

VIKINGS 2022

지속 가능한
원정을 위하여

[인터넷 / 게임]

김동우 선임연구원
20210135@iprovest.com

CON- TENTS

3	Summary & Key Charts
6	1. 광고: 플랫폼의 자격 1) 한국 광고 시장 동향 및 전망 2) 네이버 광고: SME, 창작자들의 생태계 확고 3) 카카오 광고: 커머스 플랫폼으로의 징검다리
18	2. 커머스 Part 1 - 이커머스 거인 대전 1) 한국 이커머스 시장 동향 및 전망 2) 네이버 커머스 성장동력: 점유율 ↑ + take rate ↑ + 저침투품목 성장 + 멤버십 락인
32	3. 커머스 Part 2 - Specialty Market 1) 전문화/차별화 플랫폼의 트래픽, 점유율 확대 예상 2) 카카오 커머스 성장동력: '카카오톡의 커머스 플랫폼화' 본격화
41	4. 핀테크: 생태계 완성은 핀테크 1) 한국 간편결제 시장 동향 및 전망 2) 네이버 파이낸셜: 성장 지속될 것 3) 카카오페이: 2022 년은 금융서비스 본격화
57	기업분석 - NAVER 035420 / Buy / TP 440,000 원 - 카카오 035720 / Buy / TP 120,000 원 - 카카오페이 377300 / Buy / TP 185,000 원

Summary

네카오의 국내 '커머스 삼각축' 확고, 원정은 지속 가능

부문간 시너지 효과와 신사업 매출 성장 본격화로 2022년 네이버, 카카오 양사의 마진 양호한 수준으로 유지될 것으로 예상. 2021년에 이어 2022년에도 네이버, 카카오의 해외 진출과 메타버스 투자는 계속될 것으로 예상하며, 이미 해당 부문의 매출 고성장을 통해 성과가 일부 확인된 점이 고무적. 하지만 콘텐츠 & 커머스 해외 진출과 메타버스 생태계 구축은 장기간의 대규모 투자를 요구. 특히 2022년은 코로나19로 가속화되었던 디지털 전환의 높은 기저로 성장 둔화는 불가피하고 인건비를 비롯한 경제 전반의 비용 상승기. 투자자들의 1차적 우려는 마진의 지속 가능 여부.

이커머스 시장 경쟁 격화 & 성장 둔화기 양대 플랫폼의 해법은 '커머스+광고+핀테크' 세 부문의 시너지. 거래액 기준 2022년 네이버는 20.6% 확보하며 시장 지배력 강화, 카카오는 니치마켓 선점을 통해 5% 점유율 확보 전망. 결과적으로 콘텐츠(웹툰, 웹소설, 메타버스) 및 블록체인 매출 성장까지 더해져 양사 OPM은 각각 18.6%, 10.6%으로 준수할 것으로 전망

플랫폼의 메가 트래픽을 바탕으로 1) 광고는 그 자체로 소비자를 타겟팅하는 커머스 톨일 뿐 아니라, 매출 다변화를 통해 경쟁사들 대비 저율의 수수료 책정을 가능케 해 셀러 유입을 촉진. 2) 핀테크 자회사를 통한 PG 내재화도 낮은 중개수수료의 원천이며 3) 소상공인 대출 중개, 일정 요건 사업자 수수료 면제, 맞춤형 보험상품 추천은 매력적 환경 조성

부문간 시너지에 더해 커머스 부문은 1)셀러 지원 도구 제공, 2)라이브커머스 강화, 3)구독상품을 통한 소비자 락인, 4)전문화된 버티컬 몰 확보를 통해 시장지배력 확보하고 있음

'커머스 삼각축'은 결국 핀테크가 완성할 것. 고객의 허락이 있다면 '재무정보'는 라이선스를 가진 모든 사업자가 획득 가능한 마이데이터 시대, '소비 정보'를 가진 커머스 플랫폼은 금융상품 중개 영역에서도 두각을 나타낼 것

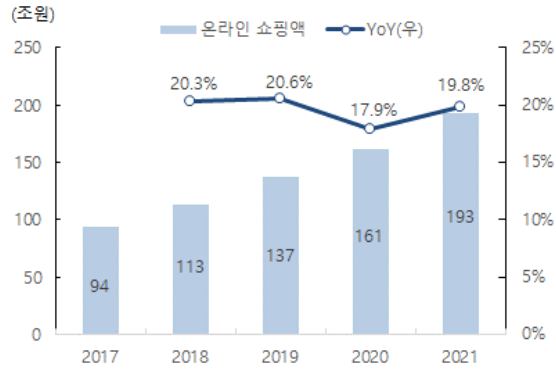
Top pick: NAVER

인터넷산업 Overweight 의견 제시하며 분석 개시. 국내 양대 인터넷 플랫폼인 Naver, 카카오는 2021년 9월 플랫폼 규제 이슈 부각으로 급락 후 2022년 성장 둔화와 비용 증대 우려로 약세를 보였으나, 올해 양사 모두 1)중소상공인들과의 상생 생태계 조성을 통한 커머스 점유율 확대, 2)광고-커머스-핀테크 부문간 크로스셀링을 통한 견조한 성장 유지, 3)콘텐츠 중심의 신사업 수익 기여 확대에 따른 마진 방어는 인터넷 주가에 긍정적으로 작용할 전망

NAVER(Buy, 440,000원), 카카오(Buy, 120,000원), 카카오페이(Buy, 185,000원) 커버리지 개시. NAVER Top pick 제시.

