50% 수준이라고 가정하고 2Q15 Ant Financial의 사업초기 단계의 MAU당 기업가치를 적용해 산출했다.

동사의 주가는 '13년~'14년 LINE의 고성장으로 인해 급등세를 나타낸 이후 정부 규제에 대한 우려, 비용 확대에 의한 이익성장세 둔화 등으로 P/E 24~32배 수준에서 정체되는 모습을 보였다.

그러나 LINE Pay가 일본 정부의 캐시리스 결제 확대에 대한 최대 수혜가 예상되는 가운데 LINE Financial의 테크핀 사업이 본격화되면서 밸류에이션 멀티플 확대가 나타날 수 있는 국면에 진입한 것으로 판단된다.

이후 동사의 주가는 LINE Pay의 GMV, 가맹점 수 추이, LINE Financial의 금융서비스 사업 진척도에 좌우될 것으로 보인다. LINE Pay가 이미 대만에서 1위 모바일 결제 사업자로 자리 잡은 만큼 일본 뿐만이 아니라 태국, 인도네시아 등에서의 점유율 확대도 기대할 수 있는 상황이다.

Fig. 70: NAVER 목표주가 산정(SOTP)

(단위: 십억원, %)

구분	Value	지분율	할인율	비고
NAVER 포털 가치	19,500			
UV(백만명)	37.5			PC 및 모바일 합산 순방문자수
UV당 기업가치(천원)	520			17년 UV당 기업가치 적용
LINE 기업가치(LINE Pay 및 LINE Financial 제외)	6,519	72.9%	10.0%	
MAU(백만명)	164			2Q18 LINE MAU
MAU당 기업가치(천원)	61			스냅챗 및 트위터의 MAU당 기업가치 평균 적용
LINE Pay 및 LINE Financial 기업가치	10,033	72.9%	10.0%	
MAU(백만명)	82			LINE MAU의 50% 적용
MAU당 기업가치(천원)	187			2Q15 Ant Financial의 MAU당 기업가치 적용
EV	36,052			
순현금	4,551			
자사주	4,588			NAV(자사주 제외) X 11.3%
NAV	45,191			
주식수(백만주)	33.0			
주당 NAV	1,370,967			
<b>목표주가</b>	<b>1,400,000</b>			
현재가	730,000			9/14일 종가
% upside	91.8%			

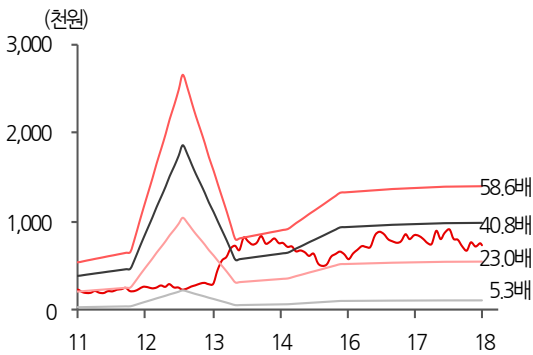
자료: BNK투자증권

Fig. 71: NAVER 12M fwd P/E 추이



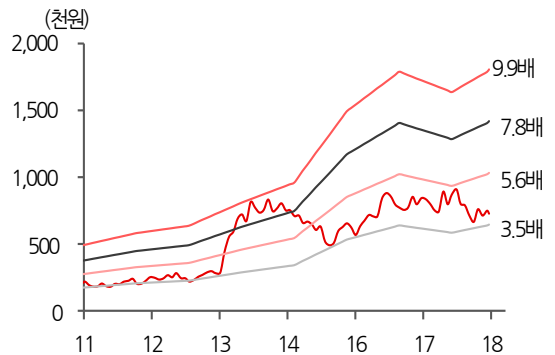
자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 72: NAVER PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 73: NAVER PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

