

# 시장 질서 파괴자들

Analyst 황현준



## Summary



올해 네이버와 카카오의 주가는 각각 YTD로 31%, 28% 상승하며 호조를 보이고 있다. 밸류에이션 등의 지표는 Peer 대비 열위이지만 메가 트래픽, 빅데이터, 기술력 등에 기반한 양사 사업 전략에 대한 기대감과 사업을 이끌어가는 자회사 가치를 각각 반영한다면 현재 주가 수준에서도 아직 상승 여력이 남아있다고 판단된다.

네이버(Buy, 19만원), 그리고 카카오(Buy, 16.5만원)에 대한 커버리지를 개시한다. 네이버와 카카오가 집중 중인 광고, 쇼핑, 금융, 그리고 콘텐츠 산업에서 양사의 영역 확대 및 수익화 가능성은 높다고 판단된다. 그리고 그 과정에서 경쟁력이 제고되는 사업부문 및 자회사들의 가치 변화가 주가를 견인할 것으로 예상된다.

**광고:** 네이버는 메인DA-키워드검색-검색광고-네이버쇼핑-네이버페이로 이어지는 구매 여정 간의 시너지를 통해 광고 부문 전반에서 성장이 이어질 것으로 보인다. 그리고 카카오는 DA를 중심으로 한 신규 광고 비즈니스 모델인 특비즈보드를 통해 이용자 트래픽 기반의 역량을 극대화하며 유의미한 성과를 거둘 수 있을 것으로 판단된다.

**쇼핑:** 유통업의 주도권은 소비자 데이터를 보유한 기업으로 전환되고 있다. 네이버와 카카오는 광고-검색-구매-관리까지 원스탑으로 원활하게 연결되는 새로운 쇼핑 환경 조성을 통해 유통 시장에서 영역을 견고히 할 것으로 예상된다.

**금융:** 네이버는 최근 독립법인으로 분사한 네이버 파이낸셜을 통해, 카카오는 카카오페이를 통해 간편 결제를 비롯한 핀테크 사업을 진행 중이다. 현재 거래액의 대부분을 차지하는 간편결제나 송금으로는 수익이 발생하기 힘든 구조이나 향후 네이버는 쇼핑, 카카오는 특비즈보드와의 시너지 발생 여부가 간편결제의 핵심이다.

**콘텐츠:** 불확실성이 높은 콘텐츠 시장에서 IP에 대한 니즈가 커지는만큼 네이버와 카카오는 웹툰/웹소설 IP의 가치가 높아지고 있다. 양사는 보유하고 있는 IP 확장을 위한 밸류체인을 마련했고 이를 기반으로 다양한 IP 확장 사업을 진행하며 콘텐츠 시장에서 영역을 본격적으로 확대할 수 있을 것으로 전망된다.

Contents

I. 아직 여력이 남아있다.....	4
이유있는 네이버와 카카오의 주가 호조.....	4
시장 질서 파괴자의 가치를 주자.....	6
네이버와 카카오가 펼치는 주요 사업과 그 가치에 주목.....	8
II. 시장 질서 파괴자.....	11
네이버& 카카오는 시장 질서 파괴자.....	11
III. 광고: 노출로 성장.....	14
네이버 & 카카오, 모바일 중심으로 돌아가는 광고 시장에서 노출로 성장.....	14
노출은 효과적.....	16
IV. 쇼핑, 구매 여정의 동반자.....	21
올인원 쇼핑 플랫폼으로 구매 여정 간결화.....	21
네이버& 카카오, 데이터와 올인원 플랫폼으로 무장한 유통 시장 질서 파괴자.....	22
V. 금융, 간편결제 and Beyond.....	27
네이버 & 카카오, 금융산업에서의 홍보에 주목.....	27
네이버페이, 국내 간편결제는 그저 거들 뿐.....	29
카카오페이, 특비즈보드의 시너지 및 향후 확대될 금융 비즈니스가 관전 포인트.....	35
VI. 콘텐츠, IP 확장이 성장 동력.....	39
내 시간 어디에 쓰나?.....	39
웹툰/웹소설은 팬덤 확보가 용이하여 IP로서의 가치 충분.....	44
VII. Coverage Recommendation.....	51
NAVER (035420).....	52
카카오 (035720).....	56

## I. 아직 여력이 남아있다

### 이유있는 네이버와 카카오의 주가 호조

올해 네이버와  
카카오의  
주가는 호조

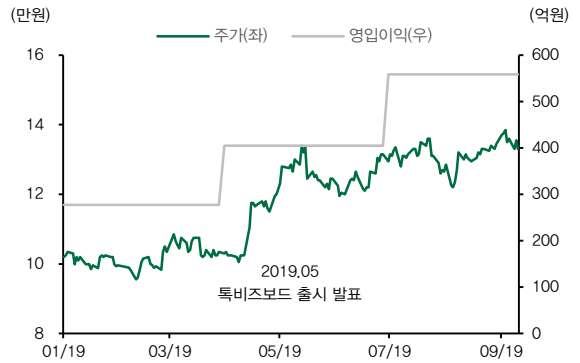
올해 네이버와 카카오의 주가는 각각 YTD로 31%, 28% 상승하였다. 이는 글로벌 인터넷 사업자들과 비교해도 높은 수준이다. 네이버와 카카오의 전통적인 Peer인 구글, 페이스북, 야후 등 주요 글로벌 인터넷 사업자 평균을 기반으로 한 지표를 보면 네이버와 카카오는 올해 실적 성장성, 수익성, 그리고 밸류에이션 측면에서 대부분 열위에 있음에도 불구하고 주가는 호조를 보이고 있다. 이는 향후 성장 동력 마련에 대한 기대감 및 이를 이끌어가는 자회사의 가치가 부각된 것에 기인한다.

도표 1. 2019년 네이버 주가 및 영업이익 추이



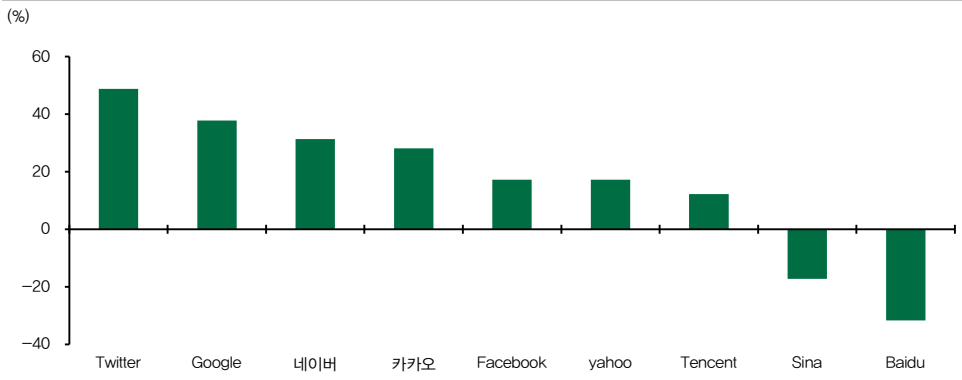
자료: Delatguide, DB금융투자

도표 2. 2019년 카카오 주가 및 영업이익 추이



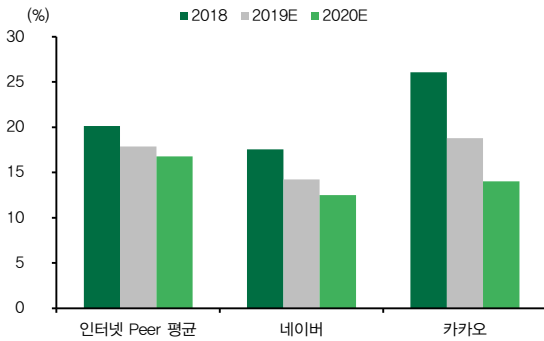
자료: Delatguide, DB금융투자

도표 3. 주요 인터넷 업체별 YTD 주가 수익률



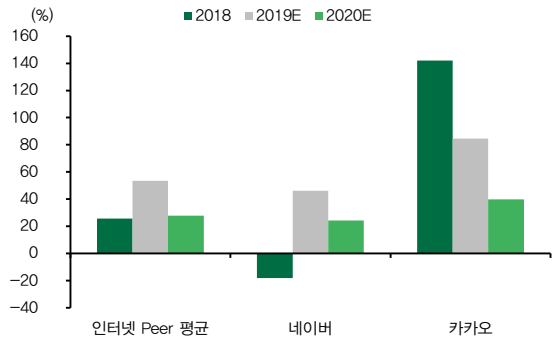
자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 4. 인터넷 Peer 평균 VS 네이버/카카오 매출 성장률



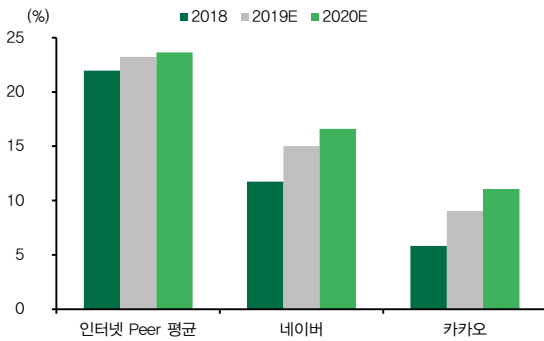
자료: 블룸버그, DB금융투자  
주: 구글, 페이스북, 아후 등 주요 글로벌 인터넷 사업자 평균

도표 5. 인터넷 Peer 평균 VS 네이버/카카오 OP 성장률



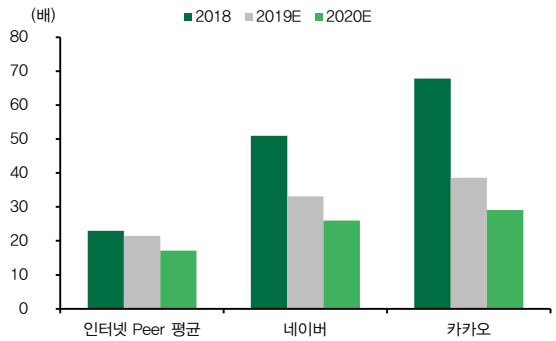
자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 6. 인터넷 Peer 평균 VS 네이버/카카오 OPM



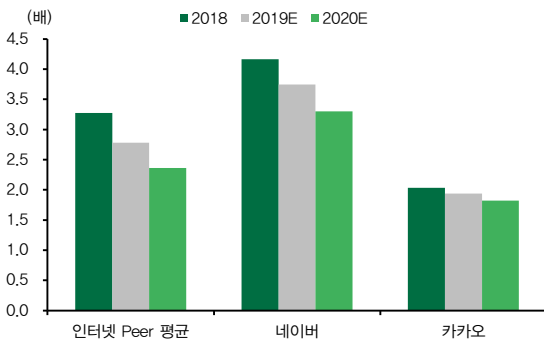
자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 7. 인터넷 Peer 평균 VS 네이버/카카오 PER



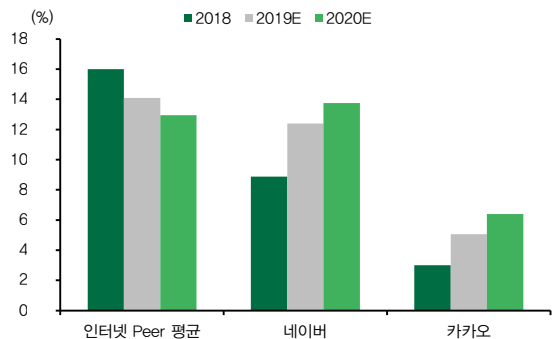
자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 8. 인터넷 Peer 평균 VS 네이버/카카오 PBR



자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 9. 인터넷 Peer 평균 VS 네이버/카카오 ROE



자료: 블룸버그, DB금융투자

## 시장 질서 파괴자의 가치를 주자

아마존은 2005년 아마존 프라임이라는 빠른 배송 서비스를 시작하고 전자상거래를 기반으로 유통 산업의 질서를 파괴하며 영역을 확대하였고, 넷플릭스는 비디오 콘텐츠 스트리밍을 기반으로 빠르게 가입자를 확보하면서 TV 및 콘텐츠 시장을 침범하며 성장하였다. 이들 시장 파괴자들의 특징은 새로운 비즈니스의 대한 성장 기대감에 힘입어 높은 밸류에이션을 적용받았고 기대감은 실제로 실적 개선으로 이어졌다는 것이다.

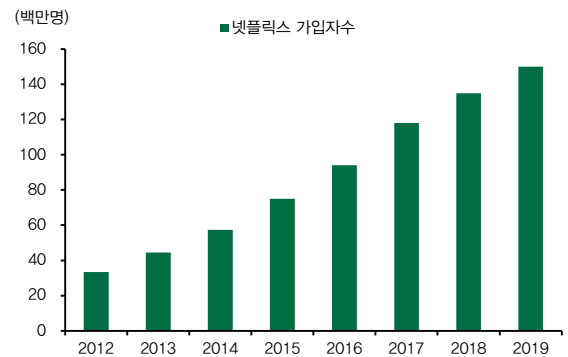
네이버와 카카오는 이용자 트래픽에 기반한 새로운 비즈니스 모델을 기반으로 광고, 유통, 금융, 콘텐츠 등 기존 강자들이 버티고 있던 산업에 진입하여 질서를 파괴하고 영역을 확대하고 있다는 점에서 아마존, 넷플릭스 등과 유사하다. 그리고 네이버와 카카오는 집중하고 있는 각 분야에서의 영향력이 강화되고 있어 이를 통해 성과를 낼 가능성이 높아 보인다. 이에 따라 네이버와 카카오를 아마존, 넷플릭스와 같은 시장파괴자로 감안하여 밸류에이션을 리레이팅할 필요가 있다고 판단된다.

도표 10. 아마존 주가 추이 및 주요 이벤트



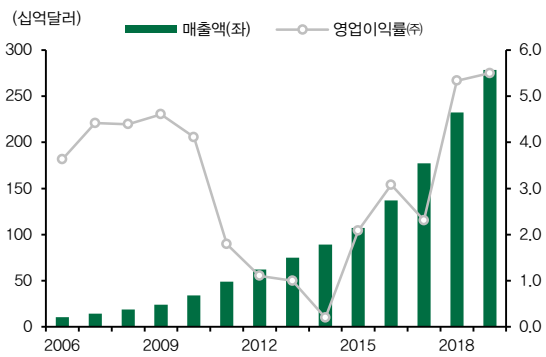
자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 11. 넷플릭스 가입자수 추이



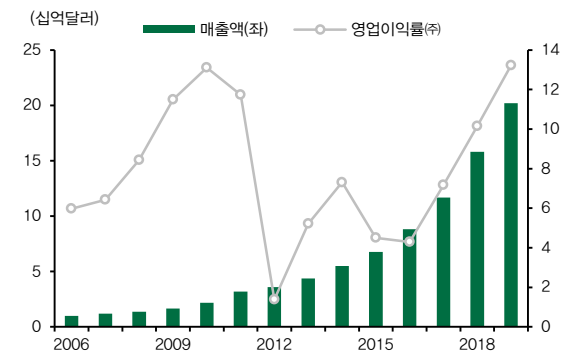
자료: 넷플릭스, DB금융투자

도표 12. 아마존 매출액 및 영업이익률 추이



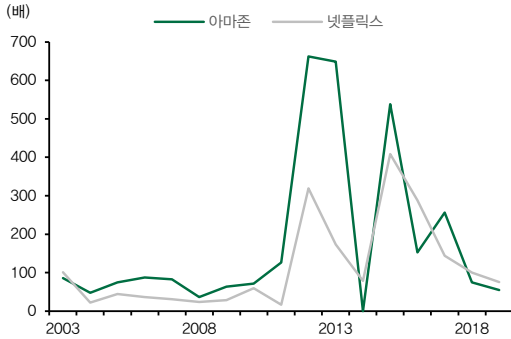
자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 13. 넷플릭스 매출액 및 영업이익률 추이



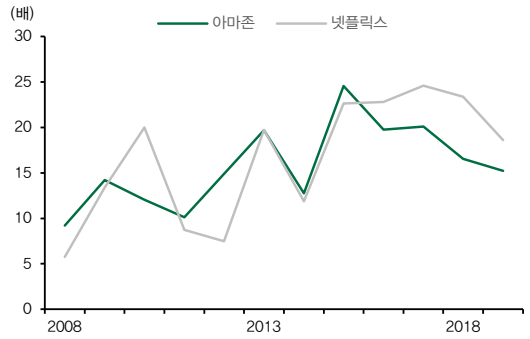
자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 14. 아마존 & 넷플릭스 PER 추이



자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 15. 아마존 & 넷플릭스 PBR 추이



자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 16. 네이버 & 카카오 Peer Valuation

(단위:십억원 % 배)

	사총	매출액		영업이익		OPM		PER		PBR		ROE		
		2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	
인터넷	페이스북	638,127	82,788	100,651	28,777	38,481	34.8	38.2	20.9	16.9	5.3	4.2	22.0	23.9
	Google	1,015,000	157,551	185,716	42,104	50,114	26.7	27.0	20.8	19.7	4.2	3.5	18.4	16.3
	Twitter	39,318	4,199	4,869	1,013	1,246	24.1	25.6	21.3	38.4	3.9	3.5	23.0	7.6
	Baidu	47,498	17,808	20,170	353	1,312	2.0	6.5	26.8	18.0	1.7	1.6	5.9	7.1
	Sina	3,718	2,593	2,943	694	798	26.8	27.1	18.1	15.5	0.9	0.8	4.8	5.4
	Tencent	499,912	66,404	83,278	18,824	22,845	28.3	27.4	31.1	25.1	N/A	N/A	25.6	22.9
	Yahoo	23,368	11,031	11,715	1,590	1,712	14.4	14.6	18.7	17.3	1.9	1.8	10.5	10.6
	LINE	10,843	2,601	3,039	-357	-56	-13.7	-1.8	N/A	N/A	6.0	6.4	-19.0	-7.4
전자상거래	Amazon	1,063,723	328,375	389,962	18,249	25,572	5.6	6.6	54.6	41.2	15.2	10.7	25.2	26.3
	Alibaba	548,101	85,682	110,745	15,832	21,513	18.5	19.4	25.8	20.8	5.1	4.2	17.9	18.9
	정동닷컴	53,193	94,300	110,469	667	1,358	0.7	1.2	36.0	26.0	4.6	4.1	10.4	9.5
콘텐츠	CJENM	3,645	4,726	4,962	363	392	7.7	7.9	15.0	12.3	1.1	1.1	8.2	9.2
	제이콘	537	569	637	61	69	10.7	10.9	18.4	16.1	1.5	1.4	8.8	9.6
	스드	1,975	502	604	49	74	9.7	12.3	48.0	32.3	4.5	3.9	9.6	12.9
	에스엠	747	694	759	42	54	6.0	7.2	30.5	19.8	1.6	1.5	5.5	7.8
	제와이피	776	149	171	37	44	25.1	25.7	23.9	20.2	5.0	4.1	22.9	22.2
	Disney	290,935	82,540	96,623	15,993	17,994	19.4	18.6	23.9	23.5	2.6	2.4	14.2	11.8
	Toei ani	2,255	656	725	188	212	28.7	29.2	17.0	15.2	N/A	2.3	16.2	14.5
	toho	9,575	3,044	3,086	615	623	20.2	20.2	22.3	22.0	2.1	2.0	10.1	10.1
	AVEX	647	1,820	1,912	86	114	4.7	6.0	17.5	12.2	1.1	1.0	6.5	9.1
	HUACE	2,112	879	1,023	66	105	7.5	10.2	28.8	21.0	1.8	1.7	4.6	5.9
	넷플릭스	153,316	23,826	29,297	3,160	4,693	13.3	16.0	75.3	43.6	18.6	13.4	22.8	28.9
	아이치이	16,308	4,906	5,982	-1,561	-1,019	-31.8	-17.0	N/A	N/A	10.5	23.9	-66.4	-87.2
	네이버	25,464	6,567	7,502	771	1,127	11.7	15.0	51.0	33.1	4.2	3.7	8.9	12.4
카카오	11,104	3,047	3,619	177	326	5.8	9.0	67.8	38.6	2.0	1.9	3.0	5.1	

자료: 블룸버그, DB금융투자

## 네이버와 카카오가 펼치는 주요 사업과 그 가치에 주목

### 네이버와 카카오로서 가능한 영역 침범

영역 확대 및  
수익화 여부가  
관련 포인트

네이버와 카카오가 집중하고 있는 분야는 크게 광고, 쇼핑, 금융, 그리고 콘텐츠이다. 각각의 산업에서 본사 및 자회사를 통한 영역 확대 가능성 및 수익화 여부가 주요 관련 포인트이다.

**광고:** 노출형 광고의 효과가 계속적으로 부각될 것으로 보이는 가운데 국내 광고 시장에서 전국민이 이용하는 네이버와 카카오의 영향력은 더욱 강화될 것으로 판단된다. DA 집행을 위한 최적의 매체로 자리매김한 양사는 DA가 브랜딩뿐만 아니라 구매전환까지 이어지는 구조를 구축하여 DA의 효과를 극대화하고 있다. 네이버는 메인DA-키워드검색-검색광고-네이버쇼핑-네이버페이로 이어지는 구매 여정 간의 시너지를 통해 광고 부문 전반에서 성장이 이어질 것으로 보인다. 그리고 카카오는 DA를 중심으로 한 신규 광고 비즈니스 모델인 토크즈보드를 통해 이용자 트래픽 기반의 역량을 활용하며 유의미한 성과를 거둘 수 있을 것으로 판단된다.

**쇼핑:** 유통업의 주도권은 소비자 데이터를 보유한 기업으로 전환될 것으로 전망된다. 이에 따라 막강한 이용자 트래픽을 보유한 네이버와 카카오는 수혜라고 판단된다. 양사는 이용자 데이터를 활용하여 판매자와 소비자 양쪽 모두의 효율을 제고하는 올인원 플랫폼 등의 톨을 제공하고 있기 때문이다. 양사는 광고-검색-구매-관리까지 원스탑으로 원활하게 연결되는 새로운 쇼핑 환경 조성을 통해 유통 시장에서 영역을 견고히 할 것으로 예상된다.

**금융:** 네이버는 최근 독립법인으로 분사한 네이버 파이낸셜을 통해, 카카오는 카카오페이를 통해 간편 결제를 비롯한 핀테크 사업을 진행 중이다. 현재 거래액의 대부분을 차지하는 간편결제나 송금으로는 수익이 발생하기 힘든 구조이다. 하지만 네이버는 쇼핑, 카카오는 토크즈보드 등 커머스와의 시너지가 간편결제의 핵심이다. 그리고 향후 페이를 중심으로 확대될 양사의 금융 비즈니스도 관련 포인트이다.

**콘텐츠:** 네이버와 카카오의 웹툰/웹소설 플랫폼은 자체만으로도 트래픽에 기반한 광고, 이용자의 콘텐츠 구매 등의 형식으로 수익화가 가능한 비즈니스 모델이다. 하지만 네이버와 카카오를 통해 보는 웹툰/웹소설은 팬덤 확보가 용이하여 IP로서의 가치도 충분하다고 판단된다. 양사는 보유하고 있는 IP 확장을 위해 밸류체인을 마련했고 이를 기반으로 다양한 IP 확장 사업을 진행할 예정이다. 불확실성이 높은 콘텐츠 시장에서 IP에 대한 니즈가 커지고 있는 만큼 네이버와 카카오는 웹툰/웹소설 IP를 통해 콘텐츠 시장에서 영역을 본격적으로 확대할 수 있을 것으로 전망된다.

각 사업의 가치를 반영한다면 아직도 주가 상승 여력 충분

아직 주가 상승  
여력 충분

올해 네이버와 카카오의 주가는 많이 올랐고 밸류에이션도 Peer대비 높은 수준이다. 하지만 메가 트래픽, 빅데이터, 기술력 등에 기반한 양사 사업 전략에 대한 기대감과 사업을 이끌어가는 자회사 가치를 각각 반영한다면 현재 주가 수준에서도 아직 상승 여력이 남아있다고 판단된다.

**네이버(투자의견 Buy, TP 19만원)**: 투자의견 Buy와 목표주가 19만원을 신규로 제시한다. 목표주가는 본사, LINE/웹툰/ 파이낸셜의 가치를 합산하여 산정하였다. 네이버 본사에 인터넷 Peer 대비 높은 Target PER 25배를 적용하였는데 이는 네이버가 올인원쇼핑 플랫폼으로 진화하고 있다는 점을 반영하여 전자상거래 사업자들의 밸류에이션을 감안한 것에 기인한다. 웹툰의 적정가치는1조원으로 산정하였는데 본격화되고 있는 웹툰 IP 확장의 성과에 따라 추후 상향 여지가 있다. 그리고 네이버 파이낸셜의 지분 가치 1.8조원은 페이코의 최근 펀딩 밸류에이션에 네이버의 지분율 75%를 가정하였다.

네이버 플랫폼의 진화 및 자회사들의 경쟁력 제고에 힘입어 동사 실적은 개선될 것으로 전망된다. 특히 동사가 제공하는 올인원 커머스 서비스의 활성화는 광고, 비즈니스 플랫폼 부문의 성장을 견인할 것으로 보인다. 이에 힘입어 올해 동사 연결 매출액은 6.6조원(+18%YoY)으로 외형이 확대될 것으로 보이고 신규 비즈니스가 안착하면서 내년부터는 수익성 개선을 동반한 성장을 시현할 것으로 예상된다.