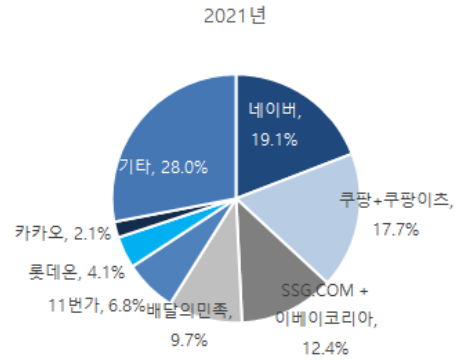
Key Charts

[도표 1] 국내 연간 온라인 쇼핑액 추이(전체)



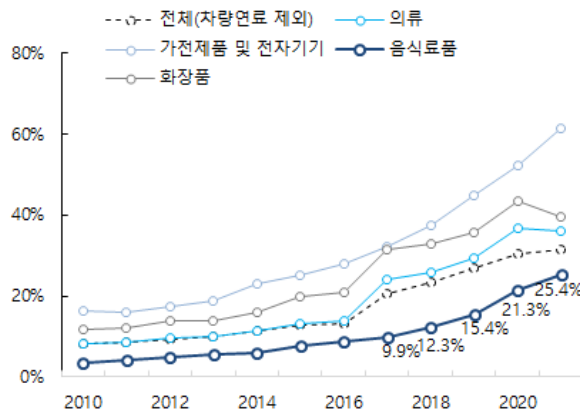
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 2021년 한국 이커머스 시장 점유율



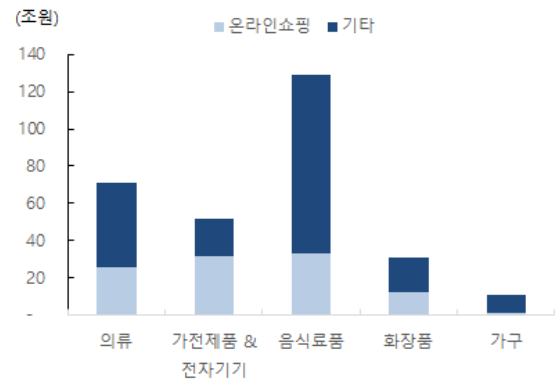
자료: 언론취합, 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 품목별 소매판매 온라인 침투율 추이



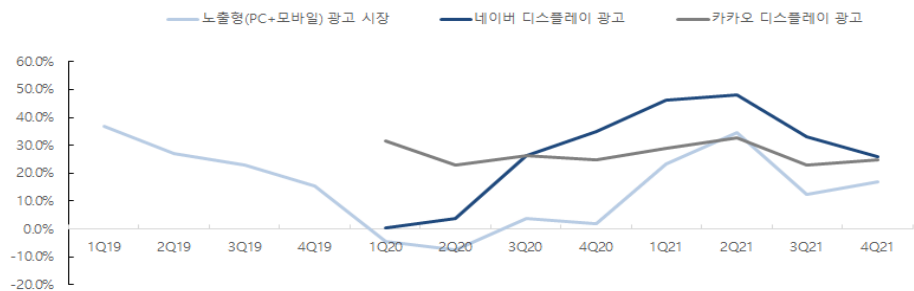
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 4] 품목별 소매시장 규모 & 온라인 쇼핑액 (2021)



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 분기별 디스플레이 광고 성장률(YoY) 추이 (동영상 제외)



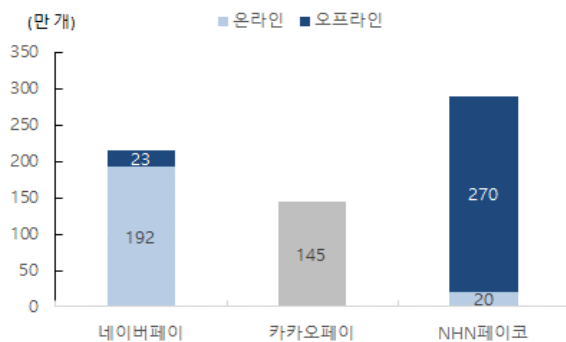
자료: 리서치애드, NAVER, 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 6] 매체별 총 광고비 추이

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
방송	39,398	42,281	40,485	39,542	39,664	37,852	35,260	40,002	41,783
지상파TV	19,744	19,702	17,312	15,313	14,122	12,321	11,613	13,659	14,415
케이블/종편	15,223	17,768	17,474	18,455	19,903	20,017	18,916	21,504	22,507
인쇄	19,320	19,178	18,492	17,807	17,376	17,061	16,266	16,609	16,838
디지털	27,065	30,018	33,825	38,402	43,935	50,532	57,106	75,118	85,221
비중	26.8%	28.0%	30.9%	34.3%	37.5%	41.8%	47.6%	53.7%	55.8%
YoY		10.9%	12.7%	13.5%	14.4%	15.0%	13.0%	31.5%	13.4%
PC	18,674	17,216	16,372	16,245	15,924	17,708	18,548		
비중	18.5%	16.0%	15.0%	14.5%	13.6%	14.6%	15.5%		
YoY		-7.8%	-4.9%	-0.8%	-2.0%	11.2%	4.7%		
모바일	8,391	12,802	17,453	22,157	28,011	32,824	38,558		
비중	8.3%	11.9%	16.0%	19.8%	23.9%	27.1%	32.1%		
YoY		52.6%	36.3%	27.0%	26.4%	17.2%	17.5%		
OOH	9,362	10,051	10,091	10,024	10,342	10,380	7,560	8,161	9,000
제작	5,850	5,742	6,425	6,072	5,731	5,101	4,384	4,585	-
총계	100,996	107,270	109,318	111,847	117,048	120,926	119,951	139,889	152,842