**재무상태표**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,200	4,784	5,877	6,947	8,327
현금성자산	1,726	1,908	2,388	2,802	3,447
매출채권	475	622	754	896	1,054
재고자산	10	36	44	52	61
비유동자산	2,171	3,235	3,500	3,706	3,939
투자자산	797	1,388	1,683	2,000	2,354
유형자산	863	1,150	1,114	1,022	923
무형자산	112	340	340	325	306
<b>자산총계</b>	<b>6,371</b>	<b>8,019</b>	<b>9,377</b>	<b>10,653</b>	<b>12,266</b>
유동부채	1,804	2,303	2,781	3,204	3,674
매입채무	0	0	0	0	0
단기차입금	227	211	276	256	230
비유동부채	437	411	530	582	653
사채및장기차입금	150	50	95	65	45
<b>부채총계</b>	<b>2,241</b>	<b>2,714</b>	<b>3,312</b>	<b>3,786</b>	<b>4,327</b>
지배기업지분	3,595	4,762	5,430	6,179	7,182
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,508	1,524	1,524	1,524
이익잉여금	3,810	4,556	5,356	6,106	7,108
<b>자본총계</b>	<b>4,130</b>	<b>5,305</b>	<b>6,065</b>	<b>6,867</b>	<b>7,939</b>
총차입금	377	416	524	474	428
순차입금	-3,017	-3,182	-3,914	-4,763	-5,885

**현금흐름표**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>1,164</b>	<b>940</b>	<b>1,261</b>	<b>1,297</b>	<b>1,590</b>
당기순이익	759	770	817	844	1,114
비현금비용	758	805	574	606	722
감가상각비	163	206	192	200	185
비현금수익	-133	-142	-64	-128	-131
자산및부채의증감	88	-139	324	253	284
매출채권감소	-56	-176	-128	-142	-159
재고자산감소	0	0	-3	-8	-9
매입채무증가	11	97	0	0	0
법인세환급(납부)	-339	-415	-483	-406	-537
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-942</b>	<b>-1,310</b>	<b>-805</b>	<b>-791</b>	<b>-857</b>
유형자산증가	-154	-472	-243	-83	-62
유형자산감소	57	6	3	2	2
무형자산순감	-21	-28	-15	-12	-7
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>698</b>	<b>636</b>	<b>-82</b>	<b>-92</b>	<b>-88</b>
차입금증가	-290	38	108	-50	-46
자본의증감	1,084	291	16	0	0
배당금지급	-32	-33	-42	-42	-42
현금의증가	913	181	480	414	645
기말현금	1,726	1,908	2,388	2,802	3,447
잉여현금흐름(FCF)	1,010	468	1,017	1,214	1,528

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>4,023</b>	<b>4,678</b>	<b>5,654</b>	<b>6,727</b>	<b>7,893</b>
매출원가	0	0	0	0	0
<b>매출총이익</b>	<b>4,023</b>	<b>4,678</b>	<b>5,654</b>	<b>6,727</b>	<b>7,893</b>
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,921	3,499	4,596	5,521	6,286
판매비율	72.6	74.8	81.3	82.1	79.6
<b>영업이익</b>	<b>1,102</b>	<b>1,179</b>	<b>1,058</b>	<b>1,206</b>	<b>1,607</b>
영업이익률	27.4	25.2	18.7	17.9	20.4
EBITDA	1,265	1,385	1,250	1,406	1,792
영업외손익	30	17	164	44	44
금융이자손익	30	36	40	41	46
외화관련손익	1	-1	-1	-1	-2
기타영업외손익	-1	-18	125	4	0
<b>세전이익</b>	<b>1,132</b>	<b>1,196</b>	<b>1,222</b>	<b>1,250</b>	<b>1,651</b>
세전이익률	28.1	25.6	21.6	18.6	20.9
법인세비용	361	423	405	406	537
법인세율	31.9	35.4	33.1	32.5	32.5
계속사업이익	771	773	817	844	1,114
<b>당기순이익</b>	<b>759</b>	<b>770</b>	<b>817</b>	<b>844</b>	<b>1,114</b>
당기순이익률	18.9	16.5	14.4	12.5	14.1
지배기업순이익	749	773	788	792	1,044
<b>총포괄손익</b>	<b>724</b>	<b>627</b>	<b>906</b>	<b>844</b>	<b>1,114</b>