도표 17. 네이버 SoTP 밸류에이션

(단위: 억원 배 %)

구분	내용	비고
<b>네이버(별도) 가치 1)</b>	<b>272,661</b>	
12개월 Forward 순이익	10,863	
적용 PER	25.1	주요 글로벌 인터넷/전자상거래 Peer 평균
<b>LINE 지분 가치 2)</b>	<b>5,683</b>	
LINE 시가총액	11,075	9/16 종가 기준
네이버 지분율	73.3	
할인율	30	
<b>네이버 웹툰 가치 3)</b>	<b>10,500</b>	
20E 네이버 웹툰 매출액	1,750	
적용 멀티플	6.0	
<b>네이버 파이낸셜 지분 가치 4)</b>	<b>18,000</b>	
19E 네이버페이 거래대금	150,000	
적용 멀티플	0.16	페이코 최근 밸류에이션
네이버 파이낸셜 가치	24,000	
지분율	75	미래에셋 등 지분율 25% 가정
<b>적정 네이버 연결 시총 1)+2)+3)+4)</b>	<b>306,844</b>	
주식수	164,813	
적정 주가(원)	186,177	
<b>목표주가(원)</b>	<b>190,000</b>	
현재 주가(원)	154,500	
상승여력	23.0	

자료: DB금융투자

**카카오(투자의견 Buy, TP 16.5만원)**: 카카오에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 16.5만원을 신규로 제시한다. 목표주가는 카카오 부문별 사업가치에 자회사 모빌리티/페이/뱅크/게임즈/페이지의 지분가치를 합산하여 산정하였다. 인터넷 및 전자상거래 Peer 평균을 Target 멀티플로 적용한 특 비즈니스를 포함하여 카카오의 적정 사업가치는 9.5조원으로 산정하였다. 추후 밸류에이션이 상향 조정될 수 있는 사업 부문은 페이지의 IP 확장에서 중요한 역할을 할 것으로 보이는 카카옴이 포함된 IP 비즈니스 및 기타 부문이다. 카카오의 적정 자회사 지분가치는 모빌리티 1조원, 페이 1.5조원, 뱅크 0.5조원, 게임즈 0.3조원 그리고 페이지 1.1조원 총 4.2조원으로 산정하였다.

신규 BM 특 비즈니스가 본격화되고 이와 더불어 더불어 주요 자회사들의 성장에 힘입어 카카오의 실적은 개선될 것으로 전망된다. 특히 특 비즈니스는 카카옴 이용자 트래픽을 기반으로 DA의 효과를 극대화하고 페이 등 카카오가 구축한 채널과의 시너지를 낼 것으로 기대된다. 그리고 웨툰/웹소설의 IP 확장 스토리도 관련 포인트이다. 올해 동사 연결 매출액은 3.1조원(+26%YoY), 영업이익은 1,705억원(+134%YoY)을 기록할 것으로 보이고 특 비즈니스의 효과가 온기로 반영되는 내년에도 큰 폭의 실적 성장을 이어갈 것으로 전망된다.

도표 18. 카카오 SoTP 밸류에이션

(단위: 억원 배 %)

구분						
<b>사업 가치</b>						
부문	12MF 매출액	영업이익	NOPLAT	멀티플	적정가치	비고
특 비즈니스	7,644	2,293	1,720	25.1	43,168	OPM 30% 가정, 인터넷/전자상거래 Peer 평균
포털 비즈니스	5,531	1,106	830	15.2	12,610	OPM 20% 가정, 인터넷 Peer PER 대비 30% 할인
뮤직	5,824	699	524	20.0	10,484	OPM 12% 가정, 시장성숙 반영하여 PER 20배 적용
유료 콘텐츠(카카오 페이지 제외)	1,822	182	137	5.1	9,294	OPM 10% 가정, 네이버웹툰 대비 15% 할인
IP 비즈니스 및 기타	3,698	370	277	20.0	19,968	OPM 10% 가정, 콘텐츠 Peer 평균 PER 적용
<b>사업 가치 합계 1)</b>		<b>4,650</b>	<b>3,488</b>	<b>27.4</b>	<b>95,524</b>	
<b>지분 가치 2)</b>						
자회사	적정가치	지분율			지분가치	비고
카카오 모빌리티	14,400	69.3			9,979	투자 유치 시점 밸류에이션에 10% 할인 적용
카카오 페이	24,000	60.9			14,616	네이버파이낸셜의 적정가치 적용
카카오 뱅크	13,920	34			4,733	자본총계 1.16조원, 적용 PBR 1.2배, 최대 지분율
카카오 게임즈	4,160	60.4			2,513	12MF 순이익 320억원, PER 13배 적용
카카오 페이지	16,578	63.7			10,560	20E 매출액에 네이버웹툰과 동일한 PSR 적용
<b>지분 가치 합계 2)</b>					<b>42,401</b>	
<b>적정 카카오 연결 시가총액 1)+2)</b>					<b>137,925</b>	
주식수					83,484	
적정 주가					165,211	
<b>목표주가</b>					<b>165,000</b>	
현재 주가					132,000	
상승여력					25.0	

자료: DB금융투자

## II. 시장 질서 파괴자

### 네이버& 카카오는 시장 질서 파괴자

기존 시장 플레이어를 위협하는 에어비앤비/아마존/넷플릭스/Uber와 유사

네이버와  
카카오는 기존  
강자를 위협 중

네이버와 카카오는 에어비앤비, 아마존, 넷플릭스, Uber 등과 공통점이 있다. 기존 강자들이 버티고 있던 산업에 진입하여 질서를 파괴하고 영역을 확대해 나간다는 점이다. 에어비앤비는 숙박, 아마존은 유통, 넷플릭스는 TV 및 콘텐츠, Uber는 택시 및 자동차 산업에서 새로운 사업 모델 제시하며 신규 수요를 창출하기도하지만, 기존 사업자들에게는 강력한 위협요인으로 작용하고 있다. 이처럼 네이버와 카카오도 국내 광고/유통/금융/엔터 등의 산업에서 신규 수요를 흡수함과 더불어 기존 사업자들의 영역을 뺏어오고 있다.

도표 19. 주요 질서 파괴자들



자료: DB금융투자

네이버 & 카카오, 이용자 트래픽으로 무장한 파괴자

이용자 트래픽  
기반으로 사업  
영역 확대

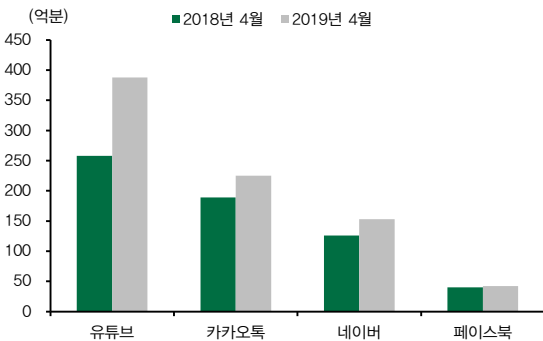
네이버와 카카오가 다른 시장 질서 파괴자들과 차별화되는 점은 축적된 이용자 트래픽을 기반으로 사업 영역을 확대하고 있다는 것이다. 네이버는 검색, 카카오는 메신저로 우리 일상에 밀착된 가운데 양사는 보유한 이용자 기반이 생활의 편의성, 다양성 등과 연관된 다른 영역으로도 연결 가능할 것이라는 전제하에 다양한 사업을 전개 중이다. 자산화된 트래픽으로 무장한 네이버나 카카오의 시장 진입은 파급력이 클 수 밖에 없기 때문에 기존 시장 플레이어들에게는 부담이다.

도표 20. 일상 속에 네이버와 카카오



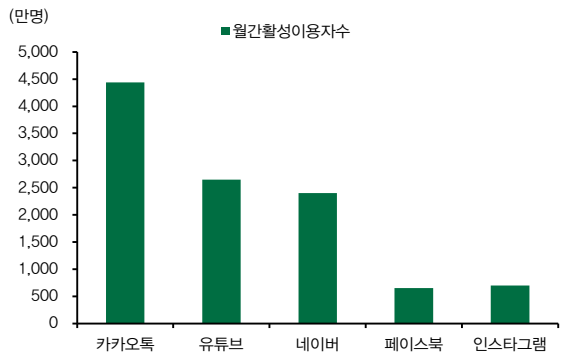
자료: DB금융투자

도표 21. 한국인이 오래 사용하는 앱



자료: 와이즈앱 DB금융투자

도표 22. 주요앱별 월간 활성 이용자수



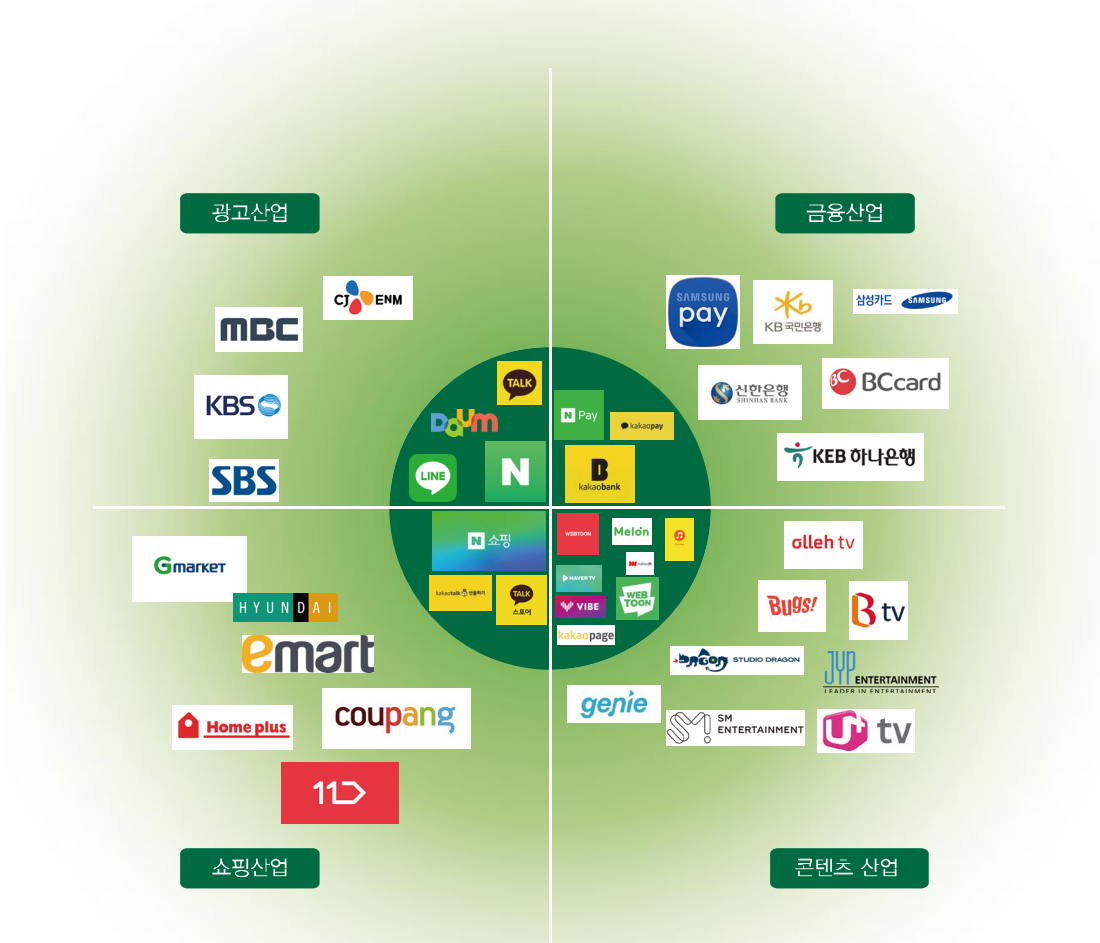
자료: 와이즈앱 DB금융투자

광고, 유통,  
금융, 콘텐츠  
시장 공략

네이버와 카카오가 위협하고 있는 시장은 크게 광고, 유통, 금융, 콘텐츠이다. 현재까지는 디지털을 중심으로 돌아가고 있는 광고 시장에서 가장 두각을 나타내고 있다. 그리고 이용자 트래픽을 기반으로 네이버쇼핑 및 카카오 선물하기 등은 유통시장, 네이버페이/카카오페이/카카오뱅크는 금융 시장, 그리고 네이버웹툰, 카카오페이지/카카오M 등은 콘텐츠 시장의 질서를 흔드는 중이다.

각 시장에서의 네이버와 카카오의 향후 영역 확대 가능성 및 수익화 여부가 주요 관전 포인트이고 주가도 이에 연동되어 움직이는 모습을 보일 것으로 예상된다. 현 시점에서 양사가 질서를 흔들고 있는 시장별로 양사의 전략, 방향성 및 향후 성과 등을 점검해보자.

도표 23. 네이버와 카카오의 영역 확대 구조



자료: DB금융투자

### Ⅲ. 광고: 노출로 성장

#### 네이버 & 카카오, 모바일 중심으로 돌아가는 광고 시장에서 노출로 성장

##### 노출형 광고에 주목

##### 노출형 광고가 메인스트림

국내 광고 시장은 성장의 폭은 작지만 안정적인 성장세를 지속하고 있다. 케이블/종편의 콘텐츠 파워 확대, IPTV의 가입자수 증가 등도 광고 시장 성장에 영향을 미치고 있지만 가장 큰 요인은 디지털이다. 특히 모바일은 광고 시장에서 차지하는 비중이 2015년 12%에서 2018년 21%로 빠르게 확대되며 전체 시장 성장을 견인하고 있는 모습이다.

빠르게 성장하고 있는 모바일 광고 시장도 변화하고 있다. 기존 모바일 광고는 검색 시 연관검색어나 웹사이트가 자동으로 뜨는 검색형 광고의 비중이 높았다. 하지만 2017년을 기점으로 배너, 동영상, 스폰서십 등을 디스플레이로 보는 노출형 광고가 메인스트림으로 자리매김 중이다. 노출형 광고는 모바일을 통한 방송 다시보기 등 동영상 콘텐츠 시청의 폭발적 증가와 더불어 Youtube, 네이버 TV 등 주요 미디어의 동영상 서비스 강화에 힘입어 큰 폭으로 성장한 것으로 분석된다.

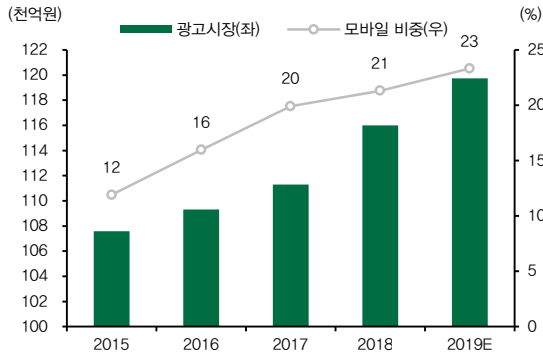
도표 24. 국내 매체별 광고 시장 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

구분	매체	광고비				
		2015	2016	2017	2018	2019E
방송	지상파 TV	20,085	17,312	15,223	15,965	15,933
	라디오	3,035	3,040	2,785	2,850	2,765
	케이블/종편	16,757	17,474	18,376	18,956	19,525
	IPTV	819	846	915	1,029	1,122
	기타(위성, DMB 등)	1,898	1,814	2,004	2,062	2,123
	<b>방송 계</b>		<b>42,594</b>	<b>40,486</b>	<b>39,303</b>	<b>40,862</b>
인쇄	신문	15,011	14,712	14,056	13,850	13,485
	잡지	4,167	3,780	3,438	3,400	3,180
	<b>인쇄 계</b>	<b>19,178</b>	<b>18,492</b>	<b>17,494</b>	<b>17,250</b>	<b>16,664</b>
디지털	PC	17,216	16,372	16,245	16,600	16,866
	모바일	12,802	17,453	22,157	24,710	27,922
	<b>디지털 계</b>	<b>30,018</b>	<b>33,825</b>	<b>38,402</b>	<b>41,310</b>	<b>44,788</b>
OOH	옥외	3,592	3,512	3,392	3,400	3,339
	극장	2,120	2,251	2,280	2,400	2,472
	교통	4,339	4,328	4,352	4,700	4,794
	<b>OOH 계</b>	<b>10,051</b>	<b>10,091</b>	<b>10,024</b>	<b>10,500</b>	<b>10,605</b>
<b>총계</b>		<b>107,583</b>	<b>109,319</b>	<b>111,295</b>	<b>116,002</b>	<b>119,737</b>
YoY						
방송		4.4	-4.9	-2.9	4.0	1.5
인쇄		-1.4	-3.6	-5.4	-1.4	-3.4
디지털		8.8	12.7	13.5	7.6	8.4
<b>총계</b>		<b>4.4</b>	<b>1.6</b>	<b>1.8</b>	<b>4.2</b>	<b>3.2</b>

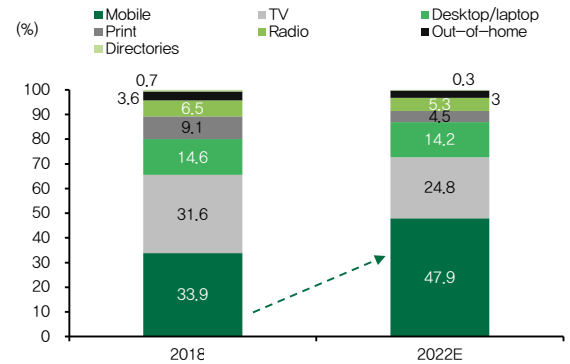
자료: 제일기획, DB금융투자

도표 25. 전체 광고시장 대비 디지털 특히, 모바일의 강세



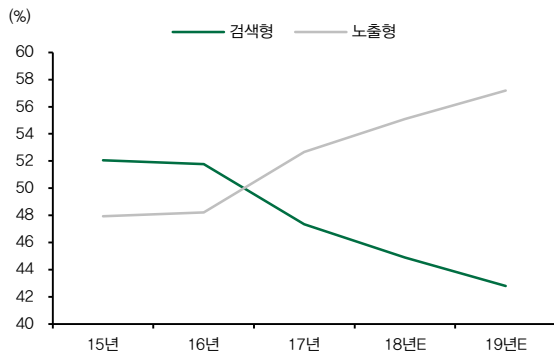
자료: 제일기획 DB금융투자

도표 26. 매체별 광고비 지출 비중: 증가는 모바일뿐



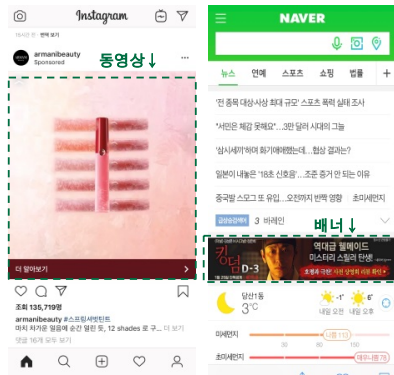
자료: eMarketer, DB금융투자  
주: 미국 기준

도표 27. 디지털 광고 시장에서 노출형 비중의 증가



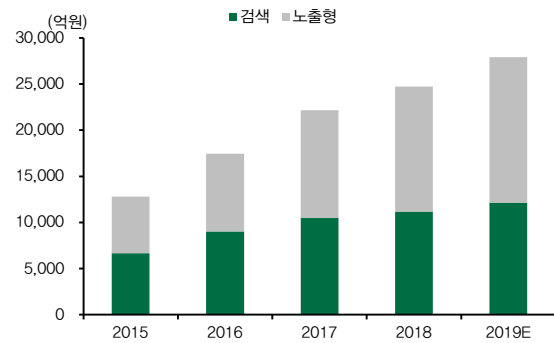
자료: 제일기획 DB금융투자

도표 28. 배너/동영상 광고: 무심코 보이지만 내 관심사라면?



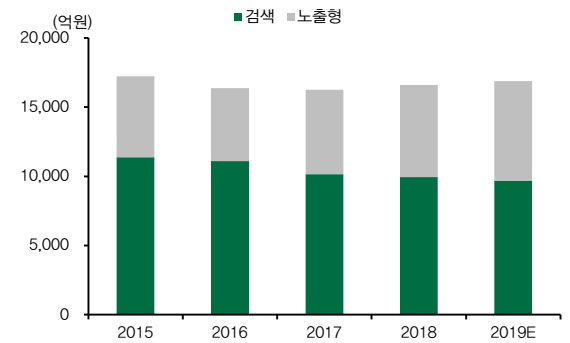
자료: DB금융투자

도표 29. 모바일에서 노출형이 메인스트림으로 자리매김



자료: 제일기획 DB금융투자

도표 30. PC도 노출형 광고가 장악 중



자료: 제일기획 DB금융투자

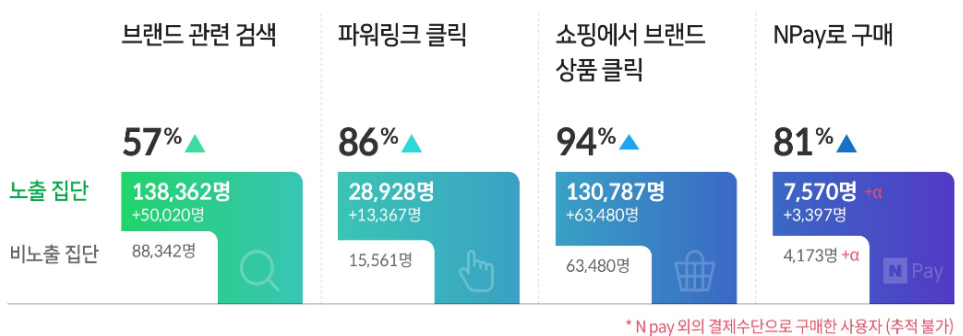
### 노출은 효과적

DA는 네이버와 카카오톡에게 유리

노출형 광고(DA)는 일상에 밀착된 네이버나 카카오톡에게 유리한 구조라고 판단된다. 이는 양사가 이용자 트래픽에게 다양한 방법으로 광고를 노출시킬 수 있고, 빅데이터를 활용하여 니즈가 있는 고객을 타게팅할 수 있으며, 구매/동의/관리까지 원활히 연결되는 환경을 제공하여 광고의 효용을 높이는 것도 가능하기 때문이다. 노출형 광고로 더 효과적인 광고 집행이 가능해짐에 따라 네이버와 카카오톡은 정통 광고 매체의 영역을 지속적으로 뺏어 올 수 있을 것으로 판단된다.

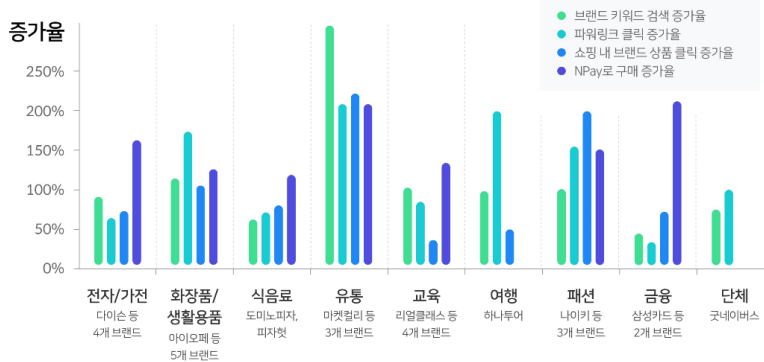
DA의 클릭률은 1%를 넘기 쉽지 않기 때문에 클릭 기반 성과 측면에서는 광고가 어떤 기여를 했는지 파악하기 어렵다. 하지만 DA를 클릭하지 않고 보기만 한 이용자들도 노출 효과로 인해 해당 브랜드를 인식하게 된다. 네이버의 애드시너지 분석에 따르면 특정 기간 동안 모바일/PC 첫 화면에 방문한 전체 사용자들 중에서 특정 브랜드 DA를 본 노출 집단이 비노출 집단보다 1) 관련 키워드를 더 많이 검색하고, 2) 해당 브랜드 파워링크 및 네이버쇼핑 내 해당 브랜드의 제품을 더 많이 클릭하며, 3) 나아가 N페이로 제품을 더 많이 구매하였다. 또한 결과는 모든 업종, 모든 브랜드에서 확인되었다.

도표 31. 네이버 메인DA의 시너지 효과



자료: 네이버, DB금융투자

도표 32. 비노출 집단 대비 노출 집단의 업종별 평균 증가율



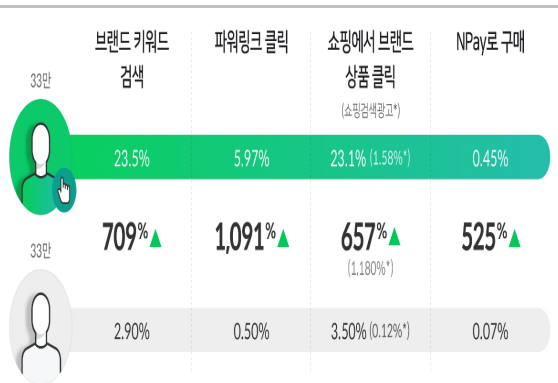
자료: 네이버, DB금융투자

DA, 노출만으로도 효과적

특정 브랜드 DA에 노출만 된 사용자 집단과 클릭까지 한 사용자 집단을 나누어서 각 집단이 비노출 집단 대비 얼마나 브랜드 관련 행동을 더 하는지에 대한 분석에서도 DA의 효과를 파악할 수 있다. 특정 브랜드 DA를 클릭까지 한 사용자 33만명과 비노출 집단 33만명을 비교하면 DA를 클릭까지 한 사용자들이 비노출 집단에 비하여 브랜드 검색이 8배 높아지는 등 관련 행동을 할 확률이 월등히 높았다.

이 결과만 보면 DA의 성과 대부분이 클릭까지 한 사람들에게서 비롯된 것으로 볼 수 있지만 클릭 집단은 브랜드에 대한 관심이 있어 DA를 보지 않았더라도 브랜드에 대해 찾아볼 가능성이 높다. 반면 단순 노출 집단은 브랜드 관련 검색이 비노출 집단에 비해 2.2배 늘어나는데 그치는 등 브랜드 관련 행동 증가율이 클릭 집단에 비해 높지 않았다.

