

인터넷/게임 (비중확대/Maintain)

일본 탐방기: 라이프 스타일 지배력

문지현

02-3774-1640

jeehyun.moon@miraeasset.com



CONTENTS

I. Summary	3
일본 인터넷/게임 기업 탐방, 라이프 스타일 지배력 확대 전략 확인	3
II. 일본 인터넷 광고 시장	4
1. 일본 시장의 인터넷 광고 침투 속도는 왜 느릴까?	4
2. 모바일과 비디오 광고는 성장 동력인가?	5
III. 일본 이커머스 시장	6
1. 아마존재팬은 어떻게 1등으로 올라섰을까?	6
2. 커머스와 연계된 인터넷 광고는 일본도 트렌드일까?	10
IV. 일본 핀테크 시장	11
1. 오프라인에서는 아직도 현금을 선호할까?	11
2. 일본 IT 기업의 금융 사업은 테크보다는 라이프 스타일?	13
V. 일본 게임 시장	18
1. 모바일 게임 차트 순위는 왜 장기 집권형인가?	18
2. 콘솔의 위력? IP의 위력!	20
VI. 일본 주요 기업 탐방	21
1. 라인 (3938 JP)	21
2. 야후재팬 (4689 JP)	22
3. 라쿠텐 (4755 JP)	23
4. 소니 (6758 JP)	24
5. 사이버에이전트 (4751 JP)	25
VII. 투자전략	26
1. 투자 아이디어	26
2. Valuation 비교	27
Top Pick 및 관심종목	28
NAVER (035420)	29
엔씨소프트 (036570)	33
NHN엔터테인먼트 (181710)	37
넷마블게임즈 (251270)	41
카카오 (035720)	45

I. Summary

일본 인터넷/게임 기업 탐방, 라이프 스타일 지배력 확대 전략 확인

3월 둘째주 일본 도쿄 방문을 통해 일본의 주요 인터넷 및 게임 기업 탐방을 수행했다. 라인, 야후재팬, 라쿠텐, 소니, 사이버에이전트 등 일본 상장 기업 외에, 일본 검색 및 동영상 사업 중인 Google Japan, 인공지능 로봇 스타트업 AKA LLC 등 일본에서 의미 있는 사업 시도를 하고 있는 비상장 기업들도 만나 일본 시장의 특성과 동향 등을 전반적으로 파악할 수 있었다.

일본 인터넷 플랫폼은 라이프 스타일 전체를 포괄하는 방향으로 진화 중

일본은 내수 시장의 규모가 크기 때문에 현지 인터넷 플랫폼 기업들의 사업 전략은 우선 자국 내 서비스 이용자의 라이프 스타일로의 침투, 지배력 확대가 기본 방향이라고 판단된다. 라인, 야후재팬, 라쿠텐, 아마존재팬 등은 메신저, 포털, 이커머스 등 각각의 초기 사업으로부터, 점차 금융, 이커머스, 디지털 콘텐츠 등으로 사업을 다변화하고 있다. 기술적 경쟁력도 중요하지만, 소비자의 삶에 어떻게 침투하여 시간 점유율(Time Share)을 늘릴 수 있는지가 가장 중요하다고 파악된다.

일본의 인터넷 광고 침투율은 20%대로서, 한국 및 글로벌 평균 약 40% 대비 낮다. 고령화된 사회 구조, TV 매체의 견조한 영향력에 기인한다. 그러나 일본 최대 광고 대행사 덴츠의 디지털 팀 신설, 모바일 매체의 성장 추세 등을 고려 시 일본 광고주의 디지털 집행은 점차 늘어날 전망이다.

일본의 이커머스 침투율(EC화율)은 10% 이하로서, 한국의 약 20% 대비 현저히 낮다. 특히 아마존재팬은 로컬 기업 라쿠텐의 시장점유율을 넘어서고 있다. 글로벌 기업의 진입은 경쟁 변수인 동시에 시장의 성장을 촉진하고 있기도 하다. 금융 사업과의 연계가 일찍 진행된 점도 주목된다.

일본 핀테크 산업 활성화 추세, 기업과 정부가 동시에 뛰기 시작

일본의 현금 결제 비중은 약 80%로서 전세계에서 가장 높은 편이다. 현금 선호 현상은 핀테크 사업에 있어서 오히려 기회 요인으로 판단된다. 일본의 인터넷 기업들은 전자지갑, 간편결제 서비스 등을 포인트 제도와 연계해 보급을 본격화하고 있다. 일본 정부 입장에서는 더욱 절실하다. 현금 이용으로 인한 사회적 비용(Cost of Cash)이 많기 때문이다. 경제 성장과 2020년 도쿄 올림픽의 성공적 개최 등을 위해 간편결제 확산, 금융법제 개정 등 핀테크 산업 진흥을 지원하는 모습이다.

일본 게임 시장은 ARPU가 높아 장기적인 사업 전략이 중요

일본 게임 시장은 글로벌 3위 시장으로서, 특히 전세계에서 가장 ARPU(인당 소비액)가 높은 편이다. 모바일 게임 매출 차트 순위도 변동이 적고, 히트 게임의 수명이 4년 이상으로 긴 편이다. 일본 이용자는 플레이하는 게임이 마음에 들 경우 그만큼 아이템 구입 등 소비를 많이 하며, 이는 다른 게임으로 전환하는데 기회비용으로 작용하는 구조로 파악된다. 출시 게임에 대한 중장기적인 마케팅과 꾸준한 콘텐츠 업데이트가 중요한 시장 특성을 지니고 있다.

Top Pick은 LINE 사업 성장성 부각되는 NAVER, 일본 사업 중인 기업들에도 관심

일본 탐방 아이디어 관련 Top Pick 종목은 'NAVER'이다. 일본 자회사 LINE의 라인페이 사업 확대, 라인파이낸셜의 핀테크 사업 본격화, 모바일 광고 지면 확대 등은 일본 시장의 디지털화 추세 속에서 가시적인 수혜가 가능할 전망이다. 관심종목은 일본에 모바일 게임 신작 출시가 예상되는 '엔씨소프트'와 '넷마블게임즈', 모바일 게임과 웹툰 앱(코미코) 사업 중인 'NHN엔터테인먼트', 웹툰 앱(픽코마) 성장세와 모빌리티 협업 계획이 주목되는 '카카오' 등이다.

II. 일본 인터넷 광고 시장

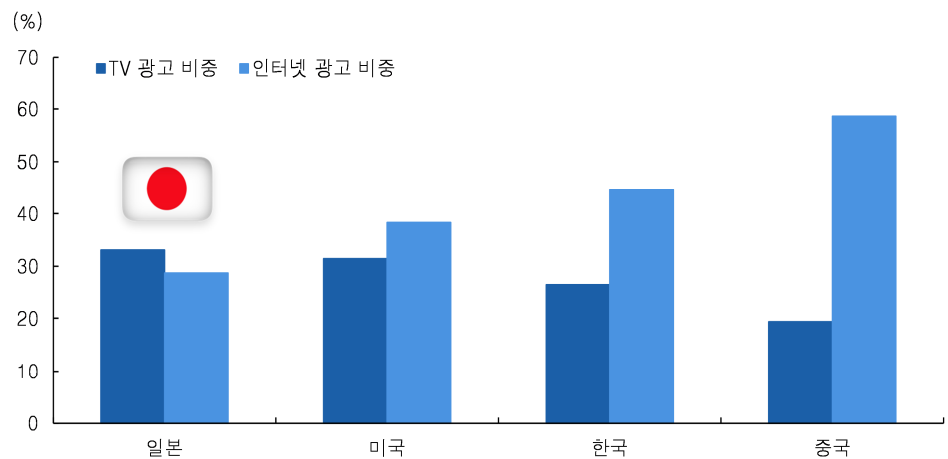
1. 일본 시장의 인터넷 광고 침투 속도는 왜 느릴까?

일본의 전체 광고 시장은 6조엔대로서, 한국보다 약 5배 큰 규모이다. 일본 광고 시장의 특징은 TV를 비롯한 전통 매체가 아주 견고하다는 것, 인터넷 광고 침투가 다른 주요 나라 대비 느리다는 것 등이다. 이번에 탐방을 통해 만난 일본의 주요 기업들은 크게 세 가지 배경을 지적했다.

1) 매체: TV 등 전통 매체의 강력한 지배력, 2) 광고주: 주요 기업의 마케팅 담당자들의 고령화 및 관성적인 예산 집행, 3) 광고대행사: 덴츠 등 주요 대행사의 TV 매체 위주 광고 집행 전략 등이다.

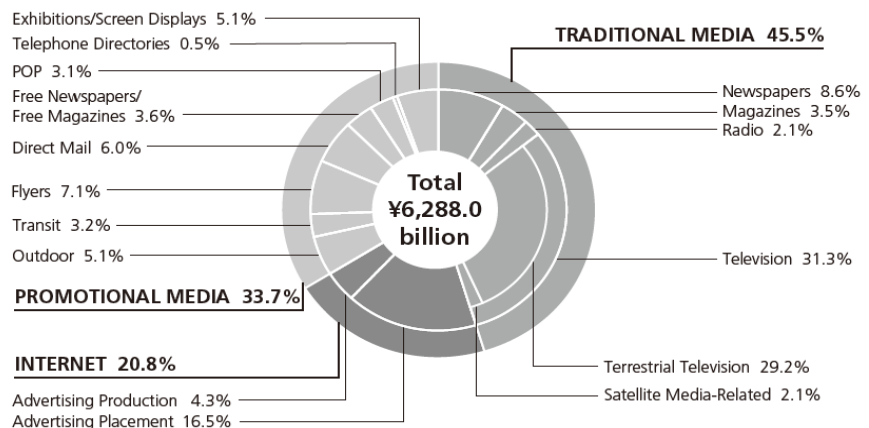
일본 최대 광고 대행사 덴츠의 매체 분류<그림 2>는 일본의 현지 상황을 반영하여 좀 더 세분화되어 있다. 향후 일본의 인터넷이 광고 예산을 뺏어올 수 있는 주요 매체는 TV(31%)와 전단지(Flyers, 7%) 등이다. TV 매체는 브랜드 및 플래그십 상품 광고를 집행하는 대형 광고주 군으로서 인터넷 비디오 광고 및 디스플레이 광고로 흡수할 수 있다. 전단지 매체는 중소형 광고주 군으로서 인터넷 검색 광고와 맛집 앱 등 지역 기반 모바일 광고로 흡수될 수 있을 전망이다.

그림 1. 일본은 아직 TV 광고가 인터넷 광고보다 비중이 높고 견조한 편



주: 2017년 자국 전체 광고 시장 내 비중, 글로벌 공통 구분 기준, 자료: PWC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 일본 최대 광고 대행사 덴츠가 발표한 일본 광고 시장 데이터에서는 인터넷 20% 비중에 불과



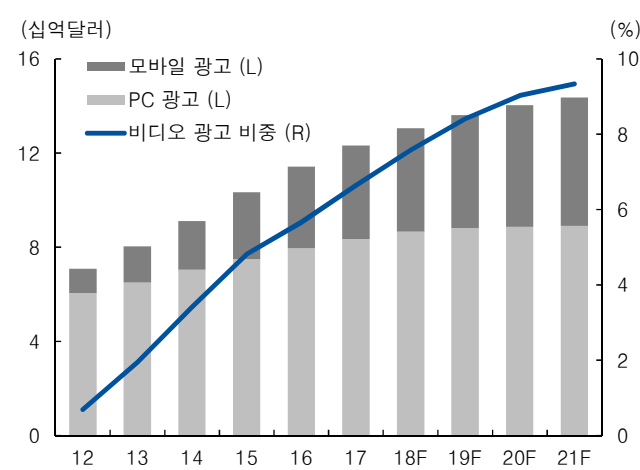
주: 일본 내부 구분 기준, 자료: Dentsu, 미래에셋대우 리서치센터

2. 모바일과 비디오 광고는 성장 동력인가?

일본의 인터넷 광고 중에서도 PC 광고보다는 모바일 광고와 비디오 광고가 성장 동력으로 작용하고 있다. 2018년 일본 인터넷 광고 시장의 전년비 성장률은 8%로 전망되며, 이 중 PC 광고는 4% 성장률, 모바일 광고는 11%로 추산된다. 일본 인터넷 광고 중 모바일 광고 비중은 2017년 32%에서 2018년 34%로 2%p 증가할 전망이다.

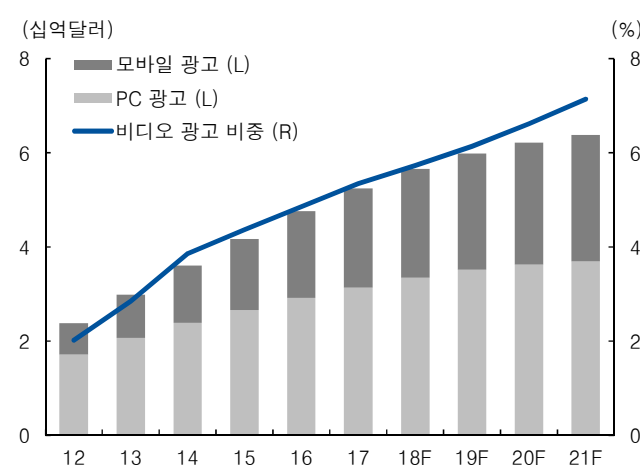
일본의 비디오 광고 비중은 전체 인터넷 광고 중에서 약 7%로 추산되며, 2018년 전년비 성장률은 21%로 높은 편이다. 일본에서도 한국과 유사하게 구글의 유튜브가 관련 카테고리 인기 1위를 기록하는 등 사용자 수가 가장 많다. 일본의 인터넷 기업들은 UGC(User Generated Contents)보다는 지상파 TV와의 제휴 등을 통해 프리미엄 방송 및 영화 스트리밍에 집중하는 모습이다. 사이버 에이전트가 아사히TV와의 제휴를 통해 서비스하고 있는 동영상 모바일 앱 AbemaTV(iOS 무료 인기 2위, 수익 4위) 등이 대표적이다. 사이버에이전트는 일본 인터넷 광고 대행사 1위 기업인데, 현재 신사업으로 AbemaTV를 내세우고 있다. AbemaTV의 비즈니스 모델은 광고와 구독이다.

그림 3. 일본 인터넷 광고 시장: 2017년 모바일 32%, 비디오 7% 비중



주: 비디오 광고 비중은 인터넷(모바일/PC 합산) 내 기준, 자료: PWC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 한국 인터넷 광고 시장: 2017년 모바일 40%, 비디오 5% 비중



주: 비디오 광고 비중은 인터넷(모바일/PC 합산) 내 기준, 자료: PWC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 일본 사진 및 비디오 모바일 앱 인기 순위

#	무료	수익
1	YouTube Google	MixChannel Donuts Co. Ltd.
2	Instagram Instagram	PICT LINK FURYU
3	스노우 SNOW ... SNOW, Inc.	콰이 Kwai - 비... OneSmile
4	Tik Tok 틱톡 ... Toutiao	LINE Camera ... LINE
5	Google 포토 - ... Google	Face-photo m... Jintao Zheng
6	B612 - 뷰티호... SNOW, Inc.	VSCO Visual Supply
7	LINE Camera ... LINE	ProArtist William Abbott
8	PicsArt 포토 &... PicsArt	InstaSize 사진 ... Munkee Apps

주: 2018년 3월 12일 iOS 기준, 자료: App Annie, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 일본 모바일 엔터테인먼트 모바일 앱 인기 순위

#	무료	수익
1	Hulu / フールー Hulu	SHOWROOM-v... SHOWROOM
2	AbemaTV AbemaTV	Netflix Net flix
3	Musicm - Musi... Jason Cox	ふわっち A Inc.
4	TVer(ディーバー) PRESENTCAST	AbemaTV AbemaTV
5	GYAO! / ギャオ Yahoo Japan	LINE占い LINE
6	BuzzVideo- 元... TopBuzz	niconico DWANGO
7	Amazon Prime ... Amazon	コロプラ COLOPL
8	radiko.jp radiko	LINE LIVE- 夢... LINE

주: 2018년 3월 12일 iOS 기준, 자료: App Annie, 미래에셋대우 리서치센터

III. 일본 이커머스 시장

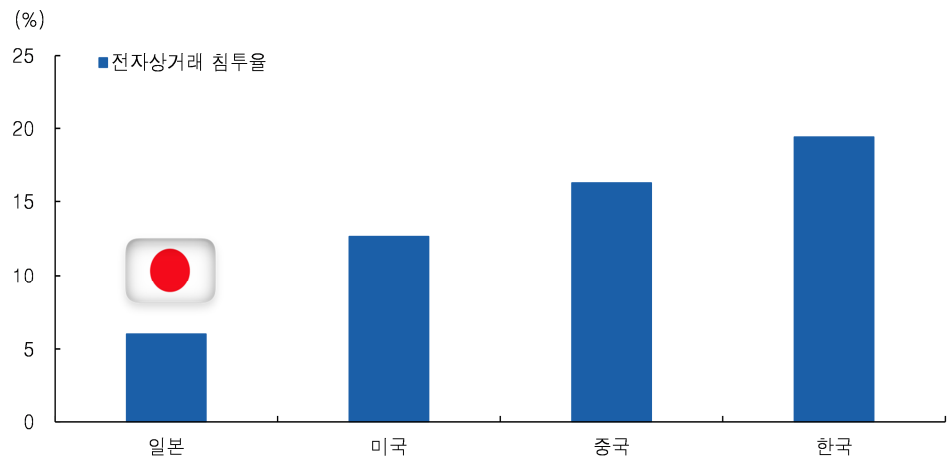
1. 아마존재팬은 어떻게 1등으로 올라섰을까?

1) 일본 전자상거래 침투율은 아직 10% 미만

일본의 이커머스 시장은 B2C 기준으로 2017년 약 17조엔에 달한다. 일본의 전체 소매 판매 시장에 대한 전자상거래 침투율(EC화율)은 2017년 약 6%에 불과한 것으로 추산된다. 이는 한국의 19%보다 훨씬 낮은 수준이며, 미국 13%, 중국 16% 대비해서도 낮은 편이다.

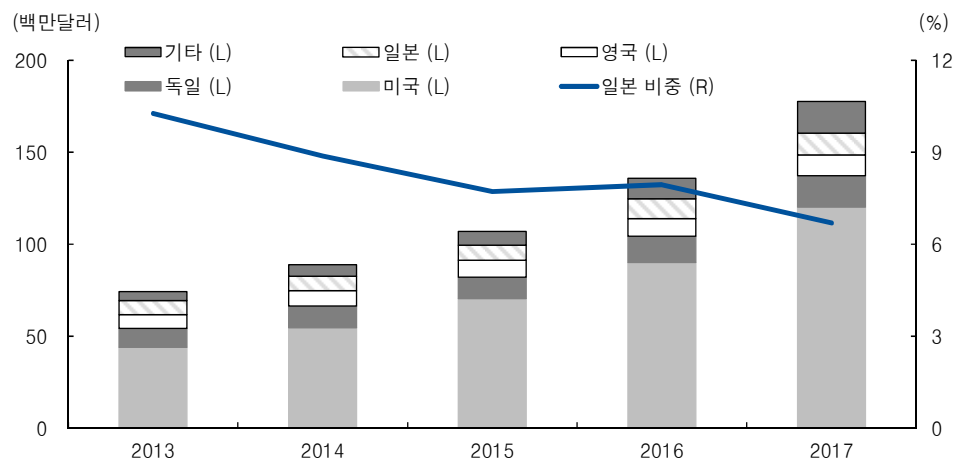
일본은 내수 소매 판매 시장이 큰데, 디지털화는 덜 된 상황인 것이다. 이미 노후화가 축적된 글로벌 이커머스 기업의 입장에서는 매력적인 시장이 아닐 수 없다. 아마존의 경우도 미국 외의 주된 전략 국가 중 하나로 일본을 꼽고 있다.

그림 7. 일본은 전자상거래 침투율이 낮은 편, 2017년 약 6%로 추산 vs. 한국은 19%



주: 2017년 소매판매액 기준, 자료: 일본 경제산업성, 통계청, eMarketer, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. Amazon의 글로벌 매출 추이: 2017년 일본은 아마존 전체 매출의 7% 비중 구성



자료: Amazon, 미래에셋대우 리서치센터

2) 아마존 프라임 멤버십의 힘

아마존재팬은 현재 일본 이커머스 1위 업체이며, 일본 전체 소매 업계에서도 5위의 위상으로 추정 된다. 특히 로컬 이커머스 기업인 라쿠텐의 시장점유율을 넘어서면서 주목을 받고 있다. 2017년에는 일본 최대 백화점 기업 미츠코시 이세탄 홀딩스의 매출액도 넘어선 것으로 추정된다.

아마존재팬은 2000년부터 서비스를 시작했다. 초기 인터넷 서점부터 시작했으나, 곧 음악, DVD, 게임 등으로 콘텐츠 관련 카테고리를 확대했다. 2000년대 중반부터는 일본의 현지 상황에 맞는 서비스를 추가했다. 가장 대표적인 것이 현금 결제를 선호하는 일본 소비자들에 맞춰, 편의점이나 ATM을 통한 대금 지불을 허용한 것이다. 또한 2010년대 중반부터는 리폼, 와인 소믈리에 서비스 등도 일본 특화 서비스로 제공을 하고 있다.

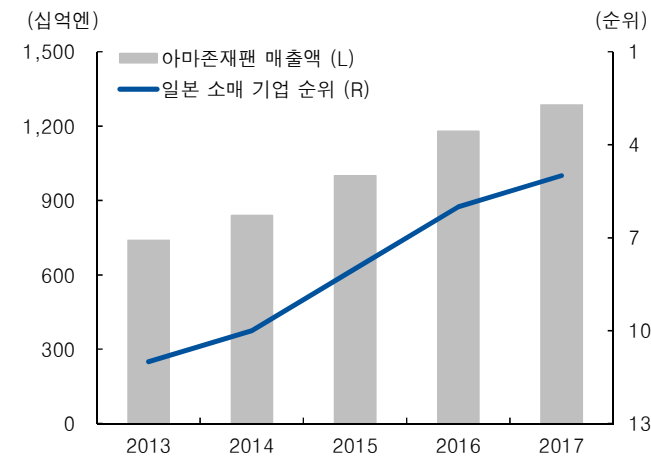
아마존재팬의 가장 큰 차별화는 ‘프라임’ 멤버십과 구매자 중심의 서비스라고 할 수 있다. ‘프라임’은 일본에 2007년에 도입되었으며, 빠른 배송과 디지털 콘텐츠 스트리밍 등 다양한 서비스를 한꺼 번에 제공하고 있다. 2015년에는 당일 배송 서비스 ‘프라임 나우’를 런칭하면서 일본 온라인/오프 라인 소매 업계의 빠른 배송 경쟁을 촉진시켰다. 아마존재팬의 구매자 중심 관점은 사이트 및 모바일 앱 인터페이스에서도 체감된다. 라쿠텐 등 일본 로컬 온라인 쇼핑몰과 대비했을 때, 규격화된 상품 검색 결과와 브랜드보다는 상품 성격 중심의 이미지 노출은 구매자에게 편의성을 주고 있다.

표 1. 아마존재팬 주요 사업 연혁

연도	주요 내용
1998	9월 일본 법인 설립
2000	11월 인터넷 사이트 서비스 개시, 일정 금액 이상 구매시 무료 배송 정책
2001	서적 외의 음악, DVD, 게임 등 판매 제품 확대
2003	아마존 마켓플레이스 오픈, 신상품/중고상품 판매 가능
2005	책 미리보기(Look inside) 기능 제공
2006	편의점 및 ATM 대금 지불 허용
2007	일본에 ‘아마존 프라임’ 서비스 도입
2012	10월 아시아 최초 킨들 발매
2014	중고차 판매 시작
2015	채용 인원 급속히 증가, 6월 리폼 취급 시작(세키스이하우스그룹, 다이와하우스 리폼, 다이킨과 협업), 11월 ‘프라임 나우’ 당일 배송 서비스 시작
2016	아마존 일본 와인 소믈리에 서비스 시작
2017	1월 사무용품 전문 기업용 쇼핑몰 ‘아마존 비즈니스’ 시작, 4월 ‘아마존 프레시’ (신선식품 배송 서비스) 시작

자료: Amazon, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 아마존재팬은 일본 소매 기업 5위 이상, 온라인 판매는 1위



주: 2017년 일본 소매 기업 순위는 미츠코시 이세탄 홀딩스 매출 고려하여 추정
자료: Amazon, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 아마존재팬 웹사이트: 구매자 서비스 ‘프라임 멤버십’ 홍보 중



자료: 아마존재팬, 미래에셋대우 리서치센터

3) 라쿠텐의 한계 및 돌파 노력

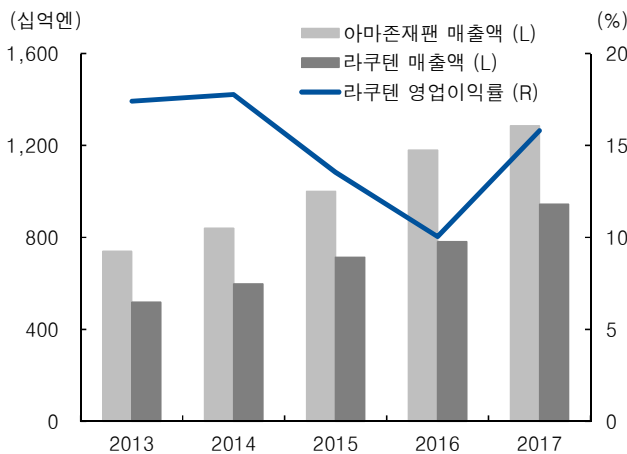
일본 로컬 이커머스 기업의 대표 주자는 라쿠텐이다. 아마존재팬이 구매자 중심의 인터페이스 디자인이라면, 라쿠텐은 판매자 중심 디자인이 부각되는 편이다. 라쿠텐은 가격, 서비스, 상품 페이지 구성 등을 판매자에게 맡기는 구조이다.