자료: 제일기획, 교보증권 리서치센터. 주: 2021년부터 디지털 광고비 분류기준(검색형, 노출형) 변경

[도표 7] 페이먼트 별 온/오프라인 가맹점 수



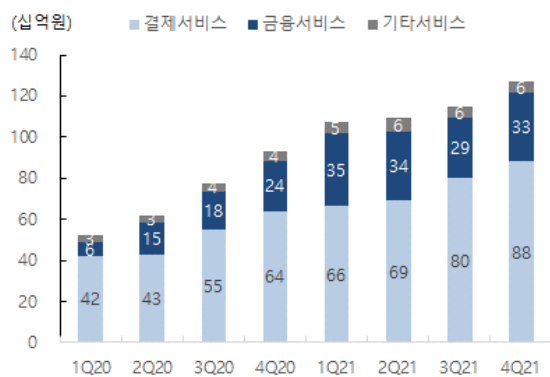
자료: NAVER, 카카오페이, NHN 교보증권 리서치센터. 주: 카카오는 온/오프라인 합계치

[도표 8] 카드 결제형태별 이용규모 및 증감률(2021년 상반기)

(십억원)	실물카드	모바일/PC 등	총계
대면	1,271	140	1,411
yoy	2.2%	8.9%	2.8%
비대면	-	988	988
yoy	-	23.4%	23.4%
총계	1,271	1,128	2,400
yoy	2.2%	21.4%	10.4%

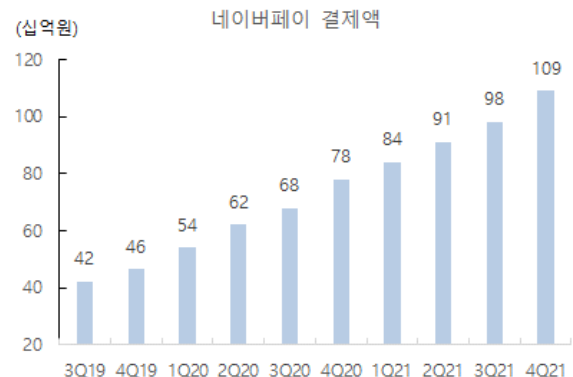
자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 주: 개인/법인 신용/체크카드 금액(일평균)

[도표 9] 카카오페이 부문별 매출 추이



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 네이버페이 결제액 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

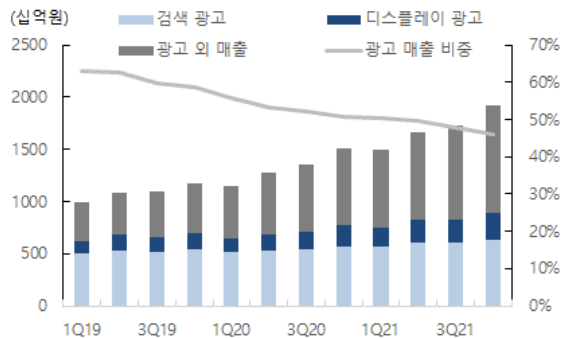
1. 광고: 플랫폼의 자격

광고는 부문 & 지역 확장을 위한 ‘본진’

광고는 네이버, 카카오 매출의 큰 부분을 차지하는 캐시카우이자, 가장 중요한 커머스 도구이다. 네이버의 경우 2021년 기준 서치플랫폼 매출은 연결매출의 약 48.3%를 차지한다. 커머스 부문 매출도 절반 이상이 쇼핑검색 광고를 통해 창출된다는 점을 감안하면, 네이버 전체 매출에서 광고가 차지하는 매출은 약 65% 정도이다. 비교적 콘텐츠와 신사업(모빌리티, 페이, 클라우드, 블록체인 등) 매출 비중이 큰 카카오의 경우에도 2021년 기준 광고 매출은 전사 매출의 22.5%로 큰 부분을 차지한다.

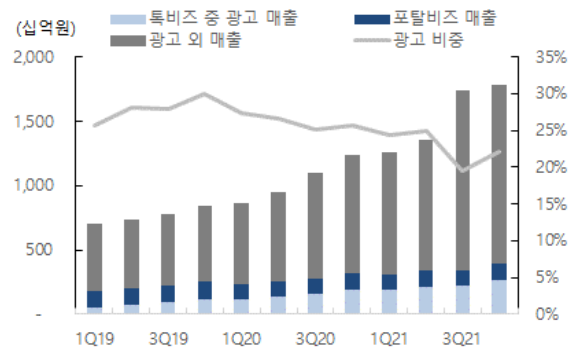
각 사의 전체 매출과 이익은 디지털 광고시장의 동향과 시장 내 상대적인 성과에 큰 영향을 받는다. 또한 양 사의 비즈니스 모델은 광고, 커머스, 콘텐츠와 그 외 부가서비스를 한 번에 제공하는 토탈 솔루션으로 진화하는 과도기로, 광고는 중요한 캐시카우일 뿐 아니라 그 자체로 중요한 커머스 도구이다.