도표 33. 클릭집단 vs. 비노출집단 결과(증가율)



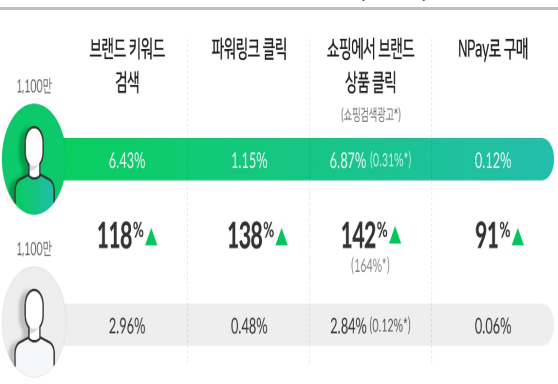
자료: 네이버, DB금융투자

도표 34. 클릭집단 vs. 비노출집단 결과(순증 사용자 수)



자료: 네이버, DB금융투자

도표 35. 클릭집단 vs. 비노출집단 결과(증가율)



자료: 네이버, DB금융투자

도표 36. 클릭집단 vs. 비노출집단 결과(순증 사용자 수)

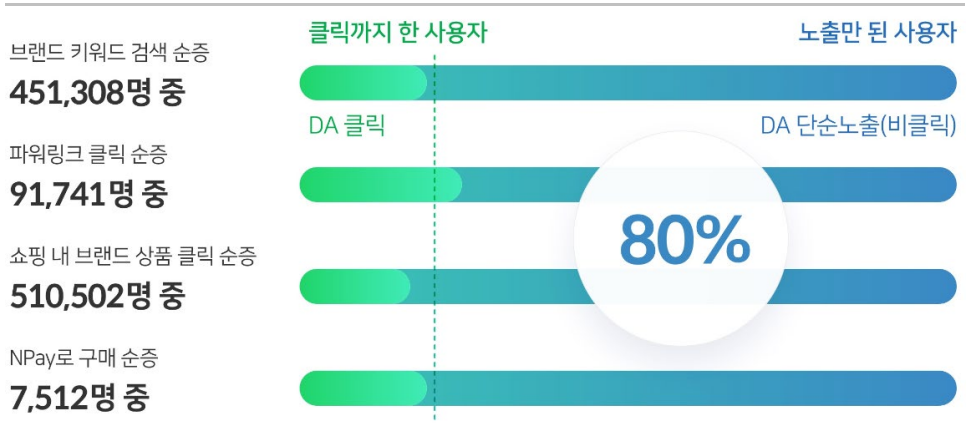


자료: 네이버, DB금융투자

DA 광고  
효과에 더 주목

하지만 같은 기간에 해당 브랜드 DA에 단순히 노출만 된 사용자는 1,100만명. DA를 클릭한 사용자는 33만명이었다. 브랜드 검색 순증 사용자 수는 단순 노출 집단이 약 38만명으로 클릭 집단보다 월등히 많았다. 결국 브랜드 관련 행동별 순증 사용자의 80%는 단순 노출 집단에서 발생하였다. 온라인 트래픽의 대부분이 단순 노출자임을 감안하면 DA 광고 효과에 더 주목할 필요가 있다고 판단된다.

도표 37. 비노출 집단 대비 노출 집단의 업종별 평균 증가율



자료: 네이버, DB금융투자

노출이 성장동력

광고 시장에서  
네이버와  
카카오의  
영향력은 더욱  
강화될 것

노출형 광고를 통한 성과가 계속적으로 부각될 것으로 보이는 가운데 국내 광고 시장에서 전국민이 이용하는 네이버와 카카오의 영향력은 더욱 강화될 것으로 판단된다. 19년 예상 실적 기준 네이버의 광고 매출액(광고부문+비즈니스플랫폼\*80%(쇼핑매출 20%가정))은 2.9조원, 카카오의 광고 매출액은 [특비즈(커머스 제외)+포털비즈] 0.7조원으로 양사는 국내 디지털 광고 시장의 약 80%, 전체 광고 시장의 30% 이상을 차지하는 것으로 추정된다.

광고 시장에서 디지털 매체가 전통매체의 영역을 지속 뺏어오고 있는 상황에서 전국민이 이용하는 네이버와 카카오의 영향력은 DA를 중심으로 향후 더욱 확대될 것으로 전망된다. 양사는 DA 집행을 위한 최적의 매체임과 더불어 DA가 브랜딩뿐만 아니라 구매전환까지 이어질 수 있는 구조를 구축하여 DA의 효과를 극대화하고 있다.

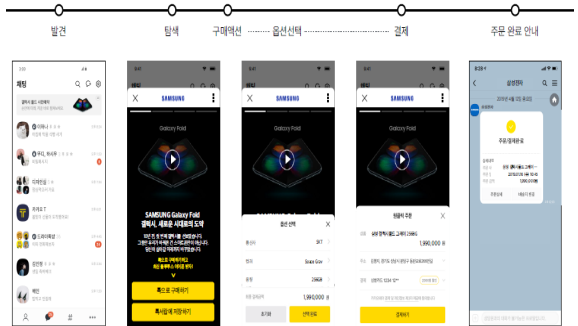
네이버는 이용자 트래픽을 기반으로 메인DA-브랜드 키워드 검색-검색광고-네이버쇼핑-네이버페이 구매로 이어지는 구매 여정 간의 시너지를 통해 일반 DA, 쇼핑 DA, 동영상 광고 등 Cost Per Mile/Cost Per View로 단가가 책정되는 광고 부문에서 성장이 이어질 것으로 보인다. 그리고 카카오는 DA를 중심으로 한 신규 광고 비즈니스 모델인 특비즈보드를 통해 이용자 트래픽 기반의 역량을 극대화하며 유의미한 성과를 거둘 수 있을 것으로 예상된다.

도표 38. 네이버 쇼핑 구매여정



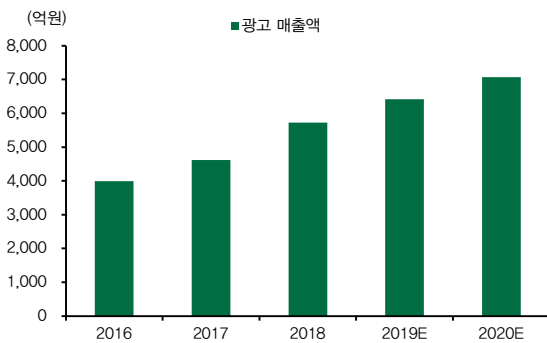
자료: 네이버, DB금융투자

도표 39. 특비즈보드 BM



자료: 카카오톡, DB금융투자

도표 40. 네이버 광고 매출액 추이



자료: 네이버, DB금융투자

도표 41. 카카오톡 광고 매출액 추이



자료: 카카오톡, DB금융투자

도표 42. 네이버 & 카카오톡 광고 사업 분류 체계

회사	부문	사업
네이버	광고	"CPM 광고 (일반 DA, 쇼핑 DA, 동영상 광고 등)"
	비즈니스 플랫폼	"CPC/CPS 광고 (일반 SA, 쇼핑 SA 등)"
카카오톡	특비즈	"카카오톡(플친/샵탭/톡스토어 등), 신규특 BM(특비즈보드/챗봇 등), 커머스(선물하기/메이커스/브랜드/B2C이모티콘)"
	포털비즈	"다음 PC/모바일, 카카오톡스토리/스타일/페이지 및 기타 자회사"

자료: 각 사, DB금융투자

Appendix. DA 시너지로 광고주 ROI 상승

DA는 해당 광고뿐 아니라 SA를 추가로 클릭하게하는 효과가 있어 광고주 입장에서는 DA를 집행으로 효율을 높일 수 있다. 예로, A광고주는 한 달간 네이버 타임보드에 1.5억, 파워링크에 9.4억, 브랜드검색에 0.3억을 집행하여 획득한 DB수가 각각 1,454건, 31,858건, 11,542건이었다. 단순 클릭 기반으로 측정된 상품별 Cost per Acquisition은 타임보드 10만원, 파워링크 2.9만원, 브랜드검색 0.25만원이다. 하지만 A광고주 분석에 따르면, 전체 파워링크 성과 9.6%와 브랜드검색 성과 중 13.5%는 타임보드를 집행해야 추가로 획득한 것이었다. 이에 따라 파워링크와 브랜드검색에서 획득한 DB수 중 타임보드로 인해 발생한 분량을 타임보드의 성과로 치환하고, 이로 인해 발생한 파워링크의 광고비도 타임보드 광고비로 추가해서 다시 계산해보면 타임보드로 인해 획득한 총 DB수는 6,103건, 광고비는 2.4억원이다. 전체 성과 측면에서는 메인DA를 추가하여 전체 광고 CPA는 2만원대 초반을 유지하면서 전환수는 3.8만건에서 4.4만건으로 16% 상승하였다. 타임보드 집행으로 추가된 SA까지 고려할 경우, 타임보드 CPA는 3.9만원으로 기존 방식으로 계산된 10만원 대비 156% 개선된다. 이와 같이 A광고주 사례는 기존 집행하던 SA에 네이버DA를 더하여 전체적인 광고 성과가 증폭될 수 있다는 것을 보여준다.

도표 43. 단순 유입 기반으로 측정된 CPA



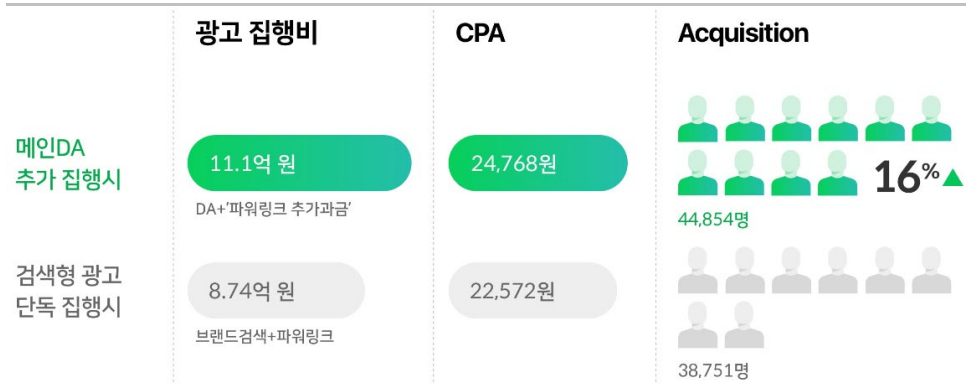
자료: 네이버, DB금융투자

도표 44. 시너지 모델 기반으로 메인DA의 ROI



자료: 네이버, DB금융투자

도표 45. 메인DA 추가 집행으로 인한 효과 총량 변화



자료: 네이버, DB금융투자

## IV. 쇼핑, 구매 여정의 동반자

### 올인원 쇼핑 플랫폼으로 구매 여정 간결화

#### 국내 유통 시장은 진화 중

유통 시장은 국내 유통 시장은 변화하고 있다. 전통 오프라인 유통 채널의 침체가 이어지고 있는 가운데 온라인 신유통의 기반의 업체들이 빠르게 영역을 확대하고 있다. 국내 소매 판매 데이터를 살펴보면 온라인 침투율은 올해 2분기 기준 27%까지 올라온 모습이며 향후 비중은 더 높아질 것으로 예상된다.

유통업계는 성장 둔화, 소비 수요 다양화, 디지털 인프라 개선 등에 힘입어 기존 오프라인 매장이 중심이었던 시대에서 온/오프라인이 혼재되어 있는 시대를 지나고 있다. 향후에는 빅데이터, 인공지능, 사물인터넷을 기반으로 사용자 및 상품 데이터의 수집과 분석이 결합되어 판매자운영 효율 및 사용자 경험이 개선되고 상품의 생산/유통/판매가 고도화되는 신유통의 형태로 진화할 것으로 보인다. 이에 따라 향후 유통업의 주도권은 소비자 데이터를 보유한 기업으로 전환될 것으로 전망된다.

도표 46. 상품군별 소매 판매, 온라인 매출, 온라인 침투율

(단위:조원 %)

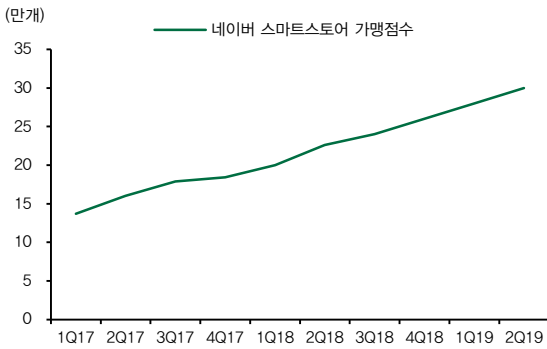
		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
<b>상품군별</b>	<b>합계</b>	<b>105.5</b>	<b>109.1</b>	<b>109.4</b>	<b>116.3</b>	<b>111.8</b>	<b>115.7</b>	<b>115.7</b>	<b>121.7</b>	<b>112.9</b>	<b>118.2</b>
<b>소매판매</b>	가전통신기기	9.7	11.1	11.3	11.7	11.1	11.4	11.5	11.2	11.1	11.4
	가구	1.9	1.8	1.8	1.7	1.8	1.9	1.8	2.0	2.1	2.0
	차량및차량연료	22.0	23.3	22.7	23.9	23.3	25.1	24.2	26.1	21.8	24.4
	의복신발패션	17.1	18.0	15.7	21.9	17.6	18.9	17.0	22.9	18.4	19.6
	음식료	25.7	25.5	28.0	26.1	26.6	26.6	29.5	26.9	27.0	27.3
	화장품	6.6	6.1	6.3	6.7	7.3	7.5	7.4	7.5	8.3	8.5
	서적문구	1.9	1.5	1.7	1.8	2.1	1.6	1.8	1.8	2.0	1.5
<b>상품군별</b>	<b>합계</b>	<b>22.2</b>	<b>22.5</b>	<b>23.9</b>	<b>25.6</b>	<b>26.8</b>	<b>27.5</b>	<b>28.1</b>	<b>31.4</b>	<b>31.5</b>	<b>32.4</b>
<b>온라인매출</b>	컴퓨터가전	3.3	3.4	3.6	3.8	4.1	4.1	4.2	4.6	5.1	5.0
	가구	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
	의복신발패션	4.0	4.3	4.0	5.2	4.7	5.0	4.5	6.1	5.0	5.5
	음식료	2.5	2.5	2.8	2.6	3.3	3.1	3.5	3.5	3.9	4.0
	화장품	2.1	1.9	2.0	2.2	2.4	2.4	2.4	2.7	2.8	2.9
	서적문구	0.7	0.5	0.6	0.6	0.8	0.6	0.6	0.7	0.8	0.6
<b>상품군별</b>	<b>합계</b>	<b>21.0</b>	<b>20.6</b>	<b>21.9</b>	<b>22.0</b>	<b>23.9</b>	<b>23.8</b>	<b>24.3</b>	<b>25.8</b>	<b>27.9</b>	<b>27.4</b>
<b>온라인침투율</b>	(차량및연료 제외)	<b>26.6</b>	<b>26.3</b>	<b>27.6</b>	<b>27.7</b>	<b>30.2</b>	<b>30.3</b>	<b>30.7</b>	<b>32.8</b>	<b>34.6</b>	<b>34.6</b>
	컴퓨터가전	33.6	30.8	31.7	32.4	36.7	36.2	36.1	41.1	45.9	43.9
	서적문구	36.1	34.3	36.0	34.4	36.6	36.6	35.2	37.9	39.2	40.7
	의복신발패션	23.7	23.8	25.5	23.8	26.8	26.7	26.7	26.7	27.3	28.2
	화장품	31.6	30.6	31.6	32.2	32.0	31.9	32.6	35.3	33.4	34.0
	음식료	9.8	9.7	10.1	10.0	12.3	11.8	12.0	13.2	14.6	14.5
	가구	34.5	34.8	37.9	39.4	42.1	40.8	40.4	42.6	40.3	41.1

자료: 통계청 DB금융투자



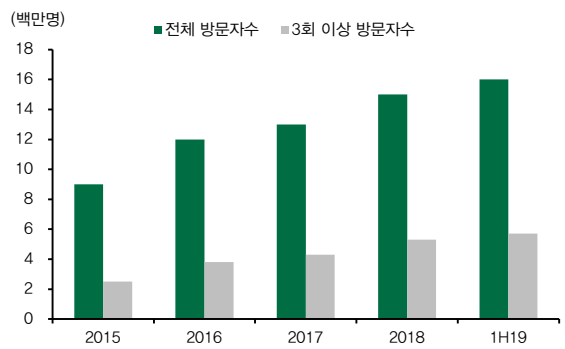
판매자는 네이버의 사용자 기반, 네이버가 제공하는 툴 등을 활용하여 장사를 편하게 잘 할 수 있고 구매자는 네이버가 제공하는 상품 DB와 더불어 검색/결제/혜택/배송 관련 서비스를 이용하여 더욱 효율적으로 쇼핑을 하게되면서 네이버가 만들어가고 있는 쇼핑 생태계는 견고해지고 있다. 이로 인해 판매자 유입이 증가하면서 네이버 스마트스토어 가맹점수는 2분기말 기준 30만개에 달했고 올해 상반기 네이버쇼핑 거래액은 약 10조원 규모로 확대되었다. 다른 인터넷쇼핑 업체들과는 달리 데이터 웨어하우스를 목표로 하는 네이버쇼핑은 CPM/CPC/CPS 광고, 결제 수수료 등의 수익 모델을 통해 향후에도 네이버의 성장을 견인할 것으로 보인다.

도표 49. 네이버 스마트스토어 가맹점수



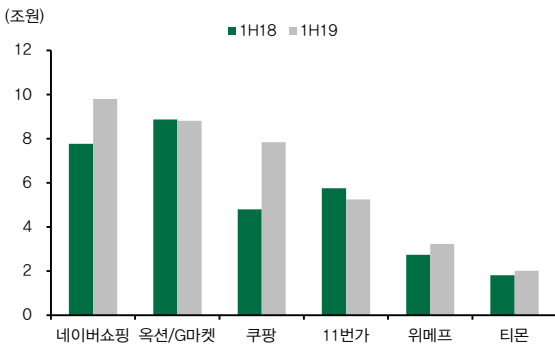
자료: 네이버, DB금융투자

도표 50. 네이버 쇼핑 방문자수



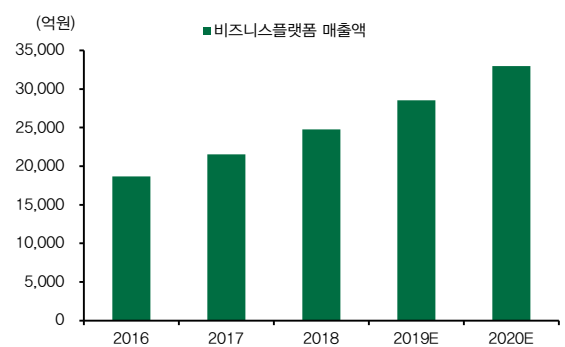
자료: 네이버, DB금융투자

도표 51. 주요 인터넷쇼핑업체 거래액



자료: 와이즈앤, DB금융투자

도표 52. 네이버 비즈니스플랫폼 매출액



자료: 네이버, DB금융투자

Appendix. 네이버쇼핑 매출 구분

네이버쇼핑을 통해 발생하는 매출은 커머스로 분류하지 않고 성격에 따라 광고, 비즈니스 플랫폼, 그리고 IT 플랫폼으로 나뉜다. 기본적으로 네이버쇼핑 내 배너 DA는 광고료를 CPM 방식으로 광고 매출로 분류된다. 그리고 네이버쇼핑에는 크게 CPC 입점, CPS 입점, 그리고 스마트스토어 입점 방식이 있는데, 먼저 1) CPC 패키지 입점은 상품을 클릭하여 입점사 쇼핑물로 넘어갈 때마다 클릭당 일정 금액이 부과되며 이는 비즈니스플랫폼 매출로 잡힌다. 2) CPS 패키지 입점은 매월 고정비와 네이버 쇼핑을 통한 매출액의 부분을 판매수수료로 부과하고 이는 비즈니스플랫폼 매출로 분류된다.

그리고 3) 간편한 입점 절차를 통해 쇼핑물을 운영할 수 있게 해주는 소호물 오픈 마켓 서비스인 스마트스토어 입점은 네이버페이 결제 수수료를 받고 이는 IT플랫폼 매출로 분류된다. 스마트스토어에 입점한 쇼핑물이 네이버쇼핑과 연동된 판매에 대해서는 매출연동수수료를 추가로 부과하는데 이는 CPS 방식 비즈니스플랫폼 매출로 인식된다.

도표 53. 네이버 쇼핑 CPC 패키지 입점 수수료

클릭당 단가 : 상품 가격대 / 카테고리별 CPC수수료 + 10원 (최저수수료)

가격대 상황군		수수료율
상품 가격대		
1만원 이하		0.2%
1만원 초과 ~ 5만원 이하		0.01%
5만원 초과 ~ 20만원 이하		0.001%
20만원 초과 ~ 50만원 이하		0.0001%
50만원 초과 ~ 100만원 이하		0%
100만원 초과		0%

일반 상황군		수수료율
상품 가격대		
1만원 이하		0.15%
1만원 초과 ~ 3만원 이하		0.1%
3만원 초과 ~ 4만원 이하		0.02%
4만원 초과 ~ 6만원 이하		0.01%
6만원 초과 ~ 10만원 이하		0.01%
10만원 초과 ~ 100만원 이하		0%
100만원 초과		0%

100만원 초과인 상품은 100만원까지는 위의 비율로 적용되며, 그 초과액의 금액구간에 대해서는 0%를 적용합니다.

자료: 네이버, DB금융투자

도표 54. 네이버 쇼핑 CPS 패키지 입점 수수료

입점형태	대상업체	패키지내용	고정비	수수료
프리미엄 패키지	종ial물 카테고리	패키지 공통 서비스 영역	1,200만원	2%
준중형물 패키지	준중형물 규모 이프고 준중형물 규모의 복수 카테고리 상품들 취급하는 쇼핑물	패키지 공통 서비스 영역	700만원	2%
전문물 패키지	일반 전문물 (특정된 일부 카테고리 상품 판매)	패키지 공통 서비스 영역 단, 카테고리 하나 추가시 고정비 200만원 증액 (각 전문물별 입점 카테고리는 별도 협의)	300만원	2%
	티켓 전문물 (공연, 티켓 카테고리 상품 판매)	패키지 공통 서비스 영역	300만원	1%
	연세 전문물 (연세 상품 판매)	패키지 공통 서비스 영역	500만원	-

자료: 네이버, DB금융투자

도표 55. 스마트스토어 네이버 쇼핑 연동 수수료



자료: 네이버, DB금융투자

도표 56. 스마트스토어 수수료

입점/등록/판매 수수료
· 무료
네이버쇼핑 매출 연동수수료 (VAT 포함)
· 2%
네이버페이 결제수수료 (VAT 포함)
· 신용카드: 3.74%
· 계좌이체: 1.65%
· 무통장입금(가상계좌): 1% (최대 275원)
· 후대금 결제: 3.85%
· 네이버페이 포인트: 3.74%

자료: 네이버, DB금융투자

카카오, 채팅목록 DA에서 결제까지

특 비즈니스로 커머스에서 카카오 영향력 강화될 것

카카오의 커머스 관련 사업은 선물하기, 메이커스, 카카오프렌즈, 쇼핑하기, 카카오타일, 장보기, 주문하기, 파머, 다음쇼핑, 카카옴의 음원 및 음반 유통 등이 있다. 직매/중개 방식이 혼재되어 있는 선물하기/메이커스/파머의 매출은 특비즈, 광고 모델인 스타일, 장보기, 다음쇼핑 등은 포털비즈, 그리고 프렌즈와 M은 IP 비즈니스 및 기타로 매출이 분류된다. 현재 카카오 커머스 사업의 메인은 빠르게 성장하고 있는 선물하기이며 2018년 기준 선물하기의 거래액은 1.5조원 규모로 추산된다. 수수료율 10% 적용 시 선물하기에서 발생하는 매출액은 1,500억원 규모로 보이고 이는 카카오 커머스 매출의 47%, 특비즈 매출의 24% 수준이다.

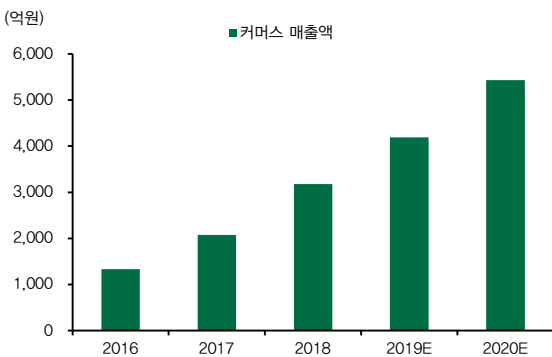
선물하기, 메이커스 등에 힘입어 커머스 사업은 견조한 성장세를 유지할 것으로 예상되는 가운데 커머스에서 카카오의 영향력은 DA를 중심으로 한 신규 특 비즈니스에 힘입어 향후 더욱 강화될 것으로 보인다. 특 비즈니스는 유저들이 가장 많이 사용하는 채팅목록탭에서의 DA 노출이 카카이가 구축한 채널(카카오페이/시챗봇/싱크 등)을 통해 유저 액션(상품구매/회원가입/예약 등)으로 이어질 수 있게하는 새로운 카카오의 비즈니스 모델이다.

