

인터넷 (비중확대)

# 테크핀(TechFin)의 확산과ナビ효과

---

인터넷/소프트웨어 Analyst 이경일  
02)6923-7321  
ki.lee@capefn.com

---



케이프투자증권

# Contents

## 국내 테크핀(TechFin) 산업의 발전..... 04

1. 법제도 및 산업정책의 변화
2. 국내 마이데이터(My Data) & 마이페이먼트(My Payment) 산업의 성장 본격화

## 해외 테크핀(TechFin) 기업들의 성장요인..... 19

1. 해외 테크핀(TechFin) 기업들의 견조한 성장세
2. 해외 테크핀(TechFin) 기업분석
  - (1) 앤트파이낸셜(Ant Financial)
  - (2) 페이팔(Paypal)
  - (3) 스트라이프(Stripe)
  - (4) 스퀘어(Square)
  - (5) 애드엔(Adyen)
  - (6) 로빈후드(Robinhood)
  - (7) 크레딧카르마(Credit karma)

## 국내 테크핀(TechFin) 업체들의 기업가치..... 33

1. 국내 테크핀(TechFin) 기업들의 금융서비스 확대
2. 국내 테크핀(TechFin) 업체들의 기업가치
  - (1) 네이버파이낸셜의 기업가치
  - (2) 카카오페이의 기업가치
  - (3) 페이코의 기업가치

## 기업분석..... 37

NAVER (035420 KS | Buy 유지 | TP 230,000원 상향)  
네이버파이낸셜의 테크핀 사업 기대감..... 38

카카오 (035720 KS | Buy 유지 | TP 220,000원 상향)  
테크핀 사업 확대로 밸류에이션 Re-rating 나타날 전망..... 42

NHN (181710 KS | Buy 유지 | TP 110,000원 유지)  
페이코의 흑자전환 기대감 확대..... 46

## 인터넷 (비중확대)

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

### 테크핀(TechFin)의 확산과 나비효과

금융위가 EU의 PSD2와 유사한 법제도 및 산업정책을 추진하면서 국내에서도 마이데이터 및 마이페이먼트 사업을 통해 테크핀 산업이 본격화될 것으로 예상됩니다. 이로써 국내 간편결제 서비스 사업자들의 성장세가 확대되는 한편 향후 금융서비스로 사업을 확장시키며 기업가치가 리레이팅될 것으로 전망합니다.

#### EU의 PSD2 시행 이후 글로벌 결제사업자들의 금융서비스 확대

- EU의 PSD2 시행으로 글로벌 시장에서 지급결제 서비스 업체들의 기업가치가 빠르게 증가. 과거 단순한 결제대행 업무에만 머물렀던 글로벌 결제서비스 기업들은 PSD2 도입 이후 금융서비스로 사업영역을 확대하며 고성장세.
- 현재 가장 높은 가치를 평가 받는 테크핀 기업은 중국 알리바바 그룹의 자회사인 앤트파이낸셜. Ant Financial은 2013년 위어바오의 출범 이후 자산운용, 파이낸싱, 인터넷은행, 증권, 보험, 신용평가업 등의 금융서비스 자회사들을 수직 계열화하면서 빠르게 성장 중. 또한 글로벌 최대 결제플랫폼 사업자인 페이팔도 공격적인 M&A 전략을 통해 금융서비스 사업을 확장시키고 있는 상태.
- 글로벌 테크핀 산업이 활성화되면서 자산관리 및 신용관리 서비스 기업들의 약진 나타남. 로빈후드는 무료 수수료 기반의 주식 중개 서비스를 제공하면서 기업가치가 빠르게 증가. 크레딧카르마는 무료 신용등급 관리 서비스, 최적화된 금융상품 추천서비스 등을 제공하면서 견조한 성장세 시현.

#### 국내 마이데이터 & 마이페이먼트 산업의 성장 본격화

- 데이터3법 국회 본회의 통과로 국내 마이데이터 산업 활성화될 전망. 이로써 금융소비자들은 정보비대칭에서 벗어나 합리적인 의사결정이 가능해지고 최적화된 금융상품 선택 가능. 이로써 기존 대형 금융사의 시장지배력은 약화되는 한편 금융상품 판매 시장의 경쟁은 심화될 전망. 글로벌 테크핀 시장에 비추어 볼 때 국내 금융 마이데이터 산업도 자산관리 서비스 및 금융상품 추천서비스 기반으로 성장할 전망.
- 올해 하반기에는 전자금융법 개정으로 종합지급결제업과 마이페이먼트 산업 도입될 전망. 종합지급결제업은 간편결제 사업자에게 은행 제휴 없이 독자적으로 고객에게 계좌를 발급하고 관리하는 업무를 허가하는 제도. 한편 마이페이먼트 산업이 도입될 경우 간편결제 사업자들의 수수료 부담이 큰 폭으로 경감되고 간편결제의 직불결제 편의성이 개선되면서 국내 지급결제 시장규모가 확대될 것으로 전망. 반면 국내 카드사들의 수수료 수익은 악화될 전망이며 카드사와 은행 중심의 거래구조가 간편결제 사업자 중심으로 재편되면서 은행의 입지도 악화될 전망.

#### Top pick: 카카오

- 올해 특보드의 호조세로 광고부문의 성장폭 확대되며 견조한 이익성장 견인할 전망. 또한 주요 자회사들의 흑자전환이 가시화되면서 신사업 부문의 적자폭 축소구조도 지속될 것. 한편 카카오페이증권은 향후 테크핀 사업을 본격화하면서 동사의 밸류에이션 Re-rating 요인으로 작용할 전망.

기업명	투자 의견	목표주가	현재주가	상승여력	2019E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
NAVER	Buy	230,000	186,500	23.3%	4,210	44.3	4.0	10.5	-2,922
<b>카카오</b>	<b>Buy</b>	<b>220,000</b>	<b>182,000</b>	<b>20.9%</b>	<b>3,559</b>	<b>43.1</b>	<b>2.4</b>	<b>5.1</b>	<b>-2,432</b>
NHN	Buy	110,000	71,800	53.2%	4,813	13.9	0.8	6.6	-723

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

# I. 국내 테크핀(TechFin) 산업의 발전

## 1. 법제도 및 산업정책의 변화

### (1) 해외 테크핀 법제도: EU의 PSD2

EU의 PSD2 시행

지난 '18년 EU 지역에서 PSD2(Payment Service Directive2)가 시행되기 시작한 데 이어 최근 국내 금융당국에서도 이와 유사한 법제도 및 산업정책을 추진하면서 국내 테크핀(TechFin) 산업이 본격적으로 성장할 수 있는 환경이 조성되고 있다.

기존의 핀테크 서비스와 비교할 때 테크핀의 가장 큰 차이점은 결제 및 송금 데이터와 IT 기술(AI, 블록체인, 클라우드, 빅데이터 등)을 활용함으로써 막강한 데이터 분석 역량을 구현한다는 점이다. 이로써 테크핀 기업은 기존의 전통적인 금융기관들보다 더욱 정확하게 고객의 니즈를 파악하고 혁신적이며 커스터마이징된 금융상품을 제공할 수 있다.

표1 핀테크 vs 테크핀(TechFin) 비교

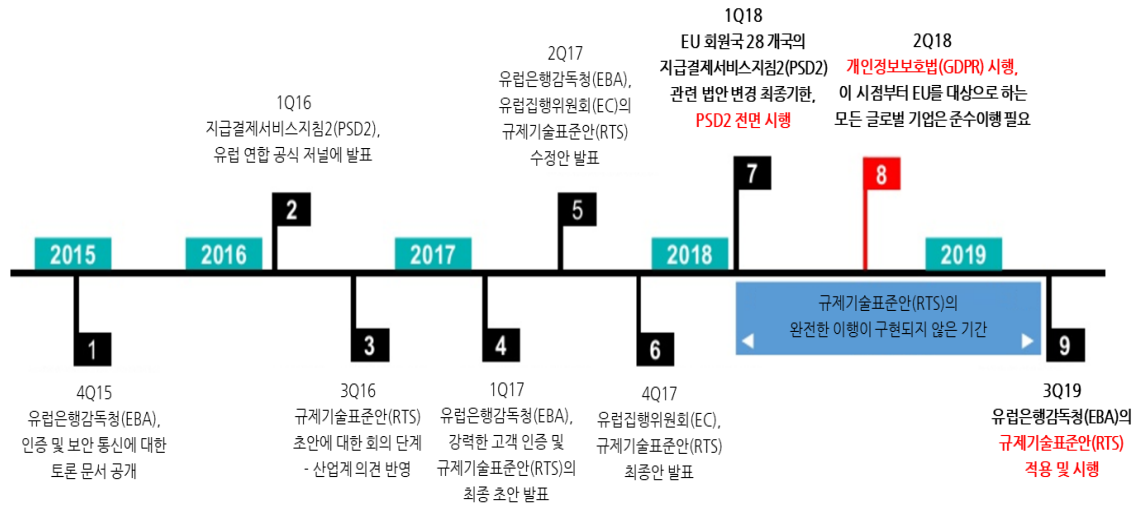
	FinTech	VS	TechFin
서비스 기반	금융		IT
고객 기반	일반적인 금융소비자		간편결제 사용자
IT 인프라	아웃소싱		자체 보유
데이터 기반	일반적인 금융정보		결제 및 송금 데이터
핵심 경쟁력	높은 신뢰도 & 금융 노하우		IT기술(AI, Cloud, 빅데이터 등)

자료: 케이프투자증권 리서치본부

EU의 PSD2는 새로운 형태의 금융서비스 산업을 육성하기 위해서 유럽은행감독청(EBA)이 기존의 지급결제서비스 지침을 개정한 법률안이다. 과거의 경우 은행들이 고객의 금융정보를 독점하고 있었으나 PSD2 시행 이후에는 비은행권 사업자에게도 고객 정보에 대한 접근이 허용되고 있다.

PSD2 시행으로 인한 금융서비스 환경변화의 핵심은 다음과 같다. 금융소비자의 측면에서는 금융상품 비교 및 계좌관리의 편리성이 확대된다. 반면 기존 은행의 입장에서는 더 이상 고객의 금융정보를 독점하지 못하며 제3자와 함께 공유하게 됨으로써 금융서비스의 경쟁이 본격적으로 촉발된다.

그림1 EU의 PSD2 시행 일정



자료: 유럽집행위원회(EC), 케이프투자증권 리서치본부

PSD2는 2016년 1월 12일 공식안을 확정된 이후 '18년 1월 13일부터 본격 시행되었고 PSD2 관련 후속조치로서 개인정보보호법(GDPR)이 '18년 5월 25일, 규제기술표준안(RTS)은 3Q19부터 시행되고 있다. 개인정보보호법 시행으로 개인정보 데이터 활용에 관한 절차가 구체화되었고 규제기술표준(RTS) 시행으로 강력한 2중 인증 체계 도입이 의무화된 상태다.

PSD2의 주요 내용은 1) 제3자 제공자(Third Party Providers) 도입 및 규제, 2) 온라인 결제 시 강력한 고객 인증(Strong Customer Authentication) 적용 의무화 등이다. PSD2 시행으로 기존의 은행권에서는 고객이 동의한 경우에 제3자 제공자(TPPs)에게 오픈 API 형태로 고객의 계좌 정보, 입출금 거래 내역 등의 금융정보를 제공해야 한다.

PSD2는 은행의 API 공개에 대한 수수료를 건당 0.2~0.3% 수준으로 제한하고 있다. 이로써 비은행권 사업자가 은행이 제공한 오픈 API를 통해서 다양한 금융서비스를 제공할 수 있는 환경이 마련되었다.

PSD2에서는 계좌정보서비스업자(AISP)와 지급결제지시서비스업자(PISP)를 새로운 유형의 사업자로 정의하고 각각의 책임과 의무를 부과하고 있다. 계좌정보서비스업자(AISP)는 고객 계좌 정보에 대한 접근이 허용되며 고객의 은행별 계좌 정보를 제공받을 수 있다. 한편 지급결제지시서비스업자(PISP)는 고객이 동의할 경우에 고객의 은행에서 타인의 계좌로 직접 자금을 이체하거나 결제를 대행하는 업무를 영위할 수 있다.

금융데이터의 공유 확대를 강제하는 PSD2의 시행은 금융데이터 플랫폼 형성을 촉진함으로써 금융소비자의 편익을 향상시키고 제3자 제공자(TPPs)의 금융서비스 사업 환경을 획기적으로 개선시키고 있다. 소비자는 금융플랫폼을 활용해 은행별 금융상품을 편리하게 비교하고 자산을 효율적으로 관리할 수 있다.

한편 PSD2의 후속조치 중 하나인 규제기술표준안(RTS)이 시행되면서 온라인 결제 시 강력한 고객 인증 적용이 의무화되었다. 안전한 오픈 API 환경을 구축하기 위해서는 보안에 대한 우려를 불식시킬 수 있는 조치가 필수적이기 때문이다. 강력한 고객 인증은 2가지 이상의 인증 수단을 사용하는 것을 의미한다.

표2 EU의 테크핀 법제도 주요 내용

시행시기	법률명	주요 내용	비고
1Q18	PSD2	은행권 Open API 도입 제3자 제공자(TPPs) 도입	고객이 동의한 경우 은행권은 TPPs에 오픈 API 형태로 금융정보 제공해야 함 지급결제지시서비스 제공업자(PISP) & 계좌정보서비스 제공업자(AISP) 도입
2Q18	GDPR	정보주체인 개인의 권리 확대	데이터 삭제권 & 이동권 등의 법제화로 정보주체인 개인의 권리 확대
3Q19	RTS	강력한 고객 인증(SCA) 의무화	온라인 결제시 2가지 이상의 인증 수단 사용 의무화

자료: 유럽집행위원회(EC), 케이프투자증권 리서치본부

PSD2 시행으로 새롭게 도입된 계좌정보서비스업자(AISP)는 모든 은행계좌, 카드대금, 주식 매매 등의 금융상품 현황을 통합하여 서비스하거나 거래패턴과 속성을 분석하여 맞춤형 상품을 제안하는 등의 부가서비스를 제공할 수 있다. 한편 지급결제지시서비스업자(PISP)는 지불대행 서비스 제공회사의 은행이 제공하는 인터넷 뱅킹이나 모바일 뱅킹을 사용하지 않고도 별도의 앱을 통해 돈을 송금하거나 물품대금 청구, 온라인 쇼핑 결제 서비스를 제공하고 있다.

그 동안 수 많은 핀테크 기업들이 등장했지만 이들이 기존의 금융산업에 미치는 영향은 제한적이었다. 그러나 PSD2 시행으로 금융데이터 시장이 개방되었고 IT 기술을 기반으로 막강한 데이터 분석 역량을 지닌 테크핀 기업들의 금융시장 진출은 더욱 확대될 전망이다. 이로써 데이터 관리자 역할에 머물렀던 전통적인 금융기관들의 입지는 상당히 축소되고 기존의 대형 은행들에게도 심각한 위협이 될 것으로 예상된다.

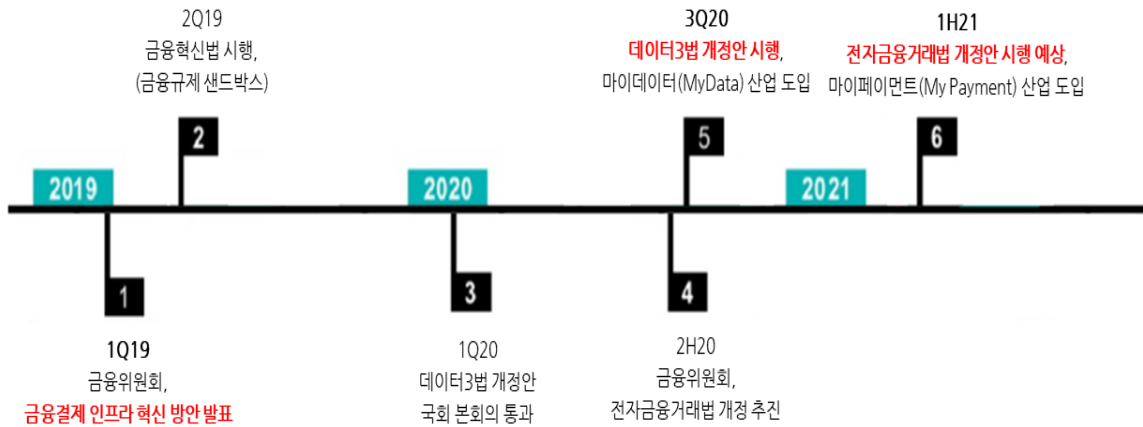
## (2) 국내 테크핀 법제도: 전자금융거래법 & 데이터3법 개정안

금융위, 금융결제  
인프라 혁신 방안 추진

금융위원회는 작년 2월 금융결제 인프라 혁신 방안을 발표하면서 핀테크 및 금융플랫폼 활성화를 추진하고 있다. 금융위의 금융결제 인프라 혁신 방안은 EU의 PSD2와 유사한 형태로 계좌정보서비스업자(AISP)는 마이데이터(My Data) 산업으로, 지급결제지시서비스업자(PISP)는 마이페이먼트(My Payment) 산업을 통해 육성할 계획이다.

전자금융거래법 개정은 당초 계획보다 늦어져 올해 하반기에 추진될 예정이나 최근 데이터 3법이 국회 본회의를 통과하면서 마이데이터 산업 활성화에 대한 기대감이 확대되고 있다.

그림2 국내 전자금융거래법 & 데이터3법 개정안 시행 일정



자료: 금융위, 케이프투자증권 리서치본부

표3 EU 및 국내 테크핀 법제도 비교

구분	EU	VS	국내
은행권 Open API 도입	PSD2	⇔	전자금융거래법 개정안
마이데이터(MyData) 도입	PSD2, GDPR	⇔	전금법, 데이터 3 법 개정안
마이페이먼트(My Payment) 도입	PSD2	⇔	전자금융거래법 개정안
강력한 고객 인증(SCA) 의무화	RTS	⇔	전자금융거래법 개정안

자료: 케이프투자증권 리서치본부

금융위원회가 금융결제 인프라 혁신방안을 추진하면서 그 동안 미진한 모습을 보였던 국내 금융 생태계에도 큰 변화가 나타날 전망이다. 금융결제 인프라 혁신안은 1) 금융결제망을 개방해 오픈뱅킹 생태계를 구축하고 2) 핀테크 및 간편결제 서비스의 성장을 촉진하는 내용이 핵심이다.