**주요투자지표**

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (원)	22,732	23,447	23,895	24,021	31,679
BPS	150,192	180,040	164,739	187,478	217,874
CFPS	41,966	43,488	40,279	40,101	51,708
DPS	1131.0	1446.0	1446.0	1446.0	1446.0
PER (배)	34.1	37.1	30.6	30.4	23.0
PSR	6.4	6.1	4.3	3.6	3.0
PBR	5.2	4.8	4.4	3.9	3.4
PCR	18.5	20.0	18.1	18.2	14.1
EV/EBITDA	18.2	18.8	16.6	14.2	10.6
배당성향 (%)	4.3	5.5	5.2	5.0	3.8
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
매출액증가율	23.6	16.3	20.9	19.0	17.3
영업이익증가율	32.7	7.0	-10.3	14.0	33.2
순이익증가율	44.4	3.1	1.9	0.5	31.9
EPS증가율	44.4	3.1	1.9	0.5	31.9
부채비율 (%)	54.3	51.2	54.6	55.1	54.5
차입금비율	9.1	7.8	8.6	6.9	5.4
순차입금/자기자본	-73.1	-60.0	-64.5	-69.4	-74.1
ROA (%)	14.1	10.7	9.4	8.4	9.7
ROE	26.2	18.5	15.5	13.6	15.6
ROIC	169.2	125.6	93.4	155.4	476.9

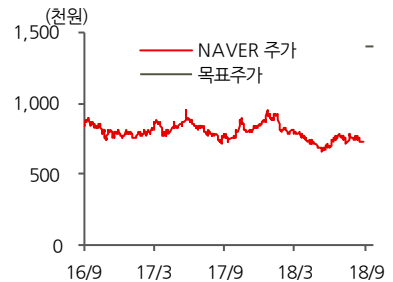
주: K-IFRS 연결 기준, 2018/9/14 종가 기준



## 투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%) 평균 H/L
NAVER (035420)	18/09/17	매수	1,400,000원	- -

## 주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2018.06.30기준) / 매수(Buy) 100%, 보유(Hold) 0.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

## 카카오뱅크의 기업가치 제고

## 카카오뱅크의 성장기대감 확대

9월14일 여야가 인터넷전문은행의 대주주 자격에 대한 합의안에 합의하면서 20일 본회의에서의 특례법 통과 기대감 확대. 8월 임시국회에서 특례법 통과 의 가장 큰 걸림돌이었던 대주주 자격에 대한 합의가 도출되면서 9월20일 본 회의에서 특례법 처리 가능성이 높아진 상태. 카카오뱅크의 가치는 잔여이익 모델을 사용해 약 2.7조원으로 산정. 총자산은 '19년 15조원에서 '22년 28조 원 수준까지 증가하고 NIM(순이자마진)은 2.3% 수준까지 확대될 것으로 전망. 현재 여신액 6.8조원, 수신규모 8.4조원을 기록중이며 빠르면 올해 하반기에 흑자전환이 가능할 것으로 예상.

## 콘텐츠 사업부문의 견조한 성장

향후 3년간('17년~'20년) 콘텐츠 및 기타 매출이 각각 연평균 19%, 30% 증가하면서 외형성장 견인할 전망. 동영상 콘텐츠 사업을 육성하기 위해 설립된 카카오톡과 웹툰 및 웹소설 서비스로 고정장중인 카카오페이지 등을 통해 향후 콘텐츠 부문의 견조한 성장세 지속될 것으로 예상.

## 투자 의견 매수, 목표주가 160,000원으로 커버리지 개선

동사에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 160,000원을 제시하며 커버리지 개선. SOTP 방식으로 다음포털까지 2조원, 카카오톡 메신저 가치 3.1조원, 카카오톡 M 2.7조원 등을 반영한 주당 NAV는 약 159,528원. 인터넷은행 특별법 통과 후 지분을 확대와 함께 본격적인 증감리 대출 사업을 통한 이익 성장잠재력을 확보하고 있기에 단기 이익 관점보다는 중장기적 성장가능성에 더 주목해야 할 시기라고 판단.