도표 57. 카카오 커머스 관련 매출 구분

법인	카카오 지분율	사업	매출분류
카카오 커머스	100%	선물하기, 스토어, 카카오파머 카카오타일, 카카� 장보기, 다음쇼핑	특비즈 포털비즈
카카오X	97.20%	카카오프렌즈 캐릭터 온오프라인 유통	IP 비즈니스 및 기타
카카오 메이커스	100%	주문형 상품 모바일, 온라인 판매	특비즈
카카오 M	100%	음원/음반 유통	IP 비즈니스 및 기타

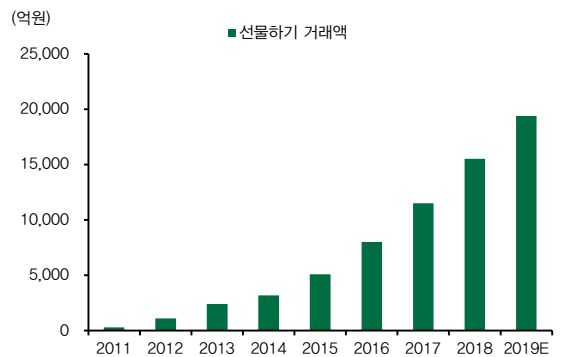
자료: 카카오, DB금융투자

도표 58. 카카오 커머스 매출액 추이



자료: 카카오, DB금융투자

도표 59. 카카오 선물하기 거래액 추이



자료: 카카오, DB금융투자

채널간의  
시너지로 광고,  
페이지에서  
성과를 낼 수  
있을 것

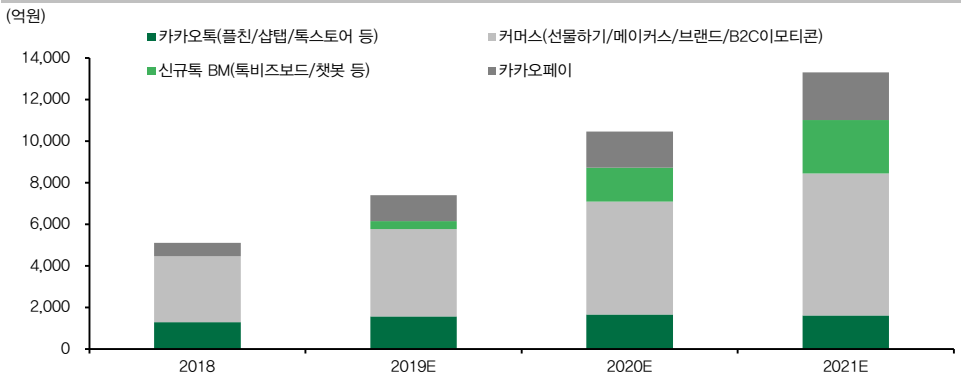
이로 인해 카카오는 이용자 데이터에 기반한 DA를 통해 상품을 발견하고, AD부로 상품을 살펴본 후, 카카오페이를 통하여 원스탑으로 상품 구매하는 짧은 동선과 간결한 사용자 경험을 제공하는 DA가 브랜드뿐만 아니라 구매전환까지 이어질 수 있는 구조를 구축하였다. 특 비즈보드는 소비자 데이터 중심으로 전환되고 있는 커머스 시장에서 카카오의 메가 트래픽을 기반으로 영향력을 확대할 수 있을 것으로 보이며 카카오는 구축한 채널간의 시너지를 통해 광고, 페이지 등에서 성과를 낼 수 있을 것으로 판단된다.

도표 60. 카카오 특 비즈보드 구조



자료: 카카오, DB금융투자

도표 61. 카카오톡 특비즈 매출 추이 및 전망



자료: DB금융투자

## V. 금융, 간편결제 and Beyond

### 네이버 & 카카오, 금융산업에서의 홍보에 주목

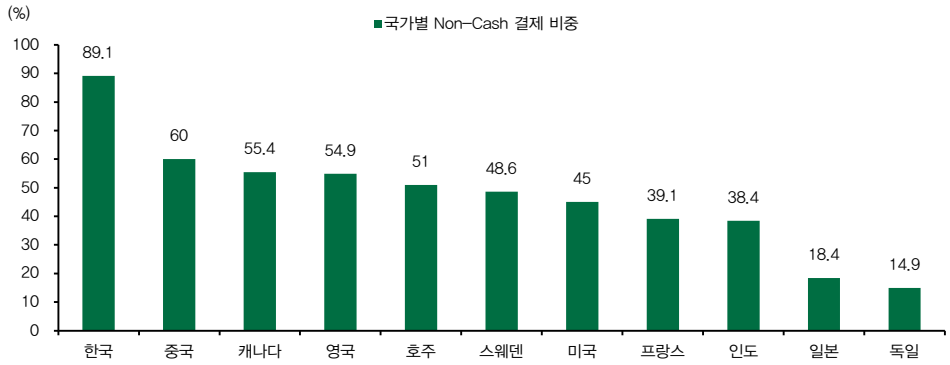
#### 네이버 & 카카오, 간편 결제로 가맹점 수수료 시장으로 영역 확대 중

현금 없는  
사회로의  
이행은 공통된  
변화

빠르게 영역을 확대하고 있는 디지털 경제의 영역 중에서 세간의 주목을 받고 있는 부분은 통화의 디지털화이다. 현금 사용의 비효율성에서 발생하는 직접적/사회적 비용이 제거되는 만큼 경제가 더 성장할 수 있고 핀테크 산업을 중심으로 신성장 동력이 마련될 수 있기 때문에 현금 없는 사회로의 이행은 모든 나라들이 경험하게 되는 공통된 변화일 것이다.

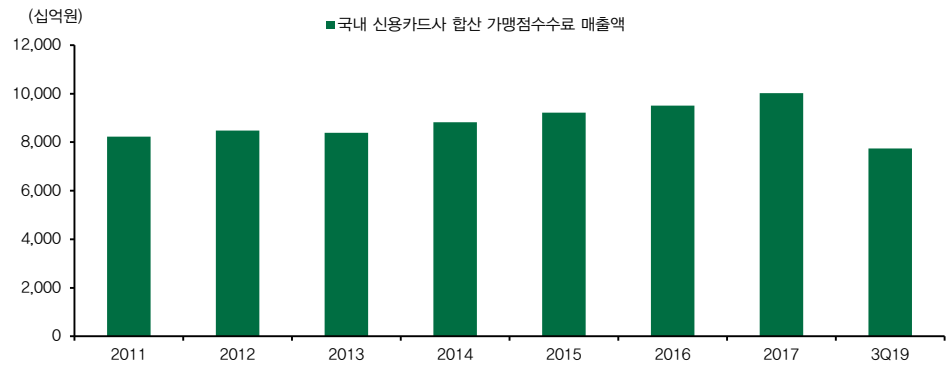
우리나라는 신용카드, 간편 결제 등 비현금 결제 인프라 저변이나 소비자의 비현금 결제 방식 사용 측면에서 앞서 있다. METI에 따르면 우리나라 가구당 지출에서 비현금 결제가 차지하는 비중은 이미 90%에 육박했으며 가까운 일본이 18.4% 수준인 것과는 대조적인 모습이다. 네이버와 카카오는 휴대폰 결제/계좌이체/신용카드 등 결제수수료를 비즈니스 모델로 하는 간편결제 서비스를 제공하며 신용카드사 등의 비현금결제 서비스 사업자들의 가맹점 수수료 시장으로 영역을 확대하고 있다.

도표 62. 국가별 비현금 결제 비중



자료: METI, DB금융투자

도표 63. 국내 신용카드사 합산 가맹점수수료 매출액 추이



자료: METI, DB금융투자

간편결제만으로는 힘들

간편결제는  
수익이  
발생하기 힘든  
구조

네이버는 최근 독립법인으로 분사한 네이버 파이낸셜을 통해, 카카오는 카카오페이를 통해 간편결제를 비롯한 핀테크 사업을 진행 중이다. 간편 결제는 다양한 결제수수료율에 따라 결제수수료를 매출로 인식한다. 그리고 카드사/은행/통신사 등에 대한 수수료, 제공 포인트, 그리고 마케팅 등이 비용으로 반영된다. 네이버페이와 신용카드 결제를 기준으로 카드사 수수료 2.5~3%, PG사 수수료 약 0.5%, 포인트 적립 0.6% 등을 감안하면 수익이 발생하기 힘든 구조이다.

신용카드사를 거치지 않는 직접 결제 비중이 확대된다면 이야기가 달라질 수 있겠지만 여의치 않아 보인다. 이는 신용카드 사용자들은 카드사로부터 다양한 혜택을 받고 있기 때문이다. 신용카드사들은 고객 유치 및 유지를 위해 제휴 할인, 마일리지 적립, 포인트 제공 등 다양한 형태로 사용자들에게 혜택을 제공하고 있으며 이와 관련하여 카드사 전체 매출 대비 65% 수준을 카드비용 및 판관비로 지출하고 있다.

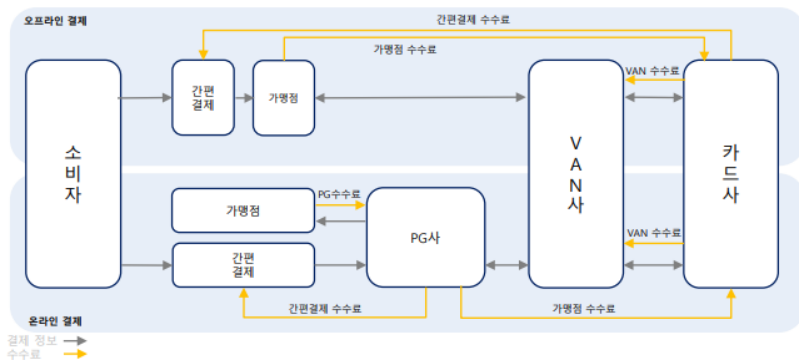
카드수수료 인하의 영향으로 가맹점 수수료제 수익 저하가 불가피한 상황에서 신용카드사들이 마케팅 비용을 감축하면서 제공 혜택은 점차 줄어들것으로 보인다. 하지만 여전히 신용카드 사용의 메리트가 있기 때문에 간편결제 업체들이 편의성 외에도 사용자에게 직접 결제로 넘어갈 만한 요인을 제공하지 않는 이상 신용카드를 모바일 기기에 연결하여 간편 결제를 사용하는 방식이 메인스트림이 될 것으로 보인다. 따라서, 국내에서 간편 결제만으로는 유의미한 수익 창출이 쉽지 않을 것으로 예상된다.

도표 64. 네이버페이 수단 별 수수료

결제수단	수수료(VAT포함)
휴대폰 결제	3.85%
계좌이체	1.65%
신용카드	3.74%
가상계좌	1%(최대 275원)
보조결제	3.74%

자료: 네이버, DB금융투자

도표 65. 간편결제의 결제 프로세스



자료: BNK금융경영연구소, DB금융투자

도표 66. 국내 신용카드사 합산 실적 추이

(단위: 십억원 %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q18 누적
<b>수익합계</b>	<b>18,371</b>	<b>18,527</b>	<b>19,899</b>	<b>21,602</b>	<b>22,109</b>	<b>23,514</b>	<b>18,271</b>
이자수익	116	255	322	299	232	225	199
<b>카드수익</b>	<b>16,436</b>	<b>16,996</b>	<b>17,841</b>	<b>19,717</b>	<b>20,398</b>	<b>20,713</b>	<b>16,259</b>
가맹점수수료	8,479	8,865	9,659	10,730	11,045	11,678	9,034
할부카드수수료	1,629	1,440	1,351	1,319	1,379	1,450	1,194
현금서비스수수료	1,300	1,247	1,159	1,178	1,155	1,139	862
카드론수익	2,009	2,213	2,502	2,932	3,229	3,399	2,803
기타	3,018	3,231	3,171	3,558	3,590	3,058	2,374
할부금융수익	155	140	119	116	131	182	167
리스수익	170	171	194	293	255	271	273
신기술금융수익	1	0	0	0	0	0	0
기타	1,494	957	1,418	1,175	1,091	2,123	1,373
<b>비용합계</b>	<b>15,473</b>	<b>16,204</b>	<b>17,009</b>	<b>19,007</b>	<b>19,466</b>	<b>20,664</b>	<b>16,422</b>
이자비용	1,893	1,841	1,786	1,770	1,625	1,609	1,345
카드비용	8,867	9,135	9,695	11,062	11,695	12,302	9,629
리스비용	82	87	114	212	180	202	224
신기술금융비용	0	0	0	9	0	0	0
판매비와 관리비	2,362	2,538	2,672	3,050	3,023	3,113	2,276
기타	2,256	2,586	2,725	2,886	2,917	3,409	2,927
할부금융비용	12	16	16	19	26	30	21
<b>영업이익</b>	<b>2,899</b>	<b>2,323</b>	<b>2,890</b>	<b>2,595</b>	<b>2,643</b>	<b>2,850</b>	<b>1,849</b>
<b>영업이익률</b>	<b>15.8</b>	<b>12.5</b>	<b>14.5</b>	<b>12.0</b>	<b>12.0</b>	<b>12.1</b>	<b>10.1</b>

자료: DB금융투자

## 네이버페이, 국내 간편결제는 그저 거들 뿐

결제는 쇼핑  
여정의 동반자

네이버에게 국내에서 간편 결제는 결제 수수료 시장으로의 영역 확대를 통한 수익 창출보다는 쇼핑을 강화하려는 목적이 더 큰 것으로 판단된다. 네이버페이가 계산대 역할을 해줌으로서 검색/구매/결제를 원스탑으로 수행할 수 있는 네이버쇼핑의 구매 여정 구조를 뒷받침해주는 것이다. 쇼핑과 시너지가 나면서 네이버페이의 사용처는 빠르게 확대되고 있다.

현재 네이버페이의 사용처는 쇼핑 28.8만 개, 디지털 콘텐츠 16개, QR코드 결제 29.9만개, 예약 1.7만개이다. 특히 네이버가 네이버페이의 일상화를 위해 오프라인 사용처 확대에 집중하면서 QR 코드 결제가 최근 6개월동안 260% 증가했다. 사용처 증가 및 활성화에 힘입어 네이버페이는 월 사용자 수 천만 명, 인당 월 결제 건수 4회, 월 결제액 1.4조원을 넘어서는 등 견조한 성장세를 시현하고 있다.

이처럼 네이버페이는 쇼핑과의 시너지를 통해 지속 활성화되고 있다. 하지만 현재 네이버페이에게 국내 간편결제 사업은 수익 모델은 아니다. 향후 네이버페이는 온/오프라인 간편결제의 일상화를 통해 확보된 트래픽을 활용하여 미래에셋대우 그룹과 함께 오픈뱅킹 서비스 확장, 대출 중개 등의 금융 포트폴리오 론칭을 통해 수익 구조를 만들어갈 것으로 보인다.

네이버페이가  
IT플랫폼의  
가파른 매출  
성장 견인

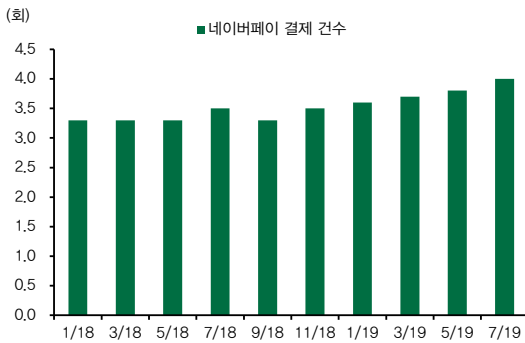
네이버페이의 매출은 클라우드/웹스와 함께 IT플랫폼으로 분류된다. 클라우드/웹스의 비중은 아직까지 크지 않으며 네이버페이가 IT플랫폼의 가파른 매출 성장을 견인하고 있다. 간편결제의 영향력이 지속 확대되고 있는 가운데 네이버페이는 향후에도 이용자 트래픽 및 이를 활용한 신규 수익 비즈니스 모델에 힘입어 성장세를 유지할 것으로 판단된다.

도표 67. 네이버의 쇼핑 데이터 흐름

상품 참고	진열대	계산대	배송
스마트스토어	쇼핑검색/윈도/쇼핑판	네이버페이	물류/오프라인 매장
상품/속성 데이터	검색/탐색/유저 선호 데이터	결제 데이터	배송 데이터

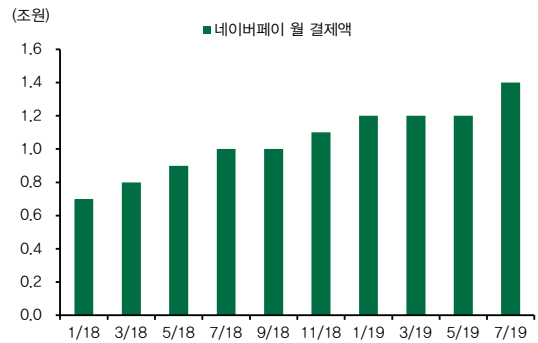
자료: 네이버, DB금융투자

도표 68. 네이버페이 월별 결제 건수 추이



자료: 네이버, DB금융투자

도표 69. 네이버페이 월 결제액 추이



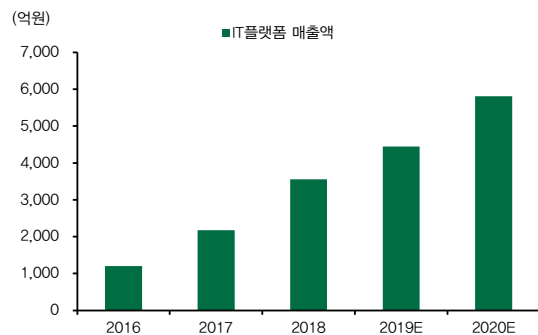
자료: 네이버, DB금융투자

도표 70. 네이버페이 온라인 가맹점수 추이



자료: 네이버, DB금융투자

도표 71. 네이버 IT플랫폼 매출액 추이



자료: 네이버, DB금융투자

네이버, LINE 페이로 현금없는 사회로의 변화를 본격화하는 일본에서 기회를 모색

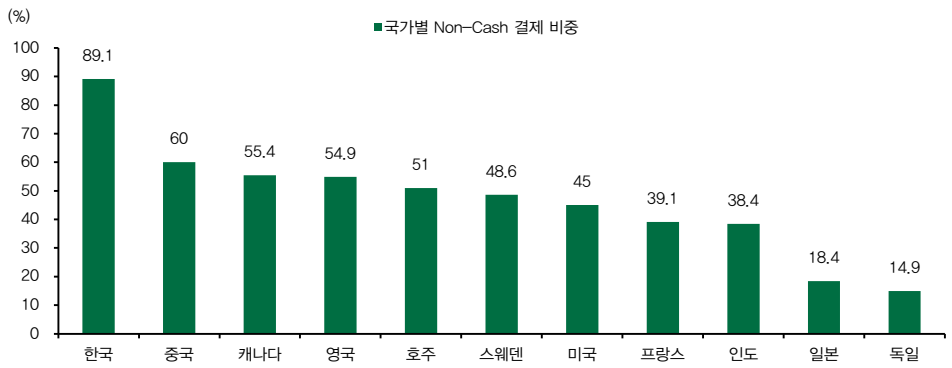
일본은 비현금  
결제 방식 사용  
측면에서  
뒤쳐진 상황

대부분의 선진국과 비교했을 때 일본은 비현금 결제 인프라나 소비자의 비현금 결제 사용 측면에서 뒤쳐져있다. METI에 따르면 일본 가구당 지출에서 비현금 결제가 차지하는 비중은 약 18% 수준이다. 아시아 지역에서 현금없는 사회를 주도하고 있는 한국과 중국 대비 크게 낮은 모습이며 이는 일본의 비현금 결제 인프라 부족 및 완만한 IT 인프라 개발 속도에 기인한다. 그리고 ATM의 접근 용이성, 낮은 절도 범죄율, 그리고 빚을 지기 싫어하는 일본인들의 성향, 잦은 자연 재해 등도 아직까지 일본이 현금 기반 사회에 머물러 있는 요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다.

다양한결제  
방식 도입에  
대한 필요성  
부각 중

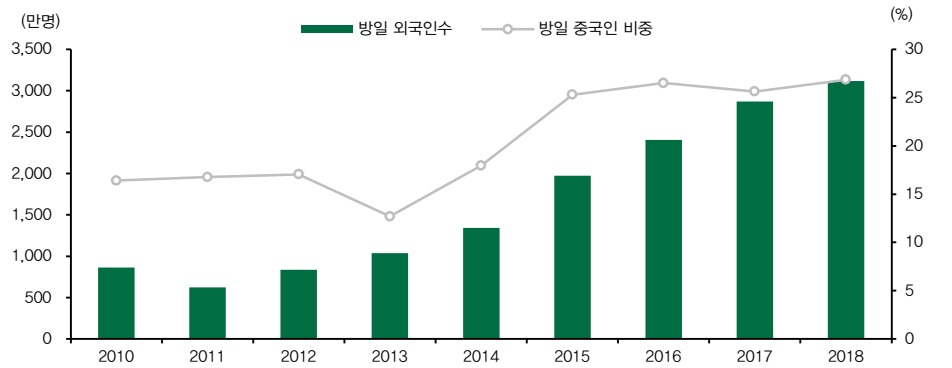
하지만 방일 관광객이 지속 증가하고 있는 상황에서 현금 외에 다른 여러 수단의 결제 방식 도입에 대한 필요성이 부각되고 있다. 방일 관광객 대상 설문조사에 따르면 상점들이 신용카드를 받았다면 추가적인 지출을 할 의향이 있는가에 대한 질문에 66% '그렇다'라고 답변했다. 특히 방일 관광객 증가를 견인하고 있는 중국인 중 80%가 긍정적인 반응을 보였다.

도표 72. 국가별 비현금 결제 비중



자료: METI, DB금융투자

도표 73. 방일 외국인수 및 중국인 비중 추이



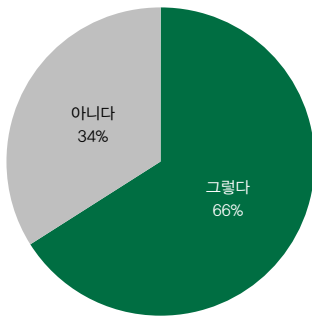
자료: Japan National Tourism Organization, DB금융투자

매출 손실을  
완화하기 위해  
여러가지 결제  
방식 도입을  
본격화

방일 중국인 증가에 따라 상점들이 매출 확대를 위해 신용카드, 위챗, 알리페이 등 다양한 결제 방식 도입을 원하는 수요가 촉발되었고 2020년 도쿄 올림픽을 앞두고 일본 정부와 큰 규모의 사업자들은 결제 방식 부재로 인한 매출 손실을 완화하기 위해 여러가지 결제 방식 도입을 본격화하고 있다. 하지만 현금 결제 비중이 높은 일본인 고객이 대부분인 작은 사업자들은 비현금 결제 방식 도입에 대한 의지가 약한 상황이다. 일본 정부는 비현금 방식으로 결제하는 소비자들에게 세금 등의 혜택을 주는 방향으로 유도할 것으로 알려졌다.

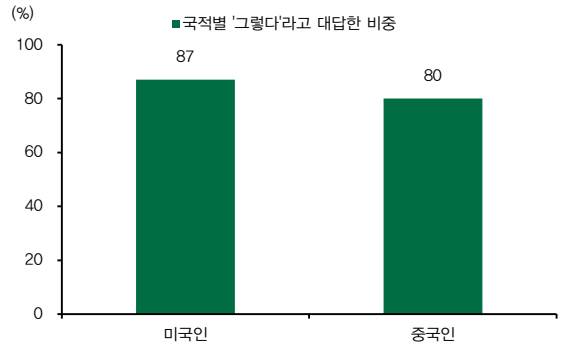
도표 74. 방일 관광객의 결제 방식 다양화에 따른 지출 의향

상점들이 신용카드를 받았다면 추가 지출 의향이 있는가?



자료: Economist Corporate Network 2018, DB금융투자

도표 75. 긍정적으로 답변한 미국/중국인 비율



자료: Economist Corporate Network 2018, DB금융투자

도표 76. 일본 택시는 다양한 결제 방식 도입



자료: DB금융투자

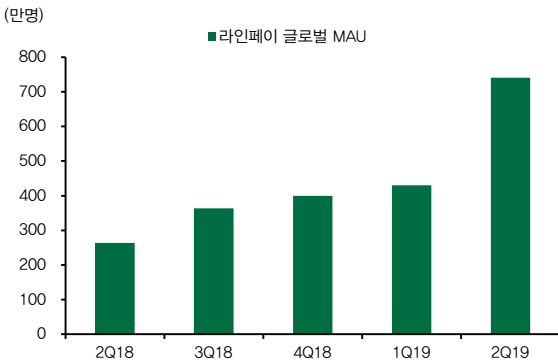
일본에서  
LINE페이로  
기회를 모색

일본 모바일 메신저 M/S 1위인 LINE은 현금없는 사회로의 변화를 본격화하는 일본에서 LINE페이로 기회를 모색하고 있다. 민간 결제의 80% 이상이 현금으로 이루어지는 특이한 구조의 일본은 정부가 뒷받침하는 비현금 결제 방식 활성화에 힘입어 향후 간편결제 시장이 크게 확대될 것으로 예상된다.

일본 간편결제  
시장 경쟁 치열

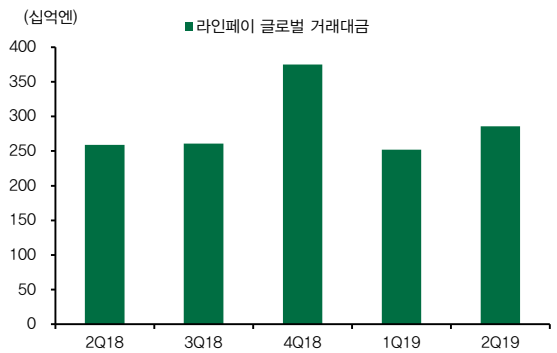
LINE페이는 2018년 기준 일본 내 가맹점 113만 개 이상을 보유하고 있고 글로벌 시장 거래액은 1조 687억엔을 기록했다. 일본에서는 현재 LINE의 LINE페이, 야후재팬/소프트뱅크의 페이페이, 라쿠텐의 라쿠텐페이가 간편결제 시장의 메인 플레이어이며 주도권을 차지하기 위해 프로모션 등을 통한 경쟁이 치열해지고 있는 상황이다. 페이페이는 올해 들어 가입자수가 2배 증가하고 결제건수도 큰 폭으로 증가하는 등 두각을 나타내고 있다.