라쿠텐의 방식은 판매자의 자율성이 보장되는 대신에, 구매자 입장에서는 다소 불편한 감이 있다. 상품 검색 결과가 일정하지 않고, 배송료와 서비스 품질이 균등하지 않기 때문이다. 라쿠텐의 판매자 중심 전략은 사업 초기에는 성장 동력이 되었으나, 현재 아마존재팬이 구매자 중심의 서비스를 내세우는 상황에서는 단점으로 부각되는 상황이다.

라쿠텐도 점차 변화하고 있다. 2015년부터 라쿠텐도 당일 및 단시간 배송 서비스를 제공하고 있다. 라쿠텐 슈퍼포인트 제도와 그룹의 금융 사업, 즉 신용카드와 인터넷전문은행 등과의 연계를 통해 우수 구매 고객 대상 리워드 프로그램을 실시하고 있다.

라쿠텐은 최근 월마트, 빅카메라 등 오프라인 소매 체인과의 전략적 제휴를 시작했다. 신선식품 배송, 전자제품의 설치 서비스 등 구매 관련 소비자 경험의 증진을 꾀하는 중이다. 또한 광고 사업 강화, 이동통신 사업 진출 등 이커머스 외의 매출 기회도 지속적으로 모색하고 있다.

그림 11. 라쿠텐 2015~2016년 실적 둔화, 2017년 회복세 관찰



자료: Amazon, Rakuten, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 라쿠텐 일본 웹사이트: 판매자의 프로모션 정보 전면 홍보 중



자료: Rakuten, 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 일본 온라인/오프라인 쇼핑물 단시간 배송 서비스 현황

	아마존재팬	라쿠텐	요도바시카메라	돈키호테
서비스명	프라임 나우	라쿠빙	요도바시 익스트림	마지카 프리미엄 나우
배송료 및 배송시간	830엔(1시간 이내) 무료 (2시간 이내)	390엔(최단 20분, 평균 60분) 무료(2,500엔 이상 주문시)	무료 (2시간 30분 이내)	750엔 (58분 이내) 무료 (2시간 이내)
대상 지역	수도권/오사카 인근	도쿄 중심 6개구	도쿄	점포 인근
서비스 시작 시점	2015.11 (미국은 2014.12)	2015.8	2016.9	2017.2
제휴 확대 계획		월마트, 빅카메라		

자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

4) 로컬 이커머스 기업은 통합 포인트 제도 활용 확대

라쿠텐, 야후재팬 등 일본 로컬 이커머스 업체의 사업에서 부각되는 점 중의 하나는 포인트 제도이다. 온라인과 오프라인에서 두루 쓰일 수 있는 통합 포인트는 생태계 형성의 윤희유 역할을 한다. 마케팅비 집행의 관점에서도 매체 광고비는 불특정 다수 대상으로서 취발될 수도 있지만, 포인트는 실질적인 구매자에게 보상을 주는 형태이기 때문에 타겟팅 및 유지 마케팅 성격이 강하다. 포인트 활용을 통해 재구매가 촉진되어 비용이 매출로 전환되는 효과가 있기 때문이다.

일본의 주요 통합 포인트로는 'T포인트', '폰타포인트', '라쿠텐 슈퍼포인트', 'd포인트' 등이 있다. 이 중 T포인트는 일본의 통신사 소프트뱅크가 주주로 참여하고 있으며, 소프트뱅크 계열인 야후재팬도 T포인트를 활용하고 있다. 야후재팬이 인터넷 포털 위주에서 이커머스 사업을 확대할 수 있었던 촉매 중의 하나도 'T포인트'였다고 파악된다. 야후재팬은 2015년에 T포인트를 적립할 수 있는 신용카드를 출시했는데 카드 신청자 수가 당초 예상을 훨씬 상회했다. 2017년에는 소프트뱅크 가입자와 연계한 T포인트 적립 마케팅을 실시하여 거래액 성장이 촉진되기도 했다.

일본의 통합 포인트는 내수 시장 의존도가 높은 일본의 소매 판매 업계에서 중요도가 높은 편이다. 업종을 초월한 다각적인 제휴를 통해 이용자 입장에서는 편의성이 향상되고 충성도가 높아질 수 있다. 예를 들어 일본은 소비세로 인해 결제 금액이 1엔 단위인 경우가 많은데, 오프라인에서 현금 결제를 할 때, 1엔 단위는 포인트로 결제하고 나머지를 현금으로 지불할 수 있다. 사업자 입장에서 이용자의 소비 패턴 등의 데이터를 취합하여 판매 전략 수립에 도움이 될 수 있다고 판단된다.

한국 인터넷 기업들도 간편결제 서비스와 관련하여 포인트 적립 및 제휴처 확대 등이 진행되고 있다. 매체 광고보다 포인트 적립 프로모션이 마케팅 효율성이 높은 점, 해당 포인트와 연계한 핀테크 사업 확대, 소비 데이터를 활용한 광고 사업 등이 가능한 점이 긍정적이라고 판단된다.

표 3. 일본 4대 통합 포인트 시장 현황: 포인트는 오프라인 뿐 아니라 야후재팬, 라쿠텐 등 주요 인터넷 사이트에서도 사용 가능하여 구매 촉진

구분	T 포인트	Ponta 포인트	Rakuten 슈퍼포인트	d 포인트
운영회사	T Point Japan	Loyalty Marketing	Rakuten	NTT docomo
회원 수 (백만명)	56	73	103	54
점포 수 (개)	43만753	약 10만	약 52만	약 1만4000
주요 제휴사	소매	Family Mart(편의점) Edion(가전양판) Welcia(드럭스토어)	LAWSON(편의점) AOKI(슈퍼)	SUNKS(편의점) Circle K(편의점) POPLAR(편의점) Daimaru(백화점) Matsuzakaya(백화점)
	외식	GUSTO(패밀리레스토랑) Doutor Coffee(카페) Gyukaku(불고기) Yosinoya(덮밥)	KFC(패스트푸드) Ootoya(패밀리레스토랑)	Mister Donut(도너츠) PRONTO(카페)
	에너지	JX(주유) 도쿄전력(전기)	Showa Shell(주유) 도쿄전력(전기)	Idemitsu Kosan(주유)
	기타	Softbank(이동통신)	JAL(항공) Route-Inn(호텔) Orix 렌트카(렌트카) Apaman Shop(부동산)	일본통운(택배/이사) 사카이 이삿짐센터
	인터넷 사이트	Yahoo Shopping Ameba(블로그) Demaekan(배달웹사이트)	Jalan Net(여행) hotpepper Beauty(미용) HMV(음악/서적)	Rakuten Market Rakuten Travel Rakuten Books

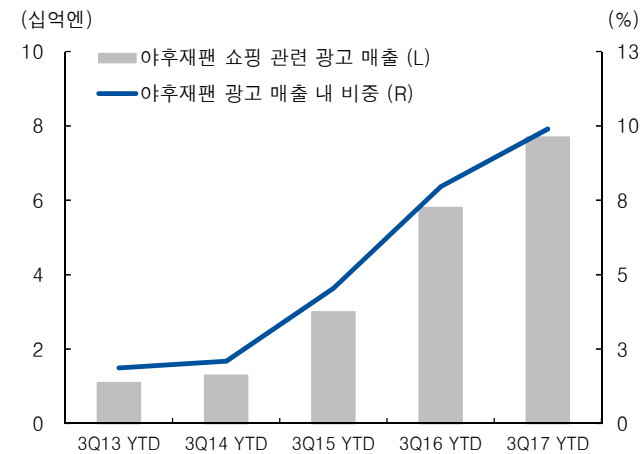
주: 2016년 기준, 자료: KOTRA, 일본 언론 종합, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

2. 커머스와 연계된 인터넷 광고는 일본도 트렌드일까?

커머스 사업이 성장성은 높지만 수수료 경쟁과 마케팅 필요성 때문에 수익성은 낮은 편인 것이 사실이다. 커머스 사업의 지속 가능성을 강화하기 위해서는 수익성이 좋은 매출에 대한 고려가 반드시 필요하다. 인터넷 플랫폼 사업의 대표적인 수익원은 바로 ‘광고’이다. 커머스는 직접 매입을 하지 않는 이상, 판매자에게 대부분의 매출을 넘겨주고 플랫폼은 거래 수수료만을 수취한다. 그러나 광고는 그 누구와도 나누지 않는, 플랫폼이 온전히 가져가는 성격으로서 총매출을 인식하고 수익성도 높다. 커머스 사업에서 광고에 대한 고려가 필요한 배경이다.

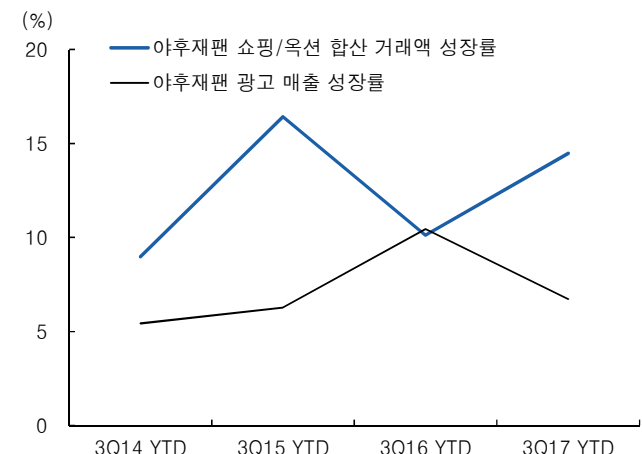
이미 Google은 PLA(Product Listing Ad) 등 커머스와 관련된 광고 매출이 성장하고 있고, 한국도 NAVER와 카카오(다음)가 쇼핑 검색 광고 상품을 출시하여 판매하고 있다. 일본도 커머스와 연계된 인터넷 광고가 성장하고 있다. 야후재팬의 경우 쇼핑 관련 광고 매출이 2015년부터 현저하게 증가하고 있다. 2017년 3분기 누적 기준으로는 전년 동기 대비 32% 고성장했다. 이커머스 기업인 라쿠텐의 경우도 광고 사업 강화 기초를 표명했다. 라쿠텐의 2017년 연간 광고 매출은 전년 비 13% 성장했다. 라쿠텐은 향후 광고주 저변 확대, 광고 지면 증가 등을 통해 현재 연간 8백억 엔 수준의 광고 매출을 5년 뒤에는 2천억엔 수준으로 늘릴 목표를 공개했다.

그림 13. 야후재팬 쇼핑 관련 광고 매출 고성장세



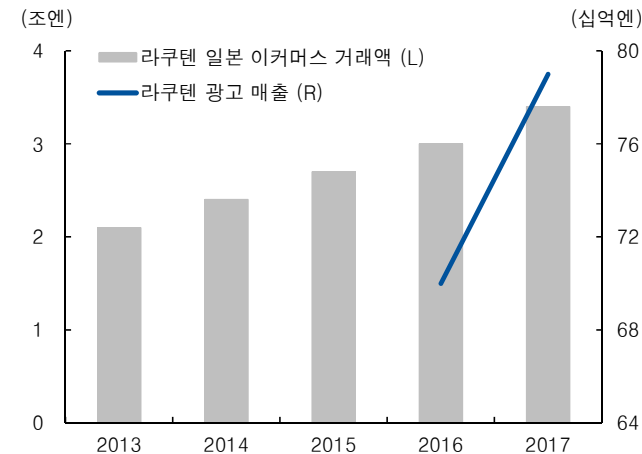
주: 3월 결산, 각 연도 4월~12월 9개월 합산 기준,
자료: 야후재팬, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 야후재팬 쇼핑/옥션 성장률은 광고보다 높은 상황



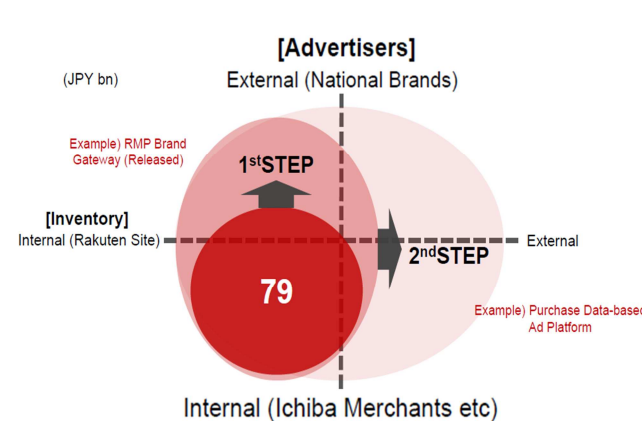
주: 3월 결산, 각 연도 4월~12월 9개월 합산 기준,
자료: 야후재팬, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 이커머스 기업 라쿠텐의 광고 매출도 성장 중



주: 12월 결산, 2016년부터 광고 매출 데이터 공개
자료: 라쿠텐, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 라쿠텐 광고 사업 전략: 광고주 저변 확대, 광고 지면 증가 계획



주: 라쿠텐 광고 매출 2017년 790억엔, 2021년 목표 2천억엔,
자료: 라쿠텐, 미래에셋대우 리서치센터

IV. 일본 핀테크 시장

1. 오프라인에서는 아직도 현금을 선호할까?

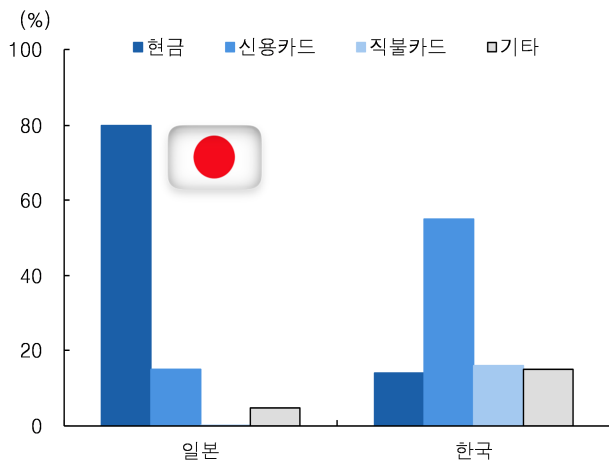
1) 현금 결제 비중 압도적인 일본

일본의 현금 결제 비중은 약 80%로서 전세계에서 가장 높은 편이다. 한국이 신용카드를 결제 수단으로 가장 선호하는 것과는 대조된다. 명목 GDP 대비 현금 유통액 비중도 일본은 약 20%로 전세계에서 가장 많은 편이다. 한국의 경우 6% 정도로 추산된다.

한국뿐 아니라 글로벌 경제가 ‘현금 없는(Cashless) 사회’로 나아가고 있다. 경제학자 케네프 로고프는 화폐로 인해 생겨나는 폐해와 문제점을 지적하면서 디지털 화폐로 나아가야 한다고 역설했다. 현금 없는 사회는 투명성, 효율성, 안전성, 간편성 측면의 장점이 부각된다. 이러한 측면에서 일본은 현금 이용으로 인한 사회적 비용(Cost of Cash)이 많은 상황이라고 할 수 있다.

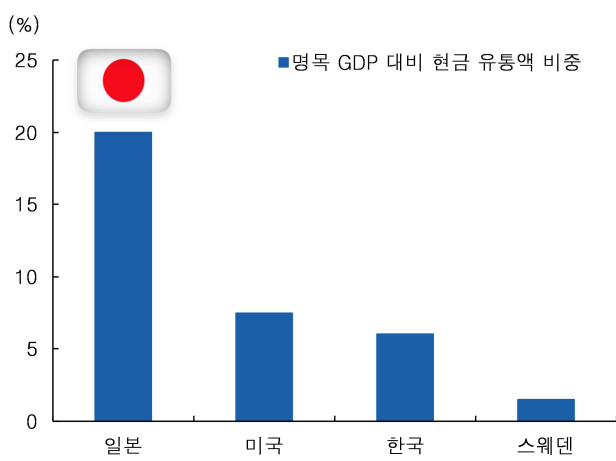
일본의 현금 선호 현상은 핀테크 산업에 있어 오히려 기회 요인으로 판단된다. 일본의 인터넷 기업들은 전자지갑, 간편결제 등 디지털 금융 서비스를 성장 사업으로 내세우고 있다.

그림 17. 일본은 현금 결제 압도적, 한국은 신용카드 결제 선호



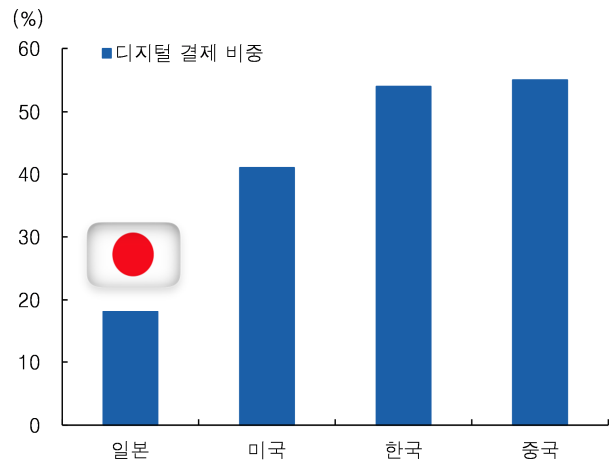
주: 2016년 기준, 자료: 한국은행, 일본 경제산업성, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. 일본은 GDP 대비 현금 유통액 비중도 높은 편



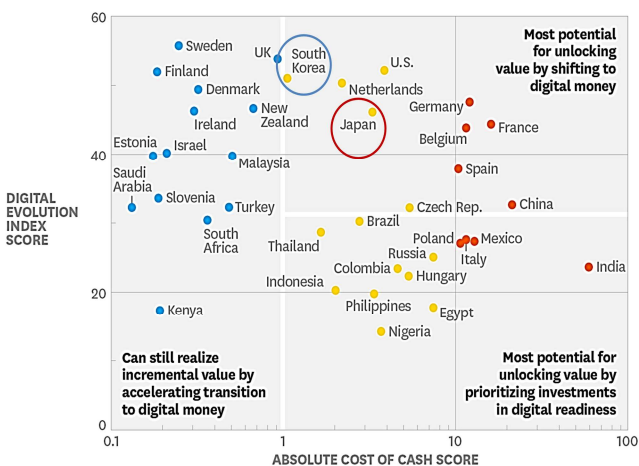
주: 2016년 기준, 자료: Japan Center of Economic Research, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. 일본 디지털 결제 비중 낮은 편: 중국은 대부분 QR코드로 추정



주: 2016년 기준, 자료: 일본 경제산업성, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 일본은 현금으로 인한 사회적 비용(Cost of Cash)이 큰 편



주: 2016년 기준, 자료: HBR, Tufts University, 미래에셋대우 리서치센터

2) 2020년 도쿄 올림픽을 위한 준비

일본 정부 입장에서 핀테크 산업 육성은 더욱 절실하다. 중장기적으로 현금 이용으로 인한 사회적 비용 문제를 해결하고, 핀테크 산업이 경제 성장에 기여하기를 희망한다. 또한 단기 과제인 2020년 도쿄 올림픽의 성공적인 개최를 위해서도 핀테크 산업 지원은 필요한 상황으로 해석된다. 실제로 일본 정부는 간편결제 확산, 금융법제 개정 등에 나서고 있다.

최근 폐막한 한국의 평창 동계올림픽의 경우도 모든 경기장 내에서 사물인터넷 기반 웨어러블(Wearable) 결제가 처음으로 선보인 것이 화제가 되었다. 평창 동계올림픽 기간 동안 올림픽 스폰서가 선보인 웨어러블 결제기기가 12만개가 판매되었고, 20만건이 결제된 것으로 파악된다.

일본 정부는 간편결제를 위해 대략 세 가지 시나리오를 그리고 있다. 1) QR(Quick Response) 코드 결제 보편화, 2) 비접촉 IC 결제 단말기 보급 확대, 3) 일본 교통카드 규격인 FeliCa 탑재 스마트폰의 글로벌 보급 가능성 등이다. 이 중 가장 현실성이 높은 방안은 ‘QR코드’ 결제로 판단된다. QR코드 결제 방식은 구매자가 신용카드 없이 은행 계좌나 현금 충전을 통해 가능하고, 상점은 카드 단말기 설치 비용이 필요하지 않다. 특히 중국인 관광객에게 익숙한 방식인 점도 고려 요인이다. 실제로 일본 대형은행 3사는 최근 QR코드 결제 규격을 통일하여 2019년에 출시할 계획을 밝혔다. 일본의 라인도 최근 모바일 앱에 ‘월렛’ 탭을 추가하고 QR코드 결제 기능도 선보였다.

그림 21. 2020년 7월 일본 도쿄 올림픽 개최 예정



자료: IOC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 도쿄 올림픽의 성공 개최를 위해 상정된 3가지 결제 시나리오



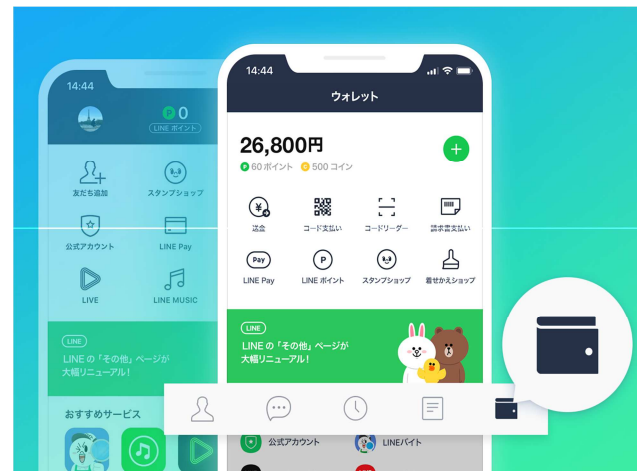
주: FeliCa는 소니에서 만든 비접촉식 IC카드 규격으로 일본 대부분의 교통카드가 채택
자료: KOTRA, 일본경제신문, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 일본 대형은행 3사 QR코드 결제 규격 통일, 2019년 출시 예정



자료: NHK, 뉴시스, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 라인은 일본 모바일 앱에 ‘월렛’ 탭 추가, QR코드 결제 가능



자료: LINE, 미래에셋대우 리서치센터

2. 일본 인터넷 기업의 금융 사업은 테크보다는 라이프 스타일?

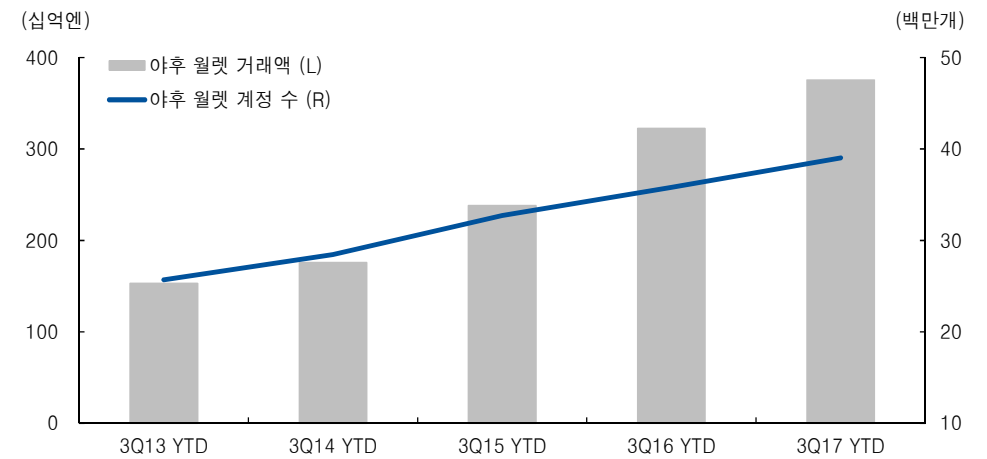
1) 커머스와 연계된 결제가 우선

일본 인터넷 기업도 간편결제 서비스의 성장이 부각되고 있다. 전자상거래와 연계된 전자지갑 사용량이 증가하고 있으며, 포인트 제도와 연계된 오프라인 신용카드 사용량도 늘어나고 있다.

야후재팬의 전자지갑 서비스 야후 월렛 계정 수는 2017년 말 기준 3,900만개에 달하며, 전년비 9% 증가했다. 야후 월렛 거래액은 3Q17 누적 기준(2017년 4월~12월) 3,750억엔으로서 전년 동기 대비 16% 성장했다. 야후 월렛의 계정당 거래액도 전년비 7% 증가하는 등, ARPU도 매년 늘어나는 모습이다.