Fig. 74: 카카오 연결재무제표 요약

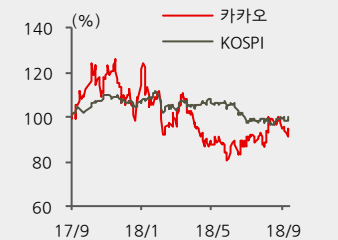
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액(십억원)	1,464	1,972	2,430	2,854	3,285
영업이익	116	165	117	185	235
세전이익	100	153	198	230	289
순이익[지배]	58	109	86	119	151
EPS(원)	874	1,602	1,106	1,433	1,813
증감률(%)	-31.1	83.3	-31.0	29.6	26.5
PER(배)	88.1	85.5	108.5	83.8	66.2
PBR	1.5	2.3	1.9	1.9	1.8
EV/EBITDA	24.3	30.5	31.1	24.3	20.6
ROE(%)	1.9	2.9	1.9	2.3	2.8
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1

자료: 카카오, BNK투자증권 / 주: K-IFRS 연결

투자 의견	매수
[신규]	
목표주가(6M)	160,000원
[신규]	33.3%
현재주가	120,000원
2018/9/14	

주식지표	
시가총액	9,155십억원
52주최고가	161,000원
52주최저가	103,500원
상장주식수	7,629만주/-만주
자본금/액면가	34십억원/500원
60일평균거래량	43만주
60일평균거래대금	51십억원
외국인지분율	25.3%
자기주식수	1만주/-%
주요주주및지분율	
김범수 등	31.9%

## 주가동향



## 이경일

플랫폼(인터넷/게임/엔터)

Ki.Lee@bnkfn.co.kr

(02)3215-1527

BNK투자증권 리서치센터

07325 서울시 영등포구 국제금융로2길 24

삼성생명 여의도빌딩 6층

www.bnkfn.co.kr

## I. 투자포인트

### 1. 카카오뱅크의 성장기대감 확대

8월 임시국회에서 인터넷전문은행 특례법 통과가 무산되었지만 9월14일 여야가 인터넷전문은행의 대주주 자격에 대한 협의안에 합의하면서 20일 본회의에서의 특례법 통과 기대감이 확대되고 있다. 정무위 여야 의원들은 최근 5년간 금융 관련 벌금형 이상의 형사처벌을 받은 자를 인터넷전문은행 대주주 자격에서 제외하는 진입 배척 조항에 합의했다. 이는 은행법 시행령 5조에 명시된 한도초과보유 주주의 초과보유 요건을 인용한 것이다.

또한 ICT 분야 자산 비중이 50%를 넘는 기업에 한해 예외를 적용하는 안은 본문이 아닌 시행령에 명시하기로 했다. 8월 임시국회에서 특례법 통과와 가장 큰 걸림돌이었던 대주주 자격에 대한 합의가 도출되면서 9월20일 본회의에서 특례법이 처리될 가능성이 높아진 상태다.

카카오뱅크의 가치는 잔여이익모델을 사용해 약 2.7조원으로 산정했다. 총자산은 '19년 15조원에서 '22년 28조원 수준까지 성장하고 NIM(순이자마진)은 1.7%에서 2.3% 수준까지 확대될 것으로 전망한다. 자기자본비용은 7%로 가정했다. 현재 여신액 6.8조원, 수신규모 8.4조원을 기록중이며 빠르면 올해 하반기에 흑자전환이 가능할 것으로 예상한다.

Fig. 75: 카카오뱅크 재무제표 추정치

(단위: 십억원)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>총자산</b>	11,206	15,402	18,672	24,282	27,629	31,397	34,845	38,435	44,423
대출자산	7,424	10,094	13,422	16,460	20,075	24,382	27,058	29,848	31,825
유가증권 등	3,773	5,346	5,276	6,837	5,769	5,322	6,386	6,475	6,874
기타자산	59	62	74	85	86	94	101	112	124
<b>총부채</b>	10,010	14,167	17,359	22,850	25,997	29,453	32,508	35,596	40,978
예수금	9,070	12,832	15,672	20,590	23,340	26,669	29,112	32,313	36,810
차입금	907	1,283	1,567	2,059	2,334	2,667	2,911	3,231	3,681
기타부채	33	52	119	200	323	117	485	52	487
<b>자기자본</b>	1,196	1,235	1,313	1,432	1,632	1,945	2,337	2,839	3,445
자본금	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
이익잉여금	-104	-65	13	132	332	645	1,037	1,539	2,145