도표 77. LINE페이 글로벌 MAU



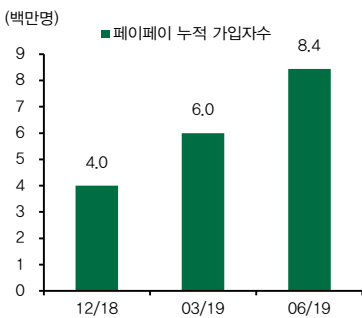
자료: LINE DB금융투자

도표 78. LINE페이 분기별 거래대금 추이



자료: LINE, DB금융투자

도표 79. 페이페이 누적 가입자수 추이



자료: 야후재팬 DB금융투자

도표 80. 페이페이 누적 결제건수 추이

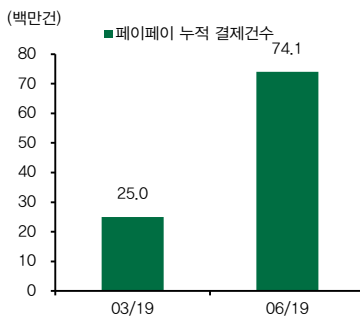
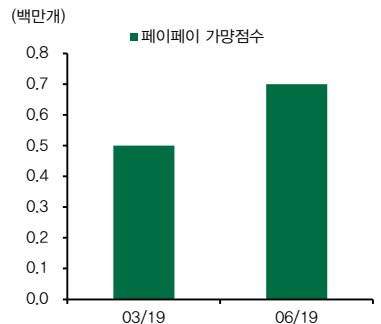


도표 81. 페이페이 누적 가맹점수 추이



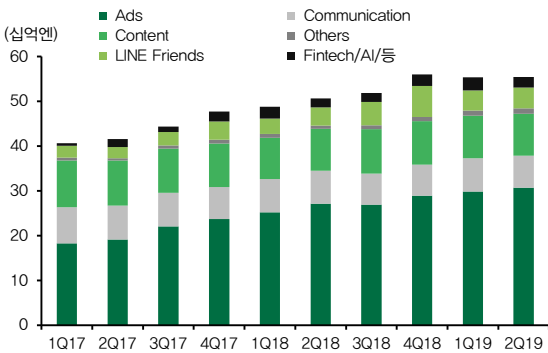
LINE페이 관련  
비용 확대로  
수익성 악화

광고 등 LINE의 대부분 사업 매출액은 꾸준히 증가하는 모습을 보이고 있다. 하지만 페이 관련 비용 확대의 영향으로 전반적인 수익성은 악화되었다. 비용은 내년까지 확대되는 추세가 이어질 것으로 보인다. 인건비 증가세는 완화되나 LINE페이 및 금융사업 진출 관련 투자 비용이 계속 지출될 것으로 예상된다. LINE 실적을 연결로 반영하는 네이버에게는 부담 요인이다.

LINE의 금융  
신사업은 향후  
네이버의  
성장동력

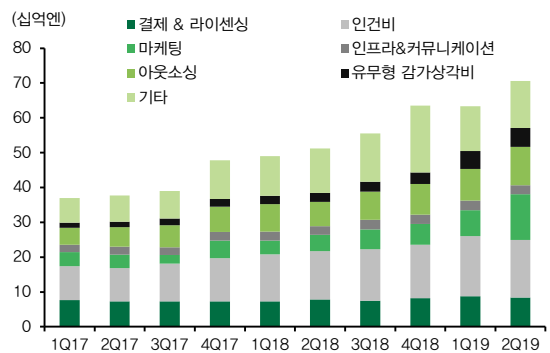
LINE 페이외에 금융사업 관련 진행 상황은 LINE 파이낸셜 설립을 통해 은행, 증권 등 금융사업이 준비 중이다. 은행업은 일본에서는 은행 준비 회사가 발족했고 내년 중 영업이 시작된다. 대만은 내년 초부터 서비스 가능할 것으로 보인다. 증권업은 노무라증권과 협업 중이며 초기 시스템 투자가 집행되고 있다. 그리고 일본 미즈호은행과 협업하여 단기리테일론을 취급하는 LINE크레딧도 서비스를 시작했다. 내년부터 금융신사업의 가시적인 성과가 나오고 21년부터는 흑자전환을 기대할 수 있을 것으로 보인다. LINE의 전략사업은 네이버의 중장기 성장동력으로서의 역할을 할 것으로 보인다.

도표 82. LINE 매출 Breakdown 추이



자료: LINE DB금융투자

도표 83. LINE 비용 Breakdown 추이



자료: LINE, DB금융투자

도표 84. LINE과 미즈호 은행 준비회사 설립



자료: 연합뉴스, DB금융투자

도표 85. LINE과 노무라증권의 협업



자료: 언론보도, DB금융투자

**카카오페이, 특비즈보드와의 시너지 및 향후 확대될 금융 비즈니스가 관전 포인트**

관전포인트는  
특비즈보드 등  
커머스와의  
시너지 그리고  
향후 확대될  
금융 비즈니스

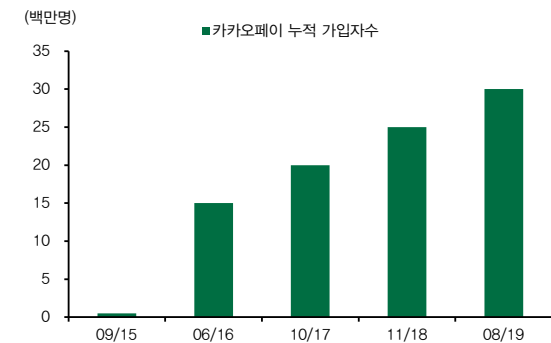
카카오페이는 결제/송금/청구서/멤버십/인증/투자 등의 생활금융서비스를 제공하고 있다. 전국민이 사용하는 카카오톡에 임베디드되어 있어 접근성이 용이하다는 점이 경쟁력이며 현재 누적 가입자 3천만명+, MAU 1.9천만명+, 그리고 올해 1분기 거래액 11.4조원+으로 빠르게 성장하고 있다.

하지만 카카오페이는 아직까지 수익 모델은 아니다. 결제는 신용카드나 가상계좌 기반의 온라인 결제, 그리고 가상계좌 기반의 QR/Bar 코드 결제의 간편결제 서비스를 제공하고 있는데 전연한 바와 같이 신용카드 기반의 간편결제는 수익화가 어려운 구조이다. 카카오페이는 PG 라이선스를 보유하고 있어 자체 PG 가맹점에 대해서는 수수료를 절감하고 있지만 다른 수수료, 마케팅비, 운영비 등이 여전히 부담 요인이다.

카카오페이 거래액의 절반 이상을 차지하는 가상계좌(카카오페이) 기반의 간편송금 서비스는 송금에 대해서는 수수료를 받고 있지 않다. 따라서 가상계좌에서 가상계좌로의 송금을 제외한 transaction에 대해서는 펌핑수수료가 발생하고 이는 카카오페이가 지급하고 있기 때문에 간편송금 서비스는 큰 규모의 적자를 내고 있는 것으로 파악된다.

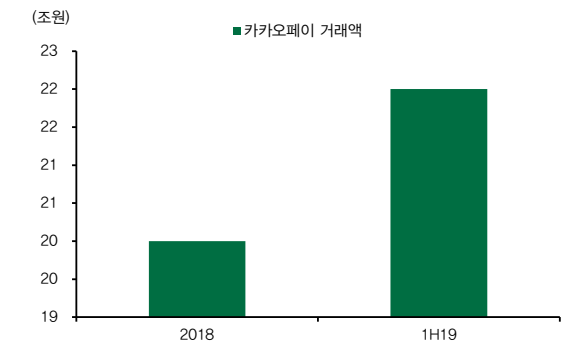
카카오페이의 관전포인트는 특비즈보드 등 커머스와의 시너지, 그리고 향후 확대될 금융 비즈니스라고 판단된다. 먼저, 카카오가 제공하는 비즈니스 서비스 중에서 카카오페이는 DA가 구매까지 간결하게 이어지게 하는 동선을 완성하면서 카카오의 광고 및 커머스 사업과의 시너지를 창출해 나갈 것으로 보인다. 그리고 향후 증권업 라이선스 취득을 통해 가상계좌 활성화가 가능해지면 예치금을 기반으로 자산관리, 투자, 대출 등의 여러 금융 서비스 제공하고 이와 더불어 은행들에게 지급하는 수수료를 절감하여 수익화에 가까워질 수 있을 것으로 보인다.

**도표 86. 카카오페이 누적 가입자수 추이**



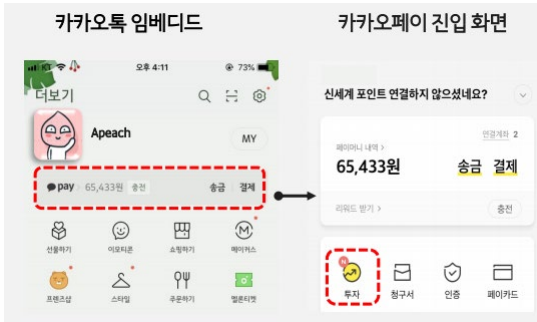
자료: 카카오, DB금융투자

**도표 87. 카카오페이 거래액 추이**



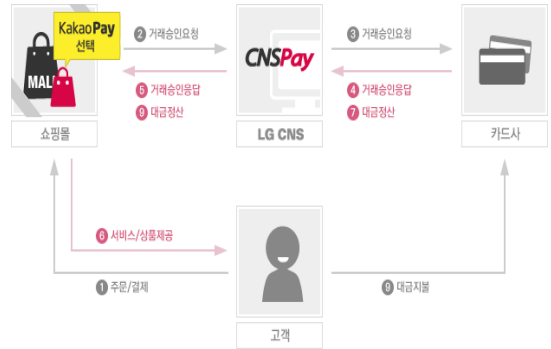
자료: 카카오, DB금융투자

도표 88. 카카오톡에 임베디드된 카카오페이



자료: 카카오, DB금융투자

도표 89. 카카오페이 신용카드 간편결제 흐름



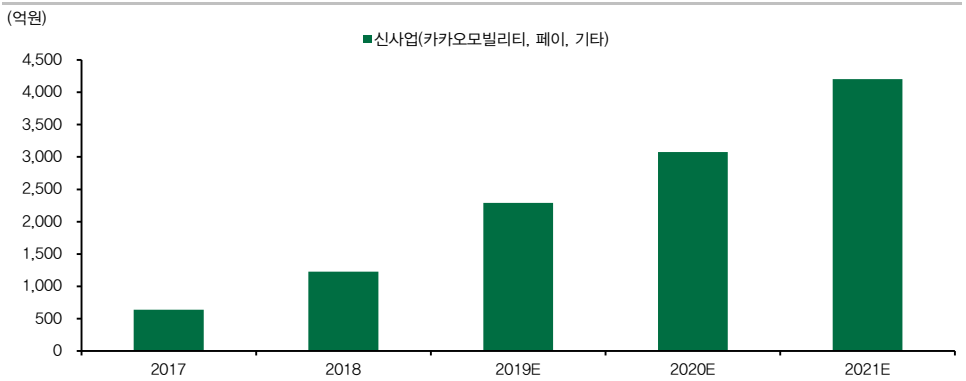
자료: 카카오, DB금융투자

도표 90. 카카오페이 주요 성과

구분	내용	성과	구분	내용	성과
결제	온라인 가맹점수	16,000개+	인증	주 이용 연령대	남성 30대
	오프라인 가맹점수	200,000개+		서비스 유효기간	2년
	페이카드 누적 발급수	100만개+		비용 절감 효과	900억
	실제카드 등록률	80%+	주 사용처	자동이체 출금 등의 등	
	페이카드 20대 고객 비율	50.50%	멤버십	멤버십 가입자수	630만
송금 투자	2018년 연간 거래액	10조원+		월 거래 포인트	10억
	주 연령대	20-30대		월 바코트 인식 건수	190만
	1인당 1회 투자 금액	소액투자 59%	주 이용 연령대	여성 20-30대	
	인기 투자상품	아파트담보	청구서	1년간 전자고지 건수	2,300만
총 투자금액	400억	1년간 절감 비용		115억	
	투자 모집 완료 시간	1 시간내			

자료: 카카오, DB금융투자

도표 91. 카카오페이 신사업 매출액 추이 및 전망

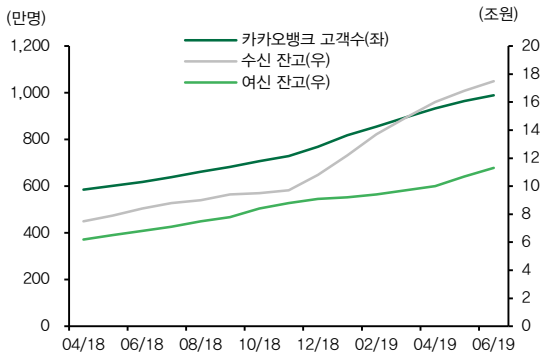


자료: 카카오, DB금융투자

카카오뱅크, 향후 행보 주목

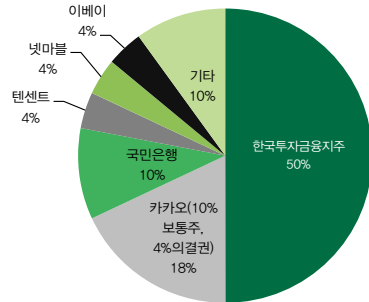
카카오뱅크는 은행 산업에서 영역을 확대하고 있다. 카카오뱅크는 2017년 7월 27일 출범 후 빠르게 성장하여 올해 6월 기준 여신 잔고 11.3조원, 고객 990만명을 확보하였으며 올해 1분기 기준으로 국내 가계 대출 시장에서 1.4%, 신용 대출에서는 4.1%의 비중을 차지하고 있다. 카카오뱅크는 흑자 기초를 유지하고 있으며 상반기 누적 96억원에 순이익을 기록한 것으로 알려졌다.

도표 92. 카카오뱅크 고객수 및 여신잔고 추이



자료: 카카오, DB금융투자

도표 93. 카카오뱅크 지분구조



자료: 카카오, DB금융투자

도표 94. 국내 가계 대출 시장에서 카카오뱅크의 침투율

(단위: 십억원 %)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
<b>국내 가계 대출 총계</b>	<b>629,214</b>	<b>644,251</b>	<b>659,527</b>	<b>667,758</b>	<b>680,612</b>	<b>694,844</b>	<b>712,064</b>	<b>717,725</b>
주택담보	448,894	456,927	463,712	468,350	474,329	482,948	493,609	500,723
신용대출 등	180,320	187,324	195,815	199,408	206,283	211,896	218,455	217,002
<b>시중 은행 가계 대출 총합</b>	<b>628,613</b>	<b>640,935</b>	<b>654,050</b>	<b>660,873</b>	<b>672,675</b>	<b>685,874</b>	<b>701,717</b>	<b>706,571</b>
주택담보	448,894	456,927	463,712	468,255	474,056	482,451	492,768	499,537
신용대출 등	179,720	184,008	190,338	192,619	198,620	203,423	208,950	207,034
<b>인터넷 은행 가계 대출 총합</b>	<b>600</b>	<b>3,316</b>	<b>5,478</b>	<b>6,885</b>	<b>7,937</b>	<b>8,970</b>	<b>10,347</b>	<b>11,154</b>
주택담보	0	0	0	96	273	497	842	1,186
신용대출 등	600	3,316	5,478	6,790	7,663	8,473	9,505	9,968
<b>카카오뱅크</b>	<b>0</b>	<b>2,660</b>	<b>4,622</b>	<b>5,856</b>	<b>6,806</b>	<b>7,789</b>	<b>9,083</b>	<b>9,666</b>
주택담보	0	0	0	96	273	497	841	1,185
신용대출 등	0	2,660	4,622	5,761	6,533	7,292	8,241	8,481
<b>인터넷 은행 가계 대출 침투율</b>	<b>0.1</b>	<b>0.5</b>	<b>0.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>
주택담보	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
신용대출 등	0.3	1.8	2.8	3.4	3.7	4.0	4.4	4.6
<b>카카오뱅크 가계 대출 침투율</b>	<b>0.0</b>	<b>0.4</b>	<b>0.7</b>	<b>0.9</b>	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>
주택담보	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
신용대출 등	0.0	1.4	2.4	3.0	3.3	3.6	3.9	4.1

자료: 금융통계정보시스템, DB금융투자

카카오뱅크는 편의성에 기반한 성장과 더불어 앞으로도 주주사들과의 협력(카카오 유니버셜 포인트, 소상공인 대출)을 통한 차별화, 생활에 밀착된 카카오의 트래픽 데이터를 활용(카카오 스코어링)한 대출 영역 확대 등으로 은행 산업에서 영역을 넓혀나갈 수 있을 것으로 보인다. 그리고 신용카드 사업 진출을 통한 사업 다각화도 진행 예정이다. 다만 여신 중심의 성장을 위해 추후 자본 확충이 필요하고 이와 관련하여 최대주주로 올라설 카카오의 역할이 향후 주요 관전 포인트이다.

도표 95. 카카오뱅크 실적추이

(단위: 억원 %)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
<b>I/S</b>								
<b>영업수익</b>	<b>158</b>	<b>515</b>	<b>763</b>	<b>918</b>	<b>1,087</b>	<b>989</b>	<b>1,348</b>	<b>1,648</b>
이자수익	113	376	544	667	795	934	1,015	1,165
수수료수익	38	132	187	214	247	31	225	295
공정가치측정 거래이익	5	4	11	33	42	23	102	181
기타 영업수익	2	3	21	4	3	1	6	7
<b>영업비용</b>	<b>639</b>	<b>890</b>	<b>847</b>	<b>914</b>	<b>1,034</b>	<b>878</b>	<b>1,284</b>	<b>1,638</b>
이자비용	44	134	195	262	315	333	470	622
수수료비용	216	332	312	378	400	186	373	409
판관비	255	312	302	275	325	396	320	426
기타 영업비용	34	19	23	35	40	43	60	79
신용손실충당금 환입액	90	93	15	-36	-46	-80	61	101
<b>영업이익</b>	<b>-481</b>	<b>-375</b>	<b>-84</b>	<b>4</b>	<b>53</b>	<b>111</b>	<b>64</b>	<b>10</b>
영업이익률	-304	-73	-11	0	5	11	5	1
세전이익	-481	-373	-54	-69	-39	-50	64	10
법인세비용	0	3	1	-4	-1	1	-2	-20
당기순이익	-481	-376	-55	-65	-38	-51	66	30
당기순이익률	-304	-73	-7	-7	-3	-5	5	2
<b>B/S</b>								
현금 및 예치금	1,572	4,234	10,893	10,426	13,633	16,405	41,564	36,737
투자금융자산	3,999	5,236	7,404	12,434	13,530	10,997	21,265	37,170
대출채권	33,151	46,217	58,607	71,389	77,919	90,821	96,624	113,168
유형자산	234	327	315	317	319	320	437	454
무형자산	749	774	747	711	675	642	603	605
기타자산	1,413	1,634	1,210	1,320	1,330	2,083	2,739	2,588
<b>자산총계</b>	<b>41,118</b>	<b>58,422</b>	<b>79,176</b>	<b>96,597</b>	<b>107,406</b>	<b>121,268</b>	<b>163,232</b>	<b>190,722</b>
예수부채	33,312	50,483	71,286	83,645	93,587	108,116	148,971	175,735
기타부채	747	1,260	1,266	1,458	2,362	1,747	2,764	3,399
<b>부채총계</b>	<b>34,059</b>	<b>51,743</b>	<b>72,552</b>	<b>85,103</b>	<b>95,949</b>	<b>109,863</b>	<b>151,735</b>	<b>179,134</b>
자본금	8,000	8,000	8,000	13,000	13,000	13,000	13,000	13,000
자본조정	-115	-115	-115	-187	-187	-187	-187	-179
기타포괄손익누계액	-3	-8	-5	4	7	3	29	83
결손금	-821	-1,198	-1,256	-1,322	-1,360	-1,412	-1,346	-1,316
<b>자본총계</b>	<b>7,061</b>	<b>6,679</b>	<b>6,624</b>	<b>11,495</b>	<b>11,460</b>	<b>11,404</b>	<b>11,496</b>	<b>11,588</b>
<b>부채 및 자본총계</b>	<b>41,120</b>	<b>58,422</b>	<b>79,176</b>	<b>96,598</b>	<b>107,409</b>	<b>121,267</b>	<b>163,231</b>	<b>190,722</b>

자료: 카카오뱅크, DB금융투자

## VI. 콘텐츠, IP 확장이 성장 동력

### 내 시간 어디에 쓰나?

#### 콘텐츠 산업에서 IP의 중요성 부각 중

이용자의  
시간을  
차지하라

과거와는 달리 다양한 채널을 통해 콘텐츠의 소비가 가능해지면서 콘텐츠의 절대적인 양이 증가하고 있다. 하지만 이용자가 콘텐츠에 할애할 수 있는 시간이 결국 제한적이기 때문에 이용자의 시간을 차지하려는 콘텐츠 플랫폼/제작사 간의 경쟁은 더욱 치열해지고 있다. 이와 더불어 드라마, 음악, 영화, 게임 등 콘텐츠 장르도 서로의 경쟁 대상이되고 있다.

팬덤이 콘텐츠  
산업의 성공  
여부를 좌우

이러한 상황에서 특정 콘텐츠의 경험가치를 공유하는 ‘팬덤’의 역할이 더욱 중요해지고 있다. 음악 시장을 중심으로 아티스트 및 제작사의 성공을 위한 요소로 인식되어 온 팬덤은 이제 콘텐츠 산업 전역에서 콘텐츠의 성공 여부를 좌우하는 요소로 잡고 있다. 팬덤은 선호하는 콘텐츠를 직접적으로 소비함과 더불어 충성도를 보이며 콘텐츠 사업자의 수익 창출 측면에서 중요한 역할을 한다. 또한 팬덤은 선호하는 콘텐츠를 자발적으로 홍보하며 마케팅 측면에서도 의미있는 영향을 미친다.

도표 96. 콘텐츠 장르별 확대된 채널

	과거	현재	주요 사업자
게임	PC, 콘솔, 온라인	모바일, VR	엔씨소프트, 넷마블, Sony, 카카오킴 게임 등
음악	라디오, 카세트, CD, MP3	온디맨드/라디오/ 비디오 스트리밍	Spotify, Youtube, 멜론, VIBE 등
영화	상영관, DVD	IPTV, OTT	Netflix, 옥수수, LGU, 네이버시리즈 등
드라마	지상파, 케이블	IPTV, OTT	Netflix, LGU, 네이버시리즈 등
만화/소설	인쇄물, PC	모바일	네이버웹툰, 카카오페이지 등
Short Clip, 개인방송	-	비디오 스트리밍	Youtube, 아프리카TV, 네이버TV 등

자료: DB금융투자

도표 97. 국내 콘텐츠 시장 규모 추이 및 전망



자료: KOCCA, DB금융투자

팬덤이 확보된 콘텐츠는 IP로서의 가치 상승

팬덤이 확보된 콘텐츠는 IP로서의 가치가 높아진다. IP로서 인정받는 콘텐츠는 원천 콘텐츠를 변형, 수정, 가공을 통해 2차 생산되어 활용될 수 있다. 불확실성이 높은 콘텐츠 시장에서 기대효용이 큰 콘텐츠 IP를 확보하고 활용함으로써 사업자는 리스크 축소, 비용 절감, 다양한 수익 창출 기회 모색 등의 효과를 얻을 수 있다.

콘텐츠 IP 활용의 사례는 할리우드에서 다수 찾아볼 수 있다. 할리우드 역대 흥행작 상위 100위 중 75편 이상이 오리지널 콘텐츠를 기반으로 IP 확장을 시도한 것이다. 글로벌 팬덤을 보유하고 있는 Star Wars, Marvel, Harry Potter, DC, 캐리비안의 해적 등의 IP가 대표적이다. 핵심 콘텐츠 IP를 보유하고 있는 메이저 스튜디오들은 속편 제작, 스토리/세계관 확장, 장르 확장, 라이선싱, 부가사업 등으로 다양한 확장 전략(One Source Multi Use)을 펼치고 있다. 특히 최근 다양한 채널을 통한 콘텐츠 소비가 자리잡으면서 멀티 플랫폼으로 확장(콘텐츠 프랜차이즈)이 용이해짐에 따라 콘텐츠 IP의 사업적 가치는 더욱 높아지고 있다.