특히 오픈뱅킹의 법제도화와 핀테크 기업에 금융결제망을 개방하는 정책은 현재 EU가 시행하고 있는 PSD2와 거의 흡사한 형태다. 금융당국은 지난 '16년 8월 금융권 공동 오픈 API를 도입했지만 높은 수수료 장벽이 핀테크 기업들의 재무적 부담을 가중시키면서 활성화되지 못했다. 그러나 현재는 오픈뱅킹 시스템 구축을 통해서 API 이용 수수료가 큰 폭으로 경감되었고 이로써 국내 핀테크 산업이 활성화될 수 있는 환경이 마련되었다.

표4 금융결제 인프라 혁신 방안의 주요 내용

구분	추진 과제	개정법률안	추진 일정	소관부처
금융결제 시스템 개방	공동 결제시스템(오픈뱅킹) 구축	금융결제원 규약	4Q19	금융위, 금결원
	<b>오픈뱅킹 법제도화</b>	<b>전자금융거래법</b>	<b>2H20</b>	금융위
	금융결제망 개방	전자금융거래법, 한국은행 규정	2H20	금융위, 한은
금융 결제업 체계 개편	업종별 → 기능별 규율 체계 전환	전자금융거래법	2H20	금융위
	<b>My Payment, 종합지급결제업 도입</b>	<b>전자금융거래법</b>	<b>2H20</b>	금융위
	소액 후불결제 서비스 허용	혁신금융서비스 지정	2Q19	금융위
시장친화적 규제 개선	간편결제 이용/충전해도 확대	전자금융거래법 시행령 및 감독규정	2H20	금융위
	외국환 간편결제 허용	외국환거래법 시행령 및 감독규정	2Q19	기재부, 금융위
	신용카드 대비 더 큰 혜택 제공 허용	여신전문금융업법	3Q19	금융위
	간편결제 단말기 보급관련 규제 완화	여신전문금융업법 유권해석	1Q19	금융위
	대중교통 결제기능 지원	교통사업자 협의	1Q19	금융위
	제로페이 연계 강화	-	-	중기부, 금융위
	세계 인센티브 방안 검토 추진	세법	4Q19	기재부, 금융위

자료: 금융위, 케이프투자증권 리서치본부

오픈 API를 기반으로한 오픈뱅킹 생태계의 확산은 은행사업자, 핀테크 기업, 금융소비자 모두에게 경제적 효용을 제공함으로써 새로운 경제효과를 창출할 전망이다. 우선 기존의 은행사업자들은 오픈 API 사용건수에 비례한 수수료를 핀테크 기업으로부터 수취하게 되고 핀테크 시장이 성장함에 따라 수수료 수익도 증가하기 때문에 수익원을 다 변화할 수 있다.

한편 핀테크 기업들은 오픈뱅킹 생태계를 통해 다수의 금융회사와 시스템 및 업무 표준화가 가능하기 때문에 시스템 개발 및 구축비용이 절감되어 수익성 개선효과가 기대된다.

한편 최근 데이터3법이 국회 본회의를 통과하면서 가명정보 개념 도입과 활용범위가 구체화되고 금융분야 빅데이터 분석의 법적근거가 명확해짐으로써 향후 마이데이터 도입이 가속화될 전망이다. 데이터 3법(개인정보보호법, 정보통신망법, 신용정보법) 개정안은 올해 8월 5일부터 시행될 예정이며 이로써 데이터 분석을 포함한 빅데이터 산업의 성장이 본격화될 것으로 전망한다.

법률명	소관부처	주요 개정 내용
개인정보보호법	행정안전부	가명정보 개념 도입 및 동의 없이 사용 가능한 목적범위 구체화
		가명정보 이용시 안전장치 및 통제수단 마련(EU GDPR 적정성 평가 승인 추진)
		개인정보 관리/감독 체계를 개인정보보호위원회(개보위)로 일원화
신용정보법	금융위원회	신용주체자의 본인정보 통제 가능 강화
		금융분야 빅데이터 분석 및 이용의 법적근거 명확화
		마이데이터 도입 및 금융분야 규제 정비
정보통신망법	과학기술정보통신부	온라인상 개인정보의 규제/감독 권한을 개인정보보호위원회로 이관

자료: 행정안전부, 금융위원회, 과학기술정보통신부, 케이프투자증권 리서치본부

또한 AISP와 PISP 도입의 근거가 된 PSD2처럼 국내에서는 올해 하반기 전자금융거래법 개정을 통해 종합지급결제업과 마이페이먼트 산업이 활성화될 전망이다. 종합지급결제업이 도입될 경우 간편결제 사업자들은 은행과의 제휴가 없어도 독립적으로 계좌를 발급, 관리하고 자금 이체도 가능해진다. 이로써 간편결제 사업자가 직접 고객계좌를 개설해 금융 결제망에 참여할 수 있게 된다.

마이페이먼트 산업은 일종의 간편 송금업으로 하나의 앱을 통해 다른 금융사 계좌에 담긴 자금을 결제하거나 송금할 수 있는 제도다. 실제 자금 흐름과는 무관하게 개인의 지시만으로 자금을 이체할 수 있다. 현재도 오픈뱅킹 서비스를 통해 구현되고 있는 상태지만 아직은 은행권 규약으로 이용되는 형태이기 때문에 안정성과 대중화 측면에서는 한계가 존재한다. 오픈뱅킹은 전자금융법 개정안을 통해 향후 법으로 제도화될 예정이다.

추진시기	추진과제	비고
2H20	오픈뱅킹 법제도화	은행권 협약에 근거 → 법제도화
2H20	신규 전자금융업 도입	종합지급결제업, 지급지시서비스업(My Payment) 도입
2H20	기능별 규율 체계 전환	업종별 → 기능별 규율 체계로 전환

자료: 금융위, 케이프투자증권 리서치본부

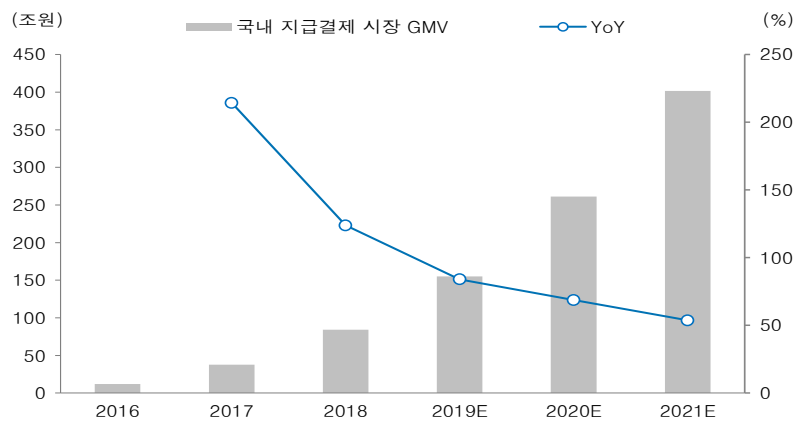
## 2. 국내 마이데이터 & 마이페이먼트 산업의 성장 본격화

### (1) 국내 간편결제 시장의 견조한 성장세

국내 지급결제 시장  
연평균 135% 성장

국내 지급결제 시장은 '16년~'19년 동안 연평균성장률(CAGR) 135% 수준의 높은 성장세를 지속하고 있다. 높은 시장지배력을 보유한 플랫폼 기업들이 자사 서비스에 특화된 간편결제를 제공하면서 거래액이 지속적으로 증가하고 있다. 과거에는 주로 온라인 거래액 위주의 성장세를 나타냈지만 최근에는 오프라인 거래액도 견조한 성장세를 나타내고 있다.

그림3 국내 지급결제 시장 GMV 추이



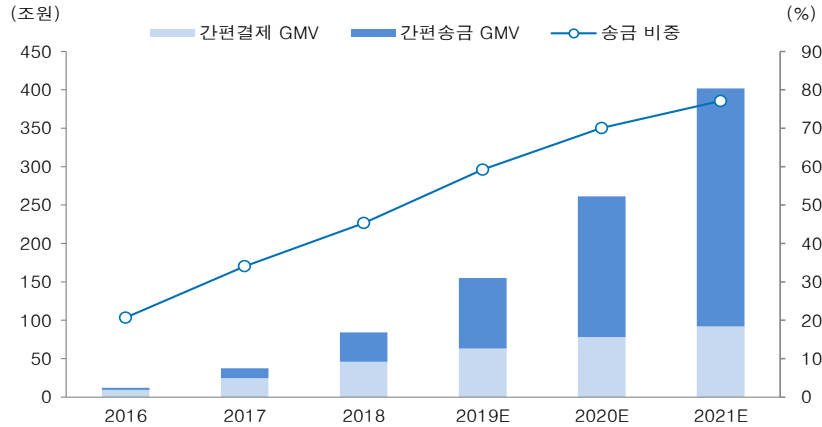
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

한편 간편송금의 고성장이 지속되고 있다는 점이 국내 지급결제 거래액 증가를 견인하는 주요인으로 작용하고 있다. 간편송금 거래액은 '16년~'19년동안 연평균성장률(CAGR) 233% 수준의 높은 성장세를 나타냈다. 간편송금은 핀테크의 대표적인 분야로 은행권을 포함한 기존 금융회사들의 송금 서비스를 대체하면서 국내에서도 급속히 성장하고 있다.

간편송금의 고성장이 지속되면서 전체 지급결제 시장내에서 간편송금의 비중은 '16년 21%에서 '20년 70% 수준까지 확대될 것으로 전망한다. 국내 간편결제 사업자들의 간편송금 서비스는 현재 대부분 무료로 서비스되고 있어 은행에게 제공하는 펌핑수수료를 감안할 때 수익을 기대할 수 없는 구조다.

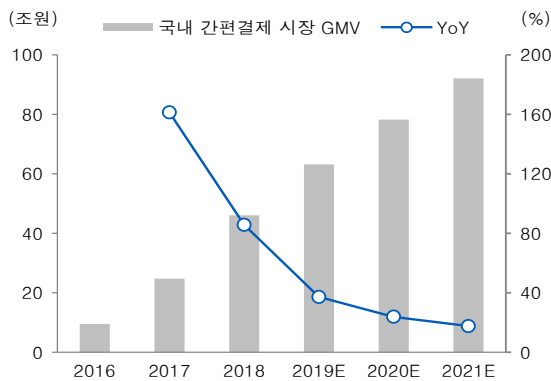
다만 간편송금 서비스로 유저기반을 확보한 이후 금융플랫폼으로 발전시켜 신규 수익원을 확보하려는 전략을 취하고 있다. 현재 국내 간편송금의 주요 이용자의 연령대별 비중은 20대 58%, 30대 20%로 20~30대가 대다수를 차지하고 있다.

그림4 국내 지급결제 시장 GMV 및 간편송금 비중 추이



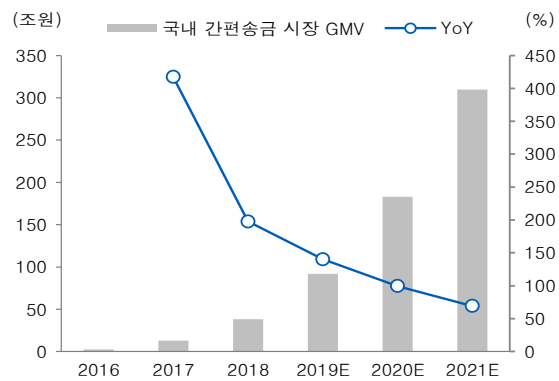
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림5 국내 간편결제 시장 GMV 추이



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림6 국내 간편송금 시장 GMV 추이

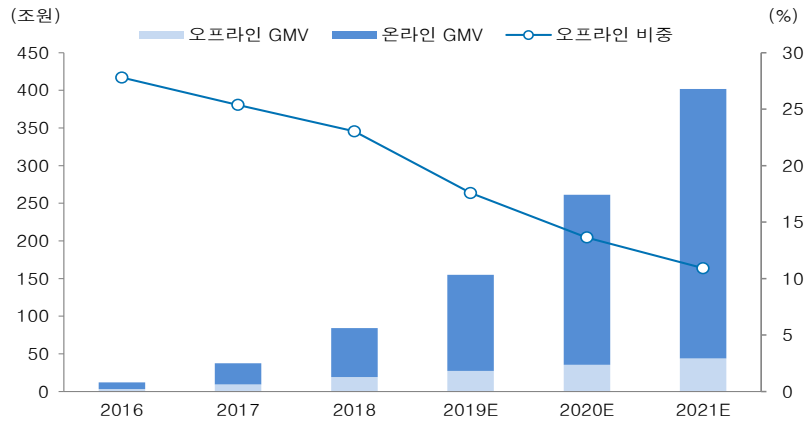


자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

한편 국내 간편결제 시장내 결제수단에서 신용카드가 차지하는 비중은 90% 이상으로 절대적이다. 최근 선불충전 및 QR코드 결제(계좌이체)가 증가하고 있지만 여전히 신용카드를 통한 간편결제가 지배적인 상황이다. '18년 기준 국내 간편결제 시장내 결제수단별 비중은 신용카드 91%, 선불충전 5%, 계좌이체 4% 순이다.

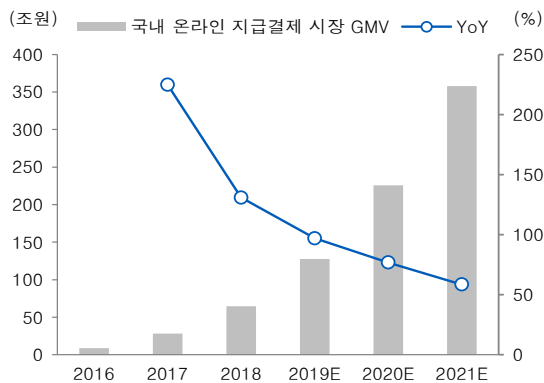
기본적으로 간편결제에서 발생하는 수수료는 대부분 카드사와 PG업체의 몫이다. 간편결제 사업자가 수취하는 수수료는 약 1% 내외 수준이다. 그러나 대부분의 간편결제 사업자가 수취한 수수료를 유저들에게 포인트 적립이나 할인 혜택 등을 통해페이백하고 있어 수익을 기대할 수 없는 구조다.

그림7 국내 지급결제 시장 GMV 및 오프라인 비중 추이



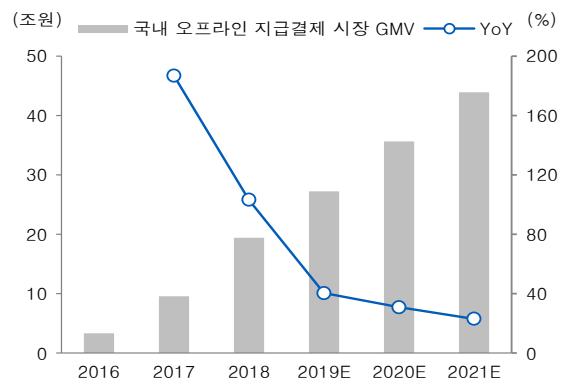
자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림8 국내 온라인 지급결제 시장 GMV 추이



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

그림9 국내 오프라인 지급결제 시장 GMV 추이



자료: 한국은행, 케이프투자증권 리서치본부

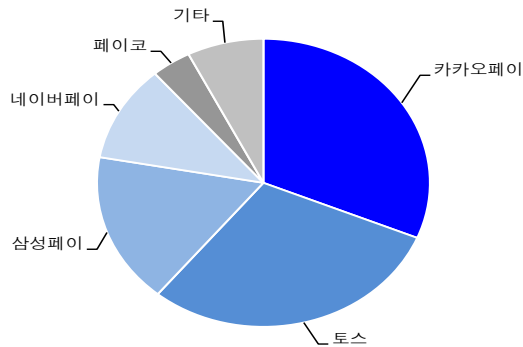
오프라인 결제액도  
견조한 성장

국내 지급결제 시장은 온라인 거래액 위주의 성장세를 나타냈지만 최근 들어 오프라인 거래액도 견조하게 성장하고 있다. '16년~'19년동안 온라인 거래액은 연평균성장률(CAGR) 145%, 오프라인 거래액은 연평균 101%의 성장세를 기록했다. 다만 간편송금 거래액이 고성장하면서 국내 지급결제 시장내에서 오프라인의 결제비중은 '16년 28%에서 '20년 14% 수준까지 감소할 전망이다.

국내 지급결제 시장, 상위 5개 업체가 과점

과거 국내 지급결제 시장은 다양한 사업자들이 자체서비스를 출시하면서 완전경쟁시장의 형태를 나타냈으나 현재는 카카오페이, 토스, 삼성페이, 네이버페이,페이코 등의 과점시장으로 재편된 상태다. 특히 카카오페이와 토스는 국내 간편송금 시장에서 95% 이상의 시장점유율을 확보한 지배적 사업자로 자리매김했다.

그림10 국내 지급결제 시장 점유율 (19년 추정치 기준)



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림11 국내 전자지급서비스 업계 Top 5



자료: 케이프투자증권 리서치본부

온라인 시장에서는 카카오페이, 토스, 네이버페이가 강세인 반면 오프라인에서는 삼성페이와페이코가 견조한 성장세를 나타내고 있다.페이코의 경우 자체플랫폼이 부재하다는 점이 상대적인 약점으로 인식되었으나 삼성페이와의 연동을 통해 오프라인 시장내에서 경쟁력을 강화하고 있다.

과거 대비 국내 지급결제 시장의 경쟁이 완화되었고 현재는 과점시장으로 전환된 만큼 상위 5개 업체의 시장지배력은 향후에도 지속될 전망이며 국내 테크핀 산업의 확대에 대한 수혜가 예상된다.