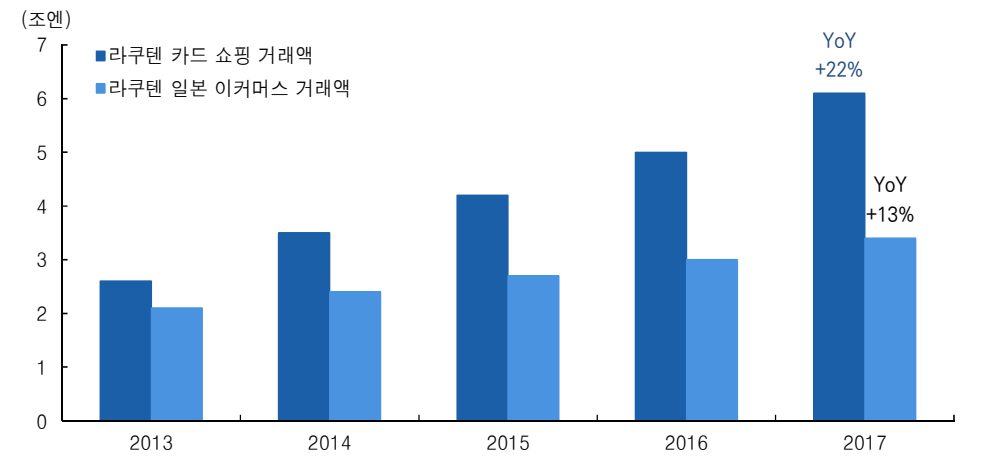
라쿠텐은 일본 사이트를 통한 자국 내 이커머스 거래액의 성장률(13%)보다 라쿠텐 신용카드의 쇼핑 거래액 성장률(22%)이 더 높게 나타나고 있다. 라쿠텐 카드 고객은 이용 금액의 약 4%가 라쿠텐 슈퍼포인트로 적립을 받을 수 있다. 해당 포인트는 라쿠텐 그룹 계열 사이트 뿐 아니라, 제휴된 편의점, 백화점, 카페, 주유, 이삿짐센터 등에서도 사용할 수 있다.

그림 25. 야후재팬 월렛 거래액 꾸준한 증가세, 계정 수와 ARPU(월렛당 거래액) 동시 증가 중



주: 3월 결산, 3Q YTD는 4월~12월 기간에 해당.
자료: Yahoo Japan, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 라쿠텐 카드를 통한 쇼핑 거래액은 꾸준히 증가세, 라쿠텐 일본 사이트 이커머스 거래액 상회



주: 12월 결산, 라쿠텐 카드 매출 중 금융(카드론 등) 서비스 제외한 쇼핑 관련 매출만 집계
자료: 라쿠텐, 미래에셋대우 리서치센터

2) 금융 서비스 심화 사례: 라쿠텐

일본 인터넷 기업 중에 금융 사업을 가장 다각도로 전개하고 있는 기업은 라쿠텐이 대표적이다. 라쿠텐의 창업자 미키타니 히로시 회장은 은행원 출신이기도 하다.

라쿠텐이 가장 먼저 뛰어든 금융 사업은 신용카드였다. 2001년 아오조라카드를 인수했다. 간편한 결제 서비스가 이커머스 사업에 긍정적인 촉매제 역할을 했다. 일본의 신용카드 가입 이유의 가장 큰 이유가 ‘온라인 쇼핑 결제’라는 조사 결과도 있다.

라쿠텐의 신용카드 사업은 다른 금융 서비스 확대의 기반이 되어 왔으며, 그룹 전 사업의 마케팅에도 많이 활용되고 있다. 라쿠텐 카드 이용시 적립되는 라쿠텐 슈퍼포인트는 온/오프라인의 다양한 제휴처에서 사용할 수 있어 생태계를 형성하는데 기여하고 있다.

2003년에는 증권사 인수, 2008년에는 인터넷전문은행 인수, 2013년 생명보험사 인수 등을 통해 종합적인 금융 그룹으로 거듭났다. 인수한 각 금융 기업들은 라쿠텐 슈퍼포인트와의 시너지, 온라인 전용 서비스 등을 통한 비용 효율화 등의 성과가 있었던 것으로 파악된다.

2018년에는 손해보험사를 인수하여 보험 사업 포트폴리오를 강화해나가고 있다. 특히 손해보험의 경우 빅데이터를 활용한 인슈어테크(InsureTech) 등 새로운 개념의 보험 상품 개발이 활발히 일어날 수 있는 분야로 판단된다. 또한 최근에는 라쿠텐 슈퍼포인트를 ‘라쿠텐 코인’으로 재편하는 계획을 발표하며 블록체인 및 가상화폐 영역으로도 금융 사업의 저변이 넓어지고 있다.

라쿠텐의 금융 사업 확대 경로, 즉 ‘결제(+포인트) → 증권 → 은행 → 생명보험 → 손해보험 → 가상화폐 및 블록체인’으로 이어지는 과정은 금융 사업을 확대하고자 하는 라인 등의 인터넷 기업의 벤치마크가 될 수 있다고 판단된다. 특히 이커머스 서비스와의 연계, 소비 데이터를 활용한 상품 개발 등 상호작용이 활발히 일어나면서 사업의 성장이 촉진된 부분에 주목할 필요가 있다.

표 4. 라쿠텐 금융 서비스 연혁: 2018년 손해보험(InsureTech) 및 가상화폐(BlockChain) 진출 예상

연도	진출 분야	주요 내용
2001	신용카드	아오조라카드 인수, 라쿠텐 카드로 개명 - 카드 이용시 이용 금액의 약 4%를 라쿠텐 슈퍼포인트로 적립
2002	포인트 서비스	라쿠텐 슈퍼포인트 제도 시작 - 라쿠텐 생태계의 핵심 - 라쿠텐 이치바 구매 금액의 1%를 포인트로 적립, 등급 제도 운영
2003	증권	DLJ디렉트SFG증권 인수 - 당시 일본 2위 증권사 - 현재 일본 내 개인 투자자 온라인 주식 거래량 점유율 2위로 추정
2008	인터넷전문은행	e뱅크 인수, 라쿠텐 은행으로 개명 - 기존 2000년 설립된 e뱅크는 소액지급결제 주력, 피인수 전 적자 기록 - 라쿠텐 은행에서 발급한 체크카드/신용카드 이용시 라쿠텐 슈퍼포인트 적립 - 라쿠텐 이치바(이커머스) 우수 고객 대상으로 신용대출 서비스 제공
2013	생명보험	아이리오보험 인수 - 온라인 전용 정기보험 ‘라쿠텐 러브’가 대표 상품
2018	손해보험	아사히화재해상보험 인수 - 기존 생명보험과 더불어 통합 보험 사업 가능, 수익성 향상 목표 - IT 및 고객 데이터 활용하여 새로운 보험상품 개발 예정 - 여행자보험, 골프보험, 숙박업 화재보험 등 개발 추진
2018	가상화폐	라쿠텐 슈퍼포인트를 라쿠텐 코인으로 재편 계획 발표 - "Rakuten Coin: Vision for a Borderless Currency" - 궁극적인 목표는 글로벌 서비스 확장 - 라쿠텐 슈퍼포인트는 누적 1조 포인트(91억달러) 발행된 것으로 추정

자료: Rakuten, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

3) 일본 핀테크 스타트업 트렌드

일본은 핀테크 스타트업 생태계가 활발해지고 있다. 일본의 핀테크 스타트업 시장은 다른 선진국 대비 상대적으로 초기 단계에 속하지만, 정부의 규제 완화, 일반 기업 계열 벤처캐피탈의 투자, 액셀러레이터 지원 활성화 등에 힘입어 성장하고 있다. 일본의 핀테크 산업 매출은 향후 5년 간 30%대 성장할 것이라는 전망도 나오고 있다.

일본의 대표적인 핀테크 액셀러레이터는 ‘FinoLab’이 있는데 일본 최대 광고 대행사인 덴츠(Dentsu)와 Mitsubishi 그룹이 합작하여 설립했다. 검증된 우수 업체나 핀테크 경연대회 입상 업체 등을 심사하여 센터 입주 자격을 부여하며, 입주 업체는 일본 은행이나 금융 회사와의 협업이나 투자 유치 기회를 받을 수 있는 혜택이 있다. 목표는 핀테크 스타트업의 설립과 성장을 지원하여 유니콘을 배출하는 것이다.

일본의 주요 핀테크 스타트업들의 특징은 재무 관리나 자산 관리 관련 기업들이 많으며, 최근 비트코인 열풍에 따라 가상 화폐 관련 기업들도 부각되고 있다. 그리고 글로벌 사업보다는 자국 내 사업에 초점이 맞춰져 있다. 역대 가장 투자를 많이 받은 일본 핀테크 스타트업으로는 ‘freee’와 ‘FOLIO’ 등이 있다. freee는 AI를 활용한 중소기업 대상 사무 관리, 회계 처리 클라우드 서비스가 대표적인 사업이다.

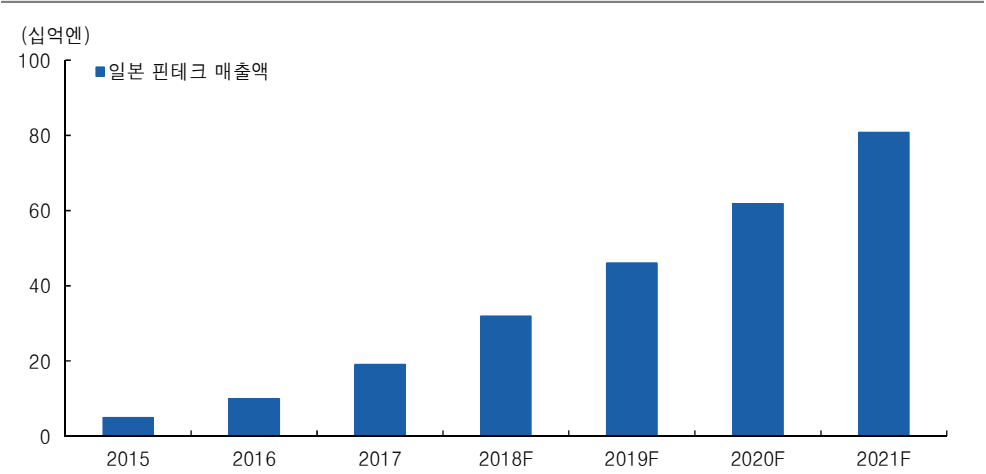
FOLIO의 경우 라쿠텐과 라인 등이 투자를 했다. 라인은 최근 핀테크 사업 강화 기조에서 사업 제휴도 시작했다. FOLIO는 테마 기반 주식 투자 모델과 로보 어드바이저 서비스를 제공하는 온라인 자산관리 서비스가 대표 사업이다.

표 5. 일본 주요 핀테크 스타트업: FOLIO는 라쿠텐, 라인 등 일본 주요 인터넷 기업과 관계 (백만달러)

	기업명	분류	펀딩 규모	비고
1	freee	재무 관리	85	중소기업 대상 클라우드 기반 회계 서비스
2	FOLIO	자산 관리	85	라쿠텐 투자, 라인 제휴
3	Money Forward	재무 관리	42	개인 가계부, 법인 결산 회계 소프트웨어
4	bitFlyer	가상 화폐	36	SBI AM에서 투자
5	Tech Bureau	가상 화폐	22	오사카 소재, Infoteria 등에서 투자
6	WealthNavi	자산 관리	33	미라이창조펀드 등에서 투자
7	Accounting SaaS Japan	재무 관리	15	클라우드 기반 회계 서비스
8	One Tap BUY	자산 관리	15	모바일 앱 ‘my banker’ 개발사
9	Money Design	자산 관리	14	자동화된 투자 자산 관리 및 자문
10	Coinery	결제	12	페이팔 제휴

주: 펀딩 규모는 2018년 3월 누적 기준, 자료: TechCrunch, FinTech Asia, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 일본 핀테크 시장 규모 전망



주: 3월 결산 회계 기준, 전통 금융 기관 제외한 스타트업 등의 금융 매출 추산, 자료: Yano Research, eMarketer, 미래에셋대우 리서치센터

4) 일본 정부의 제도적인 노력

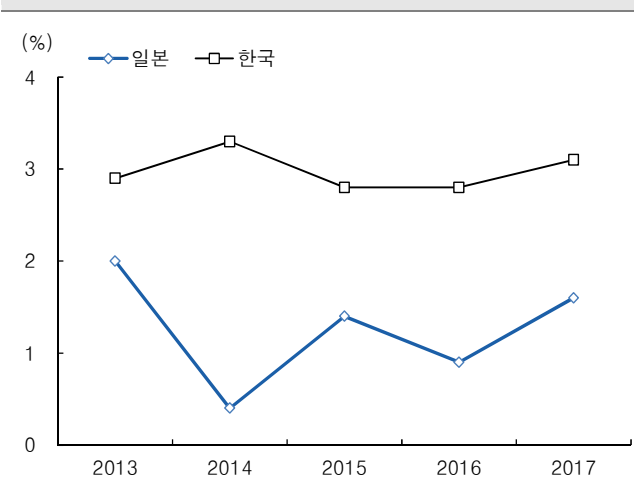
핀테크 산업에는 정부의 규제 완화가 필수적이다. 한국도 인터넷전문은행 등 핀테크 사업의 성장에 있어 규제 완화가 중요한 변수로 꼽힌다. 일본도 마찬가지이다.

일본 금융청은 금융법을 일원화하는 등 법제 개편에 나서고 있다. 기존은 결제 등 동일한 업무에 대해 은행은 은행법의 적용을 받고, 전자화폐 업체는 자금결제법, 신용카드 회사는 할부판매법 등의 적용을 받는 등 법률 환경이 혼재되어 있었고, 이중 규제 이슈도 있었다. 특히 은행의 산업 지배로 이어지는 것을 막는 ‘은산 분리’가 엄격히 적용되어 왔다. 일본 금융청은 2018년 중으로 새로운 금융법을 개편하여 적용할 계획이다. 향후 은행과 IT 기업 간의 협업이 원활해지고, 송금 및 결제 서비스에 인터넷 활용도가 높아질 수 있을 것으로 예상된다.

최근 일본의 금융 제도적인 노력에서 많이 부각되었던 것은 가상화폐 관련 규제이다. 언론에서는 가상화폐에 대한 규제 강도를 ‘중국 > 한국 > 미국 > 일본’ 순으로 평가할 정도였다. 일본은 자금결제법을 2016년에 개정하여 2017년 4월부터 시행하면서, 가상화폐를 제도화했다. 가상화폐에 대해 정의를 했고, 가상화폐 교환업자에 대해서는 이용자 보호를 위한 의무를 부여했다. 가상화폐를 결제 수단으로 인정하면서 소비세도 면제했다.

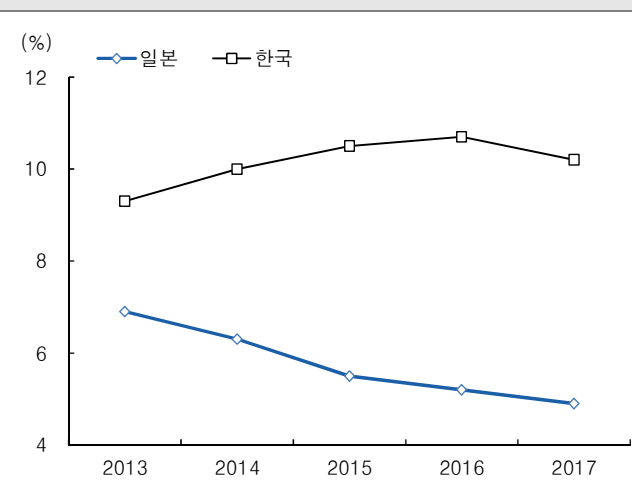
일본 정부의 원칙은 가상화폐를 통한 자금 세탁을 막고, 이용자 보호에 최선을 다한다는 것이다. 정부는 불법 거래를 적발하는 등 모니터링 역할을 담당하고, 산업의 진흥은 민간이 담당한다. 최근의 가상화폐 거래소에 대한 행정처분 명령도 바로 이러한 원칙에 따라 진행하고 있는 것으로 판단된다. 자금세탁 방지, 이용자 보호 등이 미비한 업체에 대해서 영업 정지 등의 행정처분을 내렸다. 향후 시장 상황에 따라 일본의 가상화폐 규제도 점차 보완될 것이라고 전망된다.

그림 28. 경제 성장률: 2017년 일본 1.6%, 한국 3.1% 기록



자료: 한국은행, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 청년 실업률: 2017년 일본 4.9%, 한국 10.2% 기록



주: 15~24세 기준, 자료: OECD, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 일본 금융청의 금융법 개편 계획

항목	주요 내용
기존	동일한 업무에 여러 종류의 법 혼재 - 은행은 은행법의 적용, 전자화폐 업체는 자금결제법의 규제, 신용카드 회사는 할부판매법에 따라 규제
계획	2018년 중으로 새로운 금융법을 적용할 방침
전망	- 은행과 IT 기업 간의 협업 원활해질 전망: 2017년 4월 법 개정으로 금융지주 회사의 전자결제/전자상거래 사업 영위 가능해졌으나, 출자 사업자에 은행법 적용되면서 타 업종과의 제휴에 어려움이 있었음. 법 일원화로 제휴 활성화 예상 - 송금 및 결제 서비스 등에 인터넷을 이용한 핀테크 사업 활성화 전망: 수수료 하락, 24시간 금융 서비스 가능해질 전망

자료: 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

표 7. 일본 가상통화법: 가상통화 정의

항목	주요 내용
정의	<ul style="list-style-type: none"> - 통화, 또는 통화표시자산에 해당하지 않는 전자적으로 기록된 재산적 가치 - 상품·서비스의 대금결제, 법정통화 및 다른 가상통화와 상호교환 가능 - 정보처리시스템을 이용하여 이전 가능
특징	<ul style="list-style-type: none"> - 가상통화는 법정통화가 아님(즉 국가나 중앙은행에 의해 가치가 보장되지 않음) - 불특정다수인 사이에서 결제·매매·교환이 가능한 결제수단

주: 가상통화, 가상화폐, 암호화폐 모두 동일한 의미로 사용, 자료: KIEP, 미래에셋대우 리서치센터

표 8. 일본 가상통화법: 가상통화교환업 정의

항목	주요 내용
정의	<p>다음 중 하나를 업으로 행하는 서비스:</p> <ol style="list-style-type: none"> ① 가상통화와 본원통화·외환교환(매매) 및 가상통화 ② 교환의 매개·중개·대리 ③ 상기 ①,②의 행위에 대한 이용자의 금전 또는 가상통화 관리
특징	<ul style="list-style-type: none"> - P2P 및 거래소를 통한 거래뿐 아니라 가상통화 간 교환 업무도 포함 - 가상통화의 매개·중개·대리업도 해당 - 예) 가상통화 구입 권유나 가상통화 매매브로커 등도 포함 - ③에 의해 금전·가상통화 관리만을 업으로 행하는 사업은 해당되지 않다고 해석 가능(전자지갑 관리 등)

자료: KIEP, 미래에셋대우 리서치센터

표 9. 일본 가상통화법: 규제 주요 내용

항목	주요 내용
등록제 도입	<ul style="list-style-type: none"> - 무분별한 거래소 설립을 막기 위해 세계 최초로 가상통화교환업자 등록제를 의무화하여 금융청 재무국의 등록을 받은 사업자에 한하여 가상통화 교환서비스 시행 가능 - 등록 조건으로 주식회사 형태, 최저자본금(1,000만 엔 이상) 보유 증명, 파산 상태가 아닌 재정상태 등 일정한 요건 충족 필요(외국회사도 동일하게 적용)
정보 제공	<ul style="list-style-type: none"> - 거래 시 이용자가 위험 등을 인지한 후 거래할 수 있도록 적절한 정보 제공 - 가상통화교환업자는 이용자에게 취급하는 가상통화의 명칭 및 구조 등에 대한 설명과, 가상통화의 특성 (법정통화가 아니며 가격변동으로 손실이 발생할 수 있는 점 등), 수수료 및 계약 내용 등에 대한 정보를 제공할 의무가 있음
재산 분별관리	<ul style="list-style-type: none"> - 이용자의 금전·가상통화와 사업자의 금전·가상통화의 구분 관리 의무화
이용자 인증	<ul style="list-style-type: none"> - 자금세탁·범죄이용 방지를 위해 일정금액 이상의 거래에 대하여 이용자의 공적 증명서 제시 요구 - 계좌 개설, 200만엔을 초과하는 가상통화의 교환·현금거래, 10만 엔을 초과하는 가상통화의 이전(송금) 등의 경우에 이용자의 공인인증서(운전면허증 등) 제시 요구 - 한 번 확인이 완료된 경우 원칙적으로 재증명을 요구하지 않음
세금 면제	<ul style="list-style-type: none"> - 가상통화는 지급결제수단으로서, 2017년 7월부터 가상통화 구입 및 거래 시 소비세 면제
감독 강화	<ul style="list-style-type: none"> - 자산 안전관리 미비, 범죄자금 세탁 가능성, 부정 유출 사건 등 사회 문제화되어 최근 감독 강화 추세 - 안전대책 미비 거래소에 업무정지 등 행정처분 명령 - 엄격한 금융상품 수취법 적용 검토 - 영업정지 명령: FSHO, 비트스테이션 등 (1개월 간) - 업무개선 명령: 코인체크, 테크뷰로, GMO코인, 바이크레멘츠, 미스터익스체인지 등

주: 가상통화법 주요 내용은 2017년 4월부터 시행, 감독 강화에 따른 영업정지/업무개선 명령은 2018년 3월 실시

자료: KIEP, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

V. 일본 게임 시장

1. 모바일 게임 차트 순위는 왜 장기 집권형인가?

1) 수명이 긴 모바일 게임

일본의 모바일 게임 매출 차트 순위는 변동이 적고, 히트 게임의 수명이 4년 이상으로 긴 편이다. 일본 모바일 게임 3위사 사이버에이전트의 경우도 7개의 주요 타이틀이 매출을 구성하고 있는데, 3년 전쯤에 출시한 게임이 아직도 매출의 절반 정도를 차지하고 있을 정도이다.

최근 3년의 기간 동안의 일본 모바일 게임 순위 변화를 살펴보면, 여전히 3개의 타이틀이 Top 10 내에 머물러 있다. 특히 믹시의 ‘몬스터 스트라이크’의 경우 지속적으로 1위를 굳건히 지키고 있다. NHN엔터테인먼트가 개발하고 라인이 퍼블리싱한 ‘LINE 디즈니 짜무짜무’도 순위가 다소 하락하긴 했지만 여전히 Top 10은 유지하고 있다. 사이버에이전트의 ‘그랑 블루 판타지’는 오히려 3년 전과 대비해서 현재 순위가 올라와있다. 충성도 높은 이용자들이 콘텐츠 업데이트 등에 반응하면서 출시된 지 오래된 게임이 매출 순위가 갑자기 올라오는 일도 빈번한 편이다.

표 10. 일본 모바일 게임 순위 (iOS): 약 3년 간 3개 타이틀 Top 10 유지

순위	2018년 3월		2015년 5월	
	게임명	퍼블리셔	게임명	퍼블리셔
1	몬스터 스트라이크	Mixi(XFLAG)	몬스터 스트라이크	Mixi(XFLAG)
2	Fate/Grand Order	Sony(Aniplex)	퍼즐 앤 드래곤	Gungho
3	그랑 블루 판타지	CyberAgent	LINE 디즈니 짜무짜무	LINE
4	뱅드림	CyberAgent	드래곤퀘스트	Square Enix
5	포켓몬고	Niantic	러브라이브!	KLab
6	황야행동	NetEase	실황 파워풀 프로야구	Konami
7	리니지2: 레볼루션	넷마블게임즈	하얀고양이 프로젝트	Colopl
8	LINE 디즈니 짜무짜무	LINE	그랑 블루 판타지	CyberAgent
9	드래곤볼 Z 독간배틀	BANDAI NAMCO	전국영무 KIZNA	Sumzap
10	프린세스 커넥트	CyberAgent	파이널판타지 레코드키퍼	DeNA

주: 2018년 3월 12일, 2015년 5월 15일 기준, 일본은 iOS 점유율이 압도적
자료: AppAnnie, 콘텐츠진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

표 11. 한국 모바일 게임 순위 (GooglePlay): 약 3년 간 1개 타이틀 Top 10 유지

순위	2018년 3월		2015년 5월	
	게임명	퍼블리셔	게임명	퍼블리셔
1	리니지M	엔씨소프트	레이븐	넷마블게임즈
2	검은사막 모바일	펄어비스	뮤 오리진	웹젠
3	리니지2: 레볼루션	넷마블게임즈	클래시 오브 클랜	슈퍼셀
4	모두의마블	넷마블게임즈	모두의마블	넷마블게임즈
5	소녀전선	X.D. Network	세븐나이트	넷마블게임즈
6	Fate/Grand Order	넷마블게임즈	애니팡2	선데이토즈
7	오버히트	넥슨	몬스터 길들이기	넷마블게임즈
8	프렌즈마블	카카오	영웅	4:33
9	그랜드체이스	카카오	마블 퓨처 파이트	넷마블게임즈
10	붕괴3rd	miHoYo	FIFA 온라인3	넥슨

주: 2018년 3월 12일, 2015년 5월 15일 기준, 한국은 Android(GooglePlay) 점유율이 압도적
자료: AppAnnie, 콘텐츠진흥원, 미래에셋대우 리서치센터

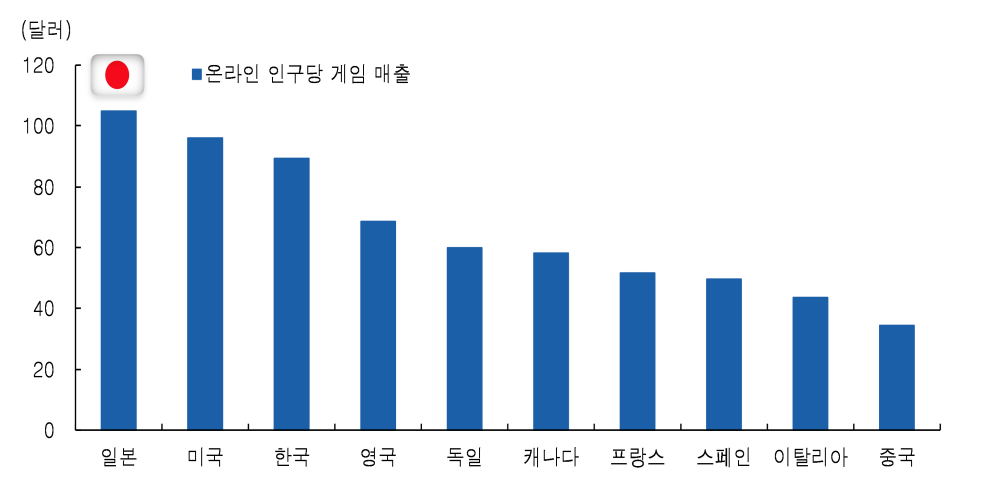
2) 일본 게임 시장의 ARPU는 글로벌 넘버원

일본 게임 시장은 글로벌 3위 규모이다. 특히 전세계에서 가장 ARPU(인당 소비액)가 높은 편이다. 일본 이용자는 플레이하는 게임이 마음에 들 경우 장기적으로 플레이하며, 그만큼 아이템 구입 등 소비도 많이 하는 경향이 있다고 파악된다. 이는 다른 게임으로 전환하는데 기회비용으로 작용할 수 있다. 게임에 이미 쏟은 금전적 자산이 있고, 이용자 간의 상호작용, 커뮤니티 등 무형적 자산이 있기 때문이다.