도표 98. Top 50 할리우드 글로벌 흥행작

(단위: 백만달러)

Rank	Title	Studio	Sales	Year	Rank	Title	Studio	Sales	Year
1	Avatar	Fox	\$2,788	2009	26	Toy Story 3	BV	\$1,067	2010
2	Titanic	Par.	\$2,188	1997	27	PC: Dead Man's Chest	BV	\$1,066	2006
3	SW: The Force Awakens	BV	\$2,068	2015	28	Rogue One: A Star Wars Story	BV	\$1,056	2016
4	Avengers: Infinity War	BV	\$2,048	2018	29	PC: On Stranger Tides	BV	\$1,046	2011
5	Jurassic World	Uni.	\$1,672	2015	30	Despicable Me 3	Uni.	\$1,035	2017
6	Marvel's The Avengers	BV	\$1,519	2012	31	Jurassic Park	Uni.	\$1,030	1993
7	Furious 7	Uni.	\$1,516	2015	32	Finding Dory	BV	\$1,029	2016
8	Avengers: Age of Ultron	BV	\$1,405	2015	33	SW: The Phantom Menace	Fox	\$1,027	1999
9	Black Panther	BV	\$1,347	2018	34	Alice in Wonderland	BV	\$1,026	2010
10	HP Deathly Hallows Part 2	WB	\$1,342	2011	35	Zootopia	BV	\$1,024	2016
11	Star Wars: The Last Jedi	BV	\$1,333	2017	36	호빗: An Unexpected Journey	WB (NL)	\$1,021	2012
12	JW: Fallen Kingdom	Uni.	\$1,310	2018	37	The Dark Knight	WB	\$1,005	2008
13	Frozen	BV	\$1,277	2013	38	HP Sorcerer's Stone	WB	\$975	2001
14	Beauty and the Beast	BV	\$1,264	2017	39	Despicable Me 2	Uni.	\$971	2013
15	Incredibles 2	BV	\$1,243	2018	40	The Lion King	BV	\$969	1994
16	The Fate of the Furious	Uni.	\$1,236	2017	41	The Jungle Book	BV	\$967	2016
17	Iron Man 3	BV	\$1,215	2013	42	PC: At World's End	BV	\$963	2007
18	Minions	Uni.	\$1,159	2015	43	Jumanji: Welcome to the Jungle	Sony	\$962	2017
19	Captain America: Civil War	BV	\$1,153	2016	44	HP Deathly Hallows Part 1	WB	\$960	2010
20	Aquaman	WB	\$1,136	2018	45	호빗: The Desolation of Smaug	WB (NL)	\$958	2013
21	트랜스포머: Dark of the Moon	P/DW	\$1,124	2011	46	호빗: The Battle of the Five Armies	WB (NL)	\$956	2014
22	TLR: The Return of the King	NL	\$1,120	2003	47	Finding Nemo	BV	\$940	2003
23	Skyfall	Sony	\$1,109	2012	48	HP Order of the Phoenix	WB	\$940	2007
24	트랜스포머: Age of Extinction	Par.	\$1,104	2014	49	HP Half-Blood Prince	WB	\$935	2009
25	The Dark Knight Rises	WB	\$1,085	2012	50	TLR: The Two Towers	NL	\$926	2002

자료: Box Office Mojo, DB금융투자  
주: 굵은 글씨는 콘텐츠 IP 확장 영화

콘텐츠 IP 활용의 대표주자 Marvel

Marvel,  
최고의 콘텐츠  
프랜차이즈

Marvel은 아이언맨, 토르, 캡틴아메리카 등 인기 만화 슈퍼히어로 콘텐츠 IP를 기반으로 성공적인 확장 전략을 펼치고 있는 대표 케이스다. Marvel은 슈퍼맨, 배트맨 등의 콘텐츠 IP를 보유하고 있는 DC Comics와 함께 미국 만화 시장의 70% 이상을 점유하고 있으며 2009년 디즈니에 약 40억 달러에 인수된 후부터 본격적으로 Marvel Cinematic Universe(이하 MCU)라는 세계관을 기반으로 IP를 보유하고 있는 캐릭터 주연의 영화/드라마를 제작 중이다.

2008년 Marvel이 직접 제작한 아이언맨과 인크레더블 헐크가 흥행에 성공하면서 Marvel의 실적은 크게 개선되었고 2009년 Walt Disney가 Marvel을 인수한 후부터 MCU는 본격적으로 확대되며 2018년 까지 Marvel 콘텐츠 IP를 활용한 20편의 영화, 13개의 TV 시리즈가 제작되었다. 20편 영화의 글로벌 박스오피스 매출액은 175.3억 달러로 해리포터, 스타워즈 등의 주요 시리즈보다 많은 매출을 올리며 Marvel은 최고의 콘텐츠 프랜차이즈로 자리매김했다.

도표 99. Marvel 주요 캐릭터별 영화 제작 라이선스 보유 현황

캐릭터	이전 라이선스 소유 회사	라이선스 판매 시기	회수 시기
아이언맨	뉴 라인 시네마	1990년 4월	2005년
블랙 팬서	컬럼비아 픽처스, 아티잔 엔터테인먼트	1992년 6월	2005년
헐크	유니버설 스튜디오	1992년	2006년(조건부 회수)*
토르	소니 픽처스 엔터테인먼트	2000년 5월	2006년 4월
블랙 위도우	라이언스게이트	2000년 5월	2006년 6월
아이언 피스트	아티잔 엔터테인먼트	2000년 5월	2006년 4월
앤트맨	아티잔 엔터테인먼트	2000년 5월	2006년 4월
데어데블	20세기 폭스	1997년	2012년 10월
엘렉트라	20세기 폭스	1997년	2012년 10월
고스트 라이더	소니 픽처스 엔터테인먼트	2000년 5월	2013년 5월
퍼니셔	라이언스 게이트	2000년 5월	2013년 5월
루크 케이지	소니 픽처스 엔터테인먼트	2003년	2013년 5월
블레이드	뉴 라인 시네마	1990년	2013년 5월
네이머	유니버설 스튜디오	1997년	2016년 6월
판타스틱 포	콘스탄틴 필름	1986년	2017년 12월
데드풀	20세기 폭스	2000년 5월	2017년 12월
엑스맨	20세기 폭스	1993년	2017년 12월
스파이더맨	소니 픽처스 엔터테인먼트	1985년	회수 x*

자료: 뉴스 종합, DB금융투자

주: Universal Pictures가 헐크 솔로 영화 배급 권한 보유, 스파이더맨의 영화 제작 라이선스는 Sony Pictures 소유

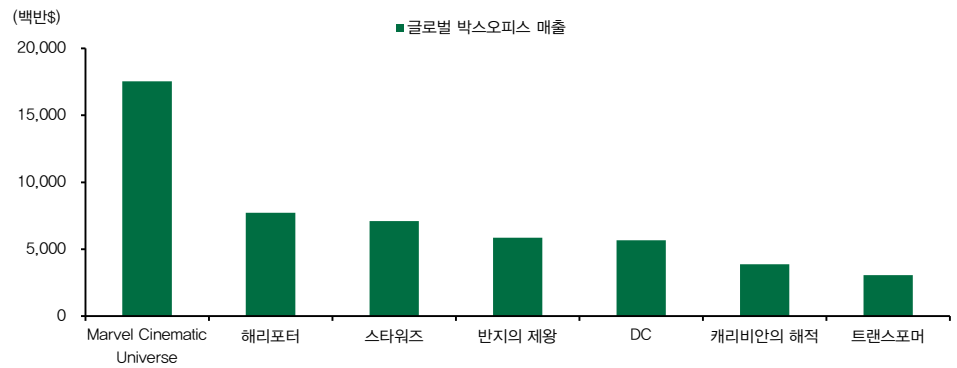
도표 100. Marvel Entertainment의 영화 직접 제작 전후 실적

(단위: 백만\$)

	라이선싱		퍼블리싱		영화제작		기타		총 매출	총 영업이익
	매출	영업이익	매출	영업이익	매출	영업이익	매출	영업이익		
2007	343.6	255.5	125.7	53.5	-7.5	16.5	-27.1	485.8	274.4	
2008	292.8	242.3	125.4	47.3	254.6	102.7	3.4	-24.3	676.2	368.0

자료: Marvel, DB금융투자

도표 101. 주요 콘텐츠 IP별 글로벌 박스오피스 매출 (Top 100기준)



자료: Box Office Mojo, DB금융투자

Marvel 콘텐츠  
프랜차이즈  
역량은 지속  
확대 예상

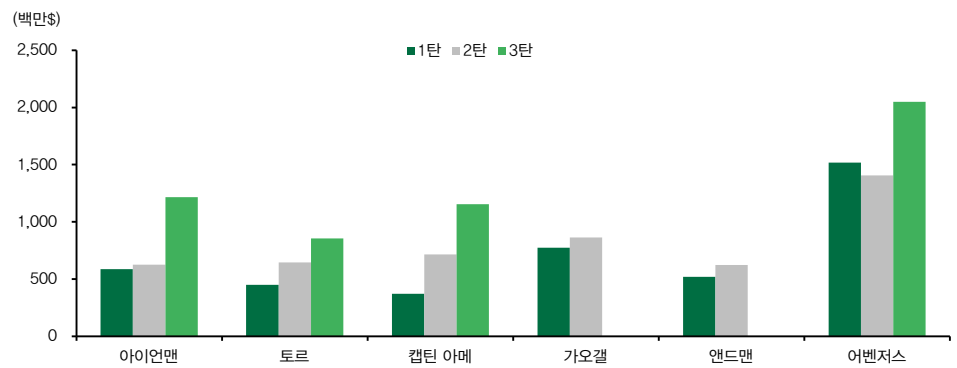
MCU라는 공유된 세계관에 기반한 Marvel 영화들은 ‘전편보다 나은 속편은 없다’라는 말이 무색하게 후속작이 전작보다 흥행하며 콘텐츠 IP가 더 강력해지고 있는 모습을 보이고 있다. 올해 캡틴마블, 어벤저스: 엔드 게임, 스파이더맨: 파 프롬 홈 등의 출시로 MCU는 더욱 확대되었다.

Marvel은 기존에 확장된 콘텐츠 IP의 팬덤이 여전히 확대되고 있는 가운데 보유하고 있는 다른 캐릭터의 개발을 통해 향후 콘텐츠 IP를 지속 추가할 것으로 예상된다. 그리고 이를 기반으로 영화/ TV 시리즈 제작, 게임/상품 라이선싱 등의 IP 확장을 지속함에 따라 콘텐츠 프랜차이즈로서의 역량은 지속 확대되고 있다.

디즈니, IP  
확장으로 실적  
개선

2009년 Marvel을 인수한 디즈니는 MCU 기반의 콘텐츠 IP 확장 가속화와 더불어 2006년 Pixar, 2012년 Lucasfilm(스타워즈/인디애나존스), 2018년 21세기 폭스 등 굵직한 콘텐츠 IP를 확보해나가며 콘텐츠 지배력이 더욱 견고해지고 있다. 이에 힘입어 디즈니의 Studio Entertainment, Broadcasting, Consumer Products& Interactive Media 사업부의 실적은 개선되는 모습을 보였다.

도표 102. Marvel 영화 시리즈별 박스오피스 매출



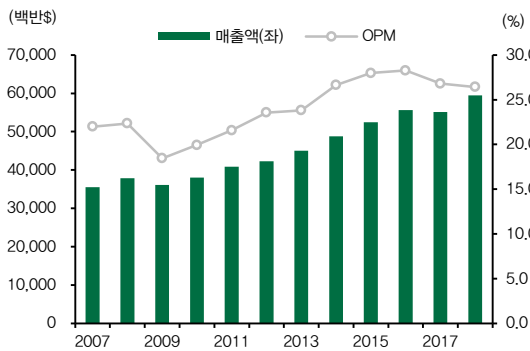
자료: Box Office Mojo, DB금융투자

도표 103. Marvel MCU 영화 흥행 성적

Rank	Title	Studio	Worldwide	Year
1	Avengers: Endgame	BV	\$2,796.27	2018
2	Avengers: Infinity War	BV	\$2,048.40	2018
3	Marvel's The Avengers	BV	\$1,518.80	2012
4	Avengers: Age of Ultron	BV	\$1,405.40	2015
5	Black Panther	BV	\$1,346.90	2018
6	Iron Man 3	BV	\$1,214.80	2013
7	Captain America: Civil War	BV	\$1,153.30	2016
8	Spider-Man: Homecoming	Sony	\$880.20	2017
9	Guardians of the Galaxy Vol. 2	BV	\$863.80	2017
10	Thor: Ragnarok	BV	\$854.00	2017
11	Guardians of the Galaxy	BV	\$773.30	2014
12	Captain America: The Winter Soldier	BV	\$714.30	2014
13	Doctor Strange	BV	\$677.70	2016
14	Thor: The Dark World	BV	\$644.60	2013
15	Iron Man 2	Par.	\$623.90	2010
16	Ant-Man and the Wasp	BV	\$622.70	2018
17	Iron Man	Par.	\$585.20	2008
18	Ant-Man	BV	\$519.30	2015
19	Thor	Par.	\$449.30	2011
20	Captain America: The First Avenger	Par.	\$370.60	2011
<b>TOTAL:</b>			<b>\$17,529.80</b>	
<b>AVERAGE:</b>			<b>\$876.50</b>	

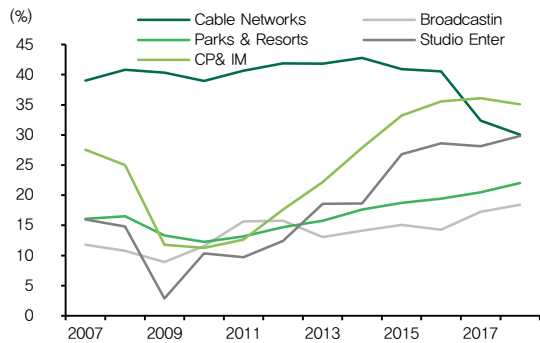
자료: Box Office Mojo, DB금융투자

도표 104. Disney 실적 추이



자료: Walt Disney Company, DB금융투자

도표 105. Disney 사업부별 OPM 추이



자료: Walt Disney Company, DB금융투자

## 웹툰/웹소설은 팬덤 확보가 용이하여 IP로서의 가치 충분

IP로 콘텐츠  
사업자들의  
영역을 위협

만화, 음악, 게임 등의 콘텐츠 장르에서 플랫폼에 기반하여 자리매김하고 있는 네이버와 카카오는 웹툰/웹소설에 형성된 콘텐츠 IP를 활용하여 드라마/영화 제작으로 영역을 확대하며 다른 콘텐츠 사업자들의 영역을 위협하고 있다. 네이버와 카카오의 웹툰/웹소설 플랫폼은 자체만으로도 트래픽에 기반한 광고, 이용자의 콘텐츠 구매 등의 형식으로 수익화가 가능한 비즈니스 모델이다. 하지만 최근 웹툰/웹소설이 IP로서 부각되면서 네이버웹툰과 카카오페이지의 가치 산정에 영향을 미치고 있다. 웹툰/웹소설은 팬덤 확보가 용이하여 IP로서의 가치가 충분하다고 판단된다.

이는 1) 모바일의 일상화로 접근성이 우수하고, 2) 넓은 세계관을 기반으로 다양한 스토리 전개가 가능하며, 그리고 3) 연재 기간이 길어 단일 프로젝트로 끝나는 영화/드라마와 달리 팬덤 형성 기간이 충분하기 때문이다. 또한, 콘텐츠 구매 이력 조회수, 댓글, 평점 등을 통해 IP 확장시 파급력을 미리 가능할 수 있다는 점도 플러스 요인이라고 판단된다.

IP의 확장성,  
게임) 음악)  
영화) 드라마

국내 콘텐츠 산업을 견인하고 장르 중에서 IP 확장성을 따져보면 게임) 웹툰/웹소설) 음악) 영화) 드라마 순서로 높은 것으로 판단된다. 팬덤의 충성도, 콘텐츠 라이프사이클, 콘텐츠 안정성, 그리고 장르/플랫폼/라이선싱 등을 감안하면 웹툰/웹소설은 음악/영화/드라마 보다 우위에 있고 향후 IP 확장을 통한 성장 가능성이 높다고 전망된다.

도표 106. 국내 콘텐츠 장르별 IP 가치 평가

	게임	음악(아이돌)	영화	드라마	웹툰/웹소설
팬덤 충성도	●	●	X	X	▲
라이프 사이클	●	▲	▲	X	●
콘텐츠 안정성	●	X	▲	▲	●
콘텐츠 IP 확장성	●	●	▲	▲	●
장르 확장성	X	X	▲	▲	●
플랫폼 확장성	●	●	▲	▲	X
라이선싱 확장성	●	●	X	X	●

자료: DB금융투자

도표 107. 장르별 IP 확장성 비교 세부 내용

장르	IP 확장성 비교 세부 내용
드라마	개별 콘텐츠 중심, 인기 수명이 짧아 콘텐츠를 통한 확장 가능성 낮음, IP 확장이 기대효용을 높일 수 있는 방안
영화	개별 콘텐츠 중심으로 형성되어 불확실성 높음, 통합적 스토리 전개하기 용이, 기대효용이 큰 IP 활용이 기회
음악(아이돌)	충성도 높은 팬덤, 앨범 제작, 콘서트 개최, 부가상품 판매 등 IP 확장 지속, 안정성 측면에서 불리
게임	팬덤 충성도 높음, 넓은 세계관을 기반으로 다양한 스토리 전개 가능하여 라이프사이클이 김 세계관 공유하는 후속작 출시, 해외 퍼블리싱/라이선싱, 플랫폼 확장 등 콘텐츠 IP 확장 효과적
웹툰/웹소설	편의성을 기반으로 쉽게 접근, 넓은 세계관을 기반으로 다양한 스토리 전개 가능 연재 기간이 길어 팬덤 형성 기간이 충분, 콘텐츠 구매 이력이나 조회수 등 정량 데이터를 통해 IP 확장시 파급력을 미리 가능 가능

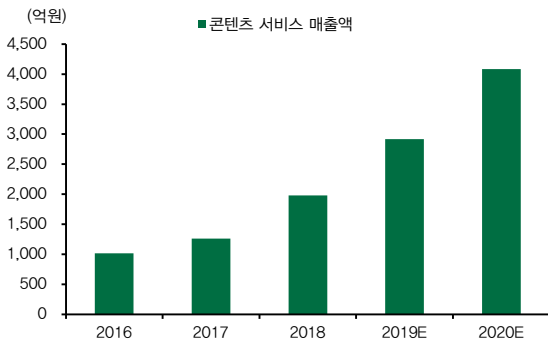
자료: DB금융투자

네이버, 웹툰으로 콘텐츠 시장에서 영향력 확대

네이버의 콘텐츠 서비스 부문은 웹툰, 뮤직 그리고 V LIVE로 구성되어 있다. 웹툰 서비스를 담당하는 네이버웹툰은 2017년 물적분할 형태의 독립법인으로 설립되어 국내 웹툰 시장 점유율 1위를 기록 중이다. 뮤직 서비스를 담당하는 네이버 뮤직은 기존서비스와 함께 2018년에 출시된 동사의 또 다른 음악 플랫폼 VIBE와 올해 말 통합될 예정이다. 스타 실시간 개인방송 서비스인 V LIVE는 BTS의 웹블리 공연 등을 유료로 생중계하는 등 글로벌 팬관리 플랫폼으로 진화 중이다.

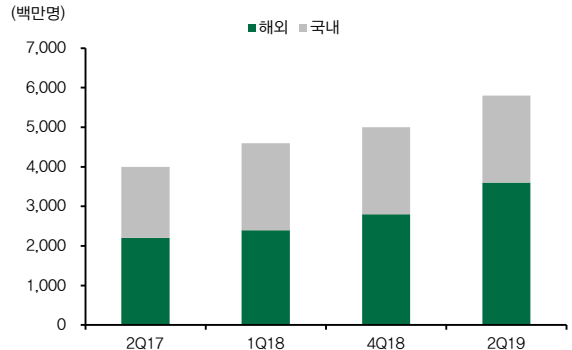
콘텐츠 서비스 매출에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 네이버웹툰은 국내 웹툰 시장 1위를 점유하고 있다. 2분기 기준 국내 MAU는 2,2천만명으로 안정기에 접어들고 있고 글로벌 만화/웹툰 시장에서는 일본의 라인 망가, 미국/동남아의 라인 웹툰을 통해 해외 MAU는 3,6천만명(+108%YoY)로 꾸준히 증가하고 있다. 라인 망가의 2분기 거래액은 63억엔(+5%QoQ, +75%YoY)으로 성장세를 시현 중이고 라인 웹툰은 북미 지역 MAU 800만을 돌파하며 미국/동남아 시장에서 1위 웹툰 플랫폼으로 자리매김 중이다.

도표 108. 콘텐츠 서비스 부문 매출액 추이



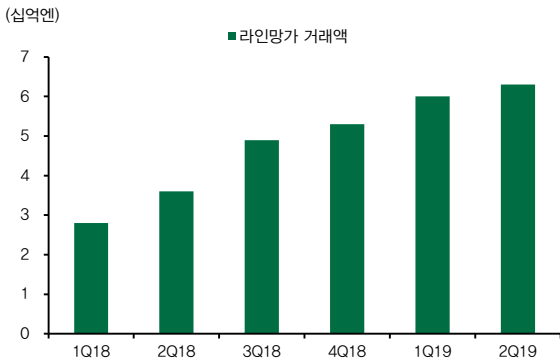
자료: 네이버, DB금융투자

도표 109. 네이버웹툰 MAU 추이



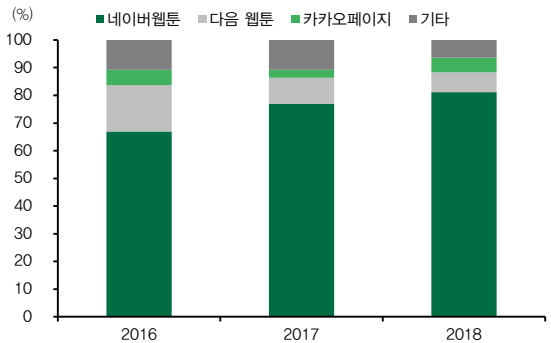
자료: 네이버, DB금융투자

도표 110. LINE Manga 분기별 거래액 추이



자료: LINE, DB금융투자

도표 111. 국내 디지털 만화 이용 점유율 추이



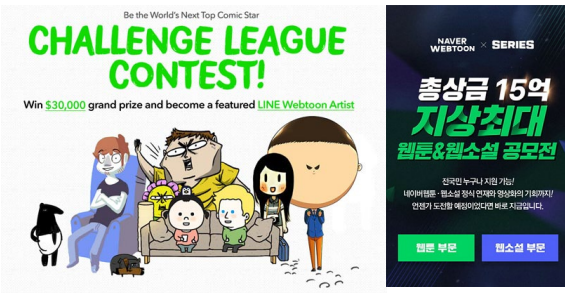
자료: 한국콘텐츠진흥원, DB금융투자

트래픽을 확보한 네이버 웹툰은 본격적인 수익화를 진행 중이다. 네이버웹툰의 BM은 구매/대여 및 배너/동영상광고로 나눌 수 있다. 구매/대여는 현재 연재 중인 웹툰을 결제 수단인 쿠키를 통해 판매하는 형식이다. 배너/동영상광고는 매 에피소드의 마지막에 노출되고 있다. 기존 네이버웹툰 여전히 일주일에 1회차 씩 무료 오픈되고 미리보기를 통해 다음 회차를 쿠키로 볼 수 있다. 네이버는 2018년 9월부터 SERIES앱을 통해 카카오페이지의 기다리면 무료와 유사한 너에게만 무료라는 수익 모델을 도입했고 이로 인해 콘텐츠서비스 매출이 늘어나는 효과가 있는 것으로 파악된다.

서비스 지표가 호조 및 본격적인 수익화 진행과 더불어 최근 네이버웹툰의 가치가 조명되고 있다. 이는 웹툰 콘텐츠의 IP 확장성 부각에 기인한다. 콘텐츠 시장에서 IP에 대한 니즈가 확대되고 있는 상황에서 네이버웹툰은 1,600개에 달하는 오리지널 IP를 보유하고 있으며 공모전 등을 통해 국내 및 해외에서 유망한 작가를 발굴하는 등 추가적인 IP 확보를 위한 노력을 하고 있다.

또한 네이버는 자체 제작 스튜디오 및 작가 법인 등을 통해 IP 확장에 필요한 밸류체인을 고도화하고 있다. 이를 기반으로 게임, 영상화, MD 출판 등의 다양한 IP 사업을 진행할 예정이다. IP 영상화를 담당하는 자회사 스튜디오 N은 현재 40개 이상의 IP를 개발하고 있다. 올해 <타인은 지옥이다(OCN), <쌈니다.천리마마트(MN)>를 시작으로 2020년부터 다수의 영화 및 드라마를 출시하면서 네이버는 콘텐츠 시장에서 영역을 본격적으로 확대할 것으로 보인다.

도표 112. 네이버웹툰 국내외 공모전



자료: 네이버, DB금융투자

도표 113. 네이버웹툰IP를 기반으로 제작 중인 드라마



자료: CJENM, 네이버, DB금융투자

도표 114. 스튜디오 N IP 영상화 라인업

1차 라인업		2차 라인업	
타인은 지옥이다	쌈니다 천리마 마트	마음의 소리	스위트홈
비질란테	여신강림	머니게임	용감한 시민
상중하	연의 편지	연애의 정령	좋아하는 부분
피에는 피	금수저	오늘도 사랑스럽게	완벽한 소원도
내일	대작	호러와 로맨스	머더스

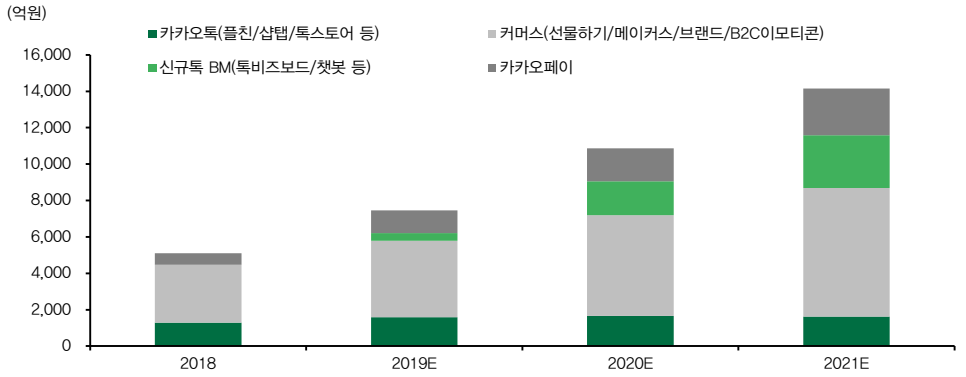
자료: 네이버, DB금융투자

카카오, 콘텐츠 성장동력은 IP 확장

카카오는 뮤직, 게임, 캐릭터, 영상 제작, 웹툰/웹소설 등 다양한 콘텐츠 사업을 진행하고 있다. 멜론이 메인인 뮤직(멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)의 매출 비중이 가장 크고 그 뒤를 게임(모바일/PC, 카카오 Vx), IP 비즈니스 및 기타 (카카오X/카카오M), 유료 콘텐츠 (카카오페이지/다음웹툰/픽코마)가 있고 있다.