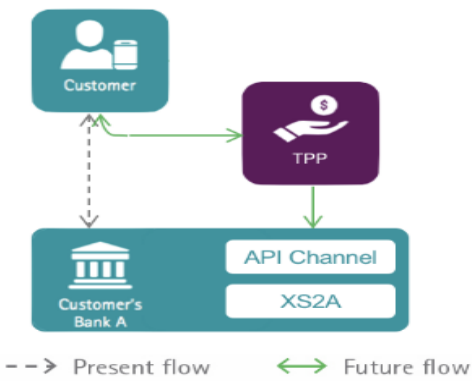
## (2) 국내 마이데이터(My Data) 산업의 활성화

데이터3법,  
국회 본회의 통과

최근 데이터3법이 국회 본회의를 통과하면서 국내 마이데이터 산업이 본격화될 전망이다. 마이데이터 산업은 개인의 권리와 자유를 더 중시하는 EU 지역을 중심으로 본격화되기 시작했다.

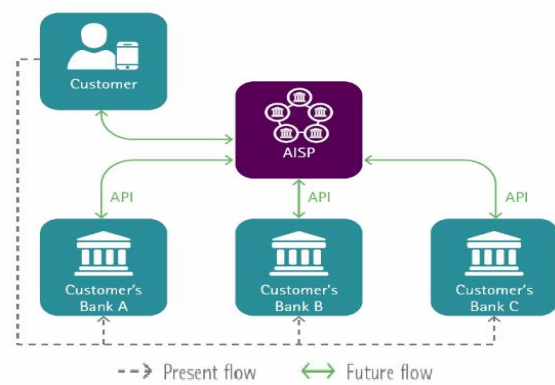
새로운 금융 환경에서 은행과 제3의 사업자(TPPs)간의 평등한 경쟁환경을 조성하고 개인의 서비스 선택권을 보장하기 위해 EU는 은행이 보유한 고객계좌 데이터의 오픈 API 제공을 의무화하는 PSD2를 시행했다. 이로써 은행이 독점하던 소비자 계좌 접근 권한이 외부기업에도 허용되기 시작했다.

그림12 은행권 Open API 도입에 의한 변화



자료: 유럽집행위원회(EC), 케이프투자증권 리서치본부

그림13 PSD2 이후 계좌정보서비스제공업자(AISP) 도입



자료: 유럽집행위원회(EC), 케이프투자증권 리서치본부

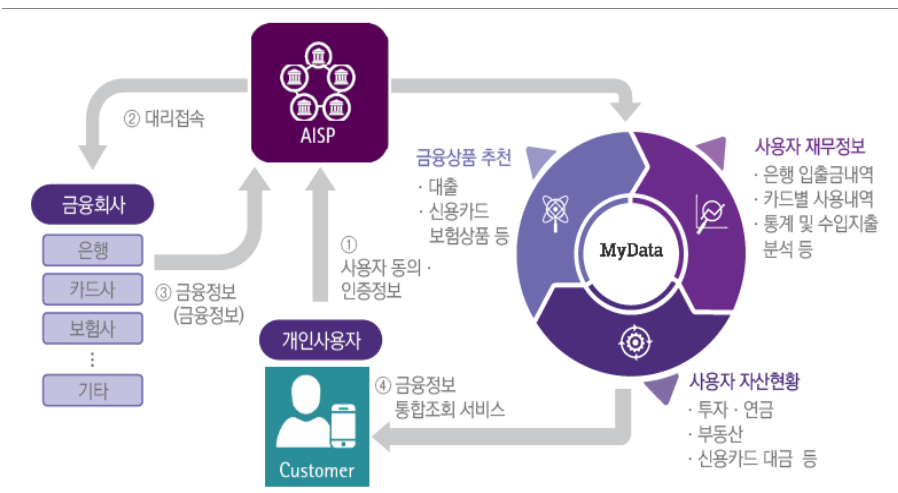
EU는 2018년 5월 개인 데이터의 보호, 이동, 활용 등에 대한 상세한 규정이 상세하게 포함된 GDPR을 발효했다. GDPR은 모든 개인에 대해 수집된 데이터와 관련된 특정 권리를 보장하는 것이 목표다. 개인정보를 취급하는 모든 기업은 개인에게 해당 정보의 삭제나 교정을 요청할 권리를 부여해야 하고 개인이 동의하지 않을 경우 사용할 수 없다.

국내에서도 마이데이터 산업이 본격화되면서 데이터 경제 활성화와 디지털 금융 혁신을 위해 개인 데이터 뿐만 아니라 빅데이터 제도 개선, 금융 규제 샌드박스 등의 정책이 동시에 추진되고 있다.

마이데이터 산업이 본격화될 경우 개인 고객들은 정보 불균형에서 벗어나 합리적인 의사결정이 가능해지고 자신에게 유리한 금융 상품을 선택할 수 있게 된다. 그 결과 대형 금융사의 시장지배력은 약화되는 한편 개방적인 혁신은 촉진될 전망이다. 또한 금융상품 판매 채널을 확보하기 위한 시장경쟁이 심화될 것으로 예상된다.

금융 분야의 마이데이터 서비스는 다양한 금융기관에 저장되어 있는 개인의 데이터를 통합 조회하거나 분석함으로써 자산관리와 금융상품 추천을 제공하는 유형이 대표적이다. 사용자는 본인이 소유하고 있는 모든 금융 계정을 한곳에서 조회하고 관리할 수 있다. 또한 수입, 지출 내역에 대한 분석과 자산관리를 위한 다양한 포트폴리오를 검토할 수 있게 된다.

그림 14 금융분야 마이데이터(My Data) 서비스 흐름도



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림 15 금융분야 마이데이터(My Data) 서비스 유형

서비스 유형	주요 내용
금융정보 통합조회	각 금융기관에 분산된 개인의 금융정보를 일괄 수집해 통합 제공
자산관리 서비스	개인의 재무정보를 고려한 개인 맞춤형 자산관리 서비스 제공
신용관리 서비스	개인의 신용정보를 기초로 신용등급 개선을 위한 맞춤형 컨설팅 제공
금융상품 정보제공 및 추천	금융상품별 가격 및 혜택을 상세 비교해 개인에 최적화된 금융상품 추천

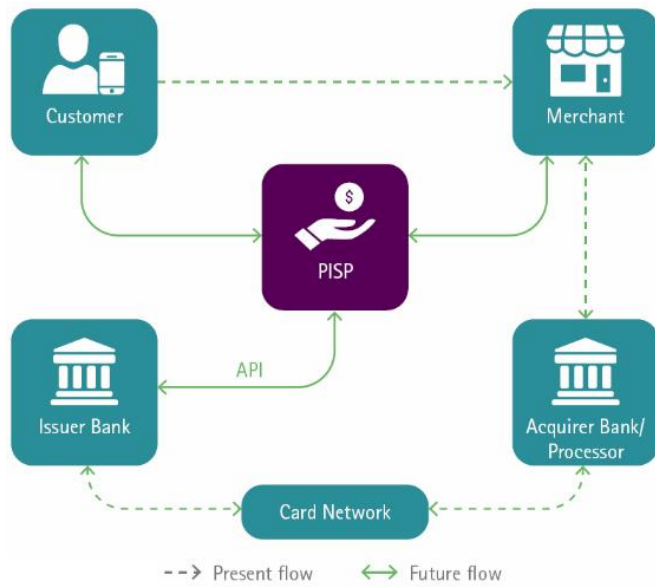
자료: 금융위, 케이프투자증권 리서치본부

### (3) 국내 마이페이먼트(My Payment) 산업의 활성화

2H20 전자금융법  
개정될 전망

올해 하반기에는 전자금융거래법 개정을 통해서 종합지급결제업과 마이페이먼트 산업이 도입될 전망이다. EU에서는 이미 PSD2 시행을 통해 PISP가 도입되었다. 지급결제지시서비스업자(PISP)는 고객이 동의할 경우 고객의 은행에서 타인의 계좌로 직접 자금을 이체하거나 결제대행 업무를 수행할 수 있다. 국내 금융당국은 전자금융거래법 개정 이후 마이페이먼트 산업을 통해 PISP를 육성할 계획이다.

그림16 PSD2 시행 이후 지급결제지시서비스 제공업자(PISP) 도입



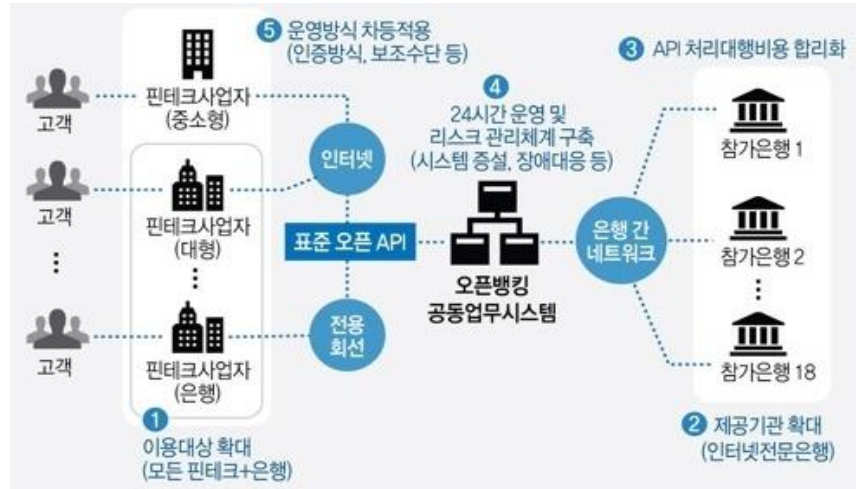
자료: 유럽집행위원회(EC), 케이프투자증권 리서치본부

마이페이먼트는 결제자금을 보유하지 않고도 거래정보만으로 결제하는 방식이다. 마이페이먼트가 도입되면 로그인 한 번으로 자신이 보유한 모든 계좌를 활용해 결제와 송금업무가 가능해진다. 이는 전표매입 단계부터 카드사 및 은행과 연결됐던 기존의 지급결제 구조에서 벗어난 형태다.

지급결제개시서비스업자(PISP)가 도입된 이후에는 소비자가 권리를 행사할 경우 업무를 대신 처리하고 수행한다. 현재도 오픈뱅킹 서비스를 통해 구현되고 있는 상태지만 아직은 은행권 규약으로 이용되는 형태이기 때문에 안정성과 대중화 측면에서는 한계가 존재한다. 국내 오픈뱅킹 서비스는 전자금융법 개정안을 통해 향후 법으로 제도화될 예정이다.

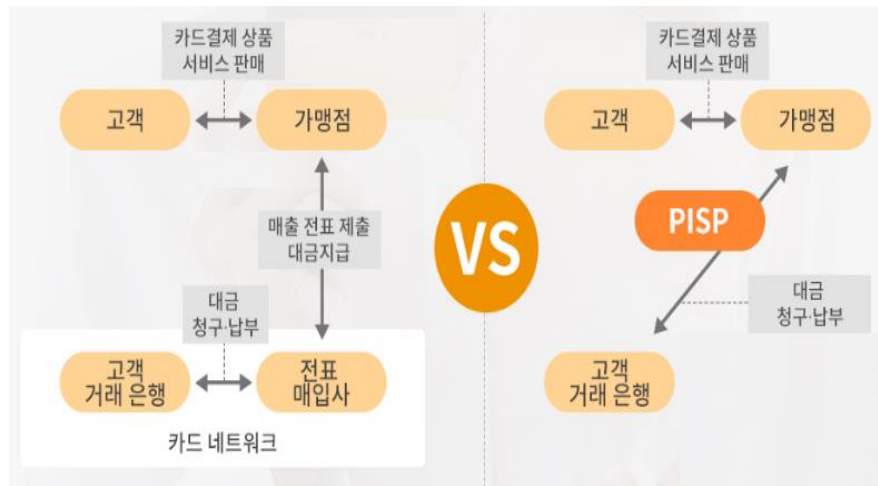
마이페이먼트 산업은 간편결제업계에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 금융기관과의 계약을 통해 별도로 시스템을 개발하는 어려움이 완화되고 신용카드와 은행 거래 사이에서 발생하는 수수료 부담이 경감된다. 특히, 현재 모바일 간편결제 수단의 직불결제 편의성이 확대되면서 모바일 결제 시장규모는 더욱 확대될 전망이다.

그림17 국내 오픈뱅킹 운영시스템 구축 절차



자료: 금융결제원, 케이프투자증권 리서치본부

그림18 마이페이먼트(My Payment) 도입 이후 지급결제 생태계 변화



자료: 한국금융연구원, 케이프투자증권 리서치본부

반면 기존의 신용카드사들에게는 부정적인 영향이 예상된다. 마이페이먼트 산업 도입시 카드사들의 고유 영역인 수수료 사업이 악화될 가능성이 존재한다. 이미 정부로부터 수수료 개편, 패러다임 변화 등의 요구를 받고 있는 상황에서 국내 카드사들의 경영 부담은 더욱 가중될 전망이다.

은행도 그 동안 과점하고 있던 고객과의 접점이 분산됨으로써 입지가 약화될 가능성이 높다. 또한 경쟁 심화로 인해서 금융플랫폼 사업자에게 은행이 종속될 가능성도 배제할 수 없다. 현재 소비자의 거래은행, 판매자의 거래은행, 신용카드사, 소비자로 이어지는 상거래 결제 구조가 향후에는 은행계좌, PISP, 소비자로 재편될 경우 상거래에서 소비자와의 접점은 PISP사업자에게 이동된다.

이로써 은행의 서비스 영역은 수신과 여신으로 좁혀질 가능성이 존재하며 지급결제, 자산관리 서비스 산업의 주도권은 간편결제 사업자에게 돌아갈 것으로 전망한다. 특히, 마이페이먼트와 마이데이터가 모두 도입된 이후에는 간편결제 사업자가 각종 금융정보 조회, 지급, 결제, 투자, 자산관리 등의 종합 금융플랫폼 기업으로 발전할 가능성이 높다. 또한 은행 제휴 없이 독자적으로 계좌를 발급/관리하는 종합지급결제업까지 도입될 경우 금융권은 새로운 경쟁환경에 노출된다. 동시에 국내 지급결제 시장 구조의 대대적인 변화가 나타날 것으로 예상된다.

그림19 오픈뱅킹 서비스 흐름도



자료: 금융결제원, 케이프투자증권 리서치본부

그림20 종합지급결제업의 주요 서비스

주요 서비스	내용
계좌 발급/관리	은행 제휴없이 독립적으로 계좌 발급 및 관리
자금이체	입출금 업무를 포함한 송금서비스
결제	계좌이체 방식의 지급결제서비스
금융상품 중개/판매	금융상품의 중개 및 판매 등의 종합자산관리 서비스

자료: 금융위, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## II. 해외 테크핀(TechFin) 기업들의 성장요인

### 1. 해외 테크핀(TechFin)의 견조한 성장세

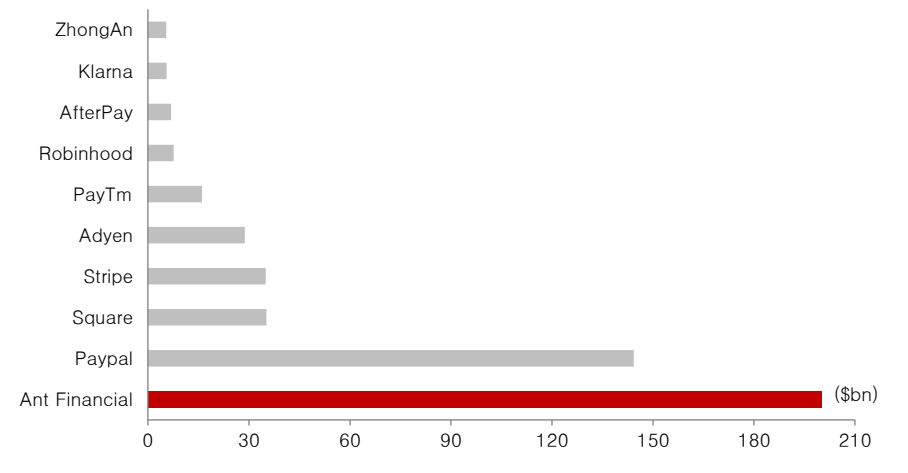
#### (1) 해외 테크핀 업체들의 기업가치

EU의 PSD2 시행 이후  
해외 테크핀 기업들의  
고성장세

EU의 PSD2 시행으로 글로벌 시장에서 테크핀 업체들의 기업가치가 빠르게 성장하고 있다. 현재 가장 높은 가치를 평가받고 있는 테크핀 기업은 중국 알리바바 그룹의 자회사인 앤트파이낸셜이다. Ant Financial은 2013년 위어바오의 출범 이후 자산운용, 파이낸싱, 인터넷은행, 증권, 보험, 신용평가업을 영위하는 금융서비스 자회사들을 수직 계열화하면서 빠르게 성장 중이다.

한편 페이팔은 과거 이베이의 지급결제 서비스를 담당한 자회사로 성장의 발판을 마련한 이후 글로벌 지급결제 시장에서 지배적 사업자로 자리 잡았고 공격적인 M&A 전략을 통해 다양한 분야로 사업영역을 확대하고 있다.

그림21 해외 테크핀(TechFin)의 기업가치 (단위: 십억달러)



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

이밖에도 스트라이프, 스퀘어, 애드엔 등의 결제사업자도 글로벌 시장에서 점유율을 확대해나가며 견조한 성장세를 나타내고 있다. 스트라이프는 복잡한 온라인 결제 방식을 획기적으로 개선하면서 온라인 결제시장에서 빠르게 성장하고 있으며 스퀘어는 소상공인들에게 오프라인 결제서비스를 제공하면서 견조한 성장세를 시현하고 있다.