일본에 게임을 출시할 경우, 중장기적인 마케팅과 꾸준한 콘텐츠 업데이트가 중요할 것이라고 판단된다. 일본은 특히 ARPU가 높기 때문에 출시한 게임이 시장에 잘 안착한다면 상당히 장기간 매출이 나올 수 있는 안정적인 측면이 있는 전략 시장으로 설정될 수 있다.

한국은 특히 모바일 게임의 경우, 단기 대규모 사전 마케팅 패턴이 부각되고 있다. 사전예약 등 대규모 홍보를 한 이후에, 출시 후 콘텐츠 업데이트와 오류 수정 등 관리 모드로 급속히 전환되는 것과는 다소 차이점이 있다. 다만 한국의 모바일 게임 시장도 MMORPG 장르 도입 등으로 대형화되면서 일본처럼 ARPU가 높고 수명이 긴 성격으로 점차 변하고 있다고 판단된다.

그림 30. 일본 온라인 게임 ARPU는 ‘글로벌 No.1’



주: 2016년 기준, 자료: Newzoo, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 12. 일본 게임 시장은 글로벌 3위 규모이나, ARPU는 가장 높은 편

	게임 매출 (백만달러)	온라인 인구 (백만명)	온라인 인구당 게임 매출 (달러)	1인당 GDP 내 게임 지출 비중
중국	\$27,547.00	801.6	\$34.36	0.42%
미국	\$25,059.90	261.2	\$95.95	0.17%
일본	\$12,545.70	119.8	\$104.70	0.27%
독일	\$4,378.10	73.1	\$59.89	0.14%
영국	\$4,217.70	61.6	\$68.45	0.17%
한국	\$4,187.70	46.9	\$89.34	0.32%
프랑스	\$2,967.10	57.4	\$51.71	0.14%
캐나다	\$1,947.40	33.5	\$58.21	0.14%
스페인	\$1,913.00	38.5	\$49.74	0.19%
이탈리아	\$1,874.60	43.1	\$43.45	0.14%

주: 2016년 기준, 자료: Newzoo, Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

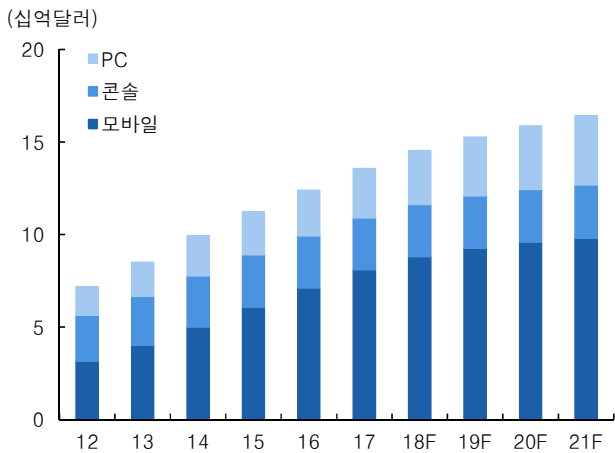
2. 콘솔의 위력? IP의 위력!

일본 게임 시장과 한국 게임 시장의 가장 큰 차이점은 ‘콘솔’ 플랫폼 측면이다. 한국의 게임 시장은 PC와 모바일 플랫폼으로 양분되어 있다. 콘솔은 1% 비중 정도로 아주 미미하다. 그러나 일본의 경우 콘솔 플랫폼이 2018년 기준 19% 비중에 달할 정도이며, PC의 20% 비중과 유사하다.

글로벌 게임 콘솔 시장에서는 최근 소니의 플레이스테이션(PS)4의 판매량 호조가 부각된다. 8세대 콘솔로 분류되며, 경쟁 기기는 마이크로소프트의 XBox One과 닌텐도의 Wii U이다. 소니의 PS4는 경쟁 기기 대비 판매 점유율의 향상이 부각되고 있다.

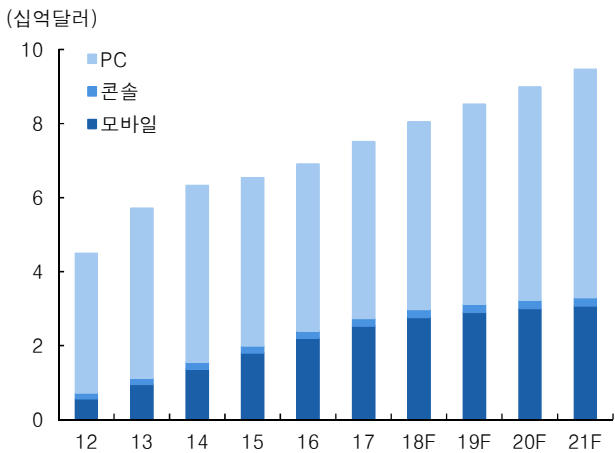
소니 PS4의 분기별 판매량을 살펴보면, 연말 쇼핑 성수기 등 계절성도 발견되지만 더욱 중요한 변수로 작용하는 것은 게임 킬러 타이틀이라고 판단된다. 2014년 말에는 ‘GTA5’, 2015년 말에는 ‘Fallout4’, 2016년 말에는 ‘파이널판타지XV’ 등이 흥행하면서 콘솔 판매에 기여했다. 최근에도 PS4 판매량이 차츰고 있는데, 바로 캡콤이 PS4를 통해 출시한 ‘몬스터 헌터: 월드’라는 게임 때문으로 추정된다. 2018년 초에 출시되었으나 선제적인 기대 효과 등이 반영되면서 2017년 말부터 판매량 호조에 영향을 준 것으로 파악된다. 결국 콘솔도 기기의 기능과 플랫폼 서비스의 품질도 중요하지만, ‘좋은 게임 콘텐츠’, 흥행 변수가 가장 중요하게 작용하는 상황이다.

그림 31. 일본 게임 시장: 모바일 가장 큰 가운데, 콘솔, PC도 일정 규모



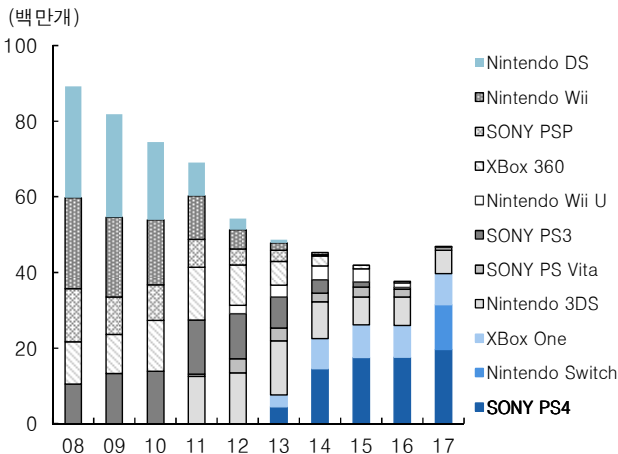
주: 현지 소비자 매출 기준, 수출 제외, 자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 한국 게임 시장: PC와 모바일로 양분, 콘솔 미미



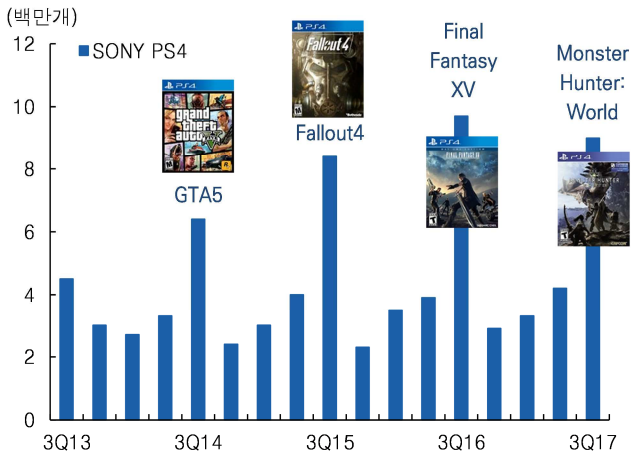
주: 현지 소비자 매출 기준, 수출 제외, 자료: PwC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 글로벌 게임 콘솔 판매량: 최근 소니 PS4 판매 호조 부각



자료: Statista, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 소니 PS4는 연말 성수기와 게임 출시 흥행 시너지로 판매 증가



주: 3월 결산, 3Q는 9~12월 해당, 'Monster Hunter: World'는 2018년 1월 출시
자료: 미래에셋대우 리서치센터

VI. 일본 주요 기업 탐방

1. 라인 (3938 JP)

기업 개요: 라인은 한국 NAVER의 일본 자회사로서, NAVER가 73.7%의 지분을 보유하고 있다. 주요 사업은 모바일 메신저 ‘라인’, 간편결제 서비스 ‘라인페이’ 등이 있다. 2017년 매출 규모는 1.7조원이었으며, 현재 시가총액은 10조원 수준이다. 한국 기업의 경우 ‘카카오’와 유사하다.

2017년 실적 및 주요 이슈: 2017년 매출은 전년비 19% 성장했다. 성장을 주도한 부문은 41% 성장한 광고였다. 모바일 트래픽의 수익화가 진행되고 있는 상황이다. 또한 기타 매출액의 경우도 70% 고성장했는데, ‘라인페이’가 견인한 것으로 파악된다. 영업이익률은 15%로 전년비 소폭 개선되었다. 매출 증가에 비해 이익 개선이 느린 이유는 ‘클로바’ 등 인공지능에 대한 투자, ‘라인페이’ 등 핀테크 사업 확대 등에 기인했다.

2018년 전망 및 Catalyst: 라인은 2018년 사업 전략으로 ‘핀테크’ 강화를 공식화했다. 핀테크 사업은 인공지능 대비 투자 기간이 상대적으로 짧은 편이며, 비즈니스 모델이 확립되어 있고 기존 사업과의 시너지가 있는 점, 일본의 핀테크 시장이 초기로서 성장 여력이 풍부한 점 등이 긍정적이다.

라인페이의 단기 과제는 현재 2만개 수준인 가맹점을 100만개까지 확대하는 것이다. 라인페이는 최근 일본 라인 메신저에 월렛 탭이 신설되며 접근성이 향상되었다. 금융 전문 자회사 ‘라인파이낸셜’을 신설하여 다양한 금융 서비스를 본격적으로 실행할 예정이기도 하다.

수익화의 핵심인 광고 사업의 경우 광고 지면 확대, 애드네트워크 사업의 본격화 등이 긍정적으로 작용할 전망이다. 클로바 등 AI 사업의 경우 로컬 기업과의 제휴를 확대할 계획이다. 투자 예산은 절반은 라인페이 등 핀테크, 나머지 절반이 인공지능 부문에 집행될 예정이다.

표 13. 라인 실적 추이

	2014	2015	2016	2017	YoY
매출액	86	120	141	167	19%
광고 (Advertising)	23	36	54	77	41%
포털		10	10	10	3%
메신저		26	34	40	17%
퍼포먼스		0	10	27	157%
커뮤니케이션 (Communication)	21	29	29	30	3%
콘텐츠 (Contents)	40	49	45	40	-11%
기타	2	6	12	20	70%
영업이익	6	2	20	25	28%
영업이익률	7.4	1.7	14.1	15.2	
순이익	2	-8	7	8	16%
주요 지표					
글로벌 MAU (백만명)	113	145	167	168	1%
광고 유료 공식 계정 수 (개)	418	419	549	645	17%
라인페이 거래액 (십억엔)			11	469	4322%

주: 연결 기준, 12월 결산
자료: 라인, 미래에셋대우 리서치센터

2. 야후재팬 (4689 JP)

기업 개요: 야후재팬은 일본의 대표적인 인터넷 포털 기업이다. 일본의 통신사 소프트뱅크가 36.4% 최대 주주이다. ALTBA INC가 35.6%로 2대 주주인데, Verizon이 Yahoo를 인수함에 따라 Verizon 계열로 바뀐 것이다. 주요 사업은 인터넷 광고, 쇼핑, 옥션, 비즈니스 서비스 등이 있다. 연간 매출 규모는 약 9조원 정도이며, 현재 시가총액은 29조원 수준이다. 한국 기업의 경우 'NAVER', 카카오가 보유한 '다음' 부문과 유사하다.

2017년 실적 및 주요 이슈: 야후재팬의 실적은 저성장 국면에 있다. 전체 매출액 성장이 5%대로 한 자릿수대이며, 영업이익은 전년 대비 3% 감소했다. 성장은 둔하지만, 안정적인 실적이라고 평할 수 있다. 광고 매출이 모바일 광고의 성장에 따라 7% 상대적으로 고성장하고 있다.

최근 부각되는 사업 부문은 이커머스 영역이다. 쇼핑 거래액이 최근 3개 분기 누적 기준으로 전년 비 28% 고성장하고 있다. 광고 중에서도 쇼핑 관련 광고 매출이 아직 비중은 적지만, 전년비 33% 성장하면서 좋은 시그널을 보여주고 있다.

2018년 전망 및 Catalyst: 야후재팬의 이커머스 사업의 성장 동력은 모회사 소프트뱅크의 파트너십 효과라고 여겨진다. 소비자에게 제공하는 '스마트 로그인' 기능과 'T포인트' 적립, 판매자에게 제안하는 낮은 입점 수수료 등은 이커머스 사업의 성장을 지속적으로 촉진할 전망이다.

다만, 이커머스 사업 확대에 따른 비용 증가로 인해 수익성 하락 압력이 제기되고 있다. 야후재팬은 2016년경부터 이커머스 사업의 비즈니스 모델을 기존 수수료 모델에서 광고 기반 모델로 전환했다. 광고 매출의 수익성이 이커머스 사업 비용을 다소 보완해줄 수 있을 전망이다.

표 14. 야후재팬 실적 추이

(십억엔)

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	3Q16 YTD	3Q17 YTD	YoY
매출액	409	428	652	854	630	659	5%
광고 (Advertising)	233	250	267	286	207	223	7%
비즈니스 서비스 (Business service)	72	70	252	392	291	301	3%
개인 서비스 (Personal service)	104	109	134	176	132	135	2%
영업이익	196	197	225	192	153	148	-3%
영업이익률	48.1	46.0	34.5	22.5	24.3	22.4	
순이익	130	134	172	133	104	106	2%

주: 3월 결산, 연결 기준, 3Q17 YTD는 2017년 4월부터 2017년 12월까지의 기간

자료: Yahoo Japan, 미래에셋대우 리서치센터

표 15. 야후재팬 주요 지표

(십억엔)

	3Q13 YTD	3Q14 YTD	3Q15 YTD	3Q16 YTD	3Q17 YTD	YoY
쇼핑 거래액 (Shopping Transaction Value)	69	77	114	141	180	28%
옥션 거래액 (Auction Transaction Value)	205	222	234	242	258	6%
쇼핑 관련 광고 매출액	1	1	3	6	8	33%
모바일 광고 매출액	13	21	27	37	43	15%
전체 광고 매출액	59	62	66	73	78	7%
Yahoo! Wallet 계정 수 (백만개)	26	28	33	36	39	9%
Yahoo! Wallet 거래액	153	176	238	322	375	16%

주: 3월 결산, 연결 기준, 3Q YTD는 4월부터 12월까지의 기간

자료: Yahoo Japan, 미래에셋대우 리서치센터

3. 라쿠텐 (4755 JP)

기업 개요: 라쿠텐은 일본의 대표적인 이커머스 기업이자 금융 그룹이다. 연간 매출 규모는 9조원 대이며, 시가총액은 현재 13조원 수준이다. 한국 기업의 경우 이커머스 측면에서는 지마켓과 옥션을 보유한 이베이코리아, 11번가 등과 유사하다. 그러나 한국에는 다각화된 금융 사업을 보유한 이커머스 기업이나 인터넷 플랫폼 기업은 아직 없는 상황이다.

2017년 실적 및 주요 이슈: 라쿠텐은 2017년이 실적 턴어라운드의 해였다. 2015년과 2016년은 아마존재팬과의 경쟁, 라쿠텐 슈퍼포인트 적립 캠페인 확대 등으로 이익이 감소했다. 그러나 2017년에는 고성장 및 수익성 증진으로 반전되었다. 전체 매출액이 21% 두 자릿수로 증가했으며, 이커머스 등 인터넷 서비스 부문의 성장이 주도한 것으로 파악된다. 영업이익과 순이익은 전년비 각각 90%, 188% 대폭 증가했다.

2018년 전망 및 Catalyst: 라쿠텐의 2018년은 투자 및 사업 확대의 해일 것으로 판단된다. 연초 아사히화재해상보험 인수를 통해 생명보험 위주의 보험업을 손해보험까지 확대하고 있다.

가장 큰 투자는 이동통신업(MNO) 진출이 될 전망이다. 기존 라쿠텐 모바일은 MVNO로서 기존 통신사의 망을 임대하는 구조였다. 그러나 MNO의 경우 직접 통신 네트워크 설비를 구축해야 되기 때문에 투자 및 비용이 많이 소요된다. 약 6천억엔의 초기 CAPEX를 예정하고 있다. 마케팅비의 경우에는 기존 라쿠텐 카드와 라쿠텐 슈퍼포인트 기반 활용을 통해 효율화를 꾀할 전략이다.

또한 '라쿠텐 코인' 등 가상화폐 발행과 블록체인 사업 확대 계획을 밝히기도 했다. 기존 라쿠텐 슈퍼포인트를 라쿠텐 코인으로 전환시킬 계획이며, 글로벌 사업에 활용될 가능성이 있다. ICO가 MNO 투자와 해외 사업 비용 등을 위한 자금 조달로 활용된다면 재무 부담이 완화될 수도 있다.

표 16. 라쿠텐 실적 추이

	2013	2014	2015	2016	2017	(십억엔) YoY
매출액	519	599	714	782	945	21%
인터넷 서비스: 이커머스 등 (Internet Service)	315	363	493	561	680	21%
핀테크 (Fintech)	201	237	275	296	333	13%
내부 조정 (Adjustment)	2	-1	-54	-75	-69	
영업이익	90	106	97	79	149	90%
영업이익률	17.4	17.8	13.6	10.0	15.8	
순이익	43	71	46	38	111	188%
주요 지표						
글로벌 거래액 (조엔)	5.3	7.4	9.1	10.7	12.9	21%
일본 내 이커머스 거래액 (조엔)	2.1	2.4	2.7	3	3.4	13%
라쿠텐 카드 쇼핑 거래액 (조엔)	2.6	3.5	4.2	5	6.1	22%
광고 매출액 (십억엔)				70	79	13%

주: 12월 결산, 연결 기준

자료: Rakuten, 미래에셋대우 리서치센터

4. 소니 (6758 JP)

기업 개요: 소니는 지주사 성격의 기업으로 다양한 사업을 하고 있다. 플레이스테이션(PS)으로 유명한 게임 및 네트워크 사업이 있고, 반도체, 가전, 모바일 기기 등 IT하드웨어 제조 사업, 음악/영화 등 엔터테인먼트 사업, 금융 서비스 사업 등을 보유하고 있다. 연간 매출 규모는 80조원대이며, 현재 시가총액은 68조원 수준이다. 한국은 게임 콘솔 제조사가 없어 인터넷/게임 업종 관점에서 비교할 기업을 찾기가 어렵다. IT하드웨어의 경우 삼성전자와 LG전자 등과 경쟁 관계이다.

2017년 실적 및 주요 이슈: 소니는 2017년 이익이 대폭 개선되는 해였다. 최근 3개 분기 누적 기준으로 전년 동기간 대비 매출액이 16% 늘었는데, 영업이익과 순이익은 각각 267%, 567%로 많이 증가했다. 매출액 비중이 크면서 가장 성장률과 수익성이 좋았던 부문은 단연 게임 부문이었다. 글로벌 게임 콘솔 시장에서 PS4의 시장점유율이 가장 높은 편이다. 게임 출시 타이틀의 인기, 디지털 유료 구독 이용자의 증가 등이 성장 동력으로 작용했다. 그 외 TV가 포함된 홈 엔터테인먼트 및 음향 기기 사업, 이미지 센서가 포함된 반도체 부문 등도 실적 개선이 부각되었다.

2018년 전망 및 Catalyst: 소니는 6년 만에 CEO가 교체되었다. 요시다 겐이치로 CFO가 CEO로 승진했으며, 기존의 히라이 가즈오 CEO는 회장을 맡는다. 요시다 신임 CEO는 가전 사업부의 구조 개혁 과정에서 재무 안정에 노력해 온 점에 대해 긍정적인 평가를 받는 인물이다. 특히 실적 회복 이후 성장으로 전환하는 단계에 경영진이 바뀌어 시장에 기대감이 있는 상황으로 파악된다.

표 17. 소니 실적 추이

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	3Q16 YTD	3Q17 YTD	YoY
매출액	7,767	8,216	8,105	7,603	5,700	6,593	16%
순매출 (Net sales)	6,682	7,036	6,949	6,443	4,834	5,573	15%
금융 서비스 (Financial Service)	994	1,084	1,066	1,080	807	950	18%
기타 (Others)	96	103	90	80	59	69	18%
영업이익	26	69	294	289	194	713	267%
영업이익률	0.3	0.8	3.6	3.8	3.4	10.8	
순이익	-69	-49	210	128	83	552	567%
부문별 매출액							
Game & Network Services	1,044	1,388	1,552	1,650	1,268	1,499	18%
Music	503	559	619	647	471	594	26%
Pictures	829	878	938	903	601	710	18%
Home Entertainment & Sounds	1,168	1,238	1,159	1,039	824	988	20%
Imaging Products & Solutions	741	724	684	580	425	493	16%
Mobile Communications	1,192	1,410	1,127	759	603	571	-5%
Semiconductors	337	501	739	773	572	683	19%
Components	244	218	225	195	142		
Financial Service	994	1,084	1,066	1,080	812	956	18%
부문별 영업이익							
Game & Network Services	-19	48	89	136	113	158	40%
Music	50	61	87	76	60	97	61%
Pictures	52	59	39	-81	-114	9	TTB
Home Entertainment & Sounds	-25	24	51	59	64	93	46%
Imaging Products & Solutions	26	42	69	47	43	68	56%
Mobile Communications	13	-218	-61	10	25	17	-33%
Semiconductors			15	-8	-21	165	TTB
Components			-43	-60	-45		
Financial Service	170	193	157	166	111	139	25%

주: 3월 결산, 연결 기준, 3Q17 YTD는 2017년 4월부터 2017년 12월까지 기간, Semiconductor 및 Components의 경우 중간에 매출 구분 변경이 있는 부분은 미기재

자료: SONY, 미래에셋대우 리서치센터

5. 사이버에이전트 (4751 JP)

기업 개요: 사이버에이전트는 일본의 대표적인 인터넷 광고 대행사이다. 사업은 인터넷 광고 기반에서 다각화되어 왔다. Ameba 블로그, 모바일 게임 개발 및 퍼블리싱, AbemaTV로 대표되는 미디어 사업 등이다. 기존의 인터넷 광고 대행 사업은 마케팅이 필요한 모바일 게임 사업과 미디어 사업과 관련된 인하우스 에이전시 역할도 하며 시너지를 내고 있는 점이 인상적이다.

연간 매출 규모는 3.8조원이며, 현재 시가총액은 6.8조원이다. 한국 기업의 경우 인터넷 광고 사업 측면에서 나스미디어와 에코마케팅 등과 유사하며, 모바일 게임 사업 측면으로는 넷마블게임즈나 카카오게임즈 등과 유사하다고 할 수 있다.

2017년 실적 및 주요 이슈: 사이버에이전트의 2017년 실적은 외형은 성장했으나 이익이 감소했다. 주력 사업인 인터넷 광고, 게임, 신사업에 속하는 미디어 부문 모두 두 자릿수 성장을 이루었다. 반면, 이익이 전년비 17% 감소했는데, 주요 이유는 미디어 사업인 ‘AbemaTV’에 대한 대규모 투자 때문으로 파악된다.