자료: BNK투자증권

Fig. 76: 카카오뱅크 손익 추정치

(단위: 십억

원, %)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
총자산	11,206	15,402	18,672	24,282	27,629	31,397	34,845	38,435	44,423
NIM	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.3%
비이자이익	-14	-8	15	27	45	67	84	98	124
판관비	101	110	130	152	178	193	214	234	256
대손비용	58	54	55	76	97	111	146	159	188
영업이익	0	89	176	258	345	438	483	566	697
영업외손익	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-4	-5	-5
세전이익	-2	87	174	255	342	434	479	561	692
법인세비용	0	17	20	32	56	93	124	158	191
당기순이익	-2	71	154	224	285	341	355	402	501

자료: BNK투자증권

Fig. 77: 카카오뱅크 잔여이익모델(RIM)

(단위: 십억원, %)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2026E
잔여이익	-49	-13	68	132	185	227	219	192	196	182
순이익	-2	71	154	224	285	341	355	402	452	492
자본비용	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	9%	9%	9%
전기 자기자본	668	1,196	1,235	1,313	1,432	1,632	1,945	2,337	2,839	3,445
(유상증자)		-500								
할인 대상 가치	-49	-13	68	132	185	227	219	192	2,489	2,305
할인률	0.93	0.87	0.82	0.76	0.71	0.67	0.62	0.50	0.46	0.41
현재가치	-45	-11	55	100	132	151	136	96	1,146	952
적정가치	2,712									

자료: BNK투자증권

## II. Earning Forecast

동사는 향후 3년간('17년~'20년) 연평균(CAGR) 19% 수준의 견조한 외형성장을 지속할 전망이다. 콘텐츠 및 기타 매출이 동기간 각각 연평균 19%, 30% 증가하면서 외형성장을 견인할 것으로 예상된다. 카카오페이 관련 마케팅비 확대와 신규 인력 충원으로 수익성이 악화되었으나 신규 사업들의 성과가 본격화되면서 영업이익률은 올해를 저점(4.8%)으로 '19년 6.5%, '20년 7.2% 수준까지 개선될 것으로 전망한다.

Fig. 78: 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	2017	2018E	2019E
매출액	443.8	468.4	515.4	544.7	555.4	588.9	625.9	659.7	1,972.3	2,430.0	2,854.3
YoY	83.0	24.4	31.7	20.0	25.2	25.7	21.4	21.1	34.7	23.2	17.5
QoQ	-2.2	5.6	10.0	5.7	2.0	6.0	6.3	5.4			
광고	133.3	151.4	151.5	159.5	154.6	166.4	166.8	170.8	595.7	658.6	713.6
콘텐츠	221.8	236.3	261.5	265.9	285.6	302.8	313.8	325.2	985.5	1,227.3	1,431.6
게임	80.3	78.7	93.9	89.2	105.6	111.6	97.5	99.7	342.1	414.4	421.0
뮤직	110.3	117.1	122.1	128.9	126.3	130.5	154.6	159.1	478.3	570.4	698.4
기타	31.2	40.5	45.5	47.9	53.8	60.7	61.7	66.4	165.1	242.5	312.2
기타	88.7	80.8	102.4	119.3	115.2	119.8	145.3	163.8	391.1	544.0	709.1
영업비용	405.5	423.8	468.0	509.6	545.0	561.3	587.7	619.0	1,806.9	2,313.1	2,669.8
지급수수료	160.4	178.8	189.8	201.2	210.3	223.0	240.9	250.8	730.1	925.1	1,086.7
인건비	84.8	88.1	84.7	102.8	110.0	107.9	106.4	125.5	360.4	449.8	527.9
광고전비	25.0	21.9	33.5	36.1	47.9	45.3	40.7	44.9	116.5	178.8	193.2
콘텐츠수수료	24.9	28.3	33.7	34.4	40.0	45.7	40.1	36.3	121.4	162.0	168.2
광고대행수수료	19.1	24.0	22.0	23.6	22.4	23.7	26.9	31.0	88.6	104.0	120.3
영업이익	38.3	44.6	47.4	35.1	10.4	27.6	38.2	40.7	165.4	116.9	184.5
YoY	81.8	67.7	56.6	-8.1	-72.9	-38.2	-19.3	16.1	42.4	-29.3	57.9
QoQ	0.4	16.5	6.1	-26.0	-70.3	165.2	38.5	6.5			
OPM	8.6	9.5	9.2	6.4	1.9	4.7	6.1	6.2	8.4	4.8	6.5
순이익	54.5	12.5	39.9	18.2	14.6	22.5	32.9	33.4	125.1	103.4	146.3
YoY	397.6	-5.6	192.8	-34.1	-73.1	79.9	-17.6	83.4	91.1	-17.3	41.5
QoQ	97.1	-77.1	219.1	-54.4	-19.5	53.6	46.2	1.5			
순이익률	12.3	2.7	7.7	3.3	2.6	3.8	5.3	5.1	6.3	4.3	5.1