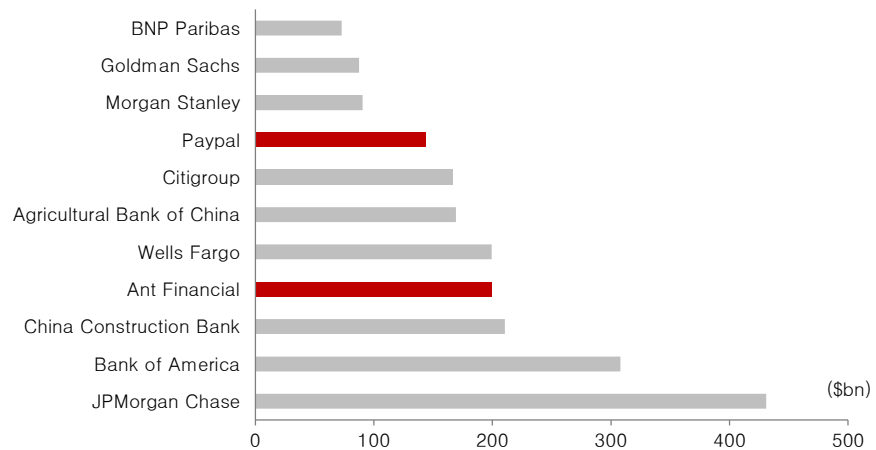
애드엔은 신용카드, 직불카드, 은행 송금, 온라인 뱅킹 기반의 실시간 은행 이체를 포함한 다양한 전자 결제 방식을 통해서 글로벌 결제서비스 시장에서 두각을 나타내고 있다.

표7 주요 해외 테크핀(TechFin) 기업 현황 (단위: 십억달러)

기업명	설립연도	지역	사업분야	주요 서비스	기업가치	시장
Ant Financial	2004	China	Payments	지급결제, 대출, 자산관리 등	200.0	Pre-IPO
Paypal	1998	US	Payments	지급결제	144.3	상장
Square	2009	US	Payments	지급결제	35.2	상장
Stripe	2013	US	Payments	지급결제	35.0	Pre-IPO
Adyen	2006	Netherlands	Payments	지급결제	28.8	상장
PayTm	2010	India	Payments	지급결제	16.0	Pre-IPO
Robinhood	2013	US	Financial services	온라인 주식 중개 서비스	7.6	Pre-IPO
AfterPay	2014	Australia	Payments	지급결제, 무이자 할부결제	6.9	상장
Klarna	2005	Sweden	Payments	지급결제, 신용결제	5.5	Pre-IPO
ZhongAn	2013	China	Financial services	인슈어테크	5.4	상장
Credit karma	2007	US	Financial services	개인 신용등급 관리	3.5	Pre-IPO
N26	2013	Germany	Payments	지급결제, Neo-Bank	3.5	Pre-IPO
TransferWise	2010	UK	Payments	지급결제	3.5	Pre-IPO
Oscar Health	2013	US	Financial services	인슈어테크	3.2	Pre-IPO
Affirm	2012	US	Payments	지급결제	2.9	Pre-IPO
Monzo	2015	UK	Payments	지급결제, Neo-Bank	2.2	Pre-IPO
Revolut	2015	UK	Payments	지급결제, Neo-Bank	1.7	Pre-IPO

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

그림22 테크핀(TechFin) VS 글로벌 금융기업 시가총액 비교 (단위: 십억달러)



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

## (2) 지급결제 서비스 기반의 테크핀 기업

### 글로벌 결제사업자들의 금융서비스 확장

과거 단순한 결제대행 업무에만 머물렀던 글로벌 결제서비스 기업들은 EU의 PSD2 시행으로 금융서비스로 사업영역을 확대하며 높은 성장세를 나타내고 있다. 알리페이로 시작해 현재는 자산운용, 파이낸싱, 인터넷은행, 증권, 보험, 신용평가사 등의 금융서비스로 사업을 확장한 앤트파이낸셜이 대표적이다. 또한 글로벌 최대 결제플랫폼 사업자인 페이팔도 공격적인 M&A 전략을 통해 금융서비스 사업을 확장시키고 있는 상태다.

표8 지급결제 서비스 기반의 테크핀(TechFin) 기업 (단위: 십억달러)

기업명	설립연도	지역	특징	주요 서비스	기업가치	시장
Ant Financial	2004	China	알리바바그룹의 자회사	지급결제, 대출, 자산관리 등	200.0	Pre-IPO
Paypal	1998	US	과거 이베이의 자회사	지급결제	144.3	상장
Square	2009	US	Payments	모바일 지급결제	35.2	상장
Stripe	2013	US	Payments	지급결제	35.0	Pre-IPO
Adyen	2006	Netherlands	Payments	지급결제	28.8	상장
PayTm	2010	India	Payments	지급결제	16.0	Pre-IPO
AfterPay	2014	Australia	Payments	지급결제, 무이자 할부결제	6.9	상장
Klarna	2005	Sweden	Payments	지급결제, 신용결제	5.5	Pre-IPO
N26	2013	Germany	Payments	지급결제, Neo-Bank	3.5	Pre-IPO
TransferWise	2010	UK	Payments	지급결제	3.5	Pre-IPO
Affirm	2012	US	Payments	지급결제	2.9	Pre-IPO
Monzo	2015	UK	Payments	지급결제, Neo-Bank	2.2	Pre-IPO
Revolut	2015	UK	Payments	지급결제, Neo-Bank	1.7	Pre-IPO

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

### (3) 금융서비스 기반의 테크핀 기업

자산관리 및  
신용관리 서비스  
업체들의 약진

EU의 PSD2 시행으로 테크핀 산업이 활성화되면서 자산관리 및 금융상품 추천서비스 기업들의 약진이 나타나고 있으며 특히 로빈후드와 크레딧크레마의 기업가치가 빠르게 증가하고 있다.

로빈후드는 수수료가 없는 주식 중개 서비스를 제공하면서 빠르게 성장하고 있다. 무료 주식 중개서비스를 통해 유저기반도 급격히 증가하고 있다. 현재 로빈후드의 계좌개설 수는 1,000만 계좌를 돌파한 상태다. 주요 수익원은 해외 주식 거래에 부과하는 수수료, 즉시거래/출금 서비스를 제공하는 유료고객 서비스, 신용거래와 예치금 등에서 발생하는 이자수익 등이다.

기업명	설립연도	지역	특징	주요 서비스	기업가치	시장
Robinhood	2013	US	Financial services	온라인 주식 중개 서비스	7.6	Pre-IPO
ZhongAn	2013	China	Financial services	인슈어테크	5.4	상장
Credit karma	2007	US	Financial services	개인 신용등급 관리	3.5	Pre-IPO
Oscar Health	2013	US	Financial services	인슈어테크	3.2	Pre-IPO

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

한편 크레딧카르마는 매달 무료로 개인의 신용 점수를 모니터링해주고, 부채 상환 조언을 제공하는 등의 신용관리 서비스를 제공하며 빠르게 성장하고 있다. 신용정보 업체와의 제휴를 통해서 무료로 신용정보 열람을 제공하고 있으며 이외에도 회원의 신용 이력을 기반으로 대출상품 및 기타 금융상품을 추천함으로써 수익을 창출한다. 다른 금융상품의 비교 및 추천은 물론 금융상품 가입까지 연결하고 있다.

## 2. 해외 테크핀(TechFin) 기업분석

### (1) 앤트파이낸셜(Ant Financial)

글로벌 최대 테크핀  
기업으로 성장

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

그림23 Ant Financial 주요 연혁

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

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

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

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

#### 3단계(2010~2012년) | 모바일 결제 보급 확대

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

#### 4단계(2013~2015년) | 금융 서비스로 확대

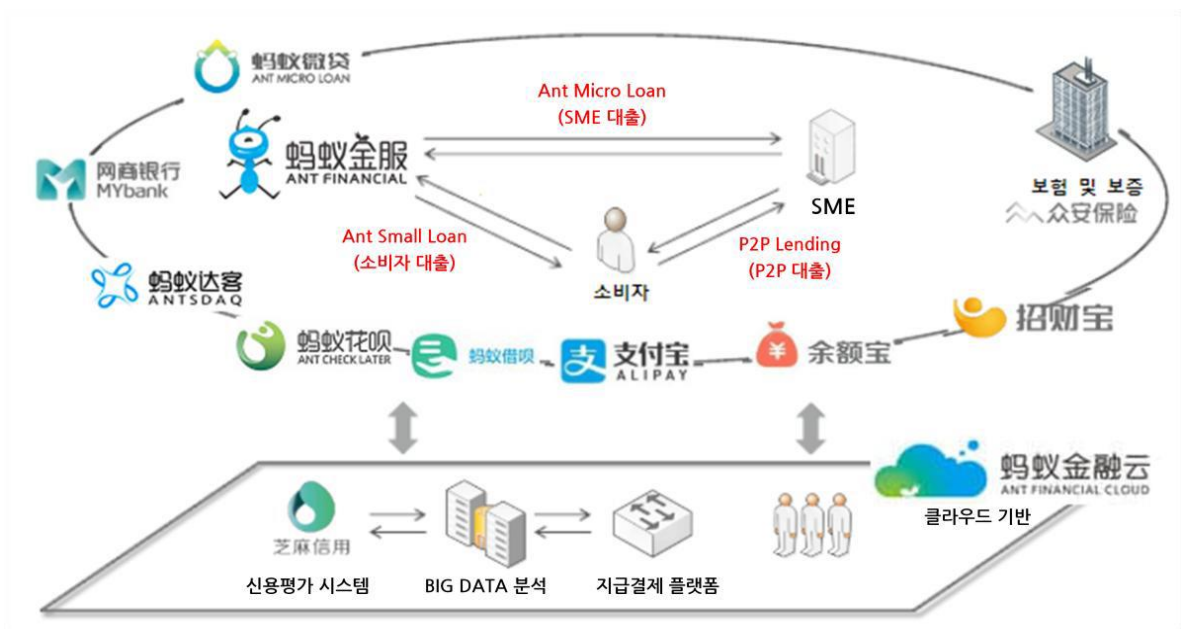
- 2013년 6월 위어바오(온라인 MMF) 출범
- 9월 알리페이 O2O 시장 진출
- 2014년 4월 자오차이바오(P2P 대출 플랫폼) 출범
- 9월 마이뱅크(인터넷 전문 은행) 인가
- 10월 앤트파이낸셜 설립
- 2015년 1월 신용 평가사 즈마신용 출범
- 9월 인터넷 동력 엔진 계획  
(5년 내 금융사 1000곳 이상 모바일 결제 등 신금융 사업 확대 지원)

자료: 蚂蚁金服 : 科技金融独角兽的崛起, 케이프투자증권 리서치본부

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

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

그림24 Ant Financial 금융서비스의 Value Chain



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

2015년 인터넷전문은행 Mybank가 출범한 이후 즈마신용의 신용평가모델을 통해 부실 채권 비율(NPL Ratio)이 개선됐고 소비자 대출채권을 기초자산으로 하는 자산유동화증권(ABS) 발행이 호조세를 나타내면서 파이낸싱 사업이 동사의 주요 수익원으로 성장했다.

동사가 구축한 파이낸싱 사업의 3가지 축은 알리페이의 개인 사용자들을 위한 소비자 대출, 알리바바 그룹 전자상거래 플랫폼내 입점되어 있는 중소기업들을 위한 SME 대출, 자오차이바오를 활용한 P2P 대출 서비스다.

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

그림25 Ant Financial의 주요 금융서비스

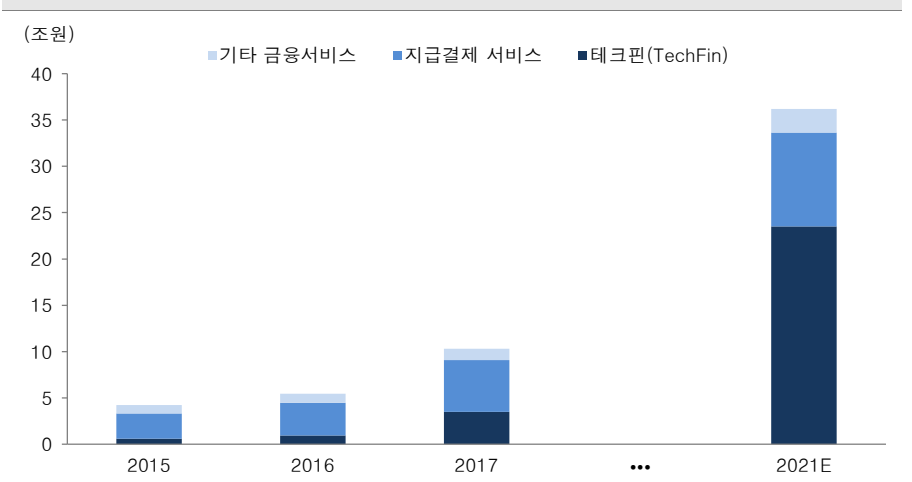
사업분야	자회사 및 계열사명	주요 서비스
Wealth management	위어바오(余额宝)	알리페이의 계정의 여유자금으로 머니마켓펀드(MMF) 운용
	자오차이바오(招财宝)	정기적금 형태의 P2P 투자상품 판매하는 자산관리 플랫폼
Financing	마이지에베이(蚂蚁借呗)	개인 소비 목적을 위한 대출 서비스
	마이화베이(蚂蚁花呗)	할부결제 기능을 지원하는 가상 신용카드 서비스
	앤츠닥(蚂蚁达客)	증권형 크라우드펀딩 플랫폼
	마이뱅크(网商银行)	소비자 대출에 주력하는 인터넷전문은행
	엔트마이크론	빅데이터 모델에 기반한 SME 대출 서비스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

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

동사는 핵심 금융 비즈니스(지급결제 서비스, 소비자 금융)에 대한 중국 정부의 규제가 강화되자 기존의 결제 사업과 소비자 금융 사업을 벗어나 향후 다양한 테크핀(Tech Fin) 사업을 확대하는 로드맵을 발표했다.

이에 따르면 테크핀(TechFin) 매출은 '17년 207억위안(약 3.5조원)에서 '21년 1,390억위안(약 24조원)으로 연평균(CAGR) 61% 수준의 고성장세를 나타낼 전망이다. 이로써 테크핀(TechFin) 매출비중은 '17년 34%에서 '21년 65%까지 확대될 것으로 예상된다.

그림26 Ant Financial의 성장로드맵



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

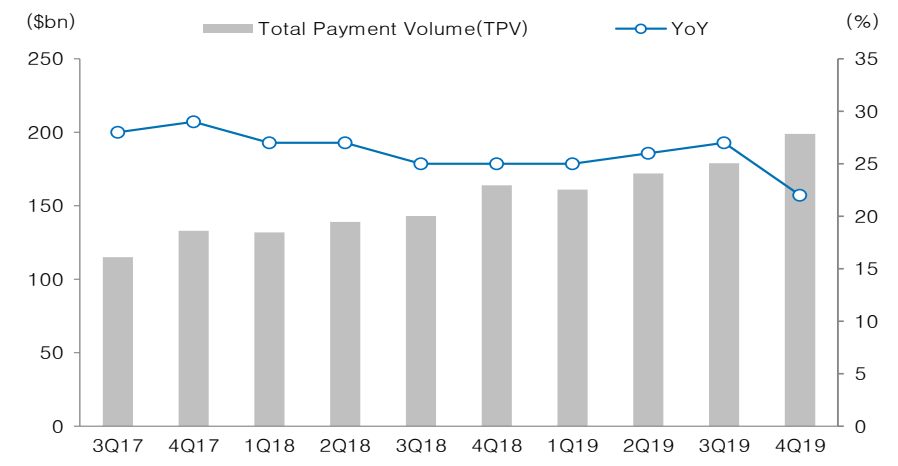
## (2)페이팔(Paypal)

글로벌 최대 결제 플랫폼 사업자

페이팔은 과거 이베이의 지급결제 서비스를 담당한 자회사로 성장의 발판을 마련한 이후 글로벌 지급결제 시장에서 지배적 사업자로 도약했다. 페이팔은 이메일과 카드만으로 간편하게 가입이 가능하며 간편한 해외 결제가 가능하다는 것이 장점이다.

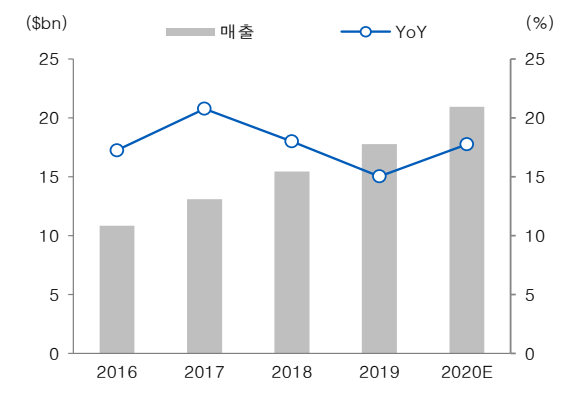
해외 송금도 상대방의 페이팔 계정을 통해 간편송금이 가능하다. 페이팔을 사용한 구매자는 별도의 수수료가 부과되지 않으며 판매자는 다른 간편결제 서비스보다 상대적으로 낮은 수수료를 지불하게 된다.