국내 음원 스트리밍 시장의 성숙 및 경쟁 심화의 영향에도 불구하고 1위 사업자인 멜론은 안정적인 실적을 내고 있지만 성장세는 둔화될 것으로 보이고 퍼블리싱 중심의 게임 부문은 정체된 모습을 이어갈 것으로 보이는 가운데 향후 카카오 콘텐츠의 성장은 IP 비즈니스 및 유료 콘텐츠가 견인할 것으로 예상된다. 카카오페이지와 카카오M를 기반으로 카카오는 국내 콘텐츠 시장 플레이어들에게 위협요인으로 작용할 것으로 판단된다.

도표 115. 카카오 콘텐츠 매출액 추이 및 전망



자료: 카카오, DB금융투자

카카오페이지는 웹툰/웹소설 등 다양한 콘텐츠를 판매하는 유통 플랫폼이다. 올해 상반기 기준 누적 가입자 2천만명, 최다 월간 이용자는 550만명이고 2분기에는 거래액 640억원(+21%YoY)을 기록하며 꾸준히 성장하고 있다. 카카오페이지는 2014년 10월 카카오페이지에서 제공되는 콘텐츠를 정해진 시간이 지나야 다음 회차를 무료로 볼 수 있는 ‘기다리면 무료’와 2017년 6월 광고를 보면 얻게 되는 캐시로 콘텐츠를 관람 할 수 있는 ‘캐시프렌즈’를 도입하면서 본격적으로 성장했다. 카카오페이지의 2분기 매출액은 522억원(+31.5%YoY)으로 성장세가 지속되고 있는 모습이며, 캐시프렌즈는 이용자들의 성향에 맞춰 광고와 이벤트를 노출하며 카카오의 광고 매출 기여도가 높아지고 있는 중이다.

카카오페이지는 글로벌 만화 시장으로 발을 넓히는 중이다. 카카오재팬이 운영하는 만화앱 픽코마는 일본 IOS 도서 부문 인기 순위 1위, 매출 순위 2위를 기록하고 있으며 MAU는 400만명 규모로 파악 된다. 픽코마는 광고 제도 전략 및 기다리면 무료 모델을 도입하며 이용자들이 무료로 콘텐츠를 보기 위해 픽코마를 매일 찾는 습관을 길러 충성도를 높이는 방식으로 트래픽을 확보해나가고 있으며 2분기 거래액은 370억원(+131%YoY), 매출액은 293억원(+162%YoY)으로 빠르게 성장하고 있다.

이 외에도 카카오페이지는 2016년부터 중국에서 텐센트와 주요 IP에 대한 장기 제휴 관계를 맺고 200여 종의 IP를 수출 또는 자체 유통 중이다. 대표적인 ‘왕의 딸로 태어났다고 합니다’ 는 서비스 40일 만에 조회수 1억건을 돌파하는 등 중국에서 K콘텐츠의 영향력을 넓혀가는 중이다. 그리고 18년 12월에는 인도네시아 1위의 웹툰 플랫폼인 네오바자르의 지분을 인수하며 동남아까지 사업영역을 확대하고 있다.

카카오페이지는 콘텐츠 시장에서 근래들어 각광받는 웹툰/웹소설 장르의 대표적인 유통 플랫폼으로서 주목받고 있다. 하지만 카카오페이지의 중장기적 가치를 부각시키는 요인은 카카오페이지가 보유하고 있는 콘텐츠 IP라고 판단된다. 카카오페이지는 보유하고 있는 다수의 콘텐츠 IP를 드라마, 영화, 게임 등으로 장르 확장하고 있다. 드라마는 <그녀의 사생활(MN)>, <김비서가 왜 그럴까(MN)>, <아이템(MBC)> 등이 있고 영화는 <곤지암>, <롱리브 더 킹:목포영웅> 등이 있고 게임은 <달빛조각사>가 하반기 출시 예정이다. 콘텐츠 시장에서 IP에 대한 니즈가 지속 확대되는 가운데 카카오페이지의 다양한 IP 확장을 통한 성장 전력은 유효할 것으로 판단된다.

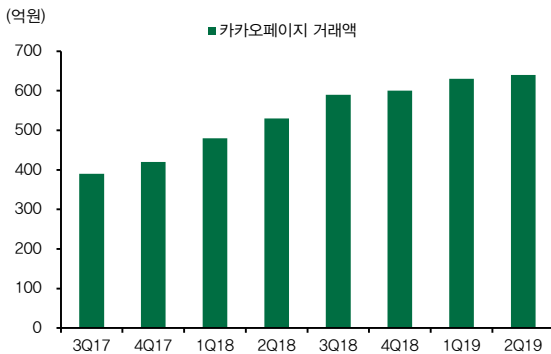
도표 116. 카카오페이지 연간 실적 추이

(단위: 억원 %)

	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	86	301	640	1,184	1,876
영업비용	112	307	635	1,151	1,749
영업이익	-26	-6	5	33	126
영업이익률	-30.6	-1.8	0.8	2.8	6.7
당기순이익	-26	-25	-34	34	-42
당기순이익률	-30.6	-8.5	-5.3	2.8	-2.2

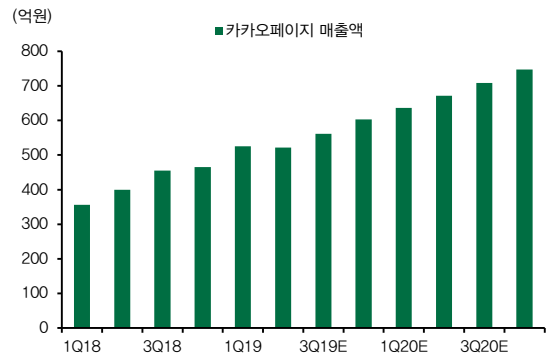
자료: DART, DB금융투자

도표 117. 카카오페이지 분기별 거래액 추이



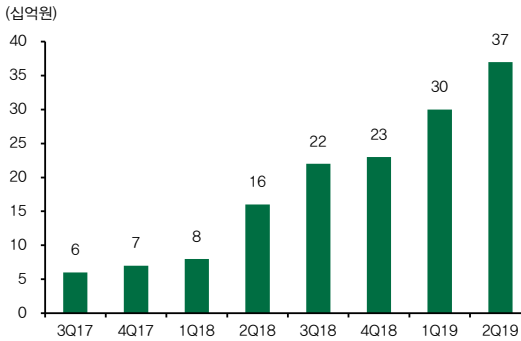
자료: 카카오, DB금융투자

도표 118. 카카오페이지 분기별 매출액 추이 및 전망



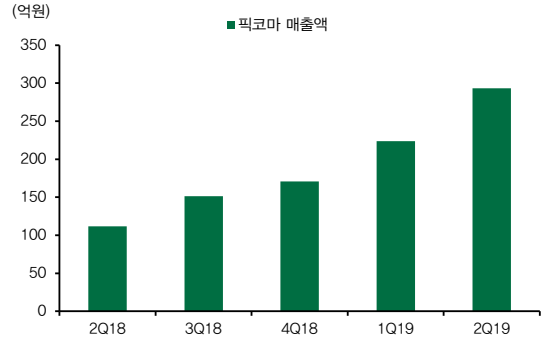
자료: 카카오, DB금융투자

도표 119. 픽코마 분기별 거래액 추이



자료: 카카오, DB금융투자

도표 120. 픽코마 분기별 매출액 추이



자료: 카카오, DB금융투자

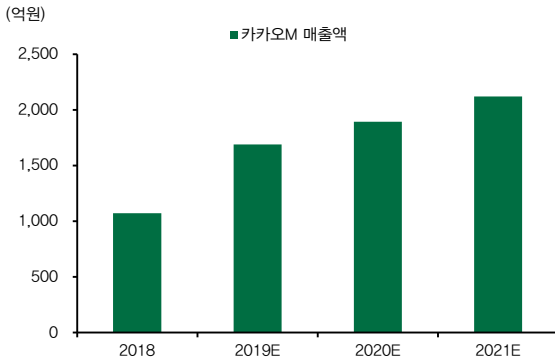
도표 121. 카카오페이지 IP 확장 케이스



자료: 카카오페이지, DB금융투자

카카오페이지의 IP 확장 스토리에서 카카오M은 큰 역할을 할 것으로 보인다. 카카오M은 음원/음반 유통, 영상제작 사업부문 그리고 매니저먼트를 영위하고 있다. 주목해야할 부분은 영상제작 사업이다. 카카오M은 드라마 제작사 메가몬스터/그레이고, 배우 매니저먼트사 B엔터테인먼트(이병헌, 김고은)/슌엔터테인먼트(공유), 그리고 아이유를 보유하고 있다. 이에 따라 카카오는 카카오페이지의 방대한 IP 풀, 그리고 카카오M의 배우와 제작사로 연결되는 콘텐츠 밸류체인을 기반으로 영향력 있는 IP 확장 전략을 펼칠 수 있을 것으로 보인다.

도표 122. 카카오M 매출액 추이 및 전망



자료: 카카오, DB금융투자

도표 123. 카카오페이지 IP로 카카오M이 제작한 드라마



자료: 카카오, DB금융투자

도표 124. 카카오M 주요 배우 라인업



자료: 카카오, DB금융투자

도표 125. 카카오M 보유 콘텐츠 레이블



자료: 카카오, DB금융투자



# Coverage Recommendation

- › NAVER (035420)
- › 카카오 (035720)

Buy

NAVER

035420

목표주가(신규)	190,000원	현재주가(09/17)	155,000원	Up/Downside	+23.0%	투자의견(신규)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2019. 09. 18

## 아직 여력이 남아있다

**투자의견 Buy, 목표주가 19만원 제시:** 네이버에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 19만원을 신규로 제시한다. 목표주가는 본사, LINE/웹툰/파이낸셜의 가치를 합산하여 산정하였다. 본사 적정가치에 인터넷 Peer 대비 높은 Target PER 25배를 적용하였는데 이는 네이버가 올인원 쇼핑 플랫폼으로 진화하고 있다는 점을 반영하여 전자상거래 Peer의 밸류에이션을 감안한 것에 기인한다. 웹툰의 적정가치는 1조원으로 산정하였는데 본격화되고 있는 웹툰 IP의 확장 성과에 따라 추후 상향 여지가 있다. 그리고 네이버 파이낸셜의 지분 가치 1.8조원은 페이코의 최근 펀딩 밸류에이션에 네이버의 지분율 75%를 가정하였다.

**네이버, 올인원 쇼핑 플랫폼으로 진화:** 네이버는 포레스트 CIC를 통해 데이터에 기반한 쇼핑 생태계를 구축하고 있다. 상품/판매상세 속성/유저 데이터를 지속적으로 확보하여 데이터 커머스 기반을 지속 강화중이며 결제, 이용자 혜택, 그리고 배송 서비스까지 원스탑으로 이어지는 구매 여정을 간결화하여 구매자를 Lock in하고 있다. 데이터 웨어하우스를 목표로 하는 네이버쇼핑은 CPM/PC/CPS 광고, 결제 수수료 등의 수익 모델을 통해 향후에도 네이버의 성장을 견인할 것으로 보인다.

**CIC 및 독립법인 가치에 주목:** 네이버는 여러 CIC(Company in Company)와 독립법인을 통해 사업 기반 강화 및 영역을 확대하고 있다. 네이버는 각 사업의 경쟁력 제고를 위해 노력 중이며 최근 네이버파이낸셜과 같이 향후 CIC나 독립법인의 분사, 상장 등을 통해 이들의 가치가 부각될 수 있기 때문에 주목할 필요가 있다고 판단된다.

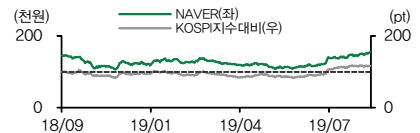
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	4,678	5,587	6,572	7,622	8,793
(증가율)	16.3	19.4	17.6	16.0	15.4
영업이익	1,179	943	699	983	1,251
(증가율)	7.0	-20.1	-25.9	40.7	27.2
지배주주순이익	773	649	562	1,055	1,332
EPS	4,689	3,937	3,412	6,402	8,085
PER (H/L)	41.6/30.6	49.5/26.4	45.3	24.1	19.1
PBR (H/L)	6.7/5.0	6.1/3.3	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA (H/L)	20.9/15.2	24.2/12.8	21.1	16.1	12.6
영업이익률	25.2	16.9	10.6	12.9	14.2
ROE	18.5	13.0	10.2	16.9	18.0

### Stock Data

52주 최저/최고	106,500/154,500원
KOSDAQ /KOSPI	639/2,062pt
시가총액	254,637억원
60일-평균거래량	443,995
외국인지분율	59.4%
60일-외국인지분율변동추이	+1.3%p
주요주주	국민연금공단 10.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	10.8	38.6	5.8
상대기준	3.5	40.8	19.0

도표 126. 네이버 연결 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>13,091</b>	<b>13,636</b>	<b>13,977</b>	<b>15,165</b>	<b>15,108</b>	<b>16,303</b>	<b>16,544</b>	<b>17,767</b>	<b>55,869</b>	<b>65,722</b>	<b>76,224</b>
YoY	21.0	20.7	16.4	19.8	15.4	19.6	18.4	17.2	19	17.6	16.0
광고	1,331	1,487	1,361	1,551	1,422	1,666	1,541	1,757	5,730	6,386	7,026
비즈니스플랫폼	5,927	6,116	6,130	6,585	6,693	7,159	7,175	7,572	24,758	28,599	33,201
IT플랫폼	725	864	914	1,056	992	1,059	1,146	1,249	3,559	4,446	5,811
콘텐츠서비스	296	310	332	320	350	501	541	590	1,258	1,982	2,916
LINE 및 기타플랫폼	4,812	4,859	5,240	5,653	5,651	5,918	6,141	6,600	20,564	24,310	27,270
<b>영업비용</b>	<b>10,521</b>	<b>11,131</b>	<b>11,760</b>	<b>13,033</b>	<b>13,046</b>	<b>15,020</b>	<b>14,850</b>	<b>15,821</b>	<b>46,445</b>	<b>58,737</b>	<b>66,395</b>
YoY	32.9	31.8	32.3	33.7	24.0	34.9	26.3	21.4	33	26.5	13.0
플랫폼개발/운영	1,859	1,928	1,959	1,951	2,184	2,346	2,393	2,457	7,697	9,380	11,199
대행/파트너	2,404	2,622	2,547	2,782	2,770	2,982	3,048	3,272	10,355	12,072	14,413
인프라	576	613	645	697	758	804	832	860	2,531	3,254	3,885
마케팅	710	849	828	995	658	1,029	874	1,005	3,382	3,566	4,320
LINE 및 기타플랫폼	4,972	5,119	5,781	6,608	6,676	7,859	7,703	8,228	22,480	30,466	32,577
<b>영업이익</b>	<b>2,570</b>	<b>2,505</b>	<b>2,217</b>	<b>2,132</b>	<b>2,062</b>	<b>1,283</b>	<b>1,694</b>	<b>1,946</b>	<b>9,424</b>	<b>6,985</b>	<b>9,829</b>
YoY	-11.7	-12.1	-28.9	-26.7	-19.7	-48.8	-23.6	-8.8	20	-25.9	40.7
영업이익률	19.6	18.4	15.9	14.1	13.6	7.9	10.2	11.0	16.9	10.6	12.9
<b>당기순이익</b>	<b>1,378</b>	<b>2,819</b>	<b>639</b>	<b>1,273</b>	<b>811</b>	<b>633</b>	<b>931</b>	<b>1,991</b>	<b>6,109</b>	<b>4,367</b>	<b>6,432</b>
순이익률	10.5	20.7	4.6	8.4	5.4	3.9	5.6	11.2	11	6.6	8.4

자료: 네이버, DB금융투자

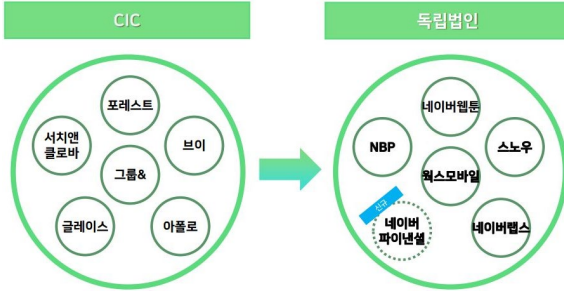
도표 127. 네이버 밸류에이션

(단위: 억원 배 %)

구분	내용	비고
<b>네이버(별도) 가치 1)</b>	<b>272,661</b>	
12개월 Forward 순이익	10,863	
적용 PER	25.1	주요 글로벌 인터넷/전자상거래 Peer 평균
<b>LINE 지분 가치 2)</b>	<b>5,683</b>	
LINE 시가총액	11,075	9/16 종가 기준
네이버 지분율	73.3	
할인율	30	
<b>네이버 웹툰 가치 3)</b>	<b>10,500</b>	
20E 네이버 웹툰 매출액	1,750	
적용 멀티플	6.0	
<b>네이버 파이낸셜 지분 가치 4)</b>	<b>18,000</b>	
19E 네이버페이 거래대금	150,000	
적용 멀티플	0.16	페이코 최근 밸류에이션
네이버 파이낸셜 가치	24,000	
지분율	75	미래에셋 등 지분율 25% 가정
<b>적정 네이버 연결 시총 1)+2)+3)+4)</b>	<b>306,844</b>	
주식수	164,813	
적정 주가(원)	186,177	
<b>목표주가(원)</b>	<b>190,000</b>	
현재 주가(원)	154,500	
상승여력	23.0	

자료: DB금융투자

도표 128. 네이버 CIC 체계



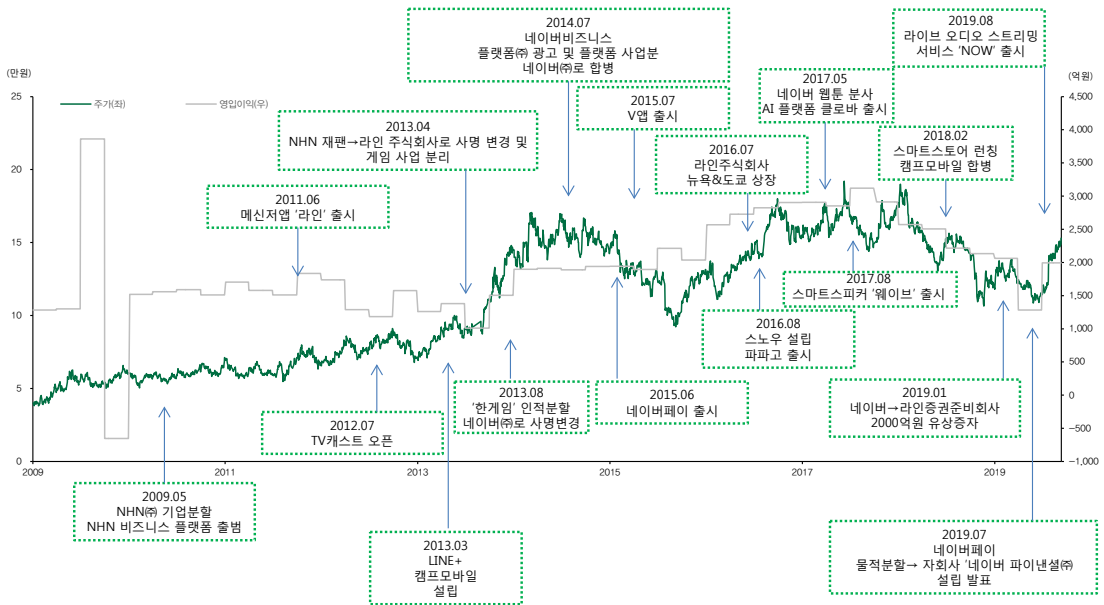
자료: 네이버, DB금융투자

도표 129. NAVER 주요 CIC 개요

CIC 명	리더	주요 경력
Apollo CIC	김승언	네이버 디자인 설계 총괄
Forest CIC	이운숙	네이버 쇼핑 리더
Group& CIC	김주관	Group& CIC 대표/ 전 캠프모바일 대표
Glace CIC	이건수	네이버 플레이스 & 예약 리더
Search & Clova CIC	신중호	네이버 서치 & 클로바 리더, 라인/공동대표, 라인플러스 공동대표
V CIC	박선영	네이버 엔터 & 라이프 스타일 리더
	장준기	네이버 동영상 개발 리더
네이버페이	최인혁	네이버 CO/ 네이버 파이낸셜 대표
	최진우	네이버 파이낸셜 부대표

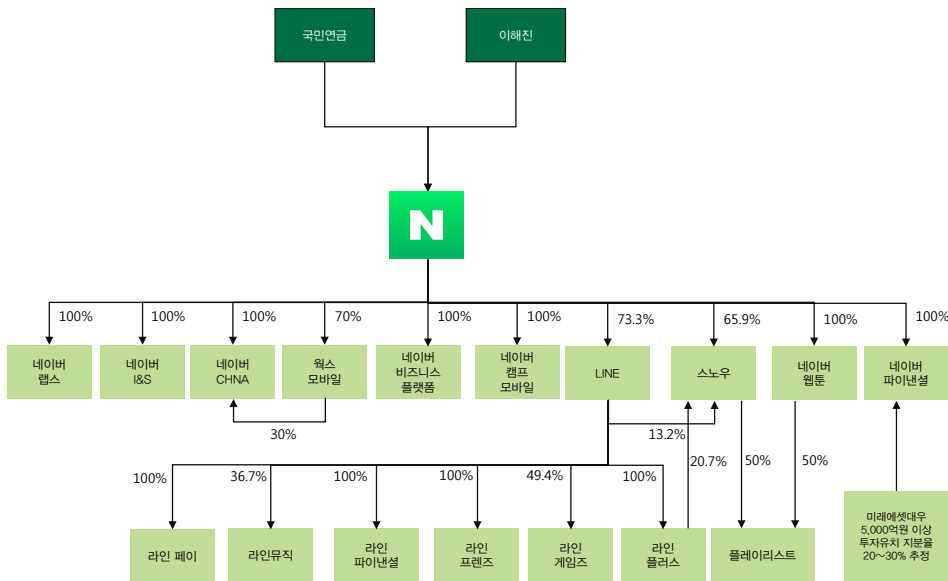
자료: 네이버, DB금융투자

도표 130. 네이버 주가, 영업이익, 주요 이벤트 추이



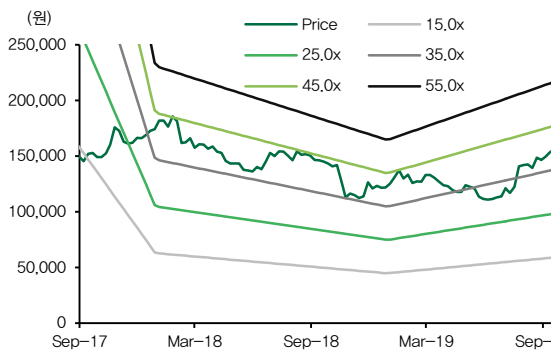
자료: DB금융투자

도표 131. 네이버 지분 구조



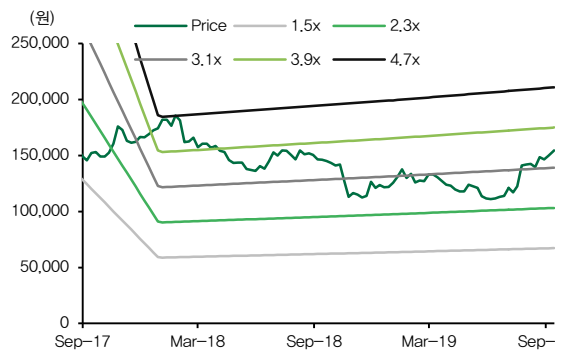
자료: DB금융투자

도표 132. PER Band Chart



자료: 네이버, DB금융투자

도표 133. PBR Band Chart



자료: 네이버, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	4,784	5,386	5,780	6,553	7,428
현금및현금성자산	1,908	3,323	3,161	3,736	4,393
매출채권및기타채권	1,025	1,094	1,292	1,377	1,476
재고자산	36	57	31	43	52
비유동자산	3,235	4,496	4,461	4,456	4,526
유형자산	1,150	1,457	1,456	1,473	1,559
무형자산	340	307	274	252	236
투자자산	1,388	2,248	2,248	2,248	2,248
자산총계	8,019	9,881	10,406	11,174	12,119
유동부채	2,303	2,620	2,775	2,945	3,132
매입채무및기타채무	1,246	1,548	1,703	1,874	2,061
단기차입금및단기채	211	350	350	350	350
유동성장기부채	150	0	0	0	0
비유동부채	411	1,312	1,312	1,312	1,312
사채및장기차입금	50	812	812	812	812
부채총계	2,714	3,932	4,087	4,257	4,445
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	1,508	1,541	1,541	1,541	1,541
이익잉여금	4,556	5,229	5,746	6,755	8,042
비자배주주지분	543	709	563	151	-378
자본총계	5,305	5,949	6,320	6,917	7,675

현금흐름표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	940	974	747	1,051	1,223
당기순이익	770	628	416	643	803
현금유출이없는비용및수익	663	607	765	870	994
유형및무형자산상각비	206	261	402	395	410
영업관련자산부채변동	-139	220	-63	22	24
매출채권및기타채권의감소	-176	49	-198	-86	-99
재고자산의감소	0	0	26	-12	-9
매입채무및기타채무의증가	97	52	155	170	187
투자활동현금흐름	-1,310	-388	-384	-410	-500
CAPEX	-472	-535	-367	-391	-481
투자자산의손증	-605	-945	0	0	0
재무활동현금흐름	636	751	-66	-66	-66
사채및차입금의 증가	34	751	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	291	33	0	0	0
배당금지급	-33	-42	-46	-46	-46
기타현금흐름	-85	79	-459	0	0
현금의증가	181	1,415	-162	575	657
기초현금	1,726	1,908	3,323	3,161	3,736
기말현금	1,908	3,323	3,161	3,736	4,393

손익계산서

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
매출액	1,972	2,417	3,050	3,672	4,302
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,972	2,417	3,050	3,672	4,302
판매비	1,807	2,344	2,890	3,323	3,768
영업이익	165	73	170	350	535
EBITDA	295	208	338	510	706
영업외손익	-12	58	77	127	176
금융손익	33	62	44	46	48
투자손익	9	7	43	94	140
기타영업외손익	-54	-11	-10	-13	-12
세전이익	153	131	247	477	709
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	125	16	133	262	390
자배주주지분순이익	109	48	159	289	429
비자배주주지분순이익	16	-32	-26	-26	-39
총포괄이익	119	24	133	262	390
증감률(%YoY)					
매출액	34.7	22.5	26.2	20.4	17.1
영업이익	42.4	-55.9	133.7	105.1	52.9
EPS	83.4	-61.7	210.2	81.8	48.7

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당지표(원)					
EPS	4,689	3,937	3,412	6,402	8,085
BPS	28,895	31,795	34,930	41,055	48,862
DPS	289	314	314	314	314
Multiple(배)					
P/E	37.1	31.0	45.3	24.1	19.1
P/B	6.0	3.8	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	18.8	14.9	21.1	16.1	12.6
수익성(%)					
영업이익률	25.2	16.9	10.6	12.9	14.2
EBITDA마진	29.6	21.5	16.7	18.1	18.9
순이익률	16.5	11.2	6.3	8.4	9.1
ROE	18.5	13.0	10.2	16.9	18.0
ROA	10.7	7.0	4.1	6.0	6.9
ROIC	131.3	50.3	29.1	44.1	56.0
안정성및기타					
부채비율(%)	51.2	66.1	64.7	61.5	57.9
이자보상배율(배)	-	-	-	-	-
배당성향(배)	5.5	7.3	11.0	7.1	5.7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

자료: NAVER, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자의견 비율 (2019-06-30 기준) - 매수(81.5%) 중립(18.5%) 매도(0.0%)

기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

4,463

NAVER 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/09/16	Buy	190,000	-	-					

Buy

## 카카오

035720

목표주가(신규)	170,000원	현재주가(09/17)	132,000원	Up/Downside	+28.8%	투자의견(신규)	Buy
----------	----------	-------------	----------	-------------	--------	----------	-----

2019. 09. 18

## 기대 요인은 충분하다

**투자의견 Buy, 목표주가 16.5만원 제시:** 카카오에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 16.5만원을 신규로 제시한다. 목표주가는 카카오 부문별 사업가치에 모빌리티/페이/뱅크/게임즈/페이지의 지분 가치를 합산하여 산정하였다. 주요 인터넷 및 전자상거래 Peer 평균을 Target 멀티플로 적용한 특 비즈니스를 포함하여 카카오의 적정 사업가치는 9.5조원으로 산정하였다. 추후 밸류에이션이 상향 조정될 수 있는 부문은 카카오페이지의 IP 확장의 축이 될 카카오키 포함된 IP 비즈니스 및 기타 부문이다. 카카오의 적정 자회사 지분가치는 모빌리티 1조원, 페이 1.5조원, 뱅크 0.5조원, 게임즈 0.3조원, 그리고 페이지 1.1조원으로 총 4.2조원으로 산정하였다.