자료: Company Data, BNK투자증권

### III. Valuation

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 160,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 다양한 자회사들의 기업가치를 온전히 반영하기 위해서 SOTP 방식으로 산정했다. 다음포털가치 2조원, 카카오톡 메신저 가치 3.1조원, 카카오톡 M 2.7조원 등을 반영한 주당 NAV는 약 159,528원이다.

동사의 현재 주가는 P/E('19년 기준) 84배 수준으로 단기 이익규모 대비 고평가 상태이지만 인터넷전문은행 특별법 통과 이후 지분을 확대와 함께 본격적인 중금리 대출 사업을 통한 이익 성장잠재력을 확보하고 있기 때문에 단기 이익 관점보다는 중장기적 성장가능성에 더 주목해야 할 시기라고 판단된다. 또한 카카오게임즈를 비롯해 카카오페이지, 카카오펁크, 카카오톡모빌리티 등 주요 자회사들의 독자적인 IPO를 통해 의사결정 프로세스를 효율화시키고 공모를 통해 확보한 자금으로 공격적인 투자가 이뤄질 것이란 점에서 높은 밸류에이션이 합당화 될 수 있다.

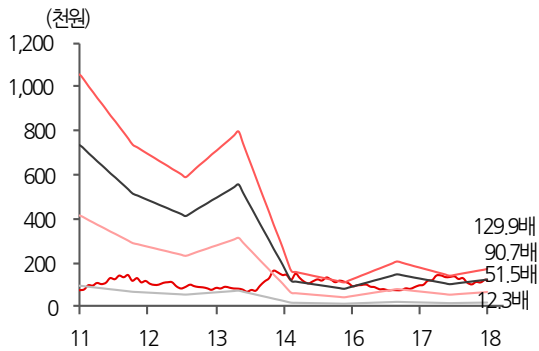
Fig. 79: 카카오 목표주가 산정(SOTP)

(단위: 십억 원, %)

구분	Value	추정치	Multiple	지분율	할인율	비고
다음포털	1,960	490	20x	-	-	12M fwd 매출액, 순이익률 20%, 글로벌 포털 평균 P/E
카카오톡 메신저	3,139	72,030	43.6(백만명)	-	-	라인 및 트위터 MAU당 기업가치 평균 적용
카카오톡 M	2,734	78	35x	-	-	12M fwd 순이익, 과거 3년 historical P/E 평균 적용
카카오게임즈	688	79	16x	60%	10%	12M fwd 순이익, 국내 게임사 평균 P/E
카카오펁크	732	2,712		30%	10%	RIM(잔여이익모델)에 의한 적정가치 산정
카카오톡모빌리티	1,017	1,630	-	69%	10%	카카오톡모빌리티 외부 투자유치 평가액
카카오페이지	318	614		58%	10%	포도트리 외부 투자유치 평가액
카카오페이	329	600	-	61%	10%	카카오페이 외부 투자유치 평가액
EV	10,916					영업가치 + 투자자산가치
순현금	2,386					
NAV	13,302					
주식수(백만주)	83					
주당 NAV	159,528					NAV/주식수
목표주가	160,000					
현재가	120,000					
% upside	33.3					