그림27 페이팔의 분기별 거래액 추이



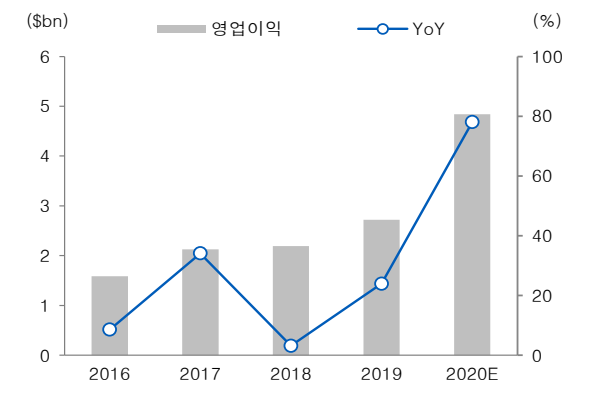
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림28 페이팔의 연간 매출액 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

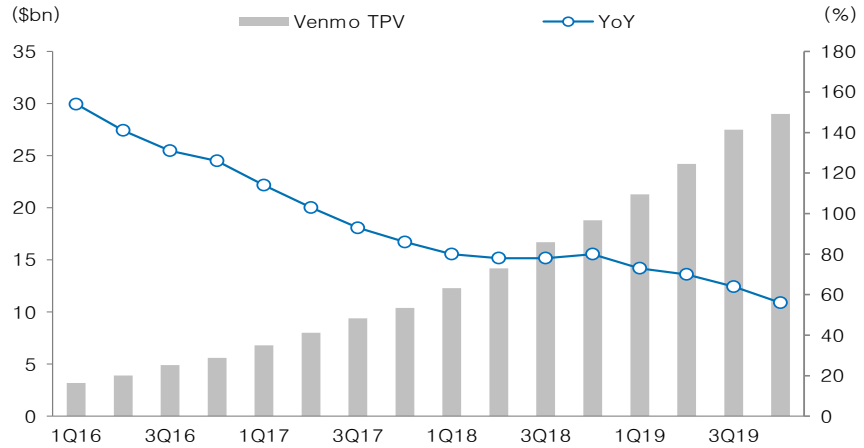
그림29 페이팔의 연간 영업이익 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

페이팔의 '19년 거래액은 7,110억달러(+23% YoY)를 기록하며 견조한 성장세를 지속하고 있다. 페이팔의 성장세를 견인하고 있는 것은 P2P 기반 모바일 결제 서비스인 벤모다. 벤모는 개인 간 모바일 앱을 통해 자금을 이체하며 더치페이할 경우 SNS를 통해 결제 내역을 공유하는 서비스를 제공하면서 이용자 수를 빠르게 확대해 나가고 있다.

그림30 Venmo의 분기별 거래액 추이



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림31 페이팔의 주요 M&A 연혁

인수시기	인수기업	인수금액	주요 사업분야
4Q19	Honey	4,000	쇼핑 가격 비교 스타트업
2Q18	Simility	120	AI 기반 온라인 사기 거래 방지 솔루션
2Q18	Hyperwallet	400	글로벌 결제 플랫폼
2Q18	iZettle	2,200	스웨덴의 결제 서비스 업체
1Q17	TIO Networks	238	캐나다의 클라우드 기반 결제 서비스
3Q15	Xoom	890	국제 송금 서비스
1Q15	Paydiant	280	모바일 결제 서비스
3Q13	Braintree(Venmo)	800	P2P 모바일 결제 서비스

자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

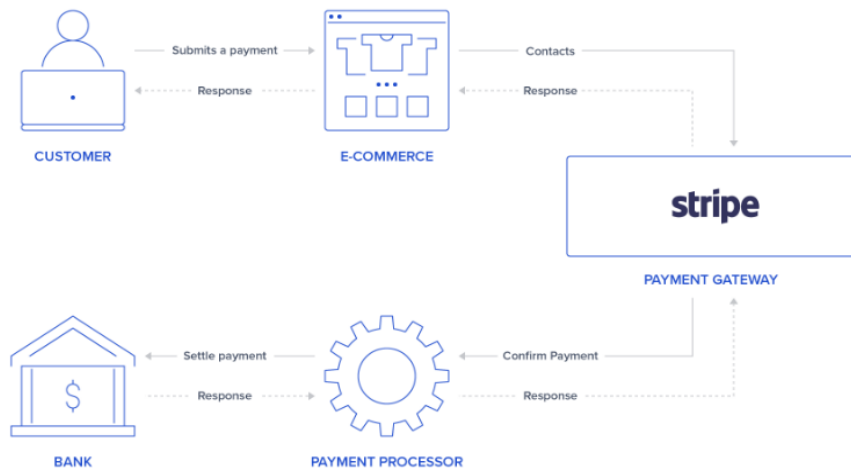
또한 페이팔은 공격적인 M&A 전략을 통해 글로벌 지급결제 시장에서 경쟁력을 강화하고 있다. '13년 P2P 모바일 결제 서비스인 벤모, '18년 스웨덴의 결제 서비스 업체인 아이제틀, '19년 쇼핑 가격 비교 스타트업인 허니를 인수하며 시장지배력을 확대해 나가고 있다.

### (3) 스트라이프(Stripe)

오픈 API로 온라인  
결제시장에서 고성장

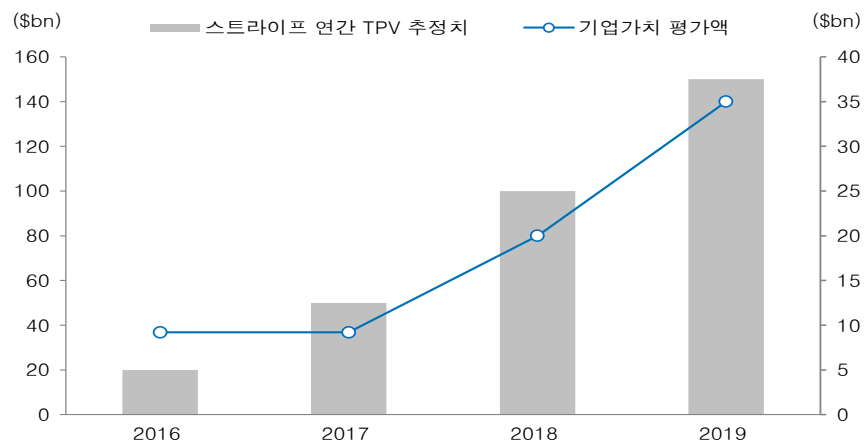
스트라이프는 웹사이트, 쇼핑몰 등 소규모 온라인 서비스를 운영하는 사업자를 위해 결제솔루션을 제공하는 온라인 결제대행업체(PG, Payment Gateway)다. 스트라이프의 성장요인은 오픈 API를 통해 복잡한 온라인 결제 방식을 획기적으로 개선한 기술에 기인한다. 스트라이프는 결제 시스템을 구축하는 소스 코드를 오픈했다. 다양한 프로그래밍 언어를 지원한다는 점이 경쟁력이다.

그림32 스트라이프의 온라인 결제대행(PG) 서비스



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림33 스트라이프 연간 거래액 & 기업가치 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

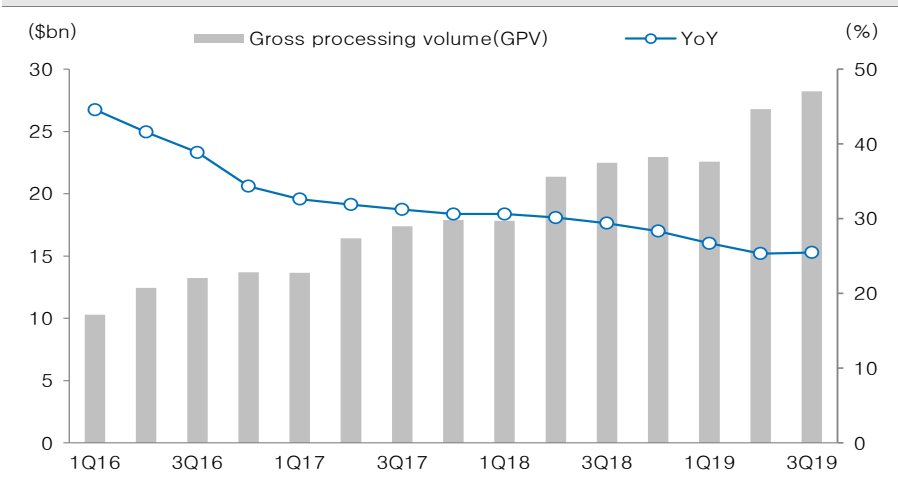
스트라이프는 온라인상에서 발생하는 비즈니스와 관련한 거의 모든 서비스로 확대하는 전략을 추구하고 있다. 머신러닝 방식의 인공지능(AI)과 빅데이터를 활용해 결제 패턴을 파악함으로써 사기 결제 방지 솔루션도 제공하며 스타트업에게 법인설립부터 세무/회계 상담까지 제공하는 서비스도 제공하고 있다.

#### (4) 스퀘어(Square)

소상공인 기반의  
오프라인 결제시장에서  
절대적 우위

스퀘어는 카드리더기를 통해 카드단말기 구비 및 가맹점 등록이 힘든 소상공인들에게 오프라인 결제서비스를 제공하며 카드사와 가맹점 사이를 연결하는 밴(VAN)사의 역할을 담당한다. 주로 오프라인 결제서비스를 제공한다는 점이 스트라이프와의 가장 큰 차이점이다.

그림34 스퀘어 분기별 거래액 추이



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

스퀘어는 소상공인 사업자를 기반으로 빠르게 성장하고 있다. 스퀘어는 데이터 분석 사업에 주력하고 있다. 각 지역의 소비 형태, 소비 금액, 결제 방식을 비롯해 직원 평균 급여, 업체 간 연결, 마케팅 수요와 성향, 성과 등의 데이터를 지역 단위로 수집한다.

소매점의 규모와 상품, 분야에 따른 결제 프로세스를 분석해 해당 업체에게 최적화된 판매 전략 솔루션을 제공한다. 수집한 데이터를 통해 결제 솔루션을 강화할 새로운 결제상품 및 대출상품을 개발한다.

오프라인 결제 서비스로 시작했지만 이후 mPOS 단말기, 소상공인 신용 대출, 결제대금 선결제 서비스, O2O 예약 솔루션, 이메일 마케팅 지원 등 소상공인이 필요로 하는 전 분야로 서비스 영역을 확대하고 있다.

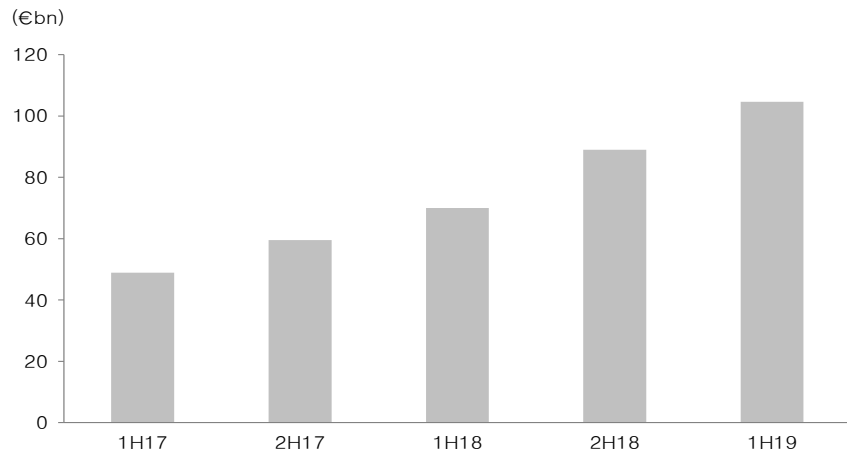
### (5) 애드옌(Adyen)

파트너십 기반으로  
빠르게 성장

애드옌은 기업들에게 전자상거래, 모바일 결제, 판매 정보 관리 서비스를 제공하는 글로벌 결제솔루션 기업이다. 애드옌은 신용카드, 직불카드, 은행 송금, 온라인 뱅킹 기반의 실시간 은행 이체를 포함한 지불 수단에 의한 전자 결제 방식을 통해 온라인 결제서비스를 제공한다.

애드옌은 페이스북과 스포티파이, 우버, 넷플릭스 등에 결제서비스를 제공하고 있으며 이베이와의 파트너십 체결로 '21년부터 이베이의 지급결제 서비스를 담당하게 될 예정이다. 약 150개 통화를 지원하며 글로벌 전역에서 결제서비스가 가능하다는 점이 가장 큰 경쟁력이다.

그림35 애드옌 반기별 거래액 추이



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

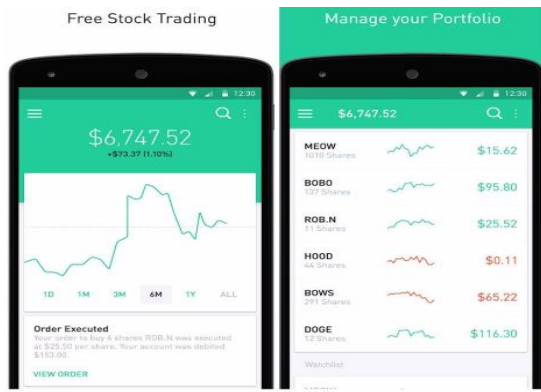
애드옌은 전세계 주요 기업들이 선택한 결제플랫폼으로 비자, 마스터카드와 같이 시장점유율이 높은 결제 서비스와 제휴하면서 사용자 기반을 빠르게 확장시키고 있다. 이용자 수가 빠르게 증가하면서 반기 거래액도 1H17 49억유로에서 1H19 1,046억유로까지 견조하게 성장하고 있다.

### (6) 로빈후드(Robinhood)

무료 주식 중개  
서비스로 성장

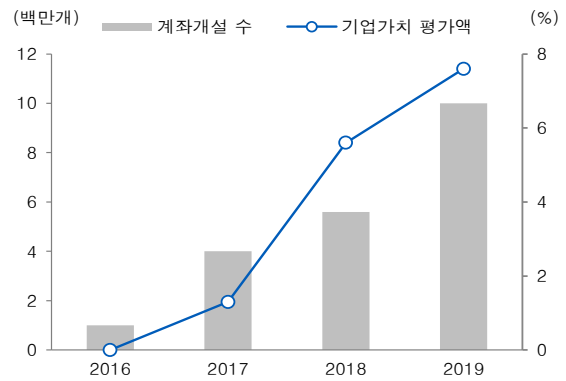
로빈후드는 무료 수수료 기반의 주식 중개 서비스를 제공하면서 빠르게 성장하고 있다. 기존 증권사 거래 수수료가 거래건당 7~10달러 수준인데 로빈후드는 무료 주식 중개 서비스를 통해 유저기반을 확대하고 있다. 현재 로빈후드의 계좌개설 수는 1,000만계좌를 돌파한 상태다. 수익창출은 해외 주식 거래에 부과하는 수수료, 즉시거래/출금 서비스를 제공하는 유료고객 서비스, 신용거래와 예치금에서 발생하는 이자수익 등이다.

그림36 로빈후드의 무료 주식 중개 서비스



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림37 로빈후드 계좌개설 수 & 기업가치 추이



자료: Bloomberg, 케이프투자증권 리서치본부

로빈후드가 출시한 부분 유료화 모델인 로빈후드 골드 서비스는 매달 일정액을 지불하면 시간외 거래가 가능한 서비스다. 골드 회원에게는 신용거래 서비스도 제공된다. 로빈후드는 사용자 분석을 통해 주식거래 패턴을 파악해 다양한 주식 거래를 원하는 이용자의 수요를 만족시키며 수익을 창출하고 있다. 세계 최초로 거래 수수료를 받지 않는 암호화폐 거래 서비스도 제공한다.

### (7) 크레딧카르마(Credit karma)

무료 신용등급 관리  
서비스로 성장

크레딧카르마는 매달 무료로 개인의 신용 점수를 모니터링해주고, 부채 상환 조언을 제공하는 등의 서비스를 제공하며 빠르게 성장하고 있다. 신용정보 업체와 제휴해 무료로 신용정보 열람이 가능하며 이외에도 회원의 신용 이력을 기준으로 자격이 되는 대출 및 기타 금융상품을 추천하고 더욱 간편한 신청과정을 제공함으로써 수익을 창출한다. 다른 금융상품의 비교 및 추천은 물론 금융상품 가입까지 제공하고 있다.

그림38 크레딧카르마의 무료 신용관리 서비스

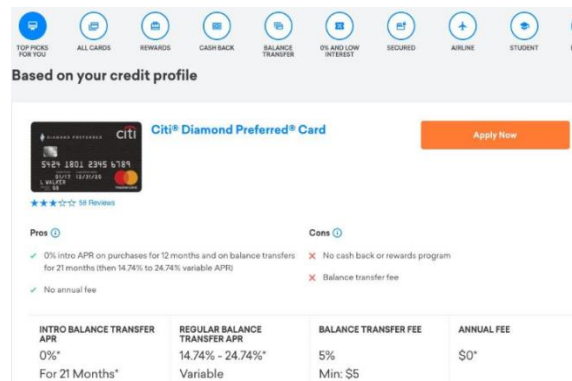


Free credit scores

credit karma

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림39 크레딧카르마의 금융상품 추천 서비스



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

주요 고객층은 금융거래와 신용정보 관리를 필요로 하는 일반인으로 크레딧 카르마는 이들에게 맞춤형 금융광고를 제공한다. 사용자들은 신용점수를 입력하고 매주 신용정보사로부터 업데이트된 보고서를 제공 받는다. 고객 데이터 분석을 통해 최적의 상품을 추천하고 고객이 실제로 해당 금융상품에 가입하면 해당 금융 기관으로부터 비용을 수취하는 수익 구조다.

크레딧카르마는 이용자들에게는 불필요한 비용을 줄여주고 무료로 금융정보와 신용등급 조회를 제공해 본인이 신용등급을 관리하는 방법을 제시한다. 한편 금융기관에게는 잠재적 의지가 높은 우량고객을 확보할 수 있는 기회를 제공함으로써 수요자 및 공급자를 매칭시킨다.

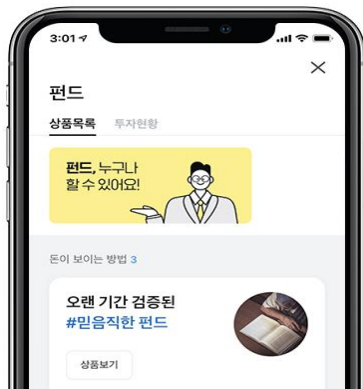
CAPE

### III. 국내 테크핀(TechFin) 업체들의 기업가치

#### 1. 국내 테크핀(TechFin)의 금융서비스 확대

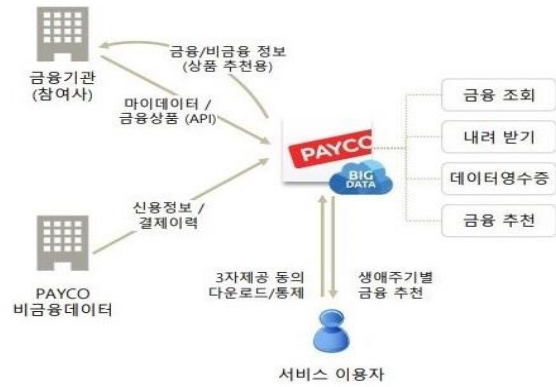
국내 마이데이터 및 마이페이먼트 산업이 본격화되면서 국내 주요 간편결제 사업자들의 기업가치도 증대될 것으로 예상된다. 마이데이터가 본격화되면서 금융정보 주체인 개인의 본인 데이터 활용도가 높아지고 우수한 역량을 가진 테크핀 업체가 기존의 대형 금융 기업과 대등하게 경쟁할 수 있는 환경이 조성될 것으로 전망한다. 다양한 금융 기관에 저장되어 있는 개인의 데이터를 통합 조회하거나 분석해 자산관리 및 금융상품 추천을 제공하는 서비스가 활성화될 것으로 기대된다.