AbemaTV는 아사히TV와의 합작으로 2016년 4월에 출시된 모바일 동영상 스트리밍 서비스이다. 현재 일본 iOS 앱 차트에서 무료 인기 2위, 수익 4위를 기록하고 있다. TV 채널의 실시간 방송과 오리지널 콘텐츠를 모바일에서 손쉽게 볼 수 있다. 현재 MAU는 1천만명 수준이며, 성장 목표는 일본의 유튜브 MAU인 2천만명 수준이다.

모바일 게임의 경우 일본 내 매출 3위권이다. 흥행한 게임은 수명이 긴 편이다. 현재 주요 7개 타이틀이 매출에 기여하고 있다. 대부분의 게임 타이틀은 내수용이며, 해외 매출은 미미하다.

2018년 전망 및 Catalyst: 가장 큰 변수는 AbemaTV의 성장 및 수익화 진전 속도로 판단된다. 현재 적자 기여 사업부이기 때문에 성장성에도 불구하고 우려도 상존하기 때문이다. 인터넷 광고 대행 사업은 캐시카우 사업으로 계속 기능할 전망이다. 게임은 매년 신작 10종 출시를 계획하고 있다. 또한 ICO와 가상화폐 거래소 등에 대한 사업도 검토 중이다.

표 18. 사이버에이전트 실적 추이

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	(십억엔) YoY
매출액	163	205	254	311	371	20%
인터넷 광고	83	114	143	175	208	19%
PC 광고	49	52	52	54	45	-16%
스마트폰 광고	34	62	91	122	163	34%
게임	48	51	87	123	140	14%
미디어	25	34	34	22	26	17%
영업이익	10	22	33	37	31	-17%
영업이익률	6.3	10.8	12.9	11.8	8.3	
순이익	11	10	18	19	12	-34%

주: 9월 결산, 연결 기준, 미디어 부문에 AbemaTV 포함

자료: CyberAgent, 미래에셋대우 리서치센터

VII. 투자전략

1. 투자 아이디어

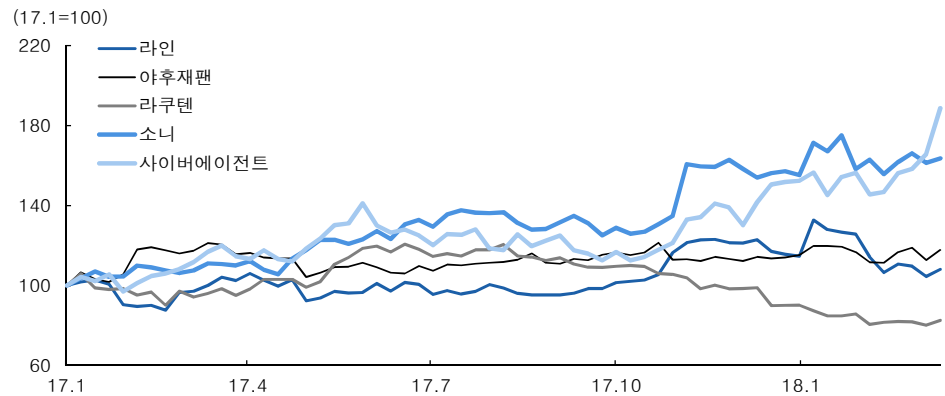
주가 측면에서 일본 탐방 기업들 중 부각되는 종목은 사이버에이전트와 소니이다. 외형의 두 자릿수 고성장, 성장 사업 등이 부각되고 있다. 주가 흐름이 가장 좋지 않은 기업은 라쿠텐이다. 아마존 재팬으로부터 시장점유율을 잃고 있고, 이동통신업 진출 관련 대규모 투자 부담 우려가 있다.

비즈니스 모델 측면에서 주목하는 일본의 사업 사례는 커머스 사업의 포인트 제도 활용과 핀테크 사업으로의 연계 및 확대 등이다. 서비스 이용자의 라이프 스타일로의 침투, 플랫폼의 지배력 확대를 위해 디테일한 서비스와 수단들은 주목할 만한 포인트이다.

현시 사업 진출 측면에서 주목하는 부분은 일본 시장의 디지털화 추세 속에서 가시적인 수혜가 가능한지 여부이다. 일본은 한국 대비 광고, 소매 판매, 핀테크, 콘텐츠 시장 등 디지털 전환율이 낮기 때문에 해당 시장에서 같이 성장하며 매출 기회를 얻을 수 있다면 긍정적인 것이다.

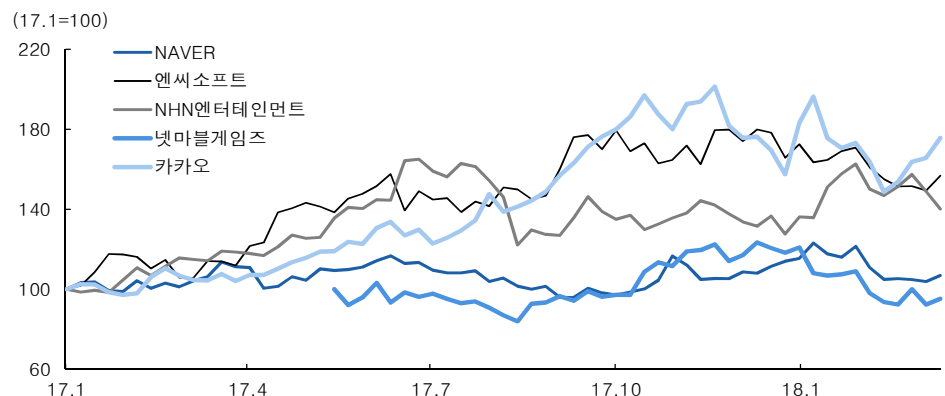
일본 탐방 관련 Top Pick 종목은 'NAVER'이다. 일본 자회사 LINE은 핀테크 사업 확대, 광고 사업 강화 등을 통해 일본 시장의 디지털화 추세 속에서 성장이 가능할 전망이다. 관심종목은 일본에 모바일 게임 신작 출시가 예상되는 '엔씨소프트'와 '넷마블게임즈', 모바일 게임과 웹툰 앱 사업 중인 'NHN엔터테인먼트', 웹툰 앱 성장세와 카카오모빌리티 계획이 주목되는 '카카오' 등이다.

그림 35. 일본 탐방 주요 기업의 주가 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 한국 주요 관심 종목의 주가 추이



주: 넷마블게임즈의 경우 상장 시점을 100으로 표현, 자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

2. Valuation 비교

표 19. 글로벌 인터넷 업종 Valuation

(십억원, 배, %)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		P/E		EV/EBITDA		P/B		ROE	
		17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F
NAVER (KR)	26,667	4,679	5,461	1,179	1,431	770	993	37.1	26.8	18.4	13.9	4.8	3.9	18.5	19.0
카카오	10,449	1,972	2,361	165	182	128	131	83.8	81.8	31.3	30.2	2.3	1.8	3.0	2.5
카페24	878	143	-	7	-	5	-	158.6	-	-	-	65.7	-	52.2	-
인터넷파크	316	485	528	28	31	16	18	20.8	18.4	5.8	5.0	1.8	1.7	8.7	9.4
Yahoo Japan (JP)	29,783	9,066	9,109	2,039	1,946	1,450	1,342	21.4	22.6	11.0	11.2	3.1	2.9	15.4	13.5
Rakuten	13,317	9,523	10,679	1,506	1,296	1,115	769	12.9	16.4	6.0	6.4	2.0	1.7	16.2	10.4
LINE	10,289	1,685	2,007	253	209	81	107	125.5	71.7	30.2	30.3	5.9	5.0	4.7	7.2
Alphabet (US)	843,173	125,340	114,057	29,562	46,755	14,316	39,401	31.2	22.4	19.2	13.5	4.8	4.3	8.7	15.8
Amazon	818,602	201,107	248,582	4,643	6,658	3,429	8,056	256.6	94.8	37.2	29.1	20.4	21.6	12.9	13.2
Facebook	567,305	45,965	58,964	22,843	26,561	18,016	26,286	28.7	21.7	20.3	14.5	6.9	5.8	23.8	24.2
Netflix	145,946	13,221	16,888	948	1,705	632	1,549	143.8	102.8	95.4	73.2	23.2	29.8	17.9	26.0
eBay	46,142	10,817	11,638	2,561	3,220	-1,149	2,474	30.4	18.7	14.6	12.8	4.8	5.7	-10.9	26.6
Twitter	27,271	2,763	2,874	44	599	-122	420	62.1	58.0	35.3	24.1	3.6	4.7	-2.2	8.1
Shopify	16,307	761	1,062	-56	6	-45	12	-	1,345.6	-	438.1	-	10.8	-5.7	1.6
Tencent (CH)	588,163	40,252	56,468	14,162	17,361	11,013	14,441	53.5	40.9	37.9	29.1	14.9	11.0	31.1	30.2
Alibaba	513,773	27,030	41,409	8,207	12,107	7,459	14,557	47.1	36.3	29.4	28.1	6.7	8.1	17.6	20.9
Baidu	95,768	14,203	17,013	2,628	3,091	3,065	3,470	28.0	27.1	24.3	19.4	4.6	4.5	17.6	15.1
JD.com	67,401	60,678	79,076	-140	444	-25	1,262	-	56.7	111.5	47.1	7.4	7.2	-0.4	6.2
Weibo	30,525	1,300	1,906	461	723	399	682	65.4	46.9	51.4	38.4	19.0	14.7	36.2	39.8
평균								36.5	34.6	24.8	20.4	11.2	8.1	14.0	16.1

주: NAVER, 카카오, 인터넷파크 당사 추정치, 그 외 컨센서스, 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 20. 글로벌 게임 업종 Valuation

(십억원, 배, %)

기업명	시가총액	매출액		영업이익		순이익		P/E		EV/EBITDA		P/B		ROE	
		17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F	17F	18F
넷마블게임즈 (KR)	12,499	2,425	2,597	510	514	363	365	51.5	39.8	24.7	17.6	3.9	2.8	11.6	7.3
엔씨소프트	8,655	1,758	2,491	585	998	444	734	22.3	11.9	13.9	7.0	3.6	2.6	19.8	25.5
플레이비스	2,895	117	431	64	234	52	200	57.9	14.4	42.6	10.4	11.4	6.3	36.5	55.5
컴투스	2,226	512	573	197	211	145	156	12.1	14.3	5.2	6.5	2.2	2.4	20.8	18.7
NHN엔터테인먼트	1,364	909	1,002	35	58	9	52	86.0	24.0	14.8	11.8	0.9	0.9	1.1	3.8
Sony (JP)	68,300	80,737	85,368	3,028	7,317	778	4,548	64.9	15.1	7.5	5.8	1.9	2.4	3.0	17.1
Nintendo	68,288	5,194	10,434	312	1,650	1,089	1,316	30.3	44.3	57.2	32.6	2.5	4.4	8.5	10.5
Nexon	16,002	2,369	2,708	913	1,159	572	918	25.4	17.8	11.1	10.3	3.1	2.9	13.5	18.3
CyberAgent	6,877	3,818	4,113	316	316	41	71	102.5	103.3	9.5	15.9	5.2	7.5	5.1	9.3
Square Enix	5,683	2,698	2,512	332	383	213	255	19.2	21.9	7.0	10.1	2.1	2.9	11.4	13.4
Activision Blizzard(US)	61,330	7,934	8,019	1,480	2,801	309	2,170	43.7	28.9	19.0	19.5	5.1	5.2	2.9	16.1
Electronic Arts	41,335	5,566	5,501	1,406	1,801	1,111	1,434	28.1	29.5	17.2	19.6	6.8	9.0	25.9	30.6
Take-Two	13,823	2,045	2,151	105	517	77	413	68.7	35.2	14.1	23.4	6.1	8.4	8.3	26.2
Zynga	3,433	974	980	29	143	30	134	94.3	28.5	50.0	15.9	2.1	1.9	1.7	6.8
Ubisoft (FR)	10,458	1,840	2,205	222	376	136	277	40.9	37.4	7.1	9.9	4.0	6.2	10.0	14.4
Tencent (CH)	588,163	40,252	56,468	14,162	17,361	11,013	14,441	53.5	40.9	37.9	29.1	14.9	11.0	31.1	30.2
NetEase	43,185	9,060	11,775	2,035	2,184	1,793	2,257	27.7	19.5	19.8	15.3	6.4	4.5	25.5	24.2
Kingsoft	5,456	870	1,211	141	234	217	275	20.5	20.2	21.2	14.8	3.0	2.7	14.5	13.2
Youzu Interactive	3,475	576	784	130	179	134	187	25.6	18.9	23.1	17.8	5.8	4.6	23.7	26.0
Average								36.0	24.7	19.3	15.3	4.8	4.8	14.6	20.0

주: 한국 기업 당사 추정치, 그 외 컨센서스, Sony와 CyberAgent의 경우 게임 외 사업부 실적도 포함, 자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

Top Pick 및 관심종목

NAVER (035420/매수) 일본 LINE의 성장성에 주목

- 일본 사업: LINE의 핀테크 사업 강화 긍정적
- 주요 사업: 커머스 강화, 기술의 비즈니스화 예상
- 투자 의견: '매수' 및 목표주가 120만원 유지, Top Pick 제시

엔씨소프트 (036570/매수) 차기작은 아시아 전략 게임

- 일본 사업: 차기작 '리니지2M'의 현지 흥행 가능성
- 주요 사업: '블레이드&소울II' 출시 예정, 올해 이익 배증 가능성
- 투자 의견: '매수' 및 목표주가 64만원 유지

NHN엔터테인먼트 (181710/매수) 일본 사업 다각화 추세

- 일본 사업: 모바일 게임은 캐시카우, 웹툰 앱은 라이징 스타
- 주요 사업: 결제와 광고의 조화 주목, 게임은 회복세 예상
- 투자 의견: '매수' 및 목표주가 91,000원 유지

넷마블게임즈 (251270/Trading Buy) 현지 친화적인 게임 라인업으로 해외 공략

- 일본 사업: 로컬라이제이션 가속화 예상
- 주요 사업: '블레이드&소울 레볼루션' 출시 예정, 신작 다변화
- 투자 의견: 'Trading Buy' 및 목표주가 18만원 유지

카카오 (035720/Trading Buy) 사업 수익화 전략에 주목

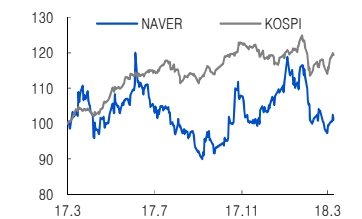
- 일본 사업: 카카오재팬 '픽코마' 인기, 카카오모빌리티 해외 첫 진출 지역
- 주요 사업: 본사 및 자회사의 수익화 전략 구체화
- 투자 의견: 'Trading Buy' 및 목표주가 15만원 유지

NAVER (035420)

일본 LINE의 성장성에 주목

인터넷

투자자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	1,200,000원
현재주가(18/03/14)	809,000원
상승여력	48%
영업이익(18F, 십억원)	1,431
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	1,367
EPS 성장률(18F, %)	28.9
MKT EPS 성장률(18F, %)	7.1
P/E(18F, x)	26.8
MKT P/E(18F, x)	9.5
KOSPI	2,486.08
시가총액(십억원)	26,667
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	77.9
외국인 보유비중(%)	59.1
베타(12M) 일간수익률	1.09
52주 최저가(원)	720,000
52주 최고가(원)	960,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-0.2 5.8 -0.7
상대주가	-2.8 1.1 -14.8



[인터넷/게임/광고]

문지현

02-3774-1640

jeehyun.moon@miraeasset.com

일본 사업: LINE의 핀테크 사업 강화 긍정적

NAVER의 일본 자회사 LINE은 라인페이 관련 이커머스 및 간편결제 확대, 라인파이낸셜의 핀테크 사업 실행, 모바일 광고 지면 확대 등을 진행하고 있다. LINE의 사업은 일본 시장의 디지털화 추세 속에서 가시적인 성장이 가능할 전망이다.

특히 라인은 2018년 핀테크 사업을 본격화한다고 발표했다. 1) 사업 환경: 일본의 압도적인 현금 결제 비중은 오히려 기회 요인으로 작용할 전망이다. 일본 정부의 현금 이용으로 인한 사회적 비용 감소 노력, 2020년 도쿄 올림픽 개최 과제 차원으로 추진하는 간편결제 확산 추진은 긍정적인 요인이다. 2) 비즈니스 모델: 인터넷 기업의 금융 사업은 기존 플랫폼 사업과의 연계 활용도가 많으며, 투자 회수 기간도 AI 등 기술 투자에 비해 짧은 편으로 기대된다. 이미 글로벌 주요 인터넷 기업들은 핀테크 모멘텀이 주가와 실적에 긍정적으로 반영된 바 있다.

주요 사업: 커머스 강화, 기술의 비즈니스화 예상

커머스 강화: NAVER는 올해 상품 등록 플랫폼 ‘스토어팜’을 ‘스마트스토어(Smart Store)’로 개편했다. ‘스마트스토어’에는 상품 이미지 등록 기술, 코드 콘텐츠 자동 생성 딥러닝 기술, 음성 기반 간편결제 기술 등이 적용되어 판매자와 구매자의 편의성이 향상되고 있다. 올해 오프라인 거점인 ‘파트너스퀘어’도 광주와 대전 등 지방에 추가 신설할 계획이다. 이를 통해 등록 판매자 수가 증가하고, 검색광고주 저변도 확대되는 효과가 기대된다. AI 기반의 개인화 상품 추천 시스템 ‘에이아이템즈(AiTEMS)’의 고도화 적용을 통해 구매 전환율 향상도 촉진되고 있다.

기술의 비즈니스화: NAVER는 최근 검색과 인공지능 조직을 ‘서치앤클로바’로 통합 출범했다. NAVER의 검색 부문은 매출 비중과 수익성이 가장 높은 핵심 사업이다. 비즈니스 모델이 확립되어 있는 부문과 아직 투자 중인 인공지능 기술 부문이 결합되는 점에 주목된다. 검색의 개인 최적화를 통해 광고 단가가 향상될 가능성, 인공지능 음성인식 플랫폼을 통해 검색 데이터 기반의 다양한 콘텐츠와 서비스가 제공되면서 수익화가 진전될 가능성이 있다고 판단된다.

투자 의견: ‘매수’ 및 목표주가 120만원 유지, Top Pick 제시

NAVER에 대한 ‘매수’ 투자자의견과 목표주가 120만원을 유지한다. 일본 자회사 LINE의 경우 핀테크 사업 강화를 통해 일본 이용자의 라이프 스타일 전반에 대한 지배력이 확대될 것으로 기대된다. NAVER 본사 사업은 커머스 사업과 인공지능 기술이 핵심 사업인 검색과 시너지를 낼 것으로 예상된다. 해외 및 국내 신사업의 전략 방향의 구체화는 주가에 긍정적일 전망이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	2,758	3,254	4,023	4,679	5,461	6,297
영업이익 (십억원)	758	830	1,102	1,179	1,431	1,747
영업이익률 (%)	27.5	25.5	27.4	25.2	26.2	27.7
순이익 (십억원)	454	519	749	773	996	1,212
EPS (원)	13,787	15,737	22,732	23,436	30,204	36,768
ROE (%)	27.8	26.5	26.2	18.5	19.0	19.3
P/E (배)	51.6	41.8	34.1	37.1	26.8	22.0
P/B (배)	8.7	6.8	5.2	4.8	3.9	3.3
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

일본 주요 사업 및 전망

NAVER의 일본 자회사 LINE은 라인페이를 통해 이커머스 및 간편결제 사업을 확대 중이며, 라인 파이낸셜 신설을 통해 핀테크 사업을 본격화하고 있다. 라인 메신저는 모바일 광고 지면을 확대하고 있다. LINE의 사업은 일본 시장의 디지털화 추세 속에서 가시적인 성장이 가능할 전망이다.

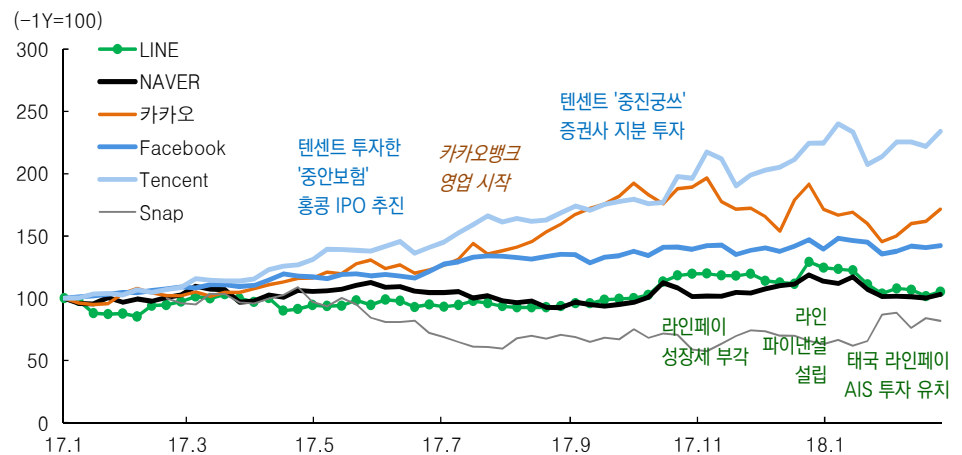
표 21. NAVER의 일본 사업 현황

(십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017
전체 매출	2,259	2,758	3,254	4,023	4,679
전체 순이익	1,895	452	517	759	770
일본 LINE 매출	492	670	822	1,143	1,270
일본 LINE 순이익	7	126	1	2	107
일본 LINE 매출 비중	22%	24%	25%	28%	27%

주: 연결감사보고서 기준, 자료: NAVER, 금융감독원 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. LINE 글로벌 핀테크 모멘텀: 핀테크 사업 액션 플랜 실행되며 주가 상승 탄력



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

표 22. 라인페이 최근 사업 동향

시기	주요 사업 내용
2017-10	대만 타이페이 Marriott Hotel/The Sherwood Hotel 파트너 추가
2017-10	대만 CTBC 라인페이 카드 1백만장 도달, 대만 TP TEA, VIESHOW CINEMAS 파트너 추가
2017-10	일본 Tsuruha Group 가맹점 추가
2017-10	글로벌 월간 거래액 550억엔 기록
2017-11	대만 전자영수증 기능 추가, Hanshin Department Store와 파트너십 체결
2017-11-17	글로벌 라인페이 4천만명 가입자 도달,
2018-01-16	대만 iPASS 카드사 지분 인수하여 전자결제 서비스 확대
2018-01-18	일본 핀테크 스타트업 폴리오와 제휴, 투자 서비스 제공
2018-01-31	LINE Financial Corporation 설립, 보험, 대출, 가상화폐 등 핀테크 사업 본격화 발표
2018-02-27	일본 라인페이 코드 결제, GEO Group 1,800개점에 적용
2018-03-02	일본 가맹점, 라인 메신저 통한 CS 및 홍보 기능 추가, Joshin Group 227개점 적용
2018-03-06	일본 바코드 결제 시작
2018-03-07	일본 라인 메신저 모바일 앱에 '라인 월렛' 탭 추가
2018-03-08	태국 래빗 라인페이에 태국 1위 이동사 AIS 지분 33% 투자 참여
2018년 연간	150억엔 투자 계획, 라인페이 오프라인 가맹점 확대 등에 활용할 방침

자료: LINE, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망 및 Valuation

NAVER는 올해 상품 등록 플랫폼 ‘스토어팜’을 ‘스마트스토어(Smart Store)’로 개편했다. 올해 오프라인 거점인 ‘파트너스퀘어’도 광주와 대전에 추가 신설할 계획이다. 등록 판매자 수가 증가하고, 검색광고주 저변도 확대되는 효과가 기대된다. AI 기반의 개인화 상품 추천 시스템 ‘에이아이템즈(AiTEMS)’의 고도화 적용을 통해 구매 전환율 향상도 촉진되고 있다.

NAVER는 최근 검색과 인공지능 조직을 ‘서치앤클로바’로 통합 출범했다. 비즈니스 모델이 확립되어 있는 핵심 사업인 검색 부문과 아직 투자 중인 인공지능 기술 부문이 결합되는 점에 주목된다. 검색의 개인 최적화를 통해 광고 단가가 향상될 가능성, 인공지능 음성인식 플랫폼을 통해 검색 데이터 기반의 다양한 콘텐츠와 서비스가 제공되면서 수익화가 진전될 가능성이 있다고 판단된다.