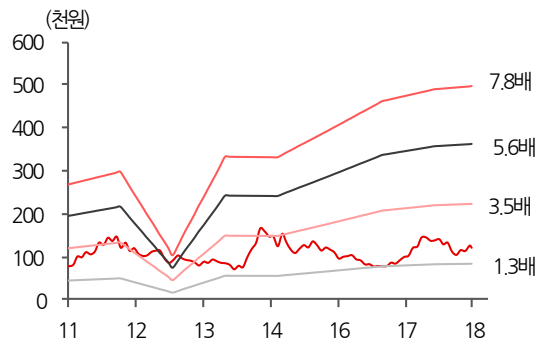
자료: BNK투자증권

Fig. 80: 카카오 PER 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

Fig. 81: 카카오 PBR 밴드 차트



자료: ValueWise, BNK투자증권

**재무상태표**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,217	1,993	3,496	3,854	4,229
현금성자산	642	1,117	2,435	2,621	2,837
매출채권	174	179	217	252	285
재고자산	13	22	26	30	34
비유동자산	4,267	4,356	4,422	4,398	4,376
투자자산	256	373	451	524	592
유형자산	254	271	246	199	165
무형자산	3,733	3,690	3,687	3,637	3,582
<b>자산총계</b>	<b>5,484</b>	<b>6,349</b>	<b>7,918</b>	<b>8,251</b>	<b>8,604</b>
유동부채	806	1,041	1,808	1,977	2,134
매입채무	95	108	131	152	172
단기차입금	204	174	758	758	758
비유동부채	975	801	261	291	314
사채및장기차입금	796	621	42	37	27
<b>부채총계</b>	<b>1,781</b>	<b>1,842</b>	<b>2,069</b>	<b>2,268</b>	<b>2,448</b>
지배기업지분	3,433	4,029	5,245	5,353	5,492
자본금	34	34	38	38	38
자본잉여금	3,105	3,604	4,740	4,740	4,740
이익잉여금	304	403	492	599	738
<b>자본총계</b>	<b>3,703</b>	<b>4,508</b>	<b>5,849</b>	<b>5,983</b>	<b>6,156</b>
총차입금	1,007	797	804	799	790
순차입금	121	-770	-2,177	-2,456	-2,763

**현금흐름표**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>317</b>	<b>372</b>	<b>349</b>	<b>388</b>	<b>401</b>
당기순이익	65	125	103	146	185
비현금비용	189	292	220	201	210
감가상각비	114	130	127	117	107
비현금수익	-34	-111	-108	-57	-68
자산및부채의증감	115	28	183	121	112
매출채권감소	-28	-2	-33	-35	-33
재고자산감소	-8	1	0	-4	-4
매입채무증가	105	3	169	21	20
법인세환급(납부)	-54	-3	-150	-84	-103
<b>투자활동현금흐름</b>	<b>-1,000</b>	<b>-355</b>	<b>-236</b>	<b>-184</b>	<b>-164</b>
유형자산증가	-81	-75	-34	-5	-8
유형자산감소	1	3	0	1	1
무형자산순감	-24	-28	-21	-15	-10
<b>재무활동현금흐름</b>	<b>924</b>	<b>468</b>	<b>1,204</b>	<b>-17</b>	<b>-22</b>
차입금증가	777	-210	7	-5	-10
자본의증감	835	499	1,141	0	0
배당금지급	-11	-16	-12	-12	-12
현금의증가	244	475	1,318	187	216
기말현금	642	1,117	2,435	2,621	2,837
잉여현금흐름(FCF)	236	297	314	383	393

자료: 감사보고서(12월 결산), BNK투자증권 리서치센터

**포괄손익계산서**

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>1,464</b>	<b>1,972</b>	<b>2,430</b>	<b>2,854</b>	<b>3,285</b>
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,464	1,972	2,430	2,854	3,285
매출총이익률	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	1,348	1,807	2,313	2,670	3,050
판매비율	92.1	91.6	95.2	93.6	92.8
<b>영업이익</b>	<b>116</b>	<b>165</b>	<b>117</b>	<b>185</b>	<b>235</b>
영업이익률	7.9	8.4	4.8	6.5	7.2
EBITDA	230	295	244	301	342
영업외손익	-16	-12	81	46	53
금융이자손익	-5	3	43	51	55
외화관련손익	8	-10	0	0	0
기타영업외손익	-19	-5	38	-5	-2
<b>세전이익</b>	<b>100</b>	<b>153</b>	<b>198</b>	<b>230</b>	<b>289</b>
세전이익률	6.8	7.8	8.1	8.1	8.8
법인세비용	35	28	94	84	103
법인세율	35.0	18.3	47.5	36.5	35.6
계속사업이익	65	125	103	146	185
<b>당기순이익</b>	<b>65</b>	<b>125</b>	<b>103</b>	<b>146</b>	<b>185</b>
당기순이익률	4.4	6.3	4.2	5.1	5.6
지배기업순이익	58	109	86	119	151
총포괄손익	65	119	99	146	185