그림40 카카오페이증권의 금융상품 판매 예시



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림41 페이코의 금융분야 마이데이터 실증서비스



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

한편 올해 하반기 마이페이먼트 산업이 도입되면서 신용카드와 은행 거래에서 발생하는 수수료 부담이 줄어드는 반면 직불 결제 편의성은 커지면서 국내 모바일 결제 시장의 성장세가 확대될 전망이다.

과거 네이버파이낸셜, 카카오페이, 페이코, 토스 등 국내 주요 간편결제 사업자들의 이익 창출은 미미한 수준이었으나 펌뱅킹수수료 등의 비용감소와 간편결제 육성정책을 기반으로 향후 이익성장세는 점진적으로 확대될 것으로 예상된다.

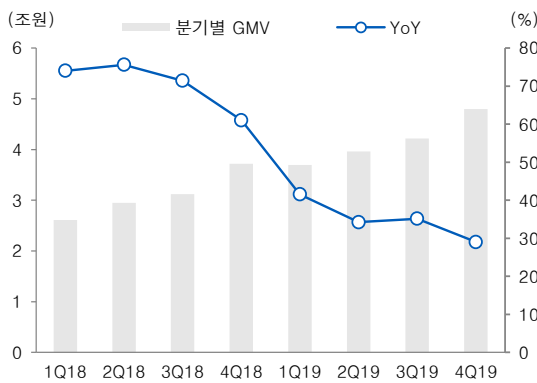
## 2. 국내 테크핀(TechFin) 업체들의 기업가치

### (1) 네이버파이낸셜의 기업가치

네이버파이낸셜의 기업가치 약 4.8조원

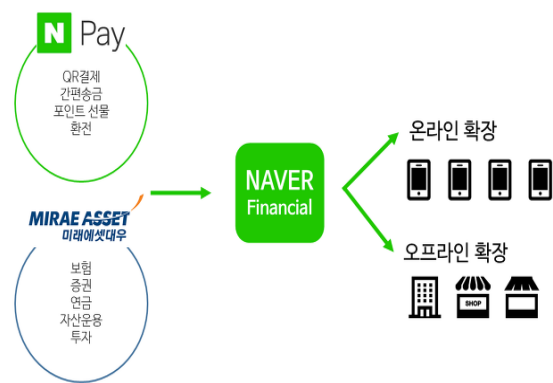
네이버파이낸셜은 1H20 미래에셋대우의 CMS통장을 연계한 네이버 통장, 2H20 수수료 수익모델 기반의 신용카드 및 예/적금 추천 서비스 출시를 검토 중이다. 이후에는 소액으로 이용 가능한 주식 및 보험상품 등 다양한 금융상품을 출시할 계획이다. 향후 온/오프라인 결제처 확대와 송금 시장내 점유율을 확대하며 견조한 GMV 성장세가 지속될 전망이다. 주요 테크핀 기업들에 적용된 EV/GMV 멀티플 평균(약 0.23)을 적용하면 네이버파이낸셜의 적정 기업가치는 약 4.8조원으로 추정된다.

그림42 네이버파이낸셜 분기별 GMV 추이



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림43 미래에셋대우와의 협업을 통한 금융서비스 확대



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림44 주요 테크핀(TechFin) 기업들의 밸류에이션 (단위: 십억달러, 배)

기업명	기업가치	GMV	EV/GMV
Paypal	144.3	711.0	0.20
Stripe	35.0	150.0	0.23
Square	34.8	106.3	0.33
Adyen	28.7	209.9	0.14
PayTm	16.0	50.0	0.32
Klarna	5.5	29.0	0.19
N26	3.5	19.5	0.18
평균			0.23

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

표10 네이버파이낸셜의 기업가치 추정

기업명	기업가치	분기평균 GMV	20년 GMV	EV/GMV
네이버파이낸셜	4.8	5.2	20.8	0.23

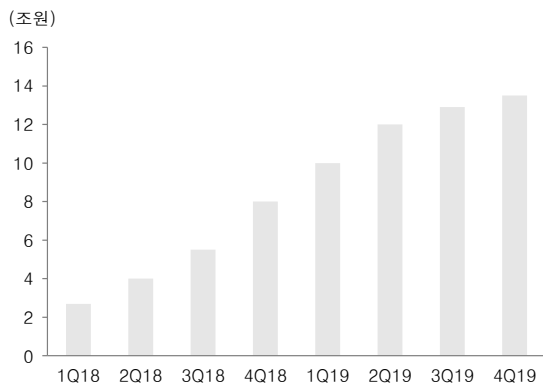
자료: 케이프투자증권 리서치본부

## (2) 카카오페이의 기업가치

카카오페이의  
기업가치 약 4조원

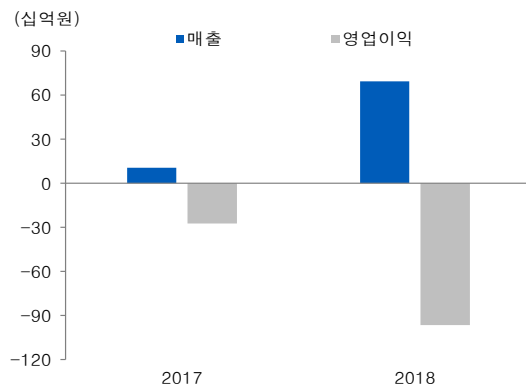
오픈뱅킹 시행으로 인해 올해 카카오페이의 펌핑수수료는 큰 폭으로 감소할 전망이다. 한편 카카오페이증권은 카카오톡에 탑재된 카카오페이를 통해 온라인 계좌 개설 및 금융 상품 판매, 자산관리 서비스 등을 제공하면서 외형성장을 견인할 것으로 예상된다. 카카오페이증권은 초기에는 안정적인 투자 상품 위주에서 향후 라인업을 점차 확대해 나갈 것으로 전망된다.

그림45 카카오페이 분기별 GMV 추이



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림46 카카오페이 매출 및 영업손실 추이



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

표11 카카오페이의 기업가치 추정

(단위: 조원, 배)

기업명	기업가치	분기평균 GMV	20년 GMV	EV/GMV
카카오페이	4.0	17.7	70.6	0.06

자료: 케이프투자증권 리서치본부

우선 개설된 예탁계좌를 통해 투자할 수 있는 펀드서비스가 출시될 예정이며 향후 다양한 증권 연계 서비스를 제공할 것으로 예상된다. 금융 수익 확대와 비용 효율화를 통해 올해 BEP 달성이 기대된다.

한편 간편송금의 호조세로 '19년 카카오페이의 연간 거래액은 약 48조원을 기록하며 견조한 성장을 지속하고 있다. 작년 토스의 외부투자 유치시 적용된 EV/GMV 멀티플(약 0.06)을 적용하면 카카오페이의 적정 기업가치는 약 4.0조원으로 추정된다.

### (3)페이코의 기업가치

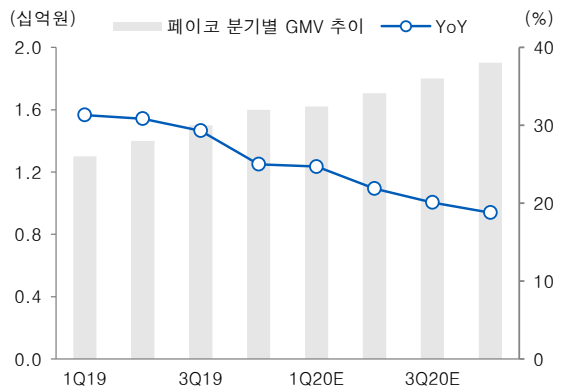
페이코의  
기업가치 약 1.6조원

페이코는 견조한 GMV 성장과 수익성 개선이 동반되면서 올해 BEP 달성을 목표로 삼고 있다. 최근 데이터3법의 국회 본회의 통과로 금융 마이데이터 사업이 본격화되면서 기업가치가 재평가될 전망이다.

삼성페이와의 제휴를 통해 오프라인 결제처를 270만개로 대폭 확대하며 오프라인 결제 비중은 4Q19 약 10% 수준까지 빠르게 성장하고 있다. 오프라인 결제액의 견조한 성장과 맞춤형 쿠폰 등의 수익화 모델 다각화를 통해서 올해 페이코 관련사업 부문은 BEP 달성에 성공할 것으로 예상된다.

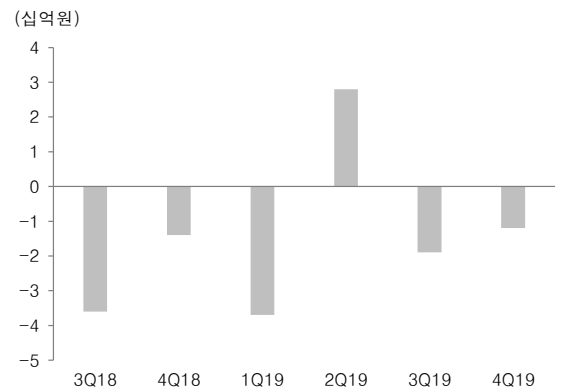
주요 테크핀 기업들에 적용된 EV/GMV 멀티플 평균(약 0.23)을 적용하면 페이코의 적정 기업가치는 약 1.6조원으로 추정된다.

그림47 페이코 분기별 GMV 추이



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

그림48 페이코 관련사업 부문의 분기별 영업손익



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

표12 페이코의 기업가치 추정

기업명	기업가치	분기평균 GMV	20년 GMV	EV/GMV
페이코	1.6	1.8	7.0	0.23

자료: 케이프투자증권 리서치본부

## 기업분석

---

NAVER (035420 KS   Buy 유지   TP 230,000원 상향) .....	38
카카오 (035720 KS   Buy 유지   TP 220,000원 상향) .....	42
NHN (181710 KS   Buy 유지   TP 110,000원 유지) .....	46

---

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

# NAVER (035420KS | Buy 유지 | TP 230,000원 상향)

## 네이버파이낸셜의 테크핀 사업 기대감 확대

동사의 자회사인 네이버파이낸셜은 올해 상반기부터 금융서비스를 본격화할 예정이며 LINE Bank는 라인의 높은 접근성과 라인페이를 활용한 시너지 효과를 바탕으로 대만의 소비자대출 시장을 선도할 것으로 전망됩니다. 또한 향후 라인과 야후재팬의 경영통합 효과로 인한 이익구조 개선 기대감이 확대될 것으로 예상됩니다.

### 네이버파이낸셜의 기업가치 확대

- 네이버파이낸셜은 1H20 미래에셋대우의 CMS통장을 연계한 네이버 통장, 2H20 수수료 수익모델 기반의 신용카드 및 예/적금 추천 서비스 출시 예상. 이후에는 소액으로 이용 가능한 주식 및 보험상품 등 다양한 금융상품 출시할 계획. 또한 네이버페이로 통한 후불결제 서비스도 고려 중. 향후 온/오프라인 결제처 확대와 송금 시장내 점유율 확대하며 견조한 GMV 성장세 지속될 전망. 20년 GMV 추정치(21조원)와 주요 테크핀 기업들에 적용된 EV/GMV 멀티플 평균(약 0.23배)을 적용하면 네이버파이낸셜의 적정 기업가치는 약 4.8조원으로 추정.

### 2Q20 LINE Bank 대만서비스 본격화

- 한편 LINE Bank는 올해 2분기부터 대만에서 현지 맞춤형 디지털 금융서비스를 선보일 예정. 예금, 계좌 이체, 개인 신용대출 등 일반적인 금융서비스뿐만 아니라 라인 플랫폼과 연결한 Open API를 통해 예금, 보험, 주식 등의 통합서비스를 제공할 계획. 현재 LINE Bank 지분은 라인파이낸셜 타이완이 49.9%, 타이베이 푸본은행이 25.1% 보유.

### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 230,000원으로 상향

- 목표주가 상향은 라인과 야후재팬의 경영통합 이후 신설될 예정인 Z Holdings의 지분가치와 기존 대비 상향된 네이버파이낸셜의 지분가치를 반영한 점에 기인. NAVER 포털가치 22조원, Z Holdings의 지분가치 10조원, 네이버파이낸셜 가치 3조원 반영.

Stock Data		
주가(2/18)	186,500원	
액면가	100원	
시가총액	30,738십억원	
52주 최고/최저가	191,500원/ 108,500원	
주가상승률	1개월	6개월 12개월
절대주가(%)	-2.4	4.5 33.7
상대주가(%)	-0.5	2.2 16.6

경영실적 전망						
계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019P	2020E	2021E
매출액	(십억원)	4,678	5,587	6,593	7,548	8,471
영업이익	(십억원)	1,179	943	710	1,023	1,231
영업이익률	(%)	25.2	16.9	10.8	13.6	14.5
지배주주순이익	(십억원)	773	649	582	694	839
EPS	(원)	4,689	3,937	3,534	4,210	5,092
증감률	(%)	3.1	-16.1	-10.2	19.1	21.0
PER	(배)	37.1	31.0	52.8	44.3	36.6
PBR	(배)	4.8	3.1	4.3	4.0	3.6
ROE	(%)	16.3	11.2	6.5	10.5	11.4
EV/EBITDA	(배)	18.8	14.9	26.2	19.5	16.3
순차입금	(십억원)	-3,182	-2,897	-2,511	-2,922	-3,515
부채비율	(%)	51.2	66.1	66.9	66.1	63.2

CAPE

## I. Valuation

동사에 대해 투자 의견은 Buy로 유지, 목표주가는 230,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 라인과 야후재팬의 경영통합 이후 신설될 예정인 Z Holdings의 지분가치와 기존 대비 상향된 네이버파이낸셜의 지분가치를 반영한 점에 기인한다. 목표주가는 NAVER 포털가치 22조원, Z Holdings의 지분가치 10조원, 네이버파이낸셜 가치 3조원을 반영한 SOTP 방식으로 산출했다.

NAVER 목표주가 산정				(단위: 십억원, 배, %)
구분	Value	지분율	할인율	비고
NAVER 포털 가치	22,073			
순이익	1,173			12m fwd 순이익(별도) 추정치
Target P/E(배)	19			바이두의 12m fwd P/E 적용
Z Holdings 지분가치	9,741	33%	20%	
Z Holdings(신설) 시가총액	37,292			Z Holdings와 LINE 시총 합산(2/18 증가)
네이버파이낸셜 가치	3,364	100%	30%	
GMV	20,837			'20년 GMV 추정치
EV/GMV(배)	0.23			주요 테크핀 기업들의 EV/GMV 멀티플 평균
EV	35,178			
순현금	-453			
자사주	3,652			
NAV	38,377			
주식수(백만주)	164.3			
주당 NAV	233,631			
목표주가	230,000			
현재가	186,500			2/18 증가
% upside	23.3%			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## II. Earnings Forecasts

동사의 '20년 영업이익은 1.02조원(+44% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 국내 광고가 견조한 성장세를 지속하는 가운데 LINE의 스마트채널 호조로 퍼포먼스 광고의 성장폭이 확대되면서 영업이익은 올해 1분기부터 증익세로 전환될 전망이다. '20년 비즈니스플랫폼 매출은 3.2조원(+13% YoY)을 기록하면서 견조한 흐름이 지속될 것으로 전망한다.

이는 쇼핑검색광고의 견조한 성장과 AI검색 고도화에 의한 CTR 개선 및 딥러닝 기반의 추천서비스(AiTEMS, AiRS)에 의한 광고효율 증가에 기인한다. 라인광고의 경우 2H18 신규 광고플랫폼(LAP) 전환 이후 스마트채널의 성장폭이 확대되면서 1Q20 LINE 퍼포먼스 광고 매출은 160억엔 수준까지 확대되며 공식계정 매출을 넘어설 것으로 예상된다.