표 23. NAVER 분기 및 연간 실적 전망

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	(십억원, %)		
매출액	1,082	1,130	1,201	1,266	1,250	1,326	1,392	1,494	4,023	4,678	5,461
광고	100	118	114	130	109	131	126	142	400	461	507
비즈니스플랫폼	510	521	549	574	581	604	631	660	1,866	2,153	2,476
IT플랫폼	43	49	59	66	74	84	96	106	121	218	359
콘텐츠서비스	24	24	27	27	27	27	28	29	103	102	112
LINE 및 기타플랫폼	406	418	453	469	459	480	511	556	1,534	1,745	2,006
영업이익	291	285	312	291	315	338	387	390	1,102	1,179	1,431
영업이익률	26.9	25.2	26.0	23.0	25.2	25.5	27.8	26.1	27.4	25.2	26.2
순이익	211	171	216	172	222	240	265	266	759	770	993
순이익률	19.5	15.2	18.0	13.6	17.8	18.1	19.1	17.8	18.9	16.5	18.2
YoY 성장률											
매출액	15.5	14.4	18.5	16.7	15.5	17.4	15.9	18.0	23.6	16.3	16.7
광고	22.3	21.8	16.1	5.4	9.0	11.0	10.0	9.9		15.4	10.0
비즈니스플랫폼	13.3	12.6	18.7	16.9	14.0	16.0	15.0	15.0		15.4	15.0
IT플랫폼	92.0	75.8	90.3	70.3	70.0	70.0	63.0	59.8		80.7	65.0
콘텐츠서비스	-23.7	-10.9	18.7	20.0	16.0	11.0	5.0	8.8		-1.6	10.0
LINE 및 기타플랫폼	15.1	12.0	13.4	14.5	13.0	15.0	13.0	18.7		13.8	15.0
영업이익	13.2	4.6	10.6	0.3	8.4	18.5	24.0	34.1	32.7	7.0	21.3
순이익	27.8	-19.6	9.0	-6.2	5.2	39.8	22.9	54.8	46.8	1.5	28.9

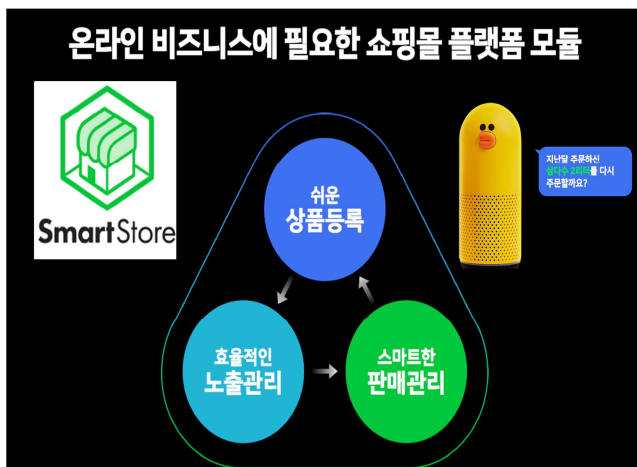
주: K-IFRS 연결 기준, 2017년에 매출 구분을 기존 광고/콘텐츠/기타에서 광고/비즈니스플랫폼/IT플랫폼/콘텐츠서비스/LINE 및 기타플랫폼으로 변경.

광고 부문은 일반 및 쇼핑 디스플레이 광고와 동영상 광고 포함, 비즈니스플랫폼 부문은 일반 및 쇼핑 검색 광고 포함, IT플랫폼 부문은 페이지(결제), IT서비스, 클라우드 등 포함.

콘텐츠서비스는 뮤직, 웹툰, V LIVE 등, LINE 및 기타플랫폼은 LINE과 캠프모바일, 스노우 포함, 순이익은 지배/비지배주주 합산 기준

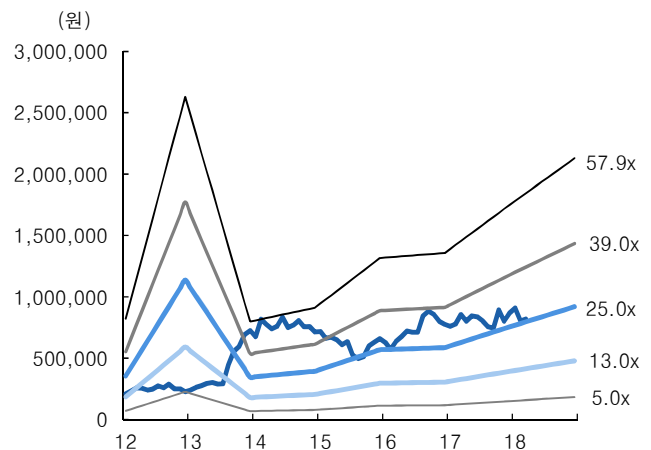
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 본사 주요 사업: ‘스마트스토어’ 개편 출시 등 커머스 강화 추세



자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 39. 12개월 Forward PER 밴드와 주가 추이: 최근 밴드 하단



자료: 미래에셋대우 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	4,023	4,679	5,461	6,297
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,679	5,461	6,297
판매비와관리비	2,921	3,499	4,030	4,550
조정영업이익	1,102	1,179	1,431	1,747
영업이익	1,102	1,179	1,431	1,747
비영업손익	30	17	29	30
금융손익	30	34	44	55
관계기업등 투자손익	-9	-1	0	0
세전계속사업손익	1,132	1,196	1,460	1,777
계속사업법인세비용	361	423	467	569
계속사업이익	771	773	993	1,208
중단사업이익	-12	-3	0	0
당기순이익	759	770	993	1,208
지배주주	749	773	996	1,212
비지배주주	10	-2	-3	-4
총포괄이익	724	725	993	1,208
지배주주	733	726	994	1,209
비지배주주	-9	-1	-1	-1
EBITDA	1,265	1,369	1,580	1,874
FCF	1,010	749	1,369	1,559
EBITDA 마진율 (%)	31.4	29.3	28.9	29.8
영업이익률 (%)	27.4	25.2	26.2	27.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	18.6	16.5	18.2	19.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	4,200	5,338	6,645	8,154
현금 및 현금성자산	1,726	2,452	3,298	4,293
매출채권 및 기타채권	694	810	924	1,065
재고자산	10	12	14	16
기타유동자산	1,770	2,064	2,409	2,780
비유동자산	2,171	2,529	2,536	2,575
관계기업투자등	182	213	248	286
유형자산	863	1,018	870	743
무형자산	112	239	239	239
자산총계	6,371	7,867	9,181	10,729
유동부채	1,804	2,065	2,373	2,701
매입채무 및 기타채무	425	496	579	667
단기금융부채	227	225	225	225
기타유동부채	1,152	1,344	1,569	1,809
비유동부채	437	486	542	602
장기금융부채	150	151	151	151
기타비유동부채	287	335	391	451
부채총계	2,241	2,551	2,915	3,304
지배주주지분	3,595	4,753	5,706	6,868
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,217	1,452	1,452	1,452
이익잉여금	3,810	4,550	5,503	6,666
비지배주주지분	535	563	560	557
자본총계	4,130	5,316	6,266	7,425

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,164	1,055	1,369	1,559
당기순이익	759	770	993	1,208
비현금수익비용가감	624	583	565	633
유형자산감가상각비	146	174	149	127
무형자산상각비	17	15	0	0
기타	461	394	416	506
영업활동으로인한자산및부채의변동	88	96	228	224
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	-721	-93	-99
재고자산 감소(증가)	0	18	-2	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	11	32	0	0
법인세납부	-339	-436	-467	-569
투자활동으로 인한 현금흐름	-942	-878	-445	-476
유형자산처분(취득)	-97	-303	0	0
무형자산감소(증가)	-21	-20	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-662	-381	-445	-476
기타투자활동	-162	-174	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	698	483	-42	-49
장단기금융부채의 증가(감소)	-290	-1	0	0
자본의 증가(감소)	1,084	235	0	0
배당금의 지급	-32	-33	-42	-49
기타재무활동	-64	282	0	0
현금의 증가	913	726	846	996
기초현금	813	1,726	2,452	3,297
기말현금	1,726	2,452	3,297	4,293

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	34.1	37.1	26.8	22.0
P/CF (x)	18.5	21.2	17.1	14.5
P/B (x)	5.2	4.8	3.9	3.3
EV/EBITDA (x)	18.2	18.4	13.9	11.0
EPS (원)	22,732	23,436	30,204	36,768
CFPS (원)	41,966	41,043	47,250	55,874
BPS (원)	150,192	179,739	208,654	243,925
DPS (원)	1,131	1,446	1,680	2,050
배당성향 (%)	4.3	5.5	5.0	5.0
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.3
매출액증가율 (%)	23.6	16.3	16.7	15.3
EBITDA증가율 (%)	28.3	8.2	15.4	18.6
조정영업이익증가율 (%)	32.8	7.0	21.4	22.1
EPS증가율 (%)	44.4	3.1	28.9	21.7
매출채권 회전율 (회)	9.1	9.1	9.1	9.0
재고자산 회전율 (회)	311.2	417.4	417.5	415.1
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	14.1	10.8	11.6	12.1
ROE (%)	26.2	18.5	19.0	19.3
ROIC (%)	169.2	177.0	285.5	2,599.8
부채비율 (%)	54.3	48.0	46.5	44.5
유동비율 (%)	232.8	258.5	280.1	301.8
순차입금/자기자본 (%)	-73.1	-75.7	-82.9	-88.0
조정영업이익/금융비용 (x)	181.5	3,368.2	4,091.6	4,995.3

엔씨소프트 (036570)

차기작은 아시아 전략 게임

게임

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	640,000원
현재주가(18/03/14)	394,500원
상승여력	62%
영업이익(18F, 십억원)	998
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	830
EPS 성장률(18F, %)	65.4
MKT EPS 성장률(18F, %)	7.1
P/E(18F, x)	11.9
MKT P/E(18F, x)	9.5
KOSPI	2,486.08
시가총액(십억원)	8,655
발행주식수(백만주)	22
유동주식비율(%)	84.7
외국인 보유비중(%)	47.0
베타(12M) 일간수익률	0.56
52주 최저가(원)	284,500
52주 최고가(원)	488,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.4 -17.6 33.5
상대주가	-3.9 -21.2 14.6



일본 사업: 차기작 '리니지2M'의 현지 흥행 가능성

엔씨소프트는 일본에 NC Japan 자회사를 보유하고 있다. 일본에서 연간 400억원~500억원 규모의 매출을 안정적으로 거두고 있다. 2017년 엔씨소프트 연결 매출 중 일본 비중은 3%로 이전보다 하락했는데, '리니지M' 출시로 인해 국내 매출 비중이 상승한 것에 기인한다.

엔씨소프트가 PC 온라인 게임 위주로 사업을 하던 시기에 일본에서 가장 흥행한 타이틀은 '리니지2'였다. 향후 일본 사업에 있어서 가장 중요한 타이틀도 PC '리니지2'를 기반으로 개발 중인 모바일 MMORPG '리니지2M'으로 판단된다. 넷마블게임즈가 이미 '리니지2' IP를 활용한 '리니지2: 레볼루션'을 일본에 출시한 점은 IP 인지도가 유지되는데 긍정적인 측면이 있다. '리니지2M'의 출시 시점은 올해 말이나 내년 상반기 국내 출시가 먼저 진행될 것으로 예상된다.

주요 사업: '블레이드&소울II' 출시 예정, 올해 이익 배증 가능성

블레이드&소울II: 올해 엔씨소프트의 첫 신작은 모바일 게임 '블레이드&소울II(이하 블소2)'이 될 전망이다. 게임 출시가 다소 늦어지고 있으나, 올해 하반기 중에는 출시될 것으로 예상된다.

'블소2'에 주목하는 이유는 두 가지이다. 1) 중국 등 해외 시장에서 의미있는 규모의 매출을 거둔 IP라는 점, 2) PC 원작 게임과의 잠식 효과가 과거 '리니지' 사례보다는 제한적일 것으로 예상되는 점이다. 엔씨소프트가 '리니지M'의 성과가 좋음에도 불구하고 낮은 Valuation에 거래되는 요인도 해외 매출의 부족, PC 게임과의 잠식이 컸던 점 때문이라고 판단된다. '블소2'의 출시를 통해 해당 두 가지 디스카운트 요인이 해소될 수 있을지 주목할 필요가 있다.

이익 개선: 엔씨소프트는 올해 영업이익이 전년비 70% 개선될 것으로 예상된다. 우선 상반기는 기저효과가 있는 상황이다. '리니지M' 실적이 작년 하반기부터 본격화되었기 때문이다. 올해 상반기 영업이익은 전년 동기 대비 5배가 넘을 것으로 기대된다. '리니지M'은 여전히 구글 매출 차트 1위를 굳건히 지키며 안정적인 모습이다. 하반기는 신작 출시 시점이 변수이나, 개발사 사업 구조에 따라 신작 매출이 추가될 경우 레버리지 효과가 날 것으로 전망된다.

투자 의견: '매수' 및 목표주가 64만원 유지

엔씨소프트에 대한 '매수' 투자 의견과 64만원 목표주가를 유지한다. 상반기가 단기적으로 모멘텀 공백 시점이다. 그러나 하반기 신작 출시와 해외 매출 증대 가능성 등을 고려한다면, 매력적인 Valuation과 안정적인 이익 수준을 보이는 상반기는 매집 구간으로 작용할 수 있다.

[인터넷/게임/광고]

문지현

02-3774-1640

jeehyun.moon@miraeeasset.com

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	839	838	984	1,758	2,491	2,559
영업이익 (십억원)	278	237	329	585	998	1,035
영업이익률 (%)	33.1	28.3	33.4	33.3	40.1	40.4
순이익 (십억원)	230	165	272	441	729	756
EPS (원)	10,486	7,542	12,416	20,081	33,216	34,470
ROE (%)	18.4	10.6	14.9	19.8	25.5	22.2
P/E (배)	17.4	28.2	19.9	22.3	11.9	11.4
P/B (배)	2.7	2.6	2.7	3.6	2.6	2.3
배당수익률 (%)	1.9	1.3	1.5	1.6	2.5	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

일본 주요 사업 현황

표 24. 엔씨소프트의 일본 사업 현황

(십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017
전체 매출	757	839	838	984	1,759
전체 순이익	159	228	166	271	444
일본 매출	55	42	43	50	44
일본 순이익	6	2	5	6	4
일본 매출 비중	7%	5%	5%	5%	3%

주: 연결감사보고서 기준, 일본 순이익은 NC Japan 기준

자료: 엔씨소프트, 금융감독원 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

그림 40. 일본 과거 주요 히트작은 PC 게임 '리니지2'



자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 41. 올해 말 또는 내년 출시 예상되는 '리니지2M' 모바일 게임의 일본 흥행 가능성 존재



자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망 및 Valuation

표 25. 엔씨소프트 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	240	259	727	533	515	511	752	712	984	1,759	2,491
리니지	51	34	35	34	34	33	31	33	375	154	131
리니지2	18	17	16	15	15	15	15	17	77	66	63
아이온	13	11	10	13	14	13	13	12	72	47	52
블레이드&소울	45	39	38	40	40	38	34	33	182	161	145
길드워2	14	14	20	35	35	20	14	13	77	83	82
모바일 게임	23	94	551	327	311	333	577	538	20	995	1,758
기타	11	15	13	11	13	11	11	13	58	50	48
로열티	64	36	44	60	54	48	58	53	122	203	213
영업이익	30	38	328	189	200	179	333	285	329	585	998
영업이익률	12.7	14.5	45.1	35.5	38.9	35.1	44.3	40.0	33.4	33.3	40.1
순이익	17	31	275	121	148	133	245	208	271	444	734
순이익률	7.3	11.9	37.8	22.6	28.7	25.9	32.6	29.3	27.6	25.2	29.5
YoY 성장률											
매출액	-0.6	7.5	234.3	87.4	115.1	97.7	3.4	33.5	17.3	78.7	41.7
리니지	-34.8	-64.2	-57.8	-71.5	-34.4	-2.1	-11.1	-2.4	20.0	-58.9	-15.0
리니지2	7.7	-12.6	-24.1	-26.0	-17.9	-9.4	-3.4	14.0	22.5	-14.7	-5.0
아이온	-33.9	-38.5	-36.8	-29.6	4.4	21.8	23.4	-5.0	-2.7	-34.6	10.0
블레이드&소울	-17.5	-20.2	-5.2	0.5	-10.0	-2.3	-9.8	-17.8	60.1	-11.6	-10.0
길드워2	-53.4	-14.7	31.5	134.8	145.4	48.7	-32.7	-61.6	-23.8	8.1	-1.0
모바일 게임		51,113.1	110,771.6	1,613.2	1,227.6	254.9	4.7	64.5		4,935.0	76.6
기타	-1.5	-14.9	-22.2	-17.4	24.8	-27.9	-19.0	19.1	-22.8	-15.1	-4.0
로열티	116.1	33.8	80.2	43.2	-15.7	33.4	32.6	-10.6	23.7	66.0	4.9
영업이익	-59.8	-56.4	403.4	86.0	557.8	377.2	1.7	50.7	38.5	77.9	70.6
순이익	-73.7	-65.9	474.3	80.6	750.2	330.2	-10.9	72.7	63.1	63.6	65.3

주: K-IFRS 연결 기준, '리니지M'은 2017년 6월 21일 출시되어 모바일 게임 매출에 포함, 2018년 '리니지M' 일평균 매출 추정치는 30억원 수준 가정, '블레이드&소울' 등 신작 추정치 일부 반영
넷마블게임즈의 '리니지2: 레볼루션' 등 외부 개발사의 엔씨소프트 IP 활용 게임 관련 로열티는 로열티 매출에 포함, 순이익은 지배/비지배주주 합산 기준

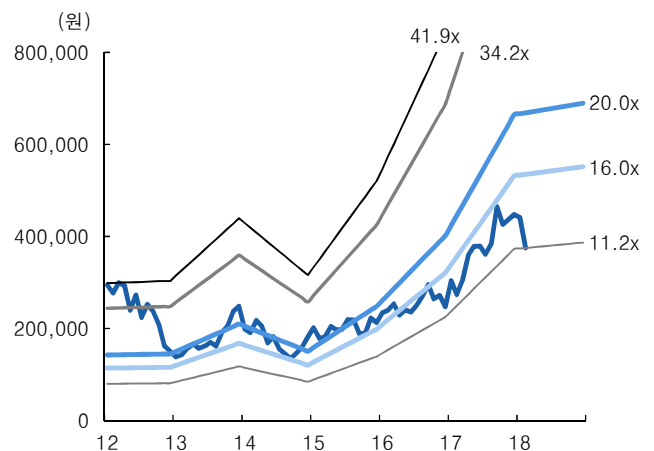
자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 본사 주요 사업: '블레이드&소울II' 모바일 게임 출시 예정



자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 43. 12개월 Forward PER 밴드와 주가 추이: 역사적 최저 수준



자료: 미래에셋대우 리서치센터

엔씨소프트 (036570)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	984	1,758	2,491	2,559
매출원가	188	211	299	307
매출총이익	796	1,547	2,192	2,252
판매비와관리비	467	962	1,194	1,217
조정영업이익	329	585	998	1,035
영업이익	329	585	998	1,035
비영업손익	17	25	10	10
금융손익	19	26	28	28
관계기업등 투자손익	7	1	0	0
세전계속사업손익	346	610	1,008	1,045
계속사업법인세비용	75	167	274	284
계속사업이익	271	444	734	761
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	271	444	734	761
지배주주	272	441	729	756
비지배주주	-1	3	5	5
총포괄이익	329	763	734	761
지배주주	329	763	733	760
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	361	615	1,029	1,066
FCF	95	621	937	807
EBITDA 마진율 (%)	36.7	35.0	41.3	41.7
영업이익률 (%)	33.4	33.3	40.1	40.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	27.6	25.1	29.3	29.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	1,192	1,632	1,951	2,503
현금 및 현금성자산	145	614	509	827
매출채권 및 기타채권	161	196	277	285
재고자산	1	0	1	1
기타유동자산	885	822	1,164	1,390
비유동자산	1,169	1,732	2,256	2,277
관계기업투자등	71	30	43	44
유형자산	225	225	197	170
무형자산	53	53	50	47
자산총계	2,361	3,364	4,207	4,780
유동부채	284	455	644	662
매입채무 및 기타채무	28	47	67	69
단기금융부채	0	0	0	0
기타유동부채	256	408	577	593
비유동부채	181	330	405	412
장기금융부채	150	150	0	0
기타비유동부채	31	180	405	412
부채총계	465	784	1,049	1,073
지배주주지분	1,886	2,565	3,139	3,683
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	432	433	433	433
이익잉여금	1,544	1,901	2,475	3,019
비지배주주지분	10	14	19	24
자본총계	1,896	2,579	3,158	3,707

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	112	645	937	807
당기순이익	271	444	734	761
비현금수익비용가감	115	156	276	286
유형자산감가상각비	27	27	27	27
무형자산상각비	6	3	3	3
기타	82	126	246	256
영업활동으로인한자산및부채의변동	-154	136	173	16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-71	-37	-81	-7
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-5	-4	1	0
법인세납부	-136	-116	-274	-284
투자활동으로 인한 현금흐름	-139	-93	-874	-276
유형자산처분(취득)	-15	-24	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-170	-701	-874	-276
기타투자활동	48	635	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-74	-80	-155	-213
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	-9	1	0	0
배당금의 지급	-60	-81	-155	-213
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	-103	469	-105	317
기초현금	248	145	614	509
기말현금	145	614	509	827

자료: 엔씨소프트, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	19.9	22.3	11.9	11.4
P/CF (x)	14.1	16.4	8.6	8.3
P/B (x)	2.7	3.6	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	12.7	13.9	7.0	6.2
EPS (원)	12,416	20,081	33,216	34,470
CFPS (원)	17,610	27,323	46,009	47,696
BPS (원)	93,096	124,044	150,209	174,993
DPS (원)	3,820	7,280	10,000	10,000
배당성향 (%)	29.9	34.9	29.0	27.9
배당수익률 (%)	1.5	1.6	2.5	2.5
매출액증가율 (%)	17.4	78.7	41.7	2.7
EBITDA증가율 (%)	32.7	70.4	67.3	3.6
조정영업이익증가율 (%)	38.8	77.8	70.6	3.7
EPS증가율 (%)	64.6	61.7	65.4	3.8
매출채권 회전율 (회)	8.0	10.0	10.6	9.2
재고자산 회전율 (회)	1,455.7	3,218.3	4,826.3	4,172.0
매입채무 회전율 (회)	21.0	44.0	84.1	72.7
ROA (%)	11.9	15.5	19.4	16.9
ROE (%)	14.9	19.8	25.5	22.2
ROIC (%)	61.8	135.1	710.0	4,109.8
부채비율 (%)	24.5	30.4	33.2	29.0
유동비율 (%)	419.1	358.8	302.9	378.3
순차입금/자기자본 (%)	-44.0	-48.9	-47.2	-54.8
조정영업이익/금융비용 (x)	110.4	242.9	0.0	0.0

NHN엔터테인먼트 (181710)

일본 사업 다각화 추세

게임

투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 유지)	91,000원
현재주가(18/03/14)	69,700원
상승여력	31%
영업이익(18F, 십억원)	58
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	61
EPS 성장률(18F, %)	265.5
MKT EPS 성장률(18F, %)	7.1
P/E(18F, x)	24.0
MKT P/E(18F, x)	9.5
KOSPI	2,486.08
시가총액(십억원)	1,364
발행주식수(백만주)	20
유동주식비율(%)	50.4
외국인 보유비중(%)	12.2
베타(12M) 일간수익률	0.95
52주 최저가(원)	56,400
52주 최고가(원)	84,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-7.1 -0.7 20.6
상대주가	-9.5 -5.0 3.5



일본 사업: 모바일 게임은 캐시카우, 웹툰 앱은 라이징 스타

NHN엔터테인먼트의 일본 매출 비중은 32%로 상당히 높은 편이다.

모바일 게임: NHN엔터테인먼트의 자회사 NHN PlayArt가 개발한 'LINE 디즈니 쓱쓱쓱'은 일본 라인을 통해서 퍼블리싱되고 있다. 2014년 1월에 출시하여 시간이 오래 지났음에도 불구하고, 현재 일본 iOS 게임 매출 순위 Top 10에 머물러 있다. 게임 수명이 길고 꾸준한 수익을 가져다 주고 있다는 점이 주목된다. 라인을 통해서 낸 다른 게임으로는 '라인팝2'도 있다.

웹툰 앱: '코미코'는 모바일 웹툰 앱 서비스이다. 현재 일본 iOS 도서 매출 순위 4위 기록 중이다. 일본은 해외 만화 시장 중 규모가 가장 큰 축에 속한다. 코미코의 사업 전략은 최적화, 지역화, 소통 강화로 파악된다. 누적 투고 작품은 1만 6천개 정도이며, 독자 코멘트는 2천만건 가까이 되는 등 피드백이 활발하다. 코미코는 2016년 11월에 유료 모델을 도입했다. 2017년 코미코 매출은 전년 대비 147% 증가했다.

주요 사업: 결제와 광고의 조화 주목, 게임은 회복세 예상

결제와 광고: 페이코는 가맹점 확대가 지속되고 있다. 매출 측면에서 주목하는 부문은 광고 사업과의 시너지 가능성이다. 동사는 작년 4분기에 디지털 광고 웹사 인크로스를 인수했으며, 올해 1분기부터 인크로스의 CEO가 페이코 그룹의 광고 사업 전반을 총괄할 방침이다. 계열 광고 기업의 영업력이 강화되면서 페이코의 타겟 마케팅 사업에도 긍정적인 영향을 줄 전망이다.

비용 측면에서 주목하는 점은 포인트 정책이다. 페이코는 과거에 매체 광고비 집행을 통한 마케팅이 많았다면, 점차 포인트 적립 정책을 통해 실질적인 이용자에게 혜택을 주고 재결제를 유도하는 방향으로 전환했다. 마케팅비의 효율성 및 효과가 증진될 것으로 예상된다.

게임 회복세: 올해 일몰 예정이던 국내 웹보드 게임 규제는 문체부의 방침에 따르면 기존 현행대로 유지될 것으로 예상된다. 동사의 웹보드 게임 부문의 경우 규제 상황 가운데에서도 회복해 왔다. 규제 환경에서의 적응, 모바일 웹보드 사업 시도 등을 통해서 개선은 지속될 전망이다. 또한 하반기에는 모바일 게임 신작 출시가 많은 편이기도 하다.

투자 의견: '매수' 및 목표주가 91,000원 유지

NHN엔터테인먼트에 대한 '매수' 의견과 목표주가 91,000원을 유지한다. 올해 신사업 비용 둔화 및 비즈니스모델 구체화, 이익 자회사의 연결 편입 등을 통한 실적 개선이 예상된다.