**주요투자지표**

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS (원)	874	1,602	1,106	1,433	1,813
BPS	50,777	59,344	62,920	64,205	65,870
CFPS	3,339	4,517	2,756	3,482	3,925
DPS	148	148	148	148	148
PER (배)	88.1	85.5	108.5	83.8	66.2
PSR	3.5	4.7	3.9	3.5	3.0
PBR	1.5	2.3	1.9	1.9	1.8
PCR	23.1	30.3	43.5	34.5	30.6
EV/EBITDA	24.3	30.5	31.1	24.3	20.6
배당성향 (%)	15.3	8.0	11.9	8.4	6.7
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율	57.1	34.7	23.2	17.5	15.1
영업이익증가율	31.1	42.4	-29.3	57.9	27.4
순이익증가율	-23.8	88.3	-20.5	38.4	26.6
EPS증가율	-31.2	83.4	-31.0	29.6	26.6
부채비율 (%)	48.1	40.9	35.4	37.9	39.8
차입금비율	27.2	17.7	13.7	13.4	12.8
순차입금/자기자본	3.3	-17.1	-37.2	-41.1	-44.9
ROA (%)	1.5	2.1	1.4	1.8	2.2
ROE	1.9	2.9	1.9	2.3	2.8
ROIC	2.6	3.7	1.8	3.5	4.8

주: K-IFRS 연결 기준, 2018/9/14 종가 기준



## 투자의견 및 목표주가 변경

종목명	날짜	투자의견	목표주가 (6M)	과리율(%)	
				평균	H/L
카카오 (035720)	18/09/17	매수	160,000원	-	-

## 주가 및 목표주가 변동 추이(2Y)



투자등급 (기업 투자의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2018.06.30기준) / 매수(Buy) 100%, 보유(Hold) 0.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주간사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 자료에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

**BNK 투자증권**

**BNK 투자증권**

# BNK 투자증권

투자등급 (기업 투자 의견은 향후 6개월간 추천일 증가 대비 해당 종목의 예상수익률을 의미함.)

기업: 6개월 예상수익률 / 매수(Buy) +10% 이상, 보유(Hold) -10~+10%, 매도(Sell) -10% 이하

산업: 6개월 투자비중에 대한 의견 / 비중확대(Overweight), 중립(Neutral), 비중축소(underweight)

조사분석자료 투자등급 비율(2018.06.30기준) / 매수(Buy) 100%, 보유(Hold) 0.0%, 매도(Sell) 0.0%

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 지난 1년간 상기 회사의 유가증권(DR, CB, IPO 등) 발행과 관련하여 주권사로 참여한 적이 없습니다. 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다. 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다. 이 레포트에는 네이버에서 제공한 나눔글꼴이 적용되어 있습니다.

고객지원센터 1577-2601 [www.bnkfn.co.kr](http://www.bnkfn.co.kr)

## <본사/영업부>

부산시 부산진구 새싹로1(부전동) 부산은행 부전동별관 3층, 4층 / [본사] T 051-669-8000 / F 051-669-8009

[영업부] T 051-669-8080 / F 051-669-8099

## <서울영업부>

서울시 영등포구 국제금융로2길(여의도동) 24, 삼성생명㈜ 여의도빌딩 6층 / T 02-3215-1500 / F 02-786-2998

## <경남영업부>

경상남도 창원시 마산회원구 3.15대로 642 BNK경남은행본점 1층 / T 055-290-7100 / F 055-290-7199

## <울산영업부>

울산시 남구 중앙로 202 BNK경남은행 울산영업부 1층 / T 052-271-6117 / F 052-271-6111

# BNK 금융그룹

BNK부산은행 / BNK경남은행 / BNK투자증권 / BNK캐피탈 / BNK저축은행 / BNK자산운용 / BNK신용정보 / BNK시스템