[도표 11] 네이버 매출 중 광고(서치플랫폼) 비중 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 카카오 매출 중 광고 비중 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

1) 한국 광고 시장 동향 및 전망

디지털, 그 중에서도 모바일 쏠림 심화 지속

제일기획이 제공한 자료에 따르면, 지난 5년간 한국 광고시장은 디지털, 그 중에서도 모바일 부문으로의 쏠림 현상이 심화되었다. 2016년부터 5년간 전체 광고시장은 10.9조원에서 14.0조원으로 CAGR +5.1% 성장했는데, 이 중 디지털 광고시장은 CAGR +17.3%, 방송, 인쇄 시장 등을 포괄하는 디지털 외 광고시장은 반대로 CAGR -3.0% 감소했다. 그 결과 전체 광고시장 내 디지털 광고 비중은 2016년 30.9%에서 2021년 53.7%로 대폭 증가했다. 모바일 광고 비중은 2016년 16.0%에서 2020년 32.1%로 대폭 증가한 반면, PC 광고 비중은 2016년 15.0%에서 2020년 15.5%로 변화가 없었다.

2022년 광고 시장은 전년도 높은 기저 효과로 시장 성장 둔화가 불가피하고 팬데믹 상황에 따른 불확실성이 있으나, 일상 생활 회복과 디지털 친화적 환경 조성에 따라 전년대비 9.3% 성장(2021년 16.6%)을 이어나갈 것으로 보인다. 디지털 광고는 +13.4%, 그 중에서도 노출형 광고(동영상 포함) 시장은 +14.7%(2021년 +39.3%) 성장할 것으로 기대한다. 한편 검색형 광고 시장은 +12.2%(2021년 +24.1%) 성장이 예상된다. (출처: 제일기획)

2021년에는 유튜브 등 동영상 광고와, 실시간 입찰과 세밀한 타겟팅을 제공하는 포털의 디스플레이(노출형) 광고가 중소형 광고주들을 중심으로 큰 성장세를 보였으며, 2022년에도 광고주들의 마케팅 집행 확대와 커머스 기업들의 경쟁 심화로 검색형, 노출형 광고가 동반 성장할 것으로 전망한다.

[도표 13] 매체별 총 광고비 추이

(억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E
방송	39,398	42,281	40,485	39,542	39,664	37,852	35,260	40,002	41,783
지상파TV	19,744	19,702	17,312	15,313	14,122	12,321	11,613	13,659	14,415
케이블/종편	15,223	17,768	17,474	18,455	19,903	20,017	18,916	21,504	22,507
인쇄	19,320	19,178	18,492	17,807	17,376	17,061	16,266	16,609	16,838
디지털	27,065	30,018	33,825	38,402	43,935	50,532	57,106	75,118	85,221
비중	26.8%	28.0%	30.9%	34.3%	37.5%	41.8%	47.6%	53.7%	55.8%
YoY		10.9%	12.7%	13.5%	14.4%	15.0%	13.0%	31.5%	13.4%
PC	18,674	17,216	16,372	16,245	15,924	17,708	18,548		
비중	18.5%	16.0%	15.0%	14.5%	13.6%	14.6%	15.5%		
YoY		-7.8%	-4.9%	-0.8%	-2.0%	11.2%	4.7%		
모바일	8,391	12,802	17,453	22,157	28,011	32,824	38,558		
비중	8.3%	11.9%	16.0%	19.8%	23.9%	27.1%	32.1%		
YoY		52.6%	36.3%	27.0%	26.4%	17.2%	17.5%		
OOH	9,362	10,051	10,091	10,024	10,342	10,380	7,560	8,161	9,000
제작	5,850	5,742	6,425	6,072	5,731	5,101	4,384	4,585	-
총계	100,996	107,270	109,318	111,847	117,048	120,926	119,951	139,889	152,842

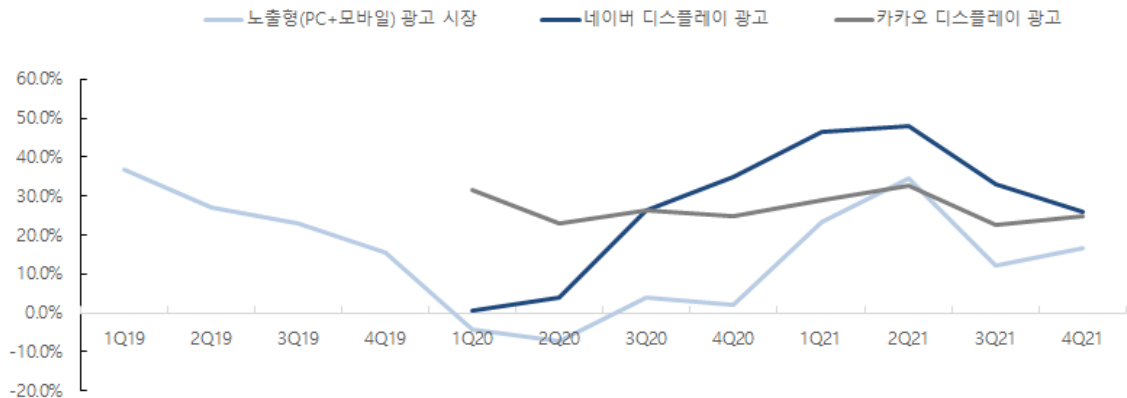
자료: 제일기획, 교보증권 리서치센터. 주: 2021년부터 디지털 광고비 분류기준(검색형, 노출형) 변경

양대 플랫폼 디스플레이 광고: 경기위축시 ‘하방지지’ + 상승시 ‘아웃퍼폼’

2021 년에 이어 2022 년에도 네이버, 카카오 모두 디스플레이 광고 위주의 성장을 보일 것으로 전망한다. 리서치애드에 따르면 코로나 19 에 따른 광고시장 침체로 -1.3% 역성장했던 2020 년을 제외하면 국내 ‘노출형광고’ (모바일, PC 배너 포함, 동영상 제외) 시장은 2019 년 +24.7%, 2021 년 +21.2%로 견조한 성장세를 보였다. 고무적인 점은 네이버와 카카오의 ‘디스플레이 광고’ 성장이 플랫폼으로서의 매력도를 바탕으로 디스플레이 광고 전체 시장 성장률을 상회해왔다는 점이다.