[인터넷/게임/광고]

문지현

02-3774-1640

jeehyun.moon@miraeasset.com

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	557	645	856	909	1,002	1,048
영업이익 (십억원)	12	-54	26	35	58	65
영업이익률 (%)	2.2	-8.4	3.0	3.9	5.8	6.2
순이익 (십억원)	51	164	13	16	57	62
EPS (원)	3,236	8,836	639	795	2,907	3,184
ROE (%)	5.0	13.4	0.9	1.1	3.8	4.0
P/E (배)	26.1	6.4	78.7	86.0	24.0	21.9
P/B (배)	1.3	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NHN엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

일본 주요 사업 현황

표 26. NHN엔터테인먼트의 일본 사업 현황

(십억원)

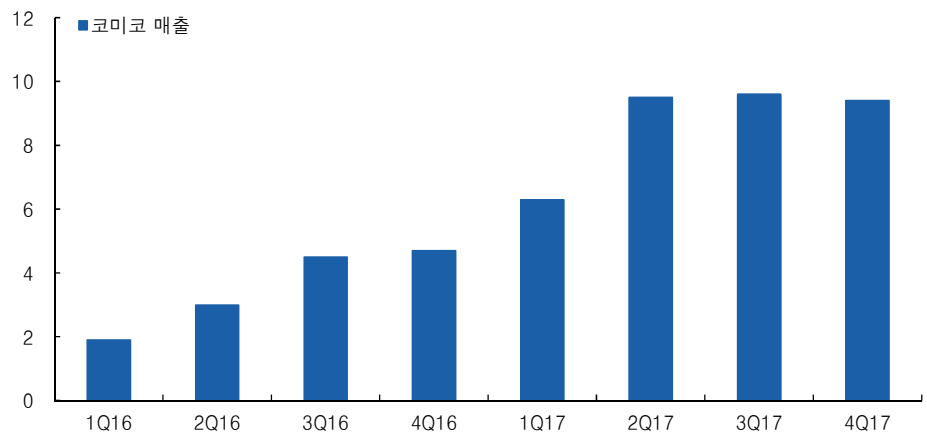
	2013	2014	2015	2016	2017
전체 매출	317	557	645	856	909
전체 순이익	16	50	165	7	9
일본 매출	78	217	226	278	295
일본 매출 비중	25%	39%	35%	32%	32%

주: 연결감사보고서 기준

자료: NHN엔터테인먼트, 금융감독원 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

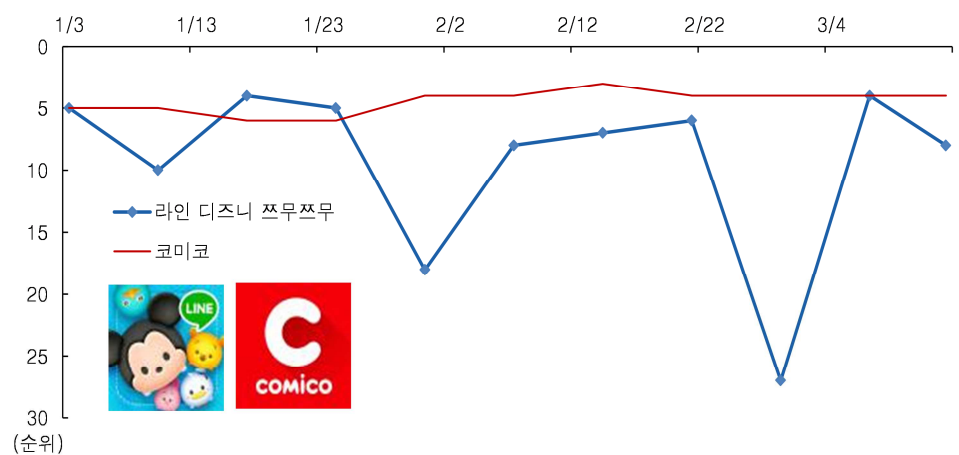
그림 44. 일본 웹툰 모바일 앱 '코미코' 매출 추이: 2017년부터 광고성 매출 증가 본격화

(십억원)



자료: NHN엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 45. 일본 출시 모바일 게임 '라인 디즈니 찐무찌무', 웹툰 앱 '코미코' iOS 카테고리 매출 순위 현황



주: 라인 디즈니 찐무찌무는 NHN엔터테인먼트 자회사 NHN PlayArt 개발작으로 2014년 1월 출시, 코미코는 2013년 10월 출시

자료: App Annie, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망 및 Valuation

표 27. NHN엔터테인먼트 실적 추이와 전망

(십억원, %)

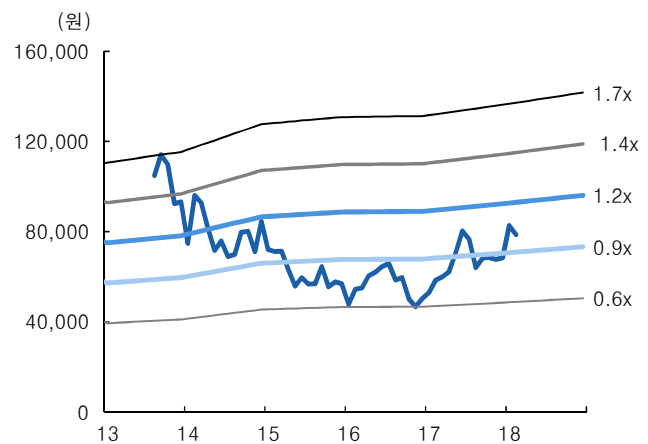
	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	227	225	220	238	235	242	247	277	856	909	1,002
1) 게임	127	123	112	114	117	120	126	136	473	476	500
- 모바일	71	74	64	65	66	68	73	80	277	273	287
- PC	56	49	49	49	51	52	53	56	196	202	213
2) 기타	100	102	107	124	118	122	121	141	383	433	502
- 커머스	38	36	35	46	36	37	38	47	164	155	159
- 엔터	30	34	35	35	36	37	38	39	91	134	150
- 기술	22	20	20	24	20	20	20	26	93	87	87
- 기타	10	12	17	19	25	27	25	29	35	58	106
영업이익	9	10	6	10	11	14	11	21	26	35	58
영업이익률	4.1	4.4	2.5	4.2	4.9	5.8	4.5	7.6	3.1	3.8	5.8
순이익	12	6	1	-10	14	16	14	8	7	9	52
순이익률	5.3	2.6	0.6	-4.2	6.1	6.7	5.5	2.9	0.8	1.0	5.2
YoY 성장률											
매출액	11.3	6.8	5.9	1.3	3.7	7.6	12.5	16.7	32.9	6.2	10.2
1) 게임	4.2	2.7	-1.6	-3.0	-7.2	-2.2	12.1	19.3	13.7	0.6	5.0
- 모바일	-2.4	5.5	-4.7	-4.1	-6.7	-7.6	14.3	23.1	29.3	-1.4	5.0
- PC	13.9	-1.2	2.8	-1.6	-7.8	6.0	9.2	14.4	-2.8	3.4	5.0
2) 기타	21.9	12.1	15.0	5.7	17.4	19.3	13.0	14.3	67.7	13.0	15.9
- 커머스	-0.9	-12.7	-1.8	-6.7	-5.0	5.0	10.0	2.8	96.2	-5.8	3.0
- 엔터	70.1	55.3	42.3	28.8	21.5	8.5	7.5	12.4	103.0	46.8	12.0
- 기술	14.0	-2.4	-12.7	-20.0	-7.3	0.0	0.0	7.3	25.5	-7.1	0.0
- 기타	48.4	61.0	72.5	76.2	147.2	126.0	47.1	55.6	35.2	66.7	83.3
영업이익	0.0	-4.2	142.9	121.2	24.0	42.4	101.1	108.4	흑전	31.7	65.9
순이익	-50.9	-80.5	-9.4	-79.3	18.5	177.1	925.9	-179.7	-95.7	27.3	471.6

주: K-IFRS 연결 기준, '2) 기타-기타' 부문에 광고/폐이코 포함, 순이익은 지배/비지배주주 합산 기준

자료: NHN엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

그림 46. 본사 주요 사업: 결제와 광고 사업 시너지 가능성

그림 47. 12개월 Forward PBR 밴드와 주가 추이



자료: NHN엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

자료: 미래에셋대우 리서치센터

NHN엔터테인먼트 (181710)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	856	909	1,002	1,048
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	856	909	1,002	1,048
판매비와관리비	830	875	944	983
조정영업이익	26	35	58	65
영업이익	26	35	58	65
비영업손익	0	20	18	18
금융손익	19	9	9	10
관계기업등 투자손익	-13	-51	0	0
세전계속사업손익	26	55	76	83
계속사업법인세비용	19	46	23	26
계속사업이익	7	9	52	57
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	7	9	52	57
지배주주	13	16	57	62
비지배주주	-5	-7	-5	-5
총포괄이익	53	-5	52	57
지배주주	59	2	-18	-19
비지배주주	-6	-7	70	77
EBITDA	63	67	84	86
FCF	48	-119	24	22
EBITDA 마진율 (%)	7.4	7.4	8.4	8.2
영업이익률 (%)	3.0	3.9	5.8	6.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.5	1.8	5.7	5.9

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	750	822	872	941
현금 및 현금성자산	301	336	336	380
매출채권 및 기타채권	181	216	237	248
재고자산	22	22	24	26
기타유동자산	246	248	275	287
비유동자산	1,089	1,162	1,190	1,197
관계기업투자등	187	190	209	218
유형자산	114	118	102	89
무형자산	323	351	342	333
자산총계	1,838	1,985	2,063	2,137
유동부채	268	392	413	428
매입채무 및 기타채무	92	137	151	158
단기금융부채	23	101	92	92
기타유동부채	153	154	170	178
비유동부채	60	68	74	76
장기금융부채	10	17	17	17
기타비유동부채	50	51	57	59
부채총계	328	461	487	504
지배주주지분	1,462	1,468	1,525	1,587
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	263	278	335	397
비지배주주지분	48	56	51	46
자본총계	1,510	1,524	1,576	1,633

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	83	-51	24	22
당기순이익	7	9	52	57
비현금수익비용가감	65	43	-18	-22
유형자산감가상각비	24	22	16	13
무형자산상각비	13	11	10	8
기타	28	10	-44	-43
영업활동으로인한자산및부채의변동	62	-31	4	2
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-5	-45	-15	-7
재고자산 감소(증가)	-22	0	-2	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	37	4	2
법인세납부	-62	-96	-23	-26
투자활동으로 인한 현금흐름	37	-29	-53	-26
유형자산처분(취득)	-34	-22	0	0
무형자산감소(증가)	-21	-27	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	195	-42	-53	-26
기타투자활동	-103	62	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-79	103	-9	0
장단기금융부채의 증가(감소)	-30	86	-9	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-5	0	0	0
기타재무활동	-44	17	0	0
현금의 증가	41	34	1	44
기초현금	260	301	336	336
기말현금	301	336	336	380

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	78.7	86.0	24.0	21.9
P/CF (x)	13.7	25.6	40.4	38.9
P/B (x)	0.7	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	9.3	14.8	11.8	10.9
EPS (원)	639	795	2,907	3,184
CFPS (원)	3,682	2,673	1,727	1,793
BPS (원)	76,086	76,324	79,232	82,416
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	32.7	6.2	10.2	4.6
EBITDA증가율 (%)	-	6.3	25.4	2.4
조정영업이익증가율 (%)	-	34.6	65.7	12.1
EPS증가율 (%)	-92.8	24.4	265.7	9.5
매출채권 회전을 (회)	8.0	7.0	6.5	6.3
재고자산 회전을 (회)	78.3	41.3	43.0	41.9
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	0.4	0.5	2.6	2.7
ROE (%)	0.9	1.1	3.8	4.0
ROIC (%)	1.3	0.9	6.9	8.0
부채비율 (%)	21.7	30.2	30.9	30.9
유동비율 (%)	280.1	209.5	211.1	219.8
순차입금/자기자본 (%)	-29.4	-26.0	-26.9	-29.2
조정영업이익/금융비용 (x)	13.2	62.3	69.2	80.8

자료: NHN엔터테인먼트, 미래에셋대우 리서치센터

넷마블게임즈 (251270)

현지 친화적인 게임 라인업으로 해외 공략

게임

투자 의견(유지)	Trading Buy
목표주가(12M, 유지)	180,000원
현재주가(18/03/14)	147,000원
상승여력	22%
영업이익(18F, 십억원)	514
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	799
EPS 성장률(18F, %)	0.9
MKT EPS 성장률(18F, %)	7.1
P/E(18F, x)	39.8
MKT P/E(18F, x)	9.5
KOSPI	2,486.08
시가총액(십억원)	12,499
발행주식수(백만주)	85
유동주식비율(%)	28.2
외국인 보유비중(%)	26.8
베타(12M) 일간수익률	1.75
52주 최저가(원)	127,500
52주 최고가(원)	199,500
주가상승률(%)	1개월 3.2 6개월 -1.7 12개월 0.0
절대주가	3.2 -1.7 0.0
상대주가	0.5 -6.0 0.0



[인터넷/게임/광고]

문지현

02-3774-1640

jeehyun.moon@miraeeasset.com

일본 사업: 로컬라이제이션 가속화 예상

넷마블게임즈의 일본 매출 비중은 10%대로 추정된다. 동사는 올해 해외 각지의 특성에 맞는 전용 라인업을 늘리고 있다. 일본 타겟 모바일 게임으로는 ‘테리아 사가’, ‘일곱개의 대죄’, ‘더 킹 오브 파이터즈 올스타’, ‘극열 마구마구’, ‘요괴워치 메달워즈’ 등을 준비하고 있다. 향후 닌텐도 스위치를 통해 콘솔 게임도 출시할 예정이다.

‘리니지2: 레볼루션’은 일본 iOS 게임 카테고리 매출 순위 10~20위권에 랭크되어 있다. 동사는 과거 ‘세븐나이츠’를 통해서 일본에서 의미있는 성과를 거둔 바도 있다. 일본 퍼블리싱 경험 이 누적되면서 향후 신작의 출시 전략과 성과가 좀 더 향상될 수 있을지 주목된다.

주요 사업: ‘블레이드&소울 레볼루션’ 출시 예정, 신작 다변화

블레이드&소울 레볼루션: 넷마블게임즈의 핵심적인 텐트폴은 단연 모바일 MMORPG 라인업일 것으로 예상된다. 그 중 가장 기대되는 타이틀은 상반기 출시 예정작인 ‘블레이드&소울 레볼루션’과 하반기 예정작 ‘세븐나이츠2’이다. 동사는 ‘리니지2: 레볼루션’ 출시를 통해 국내 모바일 MMORPG 시장 개막을 이끌었던 경험이 있다. 향후 신작으로도 의미있는 성과를 지속할지에 대해 주목할 시기이다.

신작 다변화: 일본 외에 중국, 서구권 등 각 지역의 문화적 맥락을 고려한 IP 기반의 게임들을 준비 중이다. 작년의 신작이 ‘리니지2: 레볼루션’ 하나로서 국내 및 해외를 모두 포괄했다면, 올해는 각지의 최적화된 신작들로 동시 다발적인 전투를 하는 전략으로 해석된다. 서구권 게임으로는 ‘해리포터 호그와트 미스터리’, ‘퍼스트본’, ‘팬텀게이트’ 등이 출시 예정이며, 중화권에는 ‘스톤에이지 MMORPG’를 개발 중이다. ‘리니지2: 레볼루션’과 ‘블레이드&소울 레볼루션’은 텐센트를 통해 판호 대기 중이다.

투자 의견: ‘Trading Buy’ 및 목표주가 18만원 유지

넷마블게임즈에 대한 ‘Trading Buy’ 의견과 목표주가 18만원을 유지한다. 작년에 ‘리니지2: 레볼루션’의 실적이 전반적으로 인식된 상황이다. 올해 출시 예정 신작이 많으나, 그만큼 마케팅 비용이 수반되면서 전년대 이익 개선 정도가 제한적일 수 있다고 판단된다. Valuation이 게임주 중에서 상대적으로 높은 편이기도 하다. 신작 기대감, 실적 개선 가능성 등은 하반기로 갈수록 점차 나아질 것으로 예상된다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	362	1,073	1,500	2,425	2,597	2,632
영업이익 (십억원)	89	225	295	510	514	530
영업이익률 (%)	24.6	21.0	19.7	21.0	19.8	20.1
순이익 (십억원)	25	121	174	311	314	325
EPS (원)	457	2,024	2,567	3,659	3,693	3,819
ROE (%)	7.8	14.8	15.3	11.6	7.3	7.1
P/E (배)	-	-	-	51.5	39.8	38.5
P/B (배)	-	-	-	3.9	2.8	2.7
배당수익률 (%)	-	-	-	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 넷마블게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

일본 주요 사업 및 전망

표 28. 넷마블게임즈의 일본 사업 현황

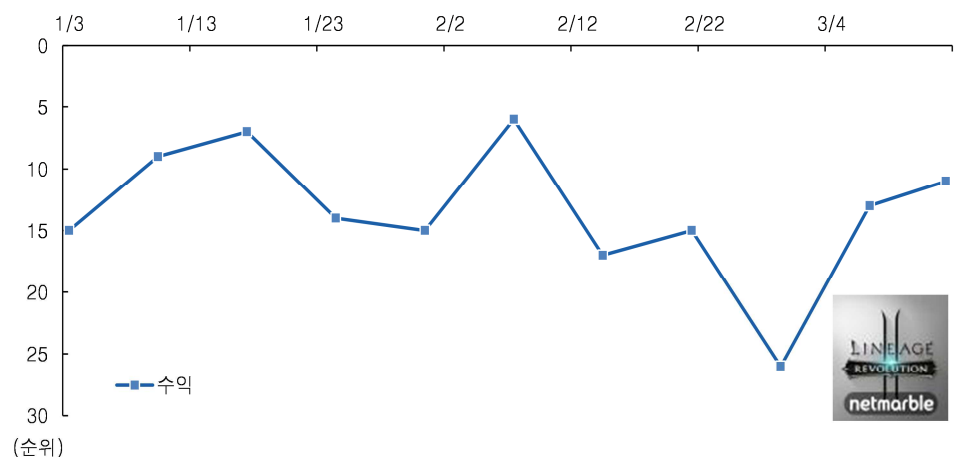
(십억원)

	2013	2014	2015	2016	2017
전체 매출	497	362	1,073	1,500	2,425
전체 순이익	-7	42	169	209	363
일본 매출			17	12	270
일본 매출 비중			2%	1%	11%

주: 연결감사보고서 기준

자료: 넷마블게임즈, 금융감독원 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

그림 48. '리니지2: 레볼루션' 일본 iOS 게임 카테고리 매출 순위 추이



주: 2017년 8월 일본 출시, 자료: App Annie, 미래에셋대우 리서치센터

표 29. 2018년 넷마블게임즈 모바일 게임 예정작 중 일본 출시 가능성 있는 라인업

게임명	장르	출시 예정 시기	비고
피싱 스트라이크	스포츠 (낚시)	1H18 (글로벌)	퍼블리싱 (위메이드 개발)
블레이드&소울 레볼루션	MMORPG	1H18	외부 IP 활용(엔씨소프트), 기대작
해리포터 호그와트 미스터리	어드벤처 RPG	1H18 (글로벌)	외부 IP 활용
테리아 사가	전략 RPG	1H18 (일본 출시)	자체 IP 기반
BTS WORLD	시뮬레이션	1H18 (글로벌)	외부 IP 활용 (방탄소년단)
세븐나이츠2	MMORPG	연내	자체 IP 기반, 기대작
일곱개의 대죄	RPG	연내 (일본 출시)	외부 IP 활용
더 킹 오브 파이터즈 올스타	액션 RPG	연내 (일본 출시)	외부 IP 활용
극열 마구마구	스포츠 (야구)	연내 (일본 출시)	자체 IP 기반
요괴워치 메달워즈	RPG	연내 (일본 출시)	외부 IP 활용

주: 출시 예정 시기는 사측의 사정에 따라 변동 가능, 비고는 언론 보도 기반으로 표기한 것이며 불분명할 수 있음, 서구 타겟 등의 게임은 미기재

자료: 넷마블게임즈, 언론 종합, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망 및 Valuation

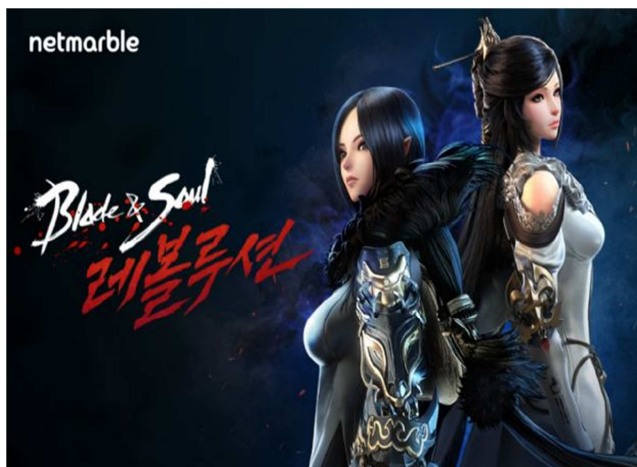
표 30. 넷마블게임즈 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	687	540	582	616	615	613	710	658	1,500	2,425	2,597
국내	477	261	171	197	246	214	320	258	744	1,106	1,039
해외	211	279	410	419	369	398	391	400	756	1,319	1,558
모바일 게임	664	517	555	589	589	586	684	631	1,406	2,326	2,490
MMORPG	389	211	268	277	291	276	398	343	150	1,144	1,308
RPG	156	173	145	166	161	177	159	175	638	640	672
Casual	112	124	134	129	129	124	118	103	561	499	474
기타	8	9	9	17	8	9	9	11	58	42	36
온라인 게임	14	13	10	10	10	10	10	10	61	46	39
게임 외 매출	10	10	17	17	17	17	17	17	33	53	67
영업이익	200	105	112	93	121	105	159	128	295	510	514
영업이익률	29.1	19.5	19.2	15.0	19.7	17.2	22.4	19.4	19.6	21.0	19.8
순이익	146	78	84	54	85	82	117	81	209	363	365
순이익률	21.3	14.5	14.5	8.8	13.9	13.5	16.4	12.3	13.9	15.0	14.1
YoY 성장률											
매출액	110.7	53.5	62.0	33.0	-10.4	13.4	22.1	6.9	39.8	61.7	7.1
국내	183.2	75.3	7.9	-26.4	-48.3	-17.8	86.5	31.1	-16.0	48.7	-6.1
해외	33.4	37.6	104.9	114.4	75.3	42.7	-4.8	-4.5	303.6	74.4	18.1
모바일 게임					-11.3	13.5	23.2	7.0	45.0	65.4	7.1
MMORPG					-25.2	31.2	48.8	23.6	768.8	661.3	14.3
RPG					3.4	2.4	9.5	5.2	17.1	0.4	5.0
Casual					15.7	0.0	-11.8	-20.6	60.4	-11.0	-5.0
기타					0.0	-4.0	1.2	-36.4	-1.8	-26.7	-15.0
영업이익	236.9	99.8	73.1	-21.6	-39.3	0.2	42.6	38.2	30.8	72.9	0.8
순이익	167.5	140.4	103.9	-32.9	-41.6	5.5	38.4	49.4	24.1	73.3	0.7

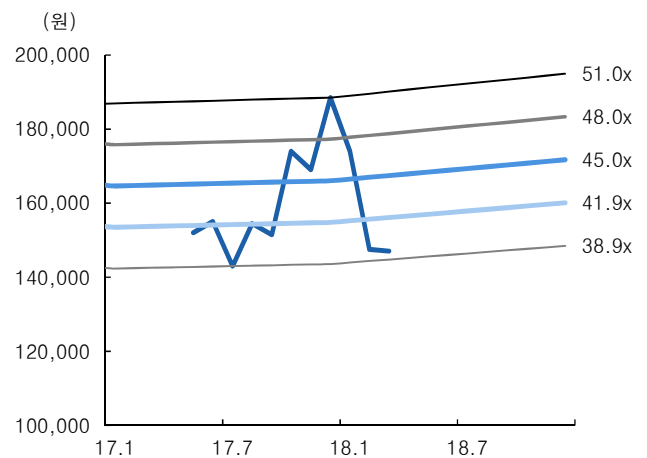
주: K-IFRS 연결 기준, 모바일 게임 장르별 매출액은 추정치이며 2016년은 데이터 없음, 게임 외 매출에는 임대 매출 등 포함, 2018년 주요 신작 출시 시기는 '표 4' 참조
 '리니지2: 레볼루션', '테라M', '블레이드&소울 레볼루션'은 MMORPG에 포함, 순이익은 지배/비지배주주 합산 기준, 자료: 넷마블게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 본사 주요 사업: 차기작 '블레이드&소울 레볼루션' 출시 예정



자료: 넷마블게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

그림 50. 12개월 Forward PER 밴드와 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