NAVER 실적 전망									(단위: 십억원, %)		
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
매출액	1,511	1,630	1,665	1,787	1,755	1,865	1,901	2,027	5,587	6,593	7,548
YoY	15.4	19.6	19.1	17.9	16.1	14.4	14.2	13.4	19.4	18.0	14.5
QoQ	-0.4	7.9	2.1	7.4	-1.8	6.3	1.9	6.6			
비즈니스플랫폼	669	716	719	747	755	801	809	845	2476	2851	3211
LINE 및 기타플랫폼	565	592	622	663	669	687	724	773	2056	2442	2853
광고	142	167	153	172	155	179	157	184	573	633	675
IT플랫폼	99	106	116	136	124	132	143	160	352	457	559
콘텐츠서비스	35	50	55	70	51	66	68	65	129	209	250
영업비용	1,305	1,502	1,463	1,614	1,541	1,616	1,643	1,725	4,644	5,883	6,525
LINE 및 기타플랫폼	668	786	722	804	793	805	819	865	2,248	2,980	3,283
대행/파트너	277	298	305	340	314	344	343	376	1,035	1,219	1,376
플랫폼개발/운영	218	235	229	252	253	271	267	262	758	934	1,053
마케팅	66	103	122	123	96	104	120	126	338	414	445
인프라	76	80	85	95	85	92	94	96	264	336	367
영업이익	206	128	202	173	214	249	258	302	943	710	1023
YoY	-19.7	-48.8	-8.9	-18.7	3.8	94.2	27.6	74.1	-20.1	-24.7	44.1
QoQ	-3.3	-37.8	57.5	-14.2	23.5	16.4	3.5	17.0			
OPM	13.7	7.9	12.1	9.7	12.2	13.4	13.6	14.9	16.9	10.8	13.6

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	5,386	5,061	5,645	6,340
현금및현금성자산	3,323	2,680	2,961	3,364
매출채권 및 기타채권	1,094	1,291	1,478	1,658
재고자산	57	68	78	87
<b>비유동자산</b>	4,496	5,442	5,878	6,253
투자자산	2,248	3,081	3,345	3,605
유형자산	1,457	1,532	1,656	1,789
무형자산	307	346	393	375
<b>자산총계</b>	9,881	10,504	11,523	12,593
<b>유동부채</b>	2,620	2,951	3,363	3,729
매입채무 및 기타채무	1,548	1,827	2,092	2,348
단기차입금	350	250	286	237
유동성장기부채	0	24	13	55
<b>비유동부채</b>	1,312	1,260	1,221	1,146
사채 및 장기차입금	812	713	636	527
<b>부채총계</b>	3,932	4,211	4,584	4,875
<b>지배기업소유자본</b>	5,240	5,770	6,419	7,199
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,541	1,541	1,541	1,541
이익잉여금	5,229	5,763	6,404	7,186
기타자본	-1,546	-1,550	-1,542	-1,544
<b>비지배자본</b>	709	523	521	518
<b>자본총계</b>	5,949	6,293	6,939	7,717
<b>총차입금</b>	1,172	997	945	829
<b>순차입금</b>	-2,897	-2,511	-2,922	-3,515

포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	5,587	6,593	7,548	8,471
증가율(%)	19.4	18.0	14.5	12.2
<b>매출원가</b>	0	0	0	0
매출총이익	5,587	6,593	7,548	8,471
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	4,644	5,883	6,525	7,239
<b>영업이익</b>	943	710	1,023	1,231
영업이익률(%)	16.9	10.8	13.6	14.5
<b>EBITDA</b>	1,204	1,098	1,450	1,701
EBITDA M%	21.5	16.6	19.2	20.1
<b>영업외손익</b>	169	153	28	36
지분법관련손익	-85	-18	-7	-4
금융손익	52	33	34	38
기타영업외손익	202	138	1	2
<b>세전이익</b>	1,112	863	1,051	1,268
법인세비용	488	467	360	431
<b>당기순이익</b>	628	396	692	837
지배주주순이익	649	582	694	839
지배주주순이익률(%)	11.2	6.0	9.2	9.9
비지배주주순이익	-21	-186	-2	-3
기타포괄이익	6	-4	8	-2
총포괄이익	634	392	700	835
EPS 증가율(%, 지배)	-16.1	-10.2	19.1	21.0
이자손익	14	8	9	14
총외화관련손익	-2	2	-3	4

현금흐름표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	974	996	1,318	1,488
영업에서 창출된 현금흐름	1,455	1,426	1,640	1,877
이자의 수취	27	27	26	29
이자의 지급	-11	-19	-17	-15
배당금 수입	28	28	28	28
법인세부담액	-526	-467	-360	-431
<b>투자활동 현금흐름</b>	-388	-1,418	-935	-916
유동자산의 감소(증가)	944	-82	-77	-75
투자자산의 감소(증가)	-860	-833	-264	-260
유형자산 감소(증가)	-517	-447	-531	-584
무형자산 감소(증가)	-1	-54	-68	0
<b>재무활동 현금흐름</b>	751	-221	-101	-169
사채및차입금증가(감소)	756	-175	-52	-116
자본금및자본잉여금 증감	33	0	0	0
배당금 지급	-42	-46	-49	-53
<b>외환환산으로 인한 현금변동</b>	79	0	0	0
<b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b>	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	1,415	-643	282	403
기초현금	1,908	3,323	2,680	2,961
기말현금	3,323	2,680	2,961	3,364
<b>FCF</b>	438	549	787	904

주요지표				
	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	164,813	164,813	164,813	164,813
시가총액(십억원)	20,107	30,738	30,738	30,738
주가(원)	122,000	186,500	186,500	186,500
EPS(원)	3,937	3,534	4,210	5,092
BPS(원)	39,663	42,876	46,813	51,548
DPS(원)	314	336	364	391
PER(X)	31.0	52.8	44.3	36.6
PBR(X)	3.1	4.3	4.0	3.6
EV/EBITDA(X)	14.9	26.2	19.5	16.3
ROE(%)	11.2	6.5	10.5	11.4
ROA(%)	7.0	3.9	6.3	6.9
ROIC(%)	75.7	42.0	88.0	108.0
배당수익률(%)	0.3	0.2	0.2	0.2
부채비율(%)	66.1	66.9	66.1	63.2
순차입금/자기자본(%)	-48.7	-39.9	-42.1	-45.5
유동비율(%)	205.6	171.5	167.9	170.0
이자보상배율(X)	68.7	37.9	61.0	80.3
총자산회전율	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권 회전율	5.3	5.5	5.5	5.4
재고자산 회전율	119.3	105.3	103.8	102.9
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

## 카카오 (035720KS | Buy 유지 | TP 220,000원 상향)

### 테크핀 사업 확대로 밸류에이션 Re-rating 나타날 전망

동사는 올해 특보드의 호조세로 광고부문의 성장폭이 확대될 것으로 예상됩니다. 주요 자회사들의 흑자전환이 가시화되면서 신사업 부문의 적자폭 축소기조도 지속될 전망입니다. 한편 카카오페이증권은 향후 다양한 테크핀 사업을 전개하면서 동사의 밸류에이션 Re-rating 요인으로 작용할 전망입니다. 이에 인터넷/소프트웨어 업종 Top-pick으로 제시합니다.

#### 카카오페이증권의 테크핀으로 거듭나는 한 해

- 오픈뱅킹 시행으로 인해 올해 카카오페이의 펌핑 수수료 대폭 감소할 전망. 카카오페이증권은 초기 안정적인 투자 상품 위주에서 향후 라인업을 점차 확대해 나갈 것으로 예상. 우선 개설된 예약계좌를 통해 투자 가능한 펀드서비스가 출시될 예정이며 향후 다양한 테크핀 서비스 제공할 계획. 2H20 전금법 개정 이후 카카오페이가 국내 1호 종합 지급결제업자로 선정될 가능성 높다고 판단. 금융수익 확대와 비용 효율화를 통해 올해 BEP 달성 기대. 작년 토스의 외부투자 유치에 적용된 EV/GMV 멀티플(약 0.06배) 적용하면 카카오페이의 적정 기업가치는 약 4조원으로 추정.

#### 특보드, 시장기대치 이상의 성과 기대

- 특보드와 유사한 광고상품인 라인의 스마트채널이 일본에서 호조세를 나타내고 있다는 점을 감안할 때 국내에서도 시장기대치를 상회하는 성과를 기록할 것으로 예상. 특히 대형 광고주뿐만 아니라 SME로 광고 수요가 확대되면서 특보드 광고주 수가 빠르게 증가하고 있다는 점이 고무적. 특보드 매출 증대로 올해 특비즈 매출은 9,455억원(+46% YoY)을 기록하며 견조한 외형성장을 견인할 전망.

#### 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 220,000원으로 상향

- 동사에 대해 투자 의견 Buy 유지, 목표주가 220,000원으로 상향. 목표주가 상향은 특보드의 고성장세를 감안해 카카오 특보드의 밸류에이션 멀티플을 상향조정한 점에 기인. 페이스북과 트위터의 MAU당 기업가치 평균을 적용하면서 카카오 특보 사업부문의 가치는 기존 3.8조원에서 8.9조원으로 상향. 목표주가는 카카오톡 8.9조원, 뮤직 및 콘텐츠 2.8조원, 다음포털 1.6조원, 자회사 지분가치 4.9조원, 순현금 0.5조원을 반영한 SOTP 방식으로 산출.

Stock Data		
주가(2/18)	182,000원	
액면가	500원	
시가총액	15,734십억원	
52주 최고/최저가	182,000원/ 98,300원	
주가상승률	1개월	6개월
절대주가(%)	8.0	15.6
상대주가(%)	10.1	13.0
		12개월
		40.5
		22.6

경영실적 전망						
결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019P	2020E	2021E
매출액	(십억원)	1,972	2,417	3,090	3,622	4,254
영업이익	(십억원)	165	73	207	416	550
영업이익률	(%)	8.4	3.0	6.7	11.5	12.9
지배주주순이익	(십억원)	109	48	166	308	408
EPS	(원)	1,602	613	1,972	3,559	4,725
증감률	(%)	83.4	-61.7	221.6	80.5	32.8
PER	(배)	85.5	168.0	77.9	43.1	32.5
PBR	(배)	2.3	1.7	2.5	2.4	2.2
ROE	(%)	3.1	0.3	2.7	5.1	6.5
EV/EBITDA	(배)	29.9	35.3	38.2	21.7	16.3
순차입금	(십억원)	-902	-1,737	-2,010	-2,432	-2,990
부채비율	(%)	42.3	41.4	44.9	48.4	51.1

CAPE

## I. Valuation

동사에 대해 투자 의견 Buy 유지, 목표주가는 220,000원으로 상향한다. 목표주가 상향은 독보드의 고성장세를 감안해 카카오톡의 밸류에이션 멀티플을 상향조정한 점에 기인한다. 페이스북과 트위터의 MAU당 기업가치 평균을 적용하면서 카카오톡 사업부문의 가치는 기존 3.8조원에서 8.9조원으로 상향되었다. 목표주가는 카카오톡 8.9조원, 뮤직 및 콘텐츠 2.8조원, 다음포털 1.6조원, 자회사 지분가치 4.9조원, 순현금 0.5조원을 반영한 SOTP 방식으로 산출했다. 독보드와 유사한 광고상품인 라인의 스마트채널이 일본에서 호조세를 나타내고 있다는 점을 감안할 때 국내에서도 시장의 기대치를 상회하는 성과를 기록할 것으로 기대된다.

카카오 목표주가 산정 (단위: 십억원, 배, %)

구분	Value	지분율	할인율	비고
영업가치	13,284			
카카오톡	8,944			4Q19 기준 페이스북과 트위터의 MAU 당 기업가치 평균
카카오톡 MAU(백만명)	45			
MAU 당 기업가치(천원)	199			
뮤직 및 콘텐츠	2,785			1Q16 지분투자 역산
로엔 기업가치	2,448			
카카오 M 기업가치 증분	337			3Q19 외부 투자 유치 역산
다음포털	1,555			12M fwd 순이익 추정치
순이익	83			
Target P/E(배)	19			바이두의 12M fwd P/E 적용
투자자산가치	4,868			
카카오뱅크	1,091	34%	30%	주요 네오뱅크의 MAU 당 기업가치 적용
카카오모빌리티	791	69%	30%	3Q17 지분투자 역산
카카오페이	1,703	61%	30%	EV/GMV 멀티플 0.06 배 적용
카카오페이지	889	58%	30%	넷플릭스 12M fwd PSR 적용
카카오게임즈	393	60%	30%	펄어비스 12M fwd P/E 적용
EV	18,152			
순차입금	-469			
NAV	18,621			
주식수(백만주)	86.3			
주당 NAV	215,730			
목표주가	220,000			
현재가	182,000			2/18 증가
% upside	20.9%			

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

## II. Earnings Forecasts

동사의 '20년 영업이익은 각각 2,066억원(+101% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 특보드가 호조세를 나타내면서 향후 카카오플랫폼 광고의 성장폭이 확대될 전망이다. 특히 대형 광고주뿐만 아니라 SME로 광고 수요가 확대되면서 특보드 광고주 수가 빠르게 증가하고 있다는 점이 고무적이다. 특보드 매출 증대로 올해 특비즈 매출은 9,455억원(+46% YoY)을 기록하며 견조한 외형성장을 견인할 전망이다. 광고 사업부문의 견조한 성장이 지속되는 가운데 카카오페이지, 카카오뱅크, 카카오페이 등 주요 자회사들의 흑자전환 및 IPO 가시화로 신사업부문의 적자폭 축소기조도 지속될 것으로 예상된다. 이로써 올해 영업이익률은 11.5% 수준까지 개선될 전망이다('19년 OPM 6.7%).

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019P	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>706.3</b>	<b>733.0</b>	<b>783.2</b>	<b>867.3</b>	<b>847.5</b>	<b>877.9</b>	<b>913.5</b>	<b>982.6</b>	<b>2,417.0</b>	<b>3,089.8</b>	<b>3,621.5</b>
YoY	27.2	24.5	30.7	28.8	20.0	19.8	16.6	13.3	22.5	27.8	17.2
QoQ	4.9	3.8	6.8	10.7	-2.3	3.6	4.1	7.6			
<b>플랫폼</b>	<b>313.1</b>	<b>326.8</b>	<b>350.7</b>	<b>444.0</b>	<b>438.3</b>	<b>472.4</b>	<b>498.5</b>	<b>542.1</b>	<b>1039.3</b>	<b>1434.7</b>	<b>1951.4</b>
특비즈	126.9	138.9	162.4	221.6	209.3	223.6	243.1	269.4	421.1	649.8	945.5
포털비즈	126.4	136.9	126.1	134.2	130.8	140.8	132.9	145.0	495.4	523.6	549.5
신사업	59.8	51.0	62.3	88.2	98.2	108.0	122.5	127.6	122.7	261.2	456.4
콘텐츠	393.2	406.2	432.4	423.3	409.2	405.5	415.0	440.5	1377.7	1655.1	1670.1
뮤직	137.2	144.6	151.5	153.3	147.7	149.4	155.7	157.8	532.9	586.6	610.6
게임	94.0	98.4	99.0	105.9	94.0	99.2	100.5	105.5	417.0	397.4	399.2
유료콘텐츠	74.6	81.5	91.9	47.8	52.5	56.6	63.5	66.7	218.4	295.8	239.3
IP비즈니스	87.3	81.7	90.1	116.3	115.1	100.2	95.3	110.5	209.5	375.3	421.1
<b>영업비용</b>	<b>678.6</b>	<b>692.6</b>	<b>724.1</b>	<b>787.9</b>	<b>756.1</b>	<b>777.9</b>	<b>797.2</b>	<b>874.3</b>	<b>2,344.0</b>	<b>2,883.2</b>	<b>3,205.5</b>
매출연동비	330.6	341.9	355.0	359.8	357.0	369.6	383.7	410.0	1097.1	1387.3	1520.3
인건비	160.1	159.0	177.4	205.2	176.4	180.8	185.3	209.6	537.0	701.8	752.2
외주/인프라	89.9	84.4	79.1	106.8	97.7	92.7	86.8	98.2	298.2	360.3	375.4
마케팅	32.9	39.9	36.8	41.5	41.9	47.2	47.1	59.2	185.7	151.2	195.4
상각비	50.1	53.4	60.7	56.4	68.9	74.5	80.7	83.6	137.6	220.6	307.7
기타	14.9	13.9	15.0	18.2	14.2	13.0	13.6	13.6	88.5	62.0	54.5
<b>영업이익</b>	<b>27.7</b>	<b>40.5</b>	<b>59.1</b>	<b>79.4</b>	<b>91.4</b>	<b>100.0</b>	<b>116.3</b>	<b>108.2</b>	<b>72.9</b>	<b>206.6</b>	<b>416.0</b>
YoY	165.9	46.6	92.7	1749.6	230.4	147.3	96.8	36.3	-55.9	183.2	101.3
QoQ	544.4	46.3	46.0	34.4	15.1	9.4	16.2	-6.9			
OPM	3.9	5.5	7.5	9.2	10.8	11.4	12.7	11.0	3.0	6.7	11.5

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

카카오 | 테크핀 사업 확대로 밸류에이션 Re-rating 나타날 전망

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	2,859	3,053	3,552	4,161	<b>매출액</b>	2,417	3,090	3,622	4,254
현금및현금성자산	1,247	1,000	1,150	1,344	증가율(%)	22.5	27.8	17.2	17.5
매출채권 및 기타채권	194	248	290	341	<b>매출원가</b>	0	0	0	0
재고자산	36	46	54	63	매출총이익	2,417	3,090	3,622	4,254
<b>비유동자산</b>	5,101	5,307	5,441	5,595	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	848	1,028	1,130	1,251	판매비와 관리비	2,344	2,883	3,206	3,704
유형자산	315	323	330	337	<b>영업이익</b>	73	207	416	550
무형자산	3,865	3,884	3,909	3,935	영업이익률(%)	3.0	6.7	11.5	12.9
<b>자산총계</b>	7,960	8,360	8,993	9,756	<b>EBITDA</b>	208	306	518	655
<b>유동부채</b>	2,039	2,240	2,530	2,836	EBITDA M%	8.6	9.9	14.3	15.4
매입채무 및 기타채무	767	980	1,149	1,349	<b>영업외손익</b>	58	40	38	63
단기차입금	498	410	386	317	지분법관련손익	7	-2	-3	1
유동성장기부채	110	0	0	0	금융손익	62	48	48	62
<b>비유동부채</b>	293	351	404	466	기타영업외손익	-11	-6	-6	0
사채 및 장기차입금	43	32	30	27	<b>세전이익</b>	131	246	454	613
<b>부채총계</b>	2,332	2,591	2,934	3,302	법인세비용	115	92	155	208
<b>지배기업소유자본</b>	5,137	5,290	5,588	5,988	<b>당기순이익</b>	16	155	299	404
자본금	42	42	42	42	지배주주순이익	48	166	308	408
자본잉여금	4,648	4,648	4,648	4,648	지배주주순이익률(%)	0.7	5.0	8.2	9.5
이익잉여금	453	609	906	1,304	비지배주주순이익	-32	-11	-9	-4
기타자본	-6	-8	-7	-5	기타포괄이익	8	-2	1	2
<b>비지배지분</b>	490	479	471	466	총포괄이익	24	153	300	406
<b>자본총계</b>	5,627	5,769	6,059	6,455	EPS 증가율(% , 지배)	-61.7	221.6	80.5	32.8
총차입금	668	464	441	373	이자손익	32	42	49	58
순차입금	-1,737	-2,010	-2,432	-2,990	총외화관련손익	22	6	-2	4

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	491	585	669	822	총발행주식수(천주)	83,388	86,223	86,451	86,451
영업에서 창출된 현금흐름	493	634	776	972	시가총액(십억원)	8,589	13,234	15,734	15,734
이자의 수취	36	50	54	63	주가(원)	103,000	153,500	182,000	182,000
이자의 지급	-12	-7	-6	-5	EPS(원)	613	1,972	3,559	4,725
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	61,614	61,364	64,651	69,278
법인세부담액	-141	-92	-155	-208	DPS(원)	127	127	127	127
<b>투자활동 현금흐름</b>	-1,261	-618	-486	-550	PER(X)	168.0	77.9	43.1	32.5
유동자산의 감소(증가)	-577	-315	-249	-296	PBR(X)	1.7	2.5	2.4	2.2
투자자산의 감소(증가)	-476	-179	-102	-121	EV/EBITDA(X)	35.3	38.2	21.7	16.3
유형자산 감소(증가)	-85	-95	-95	-98	ROE(%)	0.3	2.7	5.1	6.5
무형자산 감소(증가)	-243	-32	-39	-40	ROA(%)	0.2	1.9	3.4	4.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	891	-215	-33	-78	ROIC(%)	0.6	5.5	10.6	14.9
사채및차입금증가(감소)	-129	-205	-23	-68	배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
자본금및자본잉여금 증감	1,052	0	0	0	부채비율(%)	41.4	44.9	48.4	51.1
배당금 지급	-12	-10	-10	-10	순차입금/자기자본(%)	-30.9	-34.8	-40.1	-46.3
<b>외환환산으로 인한 현금변동</b>	9	0	0	0	유동비율(%)	140.2	136.3	140.4	146.7
<b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b>	0	0	0	0	이자보상배율(X)	7.8	28.6	72.0	105.9
<b>현금증감</b>	130	-247	150	194	총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.5
기초현금	1,117	1,247	1,000	1,150	매출채권 회전율	13.0	14.0	13.5	13.5
기말현금	1,247	1,000	1,150	1,344	재고자산 회전율	84.2	75.7	72.8	72.9
<b>FCF</b>	394	490	574	724	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

# NHN (181710KS | Buy 유지 | TP 110,000원 유지)

## 페이코의 흑자전환 기대감 확대

동사는 올해 웹보드 규제완화 효과로 PC게임 부문은 3년 만에 외형성장이 재개될 것으로 예상합니다. 또한 페이코는 올해 견조한 GMV 성장과 수익성 개선이 동반되면서 흑자전환을 달성할 것으로 기대됩니다. 향후 마이데이터 및 마이페이먼트 사업 진출이 가시화되면서 페이코의 기업가치는 지속적으로 증가할 전망입니다.