‘노출형광고’ 시장 규모가 역성장했던 2020 년에도 네이버 디스플레이 광고 매출은 +17.1%, 카카오 광고 매출은 +26.2% 증가했다. 경기침체로 광고주들의 광고 집행이 감소하였지만, 최소한의 광고는 광고비 투자 대비 효율성(ROI)이 뛰어난 양대 플랫폼을 통해 집중했던 결과다. 2021 년에도 네이버 디스플레이 광고 +36.9%, 카카오 광고매출 +27.0%로 디스플레이 시장 성장률을 상회하였다. 플랫폼 방문자수가 유지되는 한, 경기 위축시 광고주들의 디스플레이 광고 집행이 몰리면서 양대 플랫폼 디스플레이 광고는 하방지지를 받고, 경기 상승기에는 시장 성장성을 아웃퍼폼하는 패턴이 이어질 것으로 예상된다.

[도표 14] 분기별 디스플레이 광고 성장률(YoY) 추이 (동영상 제외)



자료: 리서치애드, NAVER, 카카오, 교보증권 리서치센터

네이버 광고: P 중심 성장 지속될 것

광고 상품 라인업 지속 확대와 2022년 이커머스 경쟁 격화에 따른 광고주 비딩 가격 상승에 따라, 시장 성장을 상회하는 디스플레이 광고 매출 성장률(+18.2%)을 보일 것으로 예상된다.

2016년부터 2020년까지 네이버 광고 매출은 이미 커진 매출액 규모에 따른 자연스러운 둔화 효과와, 사용자의 이용 편의성을 해치지 않기 위한 보수적인 지면 확대 정책의 영향으로 안정화된 모습을 보여왔다. 그러나 2021년은 성과형 디스플레이 광고의 이례적인 지면 확대를 통해 디스플레이 광고가 36.9% 성장하여, 총 광고매출이 17.4%에 이르는 성장률을 달성하였다.

2022년에도 2021년만큼 공격적인 지면 확대가 이루어질 것으로 기대하기는 힘들지만, 현재 정교한 타겟팅과 광고품질개선 노력으로 광고 인벤토리가 모두 소진되고 있는 수요 우위의 **상황으로, 광고 평균 단가가 상승할 것으로 전망한다.** AI와 방대한 네이버 커머스 데이터를 활용한 타겟팅 능력 개선, 로컬 기반 플랫폼인 ‘플레이스’의 대대적 개편, 인플루언서 기반 플랫폼 ‘인플루언서 검색’ 강화 등으로 광고 플랫폼으로서의 경쟁 우위를 확보한 것으로 판단한다.

카카오 광고: 메시지형 광고 고성장 예상, 비즈보드도 성장 지속

2022년 비즈보드 매출의 견조한 성장이 지속되고, 메시지형 광고(특채널, 알림톡)의 공격적 확장을 통해 시장 평균(13.4%)을 상회하는 광고 매출(특비즈, 포탈비즈 광고 합계) 성장률(26.9%)을 보일 것으로 예상된다. 특히 특비즈부문 광고 매출은 +40.7%로 시장 수준을 훨씬 상회할 것으로 전망한다.

카카오의 경우 2016년부터 2018년까지 시장 성장률에 근접한 광고 매출 성장을 보였으나, 2019년 디스플레이 광고인 특비즈보드 도입을 통해 적극적인 지면 확대가 이루어졌으며, 해당 인벤토리에 대한 높은 경쟁으로 평균 광고 단가 역시 여전히 상승 추세에 있다. 비즈보드 뿐 아니라, 메시지형 광고인 특채널의 성장 추세도 고무적이다. 인벤토리의 제한이 없는 채팅 광고의 특성을 이용해 특채널 서비스 활성화 정도에 따라 지속적인 매출 확장이 가능하다. 비즈보드와 특채널을 통한 광고 매출 확대를 통해 카카오 광고는 2018년부터 2021년까지 26.2~28.4%에 이르는 성장률을 보였다.

2) 네이버 광고: SME, 창작자들의 생태계 확고

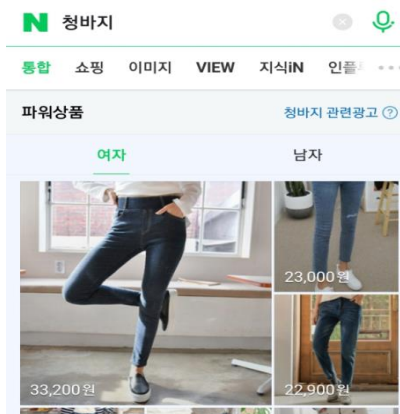
검색광고: 전체 디지털 시장과 유사한 성장 예상

2022 년 네이버 검색광고는 이미 성숙된 사업이라는 점과 지면을 무리하게 넓히지 않는 네이버 광고사업 전략을 감안시, 전체 디지털광고 시장 성장률을 소폭 하회하는 성장률(+9.3%)를 보일 것으로 전망한다. 성장률은 크지 않지만 2021 년 네이버 서치플랫폼 매출의 73%를 차지하는 부문으로, 콘텐츠, 클라우드 등 신사업 진출을 위한 캐시카우 역할을 수행할 것으로 기대한다.