넷마블게임즈 (251270)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	1,500	2,425	2,597	2,632
매출원가	751	1,194	1,298	1,311
매출총이익	749	1,231	1,299	1,321
판매비와관리비	454	721	785	792
조정영업이익	295	510	514	530
영업이익	295	510	514	530
비영업손익	-19	-34	-34	-33
금융손익	2	4	4	4
관계기업등 투자손익	-3	0	0	0
세전계속사업손익	276	476	480	497
계속사업법인세비용	66	113	115	119
계속사업이익	209	363	365	378
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	209	363	365	378
지배주주	174	311	314	325
비지배주주	35	52	51	53
총포괄이익	275	363	365	378
지배주주	239	315	317	328
비지배주주	36	48	48	50
EBITDA	325	541	545	560
FCF	107	416	400	409
EBITDA 마진율 (%)	21.7	22.3	21.0	21.3
영업이익률 (%)	19.7	21.0	19.8	20.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.6	12.8	12.1	12.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	721	3,573	3,915	4,288
현금 및 현금성자산	273	2,848	3,138	3,500
매출채권 및 기타채권	247	399	428	433
재고자산	2	3	3	3
기타유동자산	199	323	346	352
비유동자산	1,236	1,541	1,572	1,555
관계기업투자등	6	10	11	11
유형자산	123	115	107	98
무형자산	540	518	495	473
자산총계	1,957	5,114	5,487	5,842
유동부채	421	614	649	657
매입채무 및 기타채무	152	245	263	266
단기금융부채	109	109	0	0
기타유동부채	160	260	386	391
비유동부채	226	222	225	225
장기금융부채	200	180	0	0
기타비유동부채	26	42	225	225
부채총계	647	835	874	882
지배주주지분	1,216	4,133	4,416	4,710
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	1,200	3,806	3,806	3,806
이익잉여금	294	605	888	1,183
비지배주주지분	94	146	197	250
자본총계	1,310	4,279	4,613	4,960

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	197	416	400	409
당기순이익	209	363	365	378
비현금수익비용가감	130	134	136	140
유형자산감가상각비	8	8	8	8
무형자산상각비	22	22	22	22
기타	100	104	106	110
영업활동으로인한자산및부채의변동	-82	22	4	1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-103	-151	-28	-6
재고자산 감소(증가)	-2	-1	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	67	12	3
법인세납부	-67	-113	-115	-119
투자활동으로 인한 현금흐름	-207	-422	-78	-16
유형자산처분(취득)	-89	0	0	0
무형자산감소(증가)	-7	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-134	-422	-78	-16
기타투자활동	23	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	63	2,585	-31	-31
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	276	2,605	0	0
배당금의 지급	-4	0	-31	-31
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	57	2,575	290	362
기초현금	216	273	2,848	3,138
기말현금	273	2,848	3,138	3,500

자료: 넷마블게임즈, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	-	51.5	39.8	38.5
P/CF (x)	-	32.2	24.9	24.1
P/B (x)	-	3.9	2.8	2.7
EV/EBITDA (x)	-	24.7	17.6	16.6
EPS (원)	2,567	3,659	3,693	3,819
CFPS (원)	5,004	5,848	5,895	6,088
BPS (원)	17,949	48,609	51,941	55,400
DPS (원)	0	360	360	360
배당성향 (%)	0.0	8.4	8.4	8.1
배당수익률 (%)	-	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	39.8	61.7	7.1	1.3
EBITDA증가율 (%)	31.0	66.5	0.7	2.8
조정영업이익증가율 (%)	31.1	72.9	0.8	3.1
EPS증가율 (%)	26.8	42.5	0.9	3.4
매출채권 회전을 (회)	8.1	7.6	6.4	6.2
재고자산 회전을 (회)	1,374.8	983.0	822.7	801.0
매입채무 회전을 (회)	8.5	8.4	7.1	6.9
ROA (%)	12.3	10.3	6.9	6.7
ROE (%)	15.3	11.6	7.3	7.1
ROIC (%)	38.9	58.6	62.1	67.4
부채비율 (%)	49.4	19.5	18.9	17.8
유동비율 (%)	171.3	582.3	602.9	652.7
순차입금/자기자본 (%)	-8.4	-65.4	-67.3	-69.9
조정영업이익/금융비용 (x)	149.2	0.0	0.0	0.0

카카오 (035720)

사업 수익화 전략에 주목

인터넷

투자의견(유지)	Trading Buy
목표주가(12M, 유지)	150,000원
현재주가(18/03/14)	137,000원
상승여력	9%
영업이익(18F, 십억원)	182
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	230
EPS 성장률(18F, %)	2.5
MKT EPS 성장률(18F, %)	7.1
P/E(18F, x)	81.8
MKT P/E(18F, x)	9.5
KOSPI	2,486.08
시가총액(십억원)	10,449
발행주식수(백만주)	76
유동주식비율(%)	64.3
외국인 보유비중(%)	24.0
베타(12M) 일간수익률	1.49
52주 최저가(원)	82,200
52주 최고가(원)	161,000
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	11.8 3.8 64.1
상대주가	8.9 -0.7 40.8



[인터넷/게임/광고]

문지현

02-3774-1640

jeehyun.moon@miraeasset.com

일본 사업: 카카오재팬 '픽코마' 인기, 카카오모빌리티 해외 첫 진출 지역

카카오의 일본 사업은 콘텐츠 플랫폼 위주로 진행되고 있다. 대표적인 서비스가 웹툰 모바일 앱 '픽코마'이다. 자회사 카카오 재팬을 통해 운영되고 있으며, 현재 일본 iOS 도서 카테고리 무료 인기 1위, 수익 2위를 기록하는 등 호조세이다.

향후 일본 사업 분야는 점차 확대될 전망이다. 최근 사업 전략을 발표한 카카오모빌리티의 경우 올해 하반기 '재팬 택시'와 협업을 시작할 예정이다. 한일 양국의 이용자에게 국경에 상관없는 택시 호출 서비스를 제공할 계획이다. 일본을 방문한 한국 이용자가 '카카오 T' 앱을 통해 일본에서도 택시를 호출할 수 있게 된다. 일본 이용자도 자국에서 이용하던 '재팬 택시' 앱을 통해 한국에서 카카오 택시를 호출할 수 있는 구조이다.

주요 사업: 본사 및 자회사의 수익화 전략 구체화

본사: 신규 카카오 광고 플랫폼 등 광고 수익 향상과 커머스 사업의 강화가 예상된다. 지난 4 분기에도 모바일 광고는 카카오 플랫폼이 전년동기 대비 44% 증가하며 성장을 견인했다. 기타 부문에서는 '카카오톡 선물하기' 등 커머스 매출의 증가가 주된 성장 동력으로 작용했다. 인터넷 플랫폼의 주된 수익원이 광고와 수수료인 점, 신임 대표의 전문 분야가 광고와 커머스 부문인 점에 주목되는 상황이다.

자회사: 카카오모빌리티의 수익화 방안이 구체화되고 있다. 올해 목표 3가지는 1) 택시 수요-공급 불균형 해결, 2) B2B 사업 안착, 3) 글로벌 사업 확대 등이다. 기사 회원 포인트 제도, 즉 시배차/우선배차 등 유료 호출 기능 강화, 카풀 보완 등이 실행될 예정이다. 해외 협업은 일본 외에 연내 홍콩/대만/동남아에서도 진행할 예정이다. 한편 그룹 내 자회사와 서비스가 많아짐에 따라 브랜드 통합 관리와 마케팅 효율화도 추구될 전망이다.

투자 의견: 'Trading Buy' 및 목표주가 15만원 유지

'Trading Buy' 투자의견과 목표주가 15만원을 유지한다. 카카오는 인터넷 업종 내 Valuation 수준이 높은 편이 부담이다. Valuation 부담이 해소되기 위해서는 본사의 광고 매출 증가, 자회사의 수익화 진전 등을 통한 EPS 개선이 우선적으로 필요할 전망이다. 다만 상반기는 자회사 카카오모빌리티, 카카오게임즈 등을 중심으로 마케팅비 증가가 예상된다. 카카오게임즈 IPO, GDR을 통해 조달한 자금 1조원을 활용한 M&A 시도, 블록체인 사업 검토 등의 이벤트 모멘텀은 하반기가 좀 더 강할 전망이다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	499	932	1,464	1,972	2,361	2,624
영업이익 (십억원)	176	89	116	165	182	227
영업이익률 (%)	35.3	9.5	7.9	8.4	7.7	8.7
순이익 (십억원)	150	76	58	111	114	142
EPS (원)	6,116	1,269	874	1,634	1,675	2,094
ROE (%)	11.4	3.0	1.9	3.0	2.5	2.7
P/E (배)	20.2	91.2	88.1	83.8	81.8	65.4
P/B (배)	2.9	2.7	1.5	2.3	1.8	1.8
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준. 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

일본 주요 사업 및 전망

표 31. 카카오의 일본 사업 현황

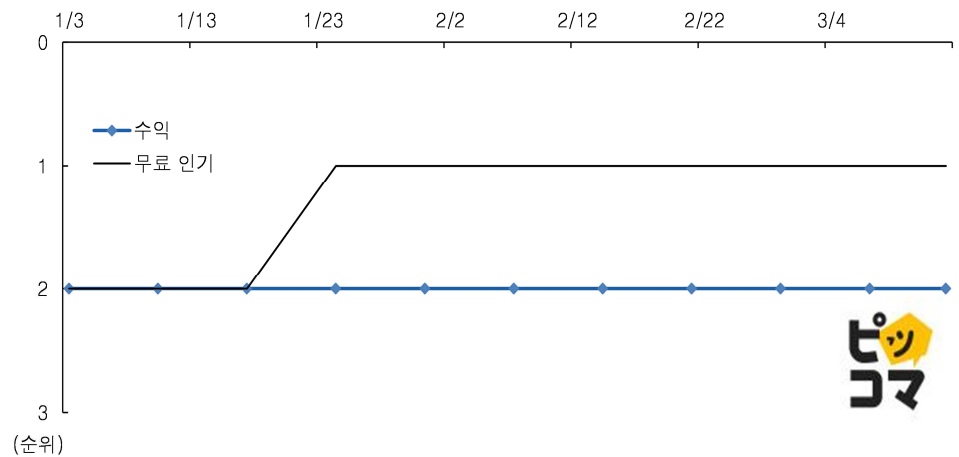
(십억원)

	2014	2015	2016	2017
전체 매출	898	932	1,464	1,972
전체 순이익	141	79	65	128
일본 Kakao Japan 매출		1	3	26
일본 Kakao Japan 순이익		-2	-5	-22
일본 Kakao Japan 매출 비중		0%	0%	1%

주: 연결감사보고서 기준

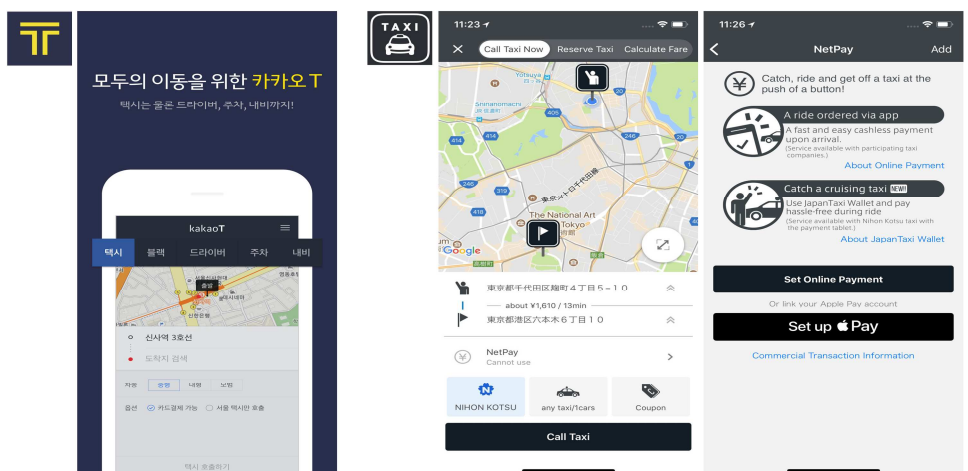
자료: 카카오, 금융감독원 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

그림 51. 카카오재팬 웹툰 모바일 앱 '픽코마' 일본 iOS 도서 카테고리 인기 1위, 매출 2위 기록 중



자료: App Annie, 미래에셋대우 리서치센터

그림 52. 카카오모빌리티 재팬 택시와 하반기 협업 시작 예정



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망 및 Valuation

표 32. 카카오 분기 및 연간 실적 추이와 전망

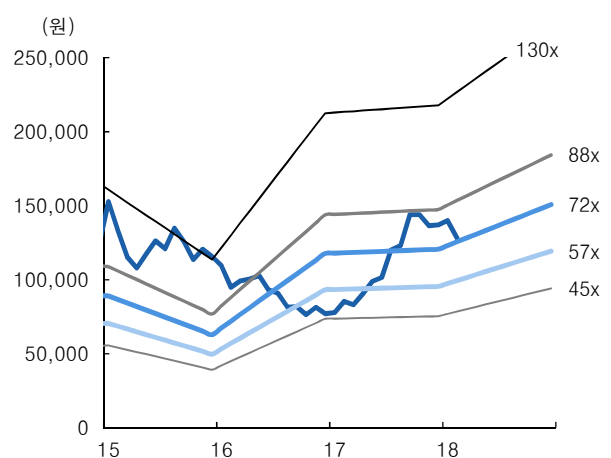
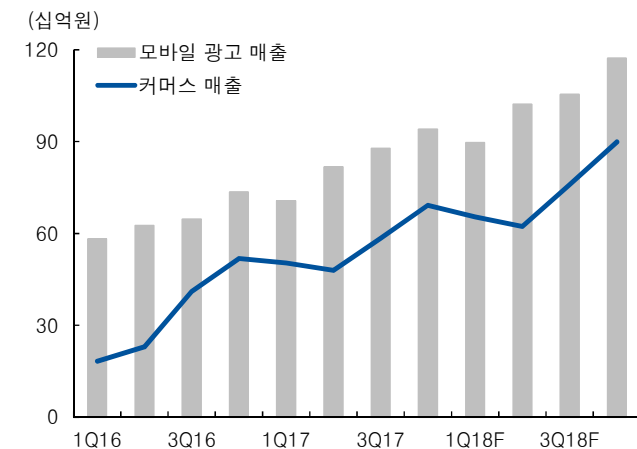
(십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F
매출액	444	468	515	545	530	571	612	648	1,464	1,972	2,361
1) 광고	133	151	151	160	152	170	168	183	534	596	673
1-1) PC	63	70	64	65	63	68	62	65	275	267	259
1-2) 모바일	71	82	88	94	90	102	105	117	259	334	415
2) 콘텐츠	222	236	261	266	272	297	319	323	702	985	1,210
2-1) 게임	80	79	94	89	94	107	123	114	320	342	438
2-2) 음악	110	118	122	129	127	136	140	150	296	479	553
2-3) 기타 콘텐츠	31	41	45	48	51	54	56	58	85	165	219
3) 기타	87	83	102	119	106	104	125	143	228	391	478
영업이익	38	45	47	35	32	49	54	48	116	165	182
영업이익률	8.6	9.5	9.2	6.4	6.0	8.5	8.9	7.4	7.9	8.4	7.7
순이익	54	13	40	21	25	37	41	28	65	125	131
순이익률	12.3	2.7	7.7	3.8	4.7	6.5	6.7	4.3	4.5	6.3	5.6
YoY 성장률											
매출액	83.0	24.4	31.7	20.0	19.3	22.0	18.7	19.0	57.1	34.7	19.7
1) 광고	3.0	11.2	19.4	12.8	14.3	12.6	10.8	14.4	-11.1	11.6	13.0
1-1) PC	-12.0	-5.3	2.3	-3.7	0.0	-2.0	-2.0	-0.1	-24.0	-3.0	-3.0
1-2) 모바일	21.3	30.5	35.7	27.9	27.0	25.0	20.0	24.5	8.4	29.0	24.0
2) 콘텐츠	142.2	24.1	31.8	20.0	22.5	25.5	22.0	21.5	156.5	40.4	22.8
2-1) 게임	14.2	0.5	19.7	-4.3	16.8	36.2	30.4	28.0	37.8	6.8	27.9
2-2) 음악	3164.8	30.5	27.7	20.6	15.0	15.0	15.0	16.6	1824.7	61.5	15.7
2-3) 기타 콘텐츠	74.3	87.5	84.5	122.9	63.5	32.2	25.0	22.6	229.9	93.3	33.0
3) 기타	303.5	65.6	54.9	31.3	21.6	26.1	22.0	19.8	294.6	71.3	22.1
영업이익	81.8	67.5	56.5	-8.8	-17.5	8.9	14.6	37.5	31.1	42.1	10.4
순이익	397.5	-5.6	192.8	-25.2	-54.3	196.8	3.2	35.6	-16.9	90.7	2.9

주: K-IFRS 연결 기준, 음악(2-2)에는 2016년 3월 인수된 로엔 포함, 기타(2-3)에는 웹소설, 웹툰, 이모티콘 포함, 기타(3) 매출에는 커머스, 프렌즈, 모빌리티 포함, 순이익 지배/비지배주주 합산, 자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

그림 53. 본사 주요 사업: 모바일 광고와 커머스 매출 성장 가능성

그림 54. 12개월 Forward PER 밴드와 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

자료: 미래에셋대우 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	1,464	1,972	2,361	2,624
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	1,464	1,972	2,361	2,624
판매비와관리비	1,348	1,807	2,179	2,397
조정영업이익	116	165	182	227
영업이익	116	165	182	227
비영업손익	-16	-10	0	1
금융손익	-5	0	0	0
관계기업등 투자손익	-10	10	0	0
세전계속사업손익	100	155	182	228
계속사업법인세비용	35	27	51	64
계속사업이익	65	128	131	164
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	65	128	131	164
지배주주	58	111	114	142
비지배주주	8	17	17	22
총포괄이익	65	135	131	164
지배주주	58	122	118	148
비지배주주	7	13	13	16
EBITDA	230	290	295	329
FCF	236	151	352	334
EBITDA 마진율 (%)	15.7	14.7	12.5	12.5
영업이익률 (%)	7.9	8.4	7.7	8.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	4.0	5.6	4.8	5.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	1,217	2,051	3,300	3,631
현금 및 현금성자산	642	1,360	2,483	2,723
매출채권 및 기타채권	251	301	351	390
재고자산	13	15	18	20
기타유동자산	311	375	448	498
비유동자산	4,267	4,274	4,221	4,160
관계기업투자등	117	140	168	187
유형자산	254	250	202	163
무형자산	3,733	3,687	3,622	3,559
자산총계	5,484	6,325	7,522	7,791
유동부채	806	1,051	1,025	1,122
매입채무 및 기타채무	263	316	378	420
단기금융부채	211	338	171	173
기타유동부채	332	397	476	529
비유동부채	975	807	844	869
장기금융부채	796	621	621	621
기타비유동부채	179	186	223	248
부채총계	1,781	1,859	1,869	1,991
지배주주지분	3,433	3,992	5,160	5,287
자본금	34	34	38	38
자본잉여금	3,105	3,553	4,617	4,617
이익잉여금	304	405	505	631
비지배주주지분	270	474	492	513
자본총계	3,703	4,466	5,652	5,800

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	317	209	352	334
당기순이익	65	128	131	164
비현금수익비용가감	155	206	164	166
유형자산감가상각비	56	60	48	39
무형자산상각비	58	66	65	64
기타	41	80	51	63
영업활동으로인한자산및부채의변동	115	-128	109	68
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-28	-34	-41	-28
재고자산 감소(증가)	-8	-3	-3	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	105	124	23	15
법인세납부	-54	-17	-51	-64
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,000	142	-91	-61
유형자산처분(취득)	-80	-56	0	0
무형자산감소(증가)	-24	-17	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	61	-77	-91	-61
기타투자활동	-957	292	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	924	403	888	-15
장단기금융부채의 증가(감소)	777	-49	-167	2
자본의 증가(감소)	835	448	1,069	0
배당금의 지급	-11	-19	-14	-16
기타재무활동	-677	23	0	-1
현금의 증가	244	719	1,123	240
기초현금	397	642	1,360	2,483
기말현금	642	1,360	2,483	2,723

자료: 카카오, 미래에셋대우 리서치센터

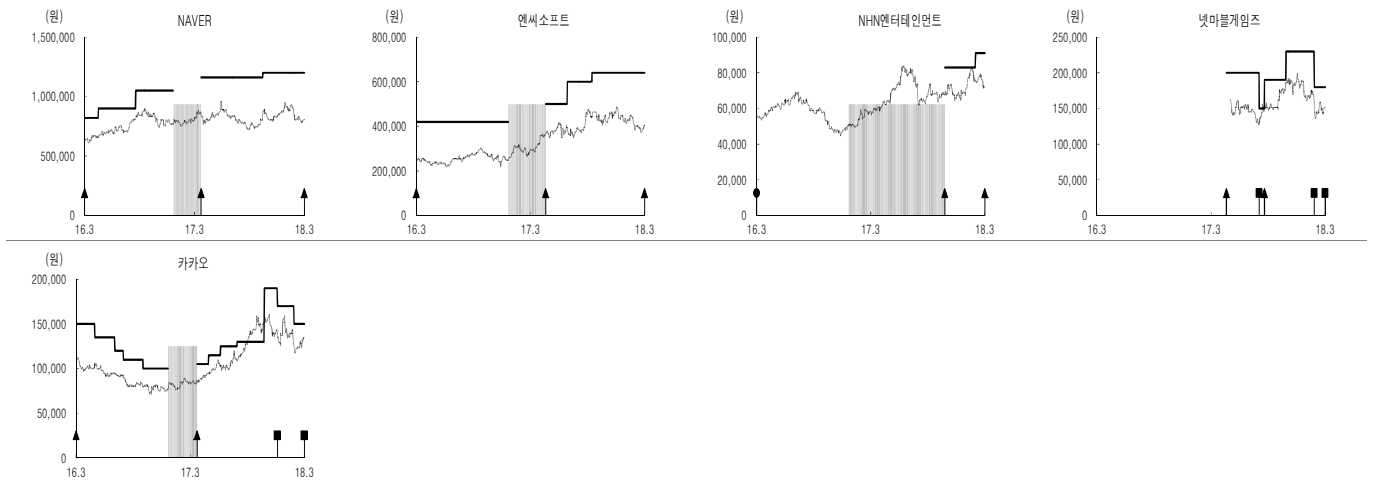
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	88.1	83.8	81.8	65.4
P/CF (x)	23.1	27.8	31.6	28.2
P/B (x)	1.5	2.3	1.8	1.8
EV/EBITDA (x)	24.3	31.3	30.2	26.2
EPS (원)	874	1,634	1,675	2,094
CFPS (원)	3,339	4,920	4,338	4,856
BPS (원)	50,777	58,799	76,017	77,871
DPS (원)	148	200	240	260
배당성향 (%)	15.3	10.6	12.4	10.8
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	57.1	34.7	19.7	11.1
EBITDA증가율 (%)	40.2	26.1	1.7	11.5
조정영업이익증가율 (%)	30.3	42.2	10.3	24.7
EPS증가율 (%)	-31.1	87.0	2.5	25.0
매출채권 회전율 (회)	11.1	10.3	10.3	10.0
재고자산 회전율 (회)	163.5	142.8	142.7	137.8
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	1.5	2.2	1.9	2.1
ROE (%)	1.9	3.0	2.5	2.7
ROIC (%)	2.6	3.7	4.5	5.4
부채비율 (%)	48.1	41.6	33.1	34.3
유동비율 (%)	151.0	195.1	321.9	323.6
순차입금/자기자본 (%)	3.3	-15.6	-36.1	-40.0
조정영업이익/금융비용 (x)	8.1	0.0	0.0	0.0

투자이건 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER(035420)					2018.02.06	Trading Buy	180,000	-	-
2017.10.26	매수	1,200,000	-	-	2017.11.08	매수	230,000	-22.12	-13.26
2017.04.04	매수	1,160,000	-30.14	-17.24	2017.08.31	매수	190,000	-15.11	-1.84
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-	2017.08.14	Trading Buy	150,000	-3.45	3.67
2016.08.30	매수	1,050,000	-22.02	-14.29	2017.05.01	매수	200,000	-26.34	-19.00
2016.04.28	매수	900,000	-19.54	-9.78	카카오(035720)				
2015.07.30	매수	820,000	-27.59	-16.22	2018.02.08	Trading Buy	150,000	-	-
엔씨소프트(036570)					2017.12.17	Trading Buy	170,000	-17.84	-6.18
2017.09.26	매수	640,000	-	-	2017.11.05	매수	190,000	-22.24	-15.26
2017.07.09	매수	600,000	-33.67	-20.25	2017.08.10	매수	130,000	3.60	22.69
2017.05.01	매수	500,000	-23.79	-16.80	2017.06.18	매수	125,000	-16.02	-4.00
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-	2017.05.11	매수	115,000	-12.25	-4.52
2016.03.11	매수	420,000	-39.50	-27.38	2017.04.04	매수	105,000	-14.87	-9.52
NHN엔터테인먼트(181710)					2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
2018.02.11	매수	91,000	-	-	2016.10.13	매수	100,000	-22.24	-17.70
2017.11.05	매수	83,000	-13.37	0.24	2016.08.11	매수	110,000	-24.94	-18.64
2017.01.02	분석 대상 제외		-	-	2016.07.15	매수	120,000	-23.13	-21.75
2016.02.05	1년 경과 이후		-	-	2016.05.12	매수	135,000	-28.52	-21.93
넷마블게임즈(251270)					2016.01.26	매수	150,000	-31.85	-24.93

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



투자이건 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과이익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과이익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자이건 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
75.50%	16.00%	8.50%	0.00%

* 2017년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER, 엔씨소프트, 카카오, 넷마블게임즈(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.

인터넷/게임

일본 탐방기: 라이프 스타일 지배력

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

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