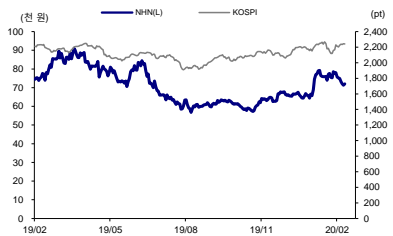
### 페이코의 테크핀 사업 기대

- 페이코는 견조한 GMV 성장과 수익성 개선이 동반되면서 올해 흑자전환 기대. 한편 최근 데이터3법의 국회 본회의 통과로 페이코의 금융 마이데이터 사업에 대한 기대감이 부각된 가운데 연내 전자금융거래법 개정안이 전면 시행될 경우 페이코의 종합지급결제업 및 마이페이먼트(My Payment) 서비스 진출이 예상되며 이로써 페이코의 기업가치는 지속적으로 증가할 전망.
- 페이코는 삼성페이와의 제휴를 통해 오프라인 결제처를 270만개로 대폭 확대하며 오프라인 결제비중은 4Q19 약 10% 수준까지 빠르게 성장. 오프라인 결제액의 견조한 성장과 맞춤형쿠폰 등의 수익화 모델 다각화를 통해서 페이코의 수익성 개선 추세 지속될 전망. 주요 테크핀 기업들에 적용된 EV/GMV 멀티플 평균(약 0.23)을 적용할 경우 페이코의 적정 기업가치는 약 1.6조원으로 추정.

### 웹보드 규제완화 효과로 게임부문 외형성장 재개

- 올해는 과거(16년) 대비 웹보드 규제완화로 인한 실적개선 효과가 크게 나타날 전망. 1일 손실한도가 폐지로 유저 활성화로 인한 게임 이용시간 확대 및 ARPPU 증가 예상. 이로써 올해 PC게임 매출은 1,642억원(+11% YoY) 수준까지 확대되며 3년 만에 외형성장 재개될 전망.
- PC 웹보드 게임의 공헌이익률이 일반 게임들보다 월등하게 높다는 점을 감안할 때 웹보드 규제완화 효과에 인한 PC웹보드 게임 매출증대로 올해 동사의 전사 영업이익률은 7.7% 수준까지 개선될 것으로 예상(19년 OPM 5.8%).

Stock Data		
주가(2/18)	71,800원	
액면가	500원	
시가총액	1,405십억원	
52주 최고/최저가	91,000원/ 56,800원	
주가상승률	1개월	6개월 12개월
절대주가(%)	-6.1	11.1 26.4
상대주가(%)	-4.4	8.7 10.3



경영실적 전망						
계산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019P	2020E	2021E
매출액	(십억원)	909	1,265	1,489	1,606	1,755
영업이익	(십억원)	35	69	87	124	139
영업이익률	(%)	3.8	5.4	5.8	7.7	7.9
지배주주순이익	(십억원)	17	89	24	94	111
EPS	(원)	849	4,567	1,244	4,813	5,682
증감률	(%)	32.7	438.2	-72.8	287.0	18.1
PER	(배)	80.6	12.5	53.7	13.9	11.8
PBR	(배)	0.9	0.7	0.8	0.8	0.7
ROE	(%)	0.6	6.0	1.5	6.6	6.9
EV/EBITDA	(배)	14.7	8.4	5.7	4.0	3.0
순차입금	(십억원)	-489	-414	-558	-723	-905
부채비율	(%)	27.7	37.1	39.9	38.5	38.0

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019P	2020E
<b>매출액</b>	<b>370.6</b>	<b>366.2</b>	<b>351.7</b>	<b>400.6</b>	<b>379.2</b>	<b>399.9</b>	<b>396.5</b>	<b>430.2</b>	<b>1,264.6</b>	<b>1,489.1</b>	<b>1,605.9</b>
YoY	63.7	14.2	5.0	4.8	2.3	9.2	12.7	7.4	39.1	17.8	7.8
QoQ	-3.1	-1.2	-4.0	13.9	-5.3	5.4	-0.8	8.5			
결제 & 광고	121.6	128.7	120.1	140.5	125.5	140.7	135.9	148.1	392.1	510.9	550.1
게임	113.6	102.7	96.9	100.3	108.4	117.1	116.8	112.5	435.2	413.4	454.8
모바일	71.5	67.7	64.3	70.1	68.5	74.9	75.4	71.8	264.7	273.6	290.6
PC	42.0	37.2	34.5	34.6	39.9	42.2	41.4	40.7	170.5	148.3	164.2
콘텐츠	49.0	47.9	43.7	44.8	50.1	51.5	46.0	51.4	154.5	185.3	199.0
커머스	49.0	48.0	51.3	71.7	58.3	50.3	55.4	70.4	169.1	220.0	234.4
기술	23.9	29.3	31.3	42.1	25.3	30.0	31.8	37.6	98.3	126.7	124.7
기타	13.5	9.6	8.4	6.4	11.8	10.2	10.7	10.2	15.4	37.9	42.9
<b>영업비용</b>	<b>348.9</b>	<b>340.8</b>	<b>329.7</b>	<b>382.9</b>	<b>353.0</b>	<b>366.5</b>	<b>365.5</b>	<b>396.8</b>	<b>1,195.9</b>	<b>1,402.2</b>	<b>1,481.8</b>
지급수수료	202.8	198.3	190.7	236.3	202.8	213.2	215.2	228.3	670.1	828.1	859.4
인건비	92.7	87.8	83.9	89.4	93.2	94.9	91.5	104.2	332.6	353.8	383.8
광고선전비	12.1	14.7	16.7	18.9	14.1	15.1	15.2	16.3	47.9	62.4	60.7
감가상각비	18.0	18.3	18.2	17.6	19.7	20.8	21.8	22.9	44.4	72.2	85.2
통신비	6.7	6.9	6.8	6.3	7.0	7.2	7.2	7.5	24.8	26.8	28.9
기타	16.5	14.7	13.4	14.3	16.3	15.4	14.5	17.7	76.3	58.9	63.8
<b>영업이익</b>	<b>21.7</b>	<b>25.4</b>	<b>22.0</b>	<b>17.7</b>	<b>26.2</b>	<b>33.4</b>	<b>31.1</b>	<b>33.4</b>	<b>68.6</b>	<b>86.9</b>	<b>124.0</b>
YoY	41.3	70.9	1.0	7.1	20.8	31.1	41.1	88.1	97.6	26.6	42.7
QoQ	31.1	17.1	-13.5	-19.4	47.9	27.1	-6.9	7.4			
OPM	5.9	6.9	6.3	4.4	6.9	8.3	7.8	7.8	5.4	5.8	7.7

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,006	1,053	1,161	1,307
현금및현금성자산	385	484	615	769
매출채권 및 기타채권	300	210	168	134
재고자산	38	44	48	52
<b>비유동자산</b>	1,488	1,527	1,559	1,593
투자자산	460	481	492	506
유형자산	371	375	386	394
무형자산	554	567	577	589
<b>자산총계</b>	2,495	2,580	2,720	2,900
<b>유동부채</b>	562	624	645	687
매입채무 및 기타채무	392	462	498	545
단기차입금	89	68	52	38
유동성장기부채	11	12	6	8
<b>비유동부채</b>	112	112	112	111
사채 및 장기차입금	40	28	22	14
<b>부채총계</b>	675	736	756	799
<b>지배기업소유자본</b>	1,582	1,603	1,691	1,799
자본금	10	10	10	10
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238
이익잉여금	386	411	505	616
기타자본	-51	-55	-61	-64
<b>비지배자본</b>	238	242	273	302
<b>자본총계</b>	1,820	1,844	1,964	2,101
<b>총차입금</b>	148	115	87	67
<b>순차입금</b>	-414	-558	-723	-905

포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,265	1,489	1,606	1,755
증가율(%)	39.1	17.8	7.8	9.3
<b>매출원가</b>	0	0	0	0
매출총이익	1,265	1,489	1,606	1,755
매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와 관리비	1,196	1,402	1,482	1,616
<b>영업이익</b>	69	87	124	139
영업이익률(%)	5.4	5.8	7.7	7.9
<b>EBITDA</b>	113	173	214	232
EBITDA M%	8.9	11.6	13.3	13.2
<b>영업외손익</b>	85	-17	66	68
지분법관련손익	8	-3	-7	-1
금융손익	77	79	92	85
기타영업외손익	0	-92	-19	-16
<b>세전이익</b>	154	70	190	207
법인세비용	49	42	65	66
<b>당기순이익</b>	105	28	126	141
지배주주순이익	89	24	94	111
지배주주순이익률(%)	8.3	1.9	7.8	8.0
비지배주주순이익	15	4	31	30
기타포괄이익	-6	-4	-6	-3
총포괄이익	99	24	120	138
EPS 증가율(% , 지배)	438.2	-72.8	287.0	18.1
이자손익	9	10	13	16
총외화관련손익	4	-4	-2	-3

현금흐름표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	38	276	295	315
영업에서 창출된 현금흐름	132	305	344	364
이자 수취	8	11	14	16
이자 지급	-1	-1	-1	-1
배당금 수입	2	2	2	2
법인세부담액	-104	-42	-65	-66
<b>투자활동 현금흐름</b>	23	-144	-136	-141
유동자산의 감소(증가)	49	-12	-6	-8
투자자산의 감소(증가)	83	-21	-11	-14
유형자산 감소(증가)	-70	-85	-96	-95
무형자산 감소(증가)	-216	-18	-15	-18
<b>재무활동 현금흐름</b>	-44	-32	-28	-20
사채및차입금증가(감소)	43	-32	-28	-20
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0
배당금 지급	0	0	0	0
<b>외환환산으로 인한 현금변동</b>	0	0	0	0
<b>연결범위변동으로 인한 현금증감</b>	0	0	0	0
<b>현금증감</b>	17	99	130	154
기초현금	368	385	484	615
기말현금	385	484	615	769
<b>FCF</b>	-36	191	199	220

주요지표				
	2018A	2019E	2020E	2021E
총발행주식수(천주)	19,565	19,565	19,565	19,565
시가총액(십억원)	1,121	1,307	1,405	1,405
주가(원)	57,300	66,800	71,800	71,800
EPS(원)	4,567	1,244	4,813	5,682
BPS(원)	83,221	84,260	88,766	94,295
DPS(원)	0	0	0	0
PER(X)	12.5	53.7	13.9	11.8
PBR(X)	0.7	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA(X)	8.4	5.7	4.0	3.0
ROE(%)	6.0	1.5	6.6	6.9
ROA(%)	4.5	1.1	4.7	5.0
ROIC(%)	9.1	4.6	11.1	13.8
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
부채비율(%)	37.1	39.9	38.5	38.0
순차입금/자기자본(%)	-22.8	-30.3	-36.8	-43.1
유동비율(%)	178.9	168.8	180.1	190.2
이자보상배율(X)	53.4	65.0	120.3	176.6
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.6
매출채권 회전율	4.7	5.8	8.5	11.6
재고자산 회전율	46.6	36.3	34.9	35.1
매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice \_ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

NAVER(035420) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-01-25	2018-07-30	2018-10-23	2018-10-26	2019-01-16	2019-03-13	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	212,000원	200,000원	200,000원	170,000원	166,000원	180,000원	
제시일자	2019-03-21	2019-04-24	2019-04-26	2019-07-12	2019-07-26	2019-08-07	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	180,000원	180,000원	180,000원	150,000원	170,000원	170,000원	
제시일자	2019-08-20	2019-10-17	2019-10-30	2019-10-31	2019-11-01	2019-11-14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	170,000원	210,000원	210,000원	210,000원	210,000원	210,000원	
제시일자	2019-11-19	2019-12-17	2020-01-30	2020-01-31	2020-02-18		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	210,000원	210,000원	210,000원	210,000원	230,000원		

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-01-25	Buy	212,000원	-28.01	-12.08
2018-07-30	Buy	200,000원	-27.99	-22.10
2018-10-26	Buy	170,000원	-29.05	-21.76
2019-01-16	Buy	166,000원	-21.05	-16.57
2019-03-13	Buy	180,000원	-34.14	-26.67
2019-07-12	Buy	150,000원	-18.44	-10.67
2019-07-26	Buy	170,000원	-12.44	-5.88
2019-10-17	Buy	210,000원	-16.64	-8.81
2020-02-18	Buy	230,000원		

카카오(035720) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-02-08	2018-02-27	2018-07-30	2018-08-10	2018-10-23	2018-11-09	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	160,000원	160,000원	145,000원	145,000원	145,000원	145,000원	
제시일자	2019-01-22	2019-03-13	2019-05-07	2019-05-10	2019-06-27	2019-07-16	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	145,000원	140,000원	160,000원	160,000원	160,000원	160,000원	
제시일자	2019-08-09	2019-09-17	2019-10-01	2019-10-17	2019-10-18	2019-10-29	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	160,000원	160,000원	160,000원	170,000원	170,000원	170,000원	
제시일자	2020-02-18						
투자의견	Buy						
목표주가	220,000원						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-02-08	Buy	160,000원	-25.56	-11.56
2018-07-30	Buy	145,000원	-25.49	-11.72
2019-03-13	Buy	140,000원	-22.14	-8.57
2019-05-07	Buy	160,000원	-18.63	-13.44
2019-10-17	Buy	170,000원	-8.40	6.18
2020-02-18	Buy	220,000원		

**NHN(181710) 주가 및 목표주가 추이**

제시일자	2018-02-20	2018-07-30	2018-08-13	2018-10-17	2018-10-23	2018-11-12	
투자 의견	NR	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	-	90,000원	90,000원	82,000원	82,000원	73,000원	
제시일자	2019-01-18	2019-03-13	2019-04-10	2019-05-13	2019-06-19	2019-11-12	
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	73,000원	100,000원	100,000원	100,000원	100,000원	100,000원	
제시일자	2019-11-29	2020-01-13	2020-01-16	2020-02-05	2020-02-18		
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	100,000원	100,000원	110,000원	110,000원	110,000원		

**목표주가 변동 내역별 괴리율**

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-02-20	NR	-	-	-
2018-07-30	Buy	90,000원	-32.62	-25.22
2018-10-17	Buy	82,000원	-41.47	-35.73
2018-11-12	Buy	73,000원	-14.22	17.26
2019-03-13	Buy	100,000원	-30.07	-9.00
2020-01-16	Buy	110,000원		

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

**Ratings System**

구분	대상기간	투자 의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(94.65%) · 매도(0.00%) · 중립(5.35%)	* 기준일 2019.12.31까지

**Compliance**

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

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

리서치본부장  
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332  
yukyum@capefn.com

투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
투자전략	윤영교	팀장	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	연구위원	6923-7334	antonio81@capefn.com
시황	한지영	책임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
글로벌 투자전략	김윤보	선임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com

기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
화장품/음식료	김혜미	책임연구원	6923-7337	consumer@capefn.com
은행/보험/증권	김도하	선임연구원	6923-7342	doha.kim@capefn.com
RA	김충현	전임연구원	6923-7314	chunghyun333@capefn.com

기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
Tech	박성순	연구위원	6923-7333	sspark@capefn.com
스몰캡/지주/레저	심원섭	연구위원	6923-7317	shim47@capefn.com
인터넷/소프트웨어	이경일	책임연구원	6923-7321	ki.lee@capefn.com
스몰캡	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com
RA	박형민	전임연구원	6923-7345	phm@capefn.com

#### Compliance

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