'검색광고'는 네이버 검색시 '파워링크', '파워상품' 등 슬롯에 노출되는 광고이다. 클릭 횟수에 비례하여 광고비가 산정되는 CPC(Cost per Click) 방식의 광고이며, 사진, 지도 등 여러가지 확장 요소에 따라 비드 가격이 조정된다.

한국 대표 광고 플랫폼 중 하나인 네이버의 본원경쟁력은 검색엔진이다. 하루 방문객 3,000 만명(네이버 모바일 메인 방문자 기준), 일간 검색수 3억 회에 이르는 국내 최대 검색 포털로서의 경쟁력을 기반으로 커머스, 핀테크, 콘텐츠, 메타버스로까지 서비스 범위를 넓히며 국내외의 대기업, SME, 창작자들과 이용자들을 아우르는 생태계를 지속 확장해나가고 있다. 네이버의 검색 엔진을 중심으로 각종 브랜드, 소상공인, 창작자들의 생태계와 이용자들의 트래픽이 구성되어 광고주들의 수요가 유입되고, 이를 기반으로 다시 커머스 판매자와 웹툰, 웹소설 등 콘텐츠 창작자가 유입되는 선순환 구조가 작동하고 있다.

[도표 15] 네이버 '파워상품' 광고



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 16] 네이버 '파워링크' 광고



자료: NAVER, 제일기획, 교보증권 리서치센터

디스플레이 광고가 네이버 광고 성장을 견인할 것

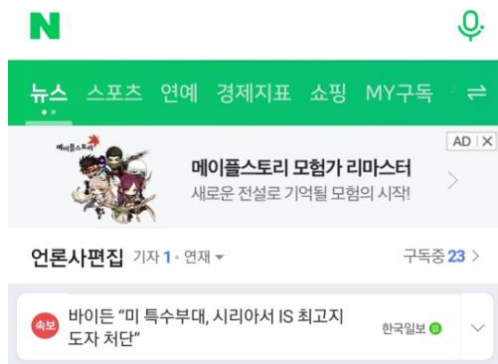
2022 년 네이버 디스플레이 광고 매출은 성과형 광고 수요 증대에 따른 판가 상승 효과로 약 +18.2%의 성장을 보일 것으로 전망한다.

서치플랫폼 매출의 27%를 구성하는 네이버 디스플레이 광고는 지불하는 비용에 따라 노출수가 보장되는 '보장형' 광고와, 광고 성과에 따라 과금액이 정해지는 '성과형' 광고로 나뉜다. 보장형 광고의 경우 일정한 노출 수가 보장되는 반면, 최소 광고 비용이 높아 부담스러운 측면이 있다. 반면, 성과형 광고는 상황에 따라 입찰가(P)가 정해지고 광고 퍼포먼스(Q)에 따라 전체 과금액(PxQ)이 정해져 1)비교적 적은 금액으로도 광고가 가능해, 중소형 광고주들도 쉽게 접근할 수 있다. 또한, 2)관심사, 연령, 성별 등 보다 구체적인 타겟팅을 통해 효율적인 광고 운영이 가능하다.

2020 년 이후 전체 서치플랫폼 부문의 성장을 견인한 것은 디스플레이 부문의 '성과형' 광고로, 2019 년 일부 영역에 시범 적용한 이후, 2020 년 5 월 네이버 모바일에 베타 런칭한 스마트채널(모바일 뉴스, 연예, 스포츠 탭 최상단)을 시작으로 영역을 확장 중이다. 스마트채널에 이어 모바일 메인 중간에 위치한 '모바일 메인', 상세페이지 클릭시 지면에 노출되는 '모바일 서브', 네이버 모바일 앱 외에도 밴드 앱 등으로 확장되었다. 2021 년 11 월에는 PC 서브지면, 네이버 자회사 스노우의 'B612'로까지 지면을 확대하여 광고 부문의 성장을 이끌었다. 이 영향으로 디스플레이 광고 매출은 2020 년 17.1%, 2021 년 36.9% 증가하였다.

성과형 디스플레이 광고에 대한 수요는 비딩을 통해 지속적으로 표출되고 있다. 가격이 기존에 설정되어있는 보장형 광고와는 달리, 성과형 광고의 경우 리얼타임 비딩을 통해 수요와 공급에 따라 결정된다. 지난 2년간 이루어진 것과 같은 수준의 인벤토리(Q) 증가는 이루어지지 않는 상태에서 광고주들의 수요는 증가하고 있는 상태이다.