**특 비즈니스 기대:** 카카오의 영향력은 DA를 중심으로 한 신규 특 비즈니스에 힘입어 향후 더욱 강화될 것으로 보인다. 특 비즈니스는 유저들이 가장 많이 사용하는 채팅목록탭에서의 DA 노출이 브랜드뿐만 아니라 구매전환까지 이어지는 구조를 구축하였다. 특 비즈니스는 소비자 데이터 중심으로 전환되고 있는 커머스 시장에서 카카오의 메가 트래픽을 기반으로 영향력을 확대할 수 있을 것으로 보이며 카카오는 구축한 채널간의 시너지를 통해 광고, 페이 등에서 성과를 낼 수 있을 것으로 판단된다.

**IP 확장도 기대:** 카카오페이지가 보유하고 있는 콘텐츠 IP의 가치가 지속 부각 중이다. 불확실성이 높은 콘텐츠 시장에서 IP에 대한 니즈가 지속 확대되는 가운데 카카오페이지의 다양한 IP 확장을 통한 성장 전략은 유효할 것으로 보이고 카카오키를 통해 배우와 제작사로 연결되는 콘텐츠 밸류체인과의 시너지도 주목해야할 부분이라고 판단된다.

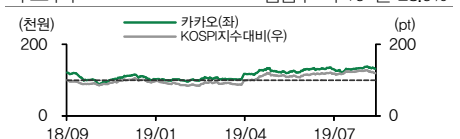
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	1,972	2,417	3,050	3,672	4,302
(증가율)	34.7	22.5	26.2	20.4	17.1
영업이익	165	73	170	350	535
(증가율)	42.4	-55.9	133.7	105.1	52.9
지배주주순이익	109	48	159	289	429
EPS	1,602	613	1,901	3,456	5,141
PER (H/L)	104.9/47.5	265.1/140.3	69.4	38.2	25.7
PBR (H/L)	2.8/1.3	2.6/1.4	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA (H/L)	35.4/15.8	46.6/29.1	28.8	18.4	12.7
영업이익률	8.4	3.0	5.6	9.5	12.4
ROE	2.9	1.0	3.0	5.3	7.4

## Stock Data

52주 최저/최고	87,600/138,500원
KOSDAQ /KOSPI	639/2,062pt
시가총액	110,620억원
60일-평균거래량	472,193
외국인지분율	28.3%
60일-외국인지분율변동추이	+3.5%p
주요주주	김범수 외 19 인 28.9%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	1.9	5.6	10.0
상대기준	-4.7	7.3	23.7

도표 134. 카카오 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>5,554</b>	<b>5,889</b>	<b>5,993</b>	<b>6,733</b>	<b>7,063</b>	<b>7,330</b>	<b>7,585</b>	<b>8,526</b>	<b>24,170</b>	<b>30,504</b>	<b>36,724</b>
YoY	83.0	24.4	31.7	20.0	27.2	24.5	26.6	26.6	22.5	26.2	20.4
<b>플랫폼</b>	<b>2,323</b>	<b>2,511</b>	<b>2,530</b>	<b>3,030</b>	<b>3,131</b>	<b>3,268</b>	<b>3,404</b>	<b>4,050</b>	<b>10,393</b>	<b>13,854</b>	<b>17,801</b>
특비즈(카카오톡/커머스/신규특BM등)	885	976	1,071	1,279	1,269	1,389	1,550	2,005	4,211	6,214	9,048
YoY					43.3	42.4	44.7	56.8	63.2	47.5	45.6
포털비즈(다음 PC/모바일, 카스 등)	1,217	1,284	1,155	1,298	1,264	1,369	1,294	1,423	4,954	5,351	5,679
YoY	0.0	0.0	0.0	0.0	3.9	6.7	12.0	9.6	-1.5	8.0	6.1
신사업(카카오모빌리티, 페이, 기타)	220	251	303	453	598	510	559	622	1,227	2,289	3,074
YoY					171.6	103.0	84.5	37.4	0.0	0.0	0.0
<b>콘텐츠</b>	<b>3,231</b>	<b>3,379</b>	<b>3,463</b>	<b>3,704</b>	<b>3,932</b>	<b>4,062</b>	<b>4,180</b>	<b>4,476</b>	<b>13,777</b>	<b>16,650</b>	<b>18,923</b>
게임 (모바일/PC, 카카오 VX)	1,056	1,116	994	1,003	940	984	974	985	4,170	3,884	3,852
YoY					-10.9	-11.9	-2.0	-1.8	21.9	-6.9	-0.8
뮤직(멜론/카카오뮤직/음원유통/티켓)	1,263	1,305	1,360	1,401	1,372	1,446	1,450	1,466	5,329	5,735	5,900
YoY					8.7	10.8	6.7	4.6	11.3	7.6	2.9
유료 콘텐츠 (카카오페이지/다음웹툰/픽코마)	438	508	605	633	746	815	911	1,023	2,184	3,496	5,232
YoY					70.6	60.3	50.6	61.6	72.1	60.1	49.7
IP 비즈니스 및 기타 (카카오IX/카카오M)	475	449	504	666	873	817	844	1,002	2,095	3,536	3,939
YoY					83.7	81.8	67.5	50.4	4.7	68.8	11.4
<b>영업비용</b>	<b>5,450</b>	<b>5,613</b>	<b>5,686</b>	<b>6,691</b>	<b>6,786</b>	<b>6,926</b>	<b>7,107</b>	<b>7,981</b>	<b>23,440</b>	<b>28,800</b>	<b>33,227</b>
YoY	34.4	32.4	21.5	31.3	24.5	23.4	25.0	19.3	29.7	22.9	15.4
인건비	1,273	1,259	1,303	1,583	1,601	1,590	1,608	1,748	5,419	6,548	7,189
매출연동비	2,507	2,608	2,611	3,069	3,306	3,419	3,527	3,939	10,795	14,191	16,743
외주/인프라	681	737	847	878	899	844	903	998	3,144	3,644	4,370
마케팅	483	461	372	557	329	399	379	580	1,873	1,688	1,931
상각비	314	339	345	382	501	534	546	554	1,381	2,135	2,314
기타 영업비용	192	209	207	221	149	139	144	162	829	594	680
<b>영업이익</b>	<b>104</b>	<b>276</b>	<b>307</b>	<b>43</b>	<b>277</b>	<b>405</b>	<b>478</b>	<b>546</b>	<b>730</b>	<b>1,705</b>	<b>3,497</b>
YoY	2.7	-1.7	29.2	50.5	165.9	46.6	55.8	1,171.1	-55.9	133.7	105.1
OPM	1.9	4.7	5.1	0.6	3.9	5.5	6.3	6.4	3.0	5.6	9.5
<b>순이익</b>	<b>147</b>	<b>225</b>	<b>74</b>	<b>-286</b>	<b>176</b>	<b>310</b>	<b>392</b>	<b>448</b>	<b>159</b>	<b>1,326</b>	<b>2,623</b>
NPM	2.6	3.8	1.2	-4.3	2.5	4.2	5.2	5.3	0.7	4.3	7.1

자료: DB금융투자

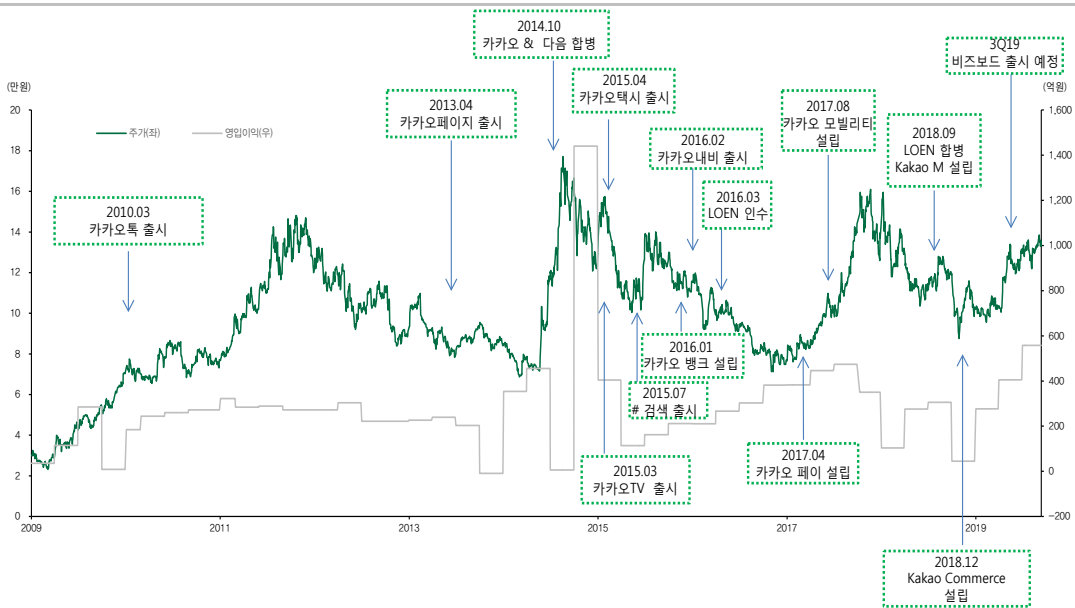
도표 135. 카카오 밸류에이션

(단위: 억원 x %)

구분						
<b>사업 가치</b>						
부문	12MF 매출액	영업이익	NOPLAT	멀티플	적정가치	비고
특 비즈니스	7,644	2,293	1,720	25.1	43,168	OPM 30% 가정, 인터넷/전자상거래 Peer 평균
포털 비즈니스	5,531	1,106	830	15.2	12,610	OPM 20% 가정, 인터넷 Peer PER 대비 30% 할인
뮤직	5,824	699	524	20.0	10,484	OPM 12% 가정, 시장성속 반영하여 PER 20배 적용
유료 콘텐츠(카카오 페이지 제외)	1,822	182	137	5.1	9,294	OPM 10% 가정, 네이버웹툰 대비 15% 할인
IP 비즈니스 및 기타	3,698	370	277	20.0	19,968	OPM 10% 가정, 콘텐츠 Peer 평균 PER 적용
<b>사업 가치 합계 1)</b>		<b>4,650</b>	<b>3,488</b>	<b>27.4</b>	<b>95,524</b>	
<b>지분 가치 2)</b>						
자회사	적정가치	지분율		지분가치	비고	
카카오 모빌리티	14,400	69.3		9,979	투자 유치 시점 밸류에이션에 10% 할인 적용	
카카오 페이	24,000	60.9		14,616	네이버파이낸셜의 적정가치 적용	
카카오 은행	13,920	34		4,733	자본총계 1.16조원, 적용 PBR 1.2배, 최대 지분율	
카카오 게임즈	4,160	60.4		2,513	12MF 순이익 320억원, PER 13배 적용	
카카오 페이지	16,578	63.7		10,560	20E 매출액에 네이버웹툰과 동일한 PSR 적용	
<b>지분 가치 합계 2)</b>				<b>42,401</b>		
<b>적정 카카오 연결 시가총액 1)+2)</b>					<b>137,925</b>	
주식수					83,484	
적정 주가					165,211	
<b>목표주가</b>					<b>165,000</b>	
현재 주가					132,000	
상승여력					25.0	

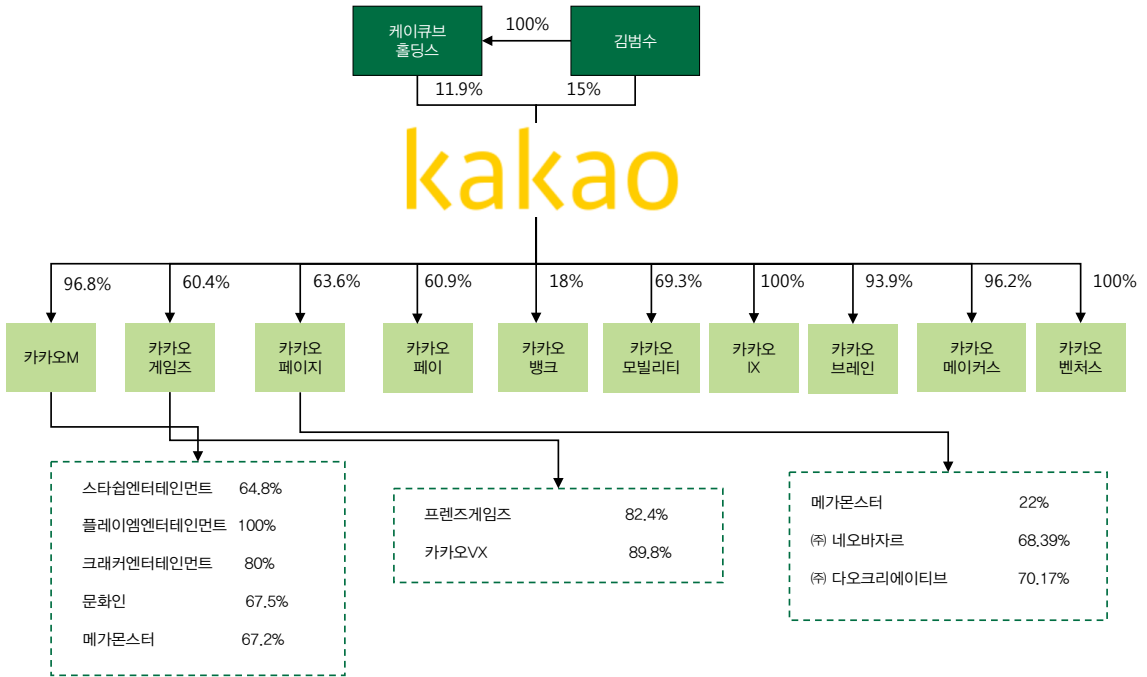
자료: DB금융투자

도표 136. 카카오 주가, 영업이익, 주요 이벤트 추이



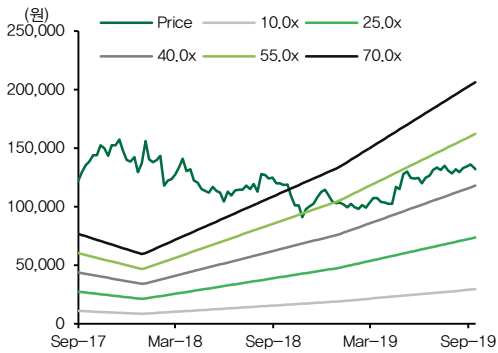
자료: DB금융투자

도표 137. 카카오 지분구조



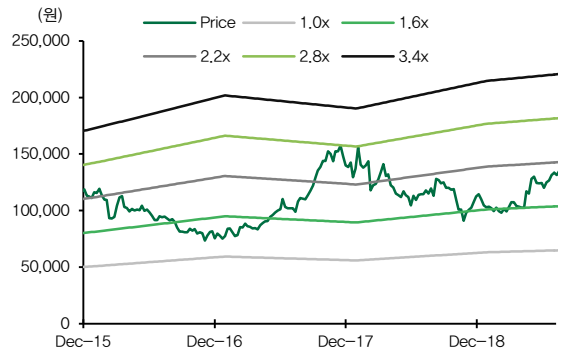
자료: DB금융투자

도표 138. PER Band Chart



자료: 블룸버그, DB금융투자

도표 139. PBR Band Chart



자료: 블룸버그, DB금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
12월 결산(십억원)					
유동자산	1,993	2,859	3,025	3,403	3,861
현금및현금성자산	1,117	1,247	1,194	1,387	1,647
매출채권및기타채권	179	194	259	282	307
재고자산	22	36	25	34	41
비유동자산	4,356	5,101	5,012	4,970	4,978
유형자산	271	315	294	312	375
무형자산	3,690	3,865	3,798	3,737	3,682
투자자산	373	848	848	848	848
자산총계	6,349	7,960	8,261	8,596	9,063
유동부채	1,041	2,039	2,218	2,301	2,388
매입채무및기타채무	425	767	946	1,028	1,115
단기차입금및단기차입금	0	498	498	498	498
유동성장기부채	170	110	110	110	110
비유동부채	846	293	293	293	293
사채및장기차입금	621	43	43	43	43
부채총계	1,887	2,332	2,511	2,594	2,681
자본금	34	42	42	42	11
자본잉여금	441	432	432	432	432
이익잉여금	1,330	1,544	1,953	2,428	2,947
비지배주주지분	19	10	13	15	19
자본총계	1,789	1,896	2,308	2,785	3,307

현금흐름표

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	241	112	496	588	680
당기순이익	166	271	550	637	696
현금유출이없는비용및수익	124	115	191	208	220
유형및무형자산상각비	35	32	32	32	33
영업관련자산부채변동	6	-154	-72	-56	-16
매출채권및기타채권의감소	1	-71	-31	-45	-21
재고자산의감소	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무의증가	2	-5	23	18	25
투자활동현금흐름	-517	-139	-70	-58	-59
CAPEX	-18	-17	-23	-38	-39
투자자산의손증	-499	-63	3	3	4
재무활동현금흐름	310	-74	-84	-141	-162
사채및차입금의 증가	0	149	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	219	-9	0	0	0
배당금지급	-69	-60	-81	-137	-159
가타현금흐름	11	-3	0	0	0
현금의증가	45	-103	341	390	459
기초현금	203	248	145	486	876
기말현금	248	145	486	876	1,335

자료: 카카오, DB금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
12월 결산(십억원)					
매출액	838	984	1,896	2,129	2,291
매출원가	203	188	224	225	239
매출총이익	636	796	1,672	1,904	2,052
판관비	398	467	967	1,106	1,183
영업이익	237	329	705	798	869
EBITDA	272	361	737	830	902
영업외손익	2	17	18	39	46
금융손익	20	11	14	24	31
투자손익	-2	7	3	3	4
가타영업외손익	-16	-1	1	12	11
세전이익	240	346	723	838	915
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	166	271	550	637	696
지배주주지분순이익	165	272	547	634	692
비지배주주지분순이익	1	-1	3	3	3
총포괄이익	171	329	550	637	696
증감률(%YoY)					
매출액	-0.1	17.3	92.8	12.3	7.6
영업이익	-14.6	38.4	114.4	13.2	8.9
EPS	-28.1	64.6	100.9	15.9	9.2

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 가타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당주요지표(원)					
EPS	7,542	12,416	24,940	28,904	31,570
BPS	80,693	85,985	104,617	126,257	149,892
DPS	2,747	3,820	6,466	7,493	8,185
Multiple(배)					
P/E	28.2	19.9	18.8	16.3	14.9
P/B	2.6	2.9	4.5	3.7	3.1
EV/EBITDA	13.7	12.7	12.3	10.4	9.0
수익성(%)					
영업이익률	28.3	33.4	37.2	37.5	37.9
EBITDA마진	32.5	36.7	38.9	39.0	39.4
순이익률	19.8	27.6	29.0	29.9	30.4
ROE	10.6	14.9	26.2	25.0	22.9
ROA	8.5	11.9	21.3	20.9	19.5
ROC	98.1	155.9	236.0	239.7	234.0
안정성및가타					
부채비율(%)	24.1	24.5	21.1	18.2	16.0
이자보상배율(배)	7,379.3	110.4	219.0	247.9	270.0
배당성향(배)	36.1	29.9	25.0	25.0	25.0

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 PO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 '독점규제 및 공정거래에 관한 법률' 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이견 비율 (2017-06-30 기준) - 매수(67.1%) 중립(32.9%) 매도(0.0%)

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

카카오 현재가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
19/09/17	Buy	165,000	-	-					

# MEMO





Research Center

자본/자산시장 강화팀 센터장 02)369-3370 mousetak@db-fi.com

담당 애널리스트 02)369- @db-fi.com

자산전략팀

글로벌크레딧 유승우 팀장 3426 seyoo

채권전략파트

채권/FX전략 문홍철 파트장 3436 m304050  
 경제 박성우 수석연구원 3441 p3swo  
 신용분석 이혁재 선임연구원 3435 realsize84

주식전략파트

주식전략 강현기 파트장 3479 hygkang  
 중국/신흥국 김선영 연구위원 3438 tjs00dud  
 퀀트/해외주식 설태현 수석연구원 3709 thseol  
 RA 강대승 연구원 3437 bigwin92

산업분석1팀

은행/보험 이병건 팀장 3381 pyrrhon72  
 RA 정광명 연구원 3746 Kmc92

시클리컬파트

조선/기계/철강 김홍균 파트장 3102 usckim10  
 건설/건자재/부동산 조윤호 수석연구원 3367 uhno  
 화학/정유/유틸리티 한승재 수석연구원 3921 sjhan  
 RA 정재현 연구원 3429 kevinj

크로스융합파트

원자재/스몰캡 유경하 파트장 3353 last88  
 비상장기업 남기윤 연구위원 3387 kqnam  
 생활용품/의류 박현진 수석연구원 3477 hjpark  
 Mid-small caps 구성진 선임연구원 3428 goo  
 Mid-small caps 유현재 선임연구원 3369 Jay.yoo

산업분석2팀

IT총괄 권성률 팀장 3724 srkwon

ICT자동차파트

반도체 어규진 연구위원 3713 kjsyndrome  
 자동차/운송 김평모 수석연구원 3053 pmkim  
 통신서비스/미디어 신은정 선임연구원 3458 ej.shin  
 RA 권세라 연구원 3352 serakwon9494

헬스케어컨슈머파트

음식료/유통 차재현 파트장 3378 imcjh  
 제약/바이오 구자용 연구위원 3425 jaykoo  
 엔터테인먼트/게임 황현준 수석연구원 3385 realjun20



### 본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

### 대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (교운손빌딩 2층)  
 천안 041) 569-7000 충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)  
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

### 서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)  
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)  
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)  
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS7독교방송 1층)  
 압구정금융센터 02) 3445-8800 서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)  
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)  
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

### 부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)  
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)  
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)  
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)  
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)  
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (효연빌딩 2층)

### 경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)  
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)  
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)  
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)  
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

### 광주 · 전라지역

광주 062) 655-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)  
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬프라자 2층)

### 강원지역

강릉 033) 641-8629 강원도 강릉시 울곡로 2845 (성호빌딩 3층)  
 원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.