[도표 17] 네이버 '스마트 채널'



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 18] 노출보장형 광고 vs 성과형 광고

방식	노출보장형 광고	성과형 광고
입찰방식	CPM	CPC, CPM 입찰
광고시스템	NOSP (보장형 디스플레이 광고 플랫폼)	GFA (성과형 디스플레이 광고 플랫폼)
운영방식	노출과 선구매 방식	실시간 타겟팅 설정, 입찰가 변경 가능
타겟팅	성별, 연령, 지역 등 기본적 대모 타겟팅	기본 대모 타겟팅 + 행태 기반 관심사 데이터 활용

자료: NAVER, 제일기획, 교보증권 리서치센터

검색기능 향상을 위한 노력: 검색엔진 기술 강화 + 서비스 고도화

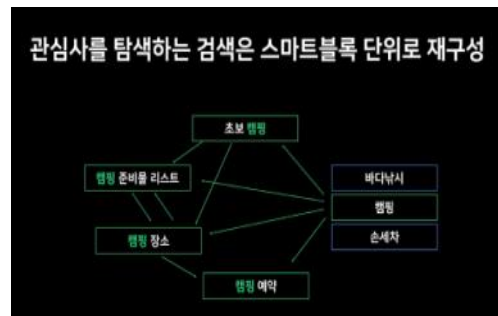
본원 경쟁력인 검색 기능의 향상을 통해 네이버의 광고 플랫폼으로서의 가치는 더욱 높아지고 있다. 검색광고 뿐 아니라 디스플레이 광고의 경우에도, 검색 엔진을 통해 다양한 콘텐츠, 쇼핑 품목에 접근하고자 하는 사용자들의 트래픽을 기반으로 하고 있다. 그렇기 때문에 콘텐츠 증가 속도에 상응하는 검색 엔진의 진화를 이루어내지 못한다면 플랫폼으로서의 매력도는 떨어질 수 밖에 없다.

[도표 19] '정답' 찾는 검색 - 지식 스니펫 활용



자료: NAVER Deview 2021, 교보증권 리서치센터

[도표 20] '관심사' 탐색하는 검색 - 스마트블록 단위로 재구성



자료: NAVER Deview 2021, 교보증권 리서치센터

네이버는 구글이나 아마존이 갖지 못한 차별화된 콘텐츠 생태계를 갖추고 있다. 구글에 없는 상품 쇼핑 정보, 아마존에 없는 웹툰, 웹소설 등 UGC(User Generated Contents)를 모두 갖추어 콘텐츠 창작자와 SME를 모두 포괄하는 정보를 다루고 있다. 해당 정보들은 하나의 포맷으로 획일화되지 않고 텍스트, 영상, 이미지 등 다양한 포맷으로 제공된다. 약 250억건의 콘텐츠와 300만 명의 창작자 등 각 분야별 인플루언서, 스마트스토어를 운영하는 SME가 실시간으로 만들어내어 기하급수적으로 증가하는 정보들을 사용자의 의도에 따라 검색하는 과제를 해결해야 한다. 네이버는 자사 개발자 컨퍼런스인 Deview 2021에서 소개하였듯, 'AirSearch'라는 브랜드를 중심으로 검색엔진을 발전시키고 있다.

검색은 목적에 따라 '정답을 찾는 검색'과 '관심사를 탐색하는 검색'으로 나뉜다. 콘텐츠가 다변화됨에 따라 상황, 사람에 따라 검색의 의도도 다양해지고 있으며, 그만큼 검색 서비스를 제공하는 난이도도 까다로워지고 있다. 이에 네이버는 동일한 경험 대신 세분화된 검색 의도를 파악하고, 이에 따라 AI 기술을 기반으로 생성된 '스마트블록' 단위로 검색 결과를 제공한다. 스마트블록 기술은 현재 일부 검색어에만 적용되고 있으나, 2021년 말 기준으로 검색어의 10% 정도까지 확대된 것으로 추정되며, 이후 쇼핑, 로컬 등 각각의 버티컬 주제로 범위가 확장될 예정이다. 'AirSearch'는 스마트블록에 따른 AI 추천 기술과, 그 이후 발생하는 클릭, 스크롤 등 사용자들의 행동 분석까지 포괄하여 제공되는 통합검색기술 브랜드로, 검색 서비스의 품질 고도화를 통해 더 많은 트래픽과 광고주를 유치할 것으로 전망된다.

[도표 21] 인플루언서 검색



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 22] 스마트 플레이스

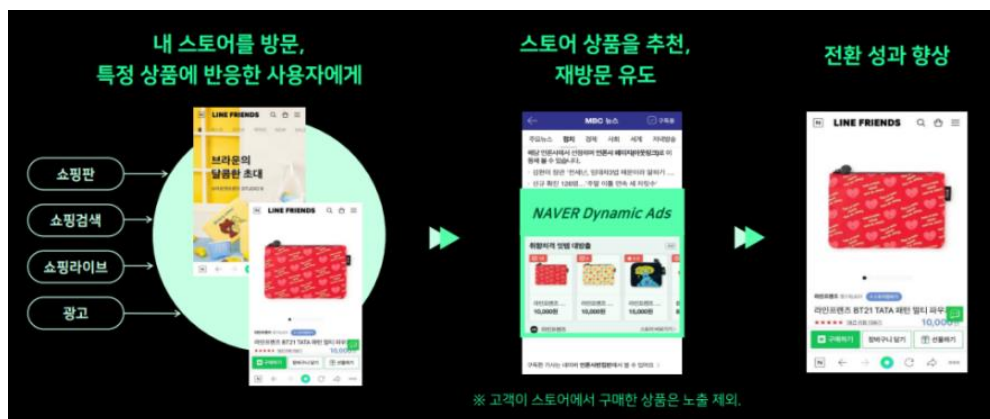


자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

검색 기능의 향상은 기술 뿐 아니라 서비스 고도화 측면에서도 이루어지고 있다. 2020년 2월 정식 오픈한 창작자 검색 서비스 '인플루언서 검색'이 그 대표적인 예로, 네이버 포털 메인에 '인플루언서 검색'의 별도 탭을 통해 인플루언서들과 사용자들의 긴밀한 연결을 지원하고 있다. 또한 로컬 SME의 검색 노출을 돕는 스마트플레이스의 대대적 개편을 통해 4Q21 주간 방문 사업자수는 연초 대비 8배 성장하는 등 검색 서비스 고도화에 따른 성과가 사업자들의 참여도를 통해 드러나고 있다.

이에 그치지 않고 4Q21 빅브랜드를 대상으로 한 프리미엄 동영상 광고 상품을 출시했으며, 2022년 2월 풍부한 커머스 데이터와 AI 기술 결합을 통해 개인 관심사와 구매의도를 반영한 차별화된 다이내믹 광고 상품을 출시(오픈베타)하였다. 특정 스토어에서 특정 상품에 반응한 사용자에게 자동적으로 상품을 추천해주는 광고이다. 쇼핑라이브와의 콜라보를 통한 전면 광고 하반기 정식 출시가 예정되어 있어 광고 부문에서의 성장 동력이 지속될 것으로 예상된다.

[도표 23] 네이버 다이내믹 광고



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

3) 카카오 광고: 커머스 플랫폼으로의 징검다리

디스플레이 광고가 끌고, 메시지형 광고가 밀고

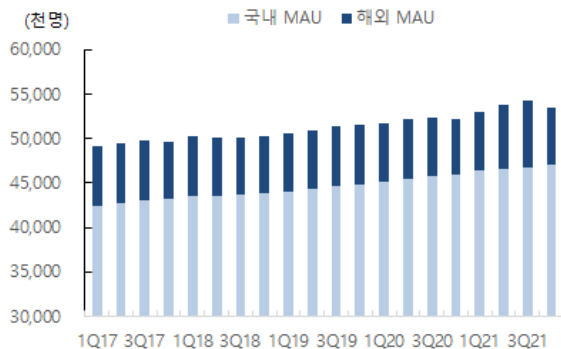
2022년 카카오 광고 부문은 메시지형 광고가 고성장세를 보이고, 디스플레이 광고인 '비즈보드'의 성장 역시 지속될 것으로 전망한다.

네이버가 검색을 중심으로 형성된 창작자와 상인들의 생태계에 기반한 광고 모델을 구축했다면, 카카오는 4,700 만 메가트래픽을 보유한 국민 메신저 앱 '카카오톡'에 기반한 광고모델을 발전시켰다. 기반 애플리케이션의 성격이 다른 만큼, 검색광고가 주를 이루는 네이버와는 상이한 광고 비즈니스 모델이 형성되어 있다.

카카오의 광고 모델은 크게 '카카오 모먼트'(다시 비즈보드와 네이티브애드, 포탈비즈 등으로 세분화)라는 '디스플레이 광고'와, 특채널과 알림톡 메시지를 포괄하는 '메시지 광고'로 나뉜다.

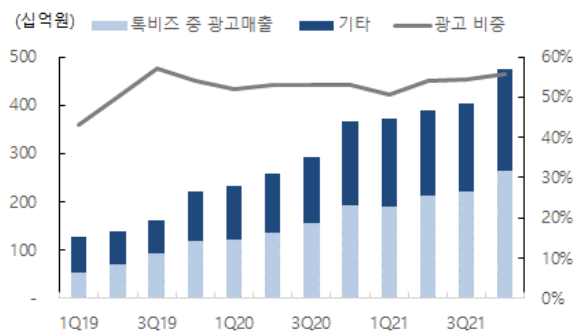
비즈보드를 중심으로 한 디스플레이 광고를 통해 카카오톡 메신저 이용자들을 '선물하기', '톡스토어', '카카오톡 채널' 등 커머스 영역으로 유입시키고, 구매, 예약시 발송되는 알림톡을 통해 다시 카카오톡 메신저로 트래픽을 유도하는 선순환 구조를 구축하였다. '톡비즈' 부문의 광고매출은 '비즈보드' 등 디스플레이 광고가 처음 도입된 2019 년 3,363 억원 수준에서, 지속되는 지면 확대와, 광고주들의 수요에 따른 비딩 가격 상승의 영향으로 2021 년 8,859 억원으로 2년간 약 163% 증가하였다.

[도표 24] 카카오톡 MAU 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 25] 톡비즈 부문 내 광고 & 광고 외 매출 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

디스플레이 광고: 2022 년에도 성장 지속

지난 2년간 특채널 광고 매출의 성장을 견인해왔으며, 비중 면에서 중요한 광고는 디스플레이 광고이다. 그 중 카카오톡 어플의 2 탭, 3 탭 최상단과 '카카오페이지', '카카오 내비', '다음' '카카오 T' 어플 상단에 위치한 규격화된 디스플레이 광고가 '비즈보드'다. CPC 단가는 리얼타임 비딩으로 책정되며, 비즈보드 인벤토리는 100% 소진되고 있는 수요 우세 상황으로 광고 평균 단가 상승 효과가 발생하고 있다. 작년 9 월 주목도가 높은 동영상 형식의 '카카오 비즈보드 익스펜더블'이 적용되어, 단가 상승 효과는 더욱 크게 나타날 것으로 전망한다.

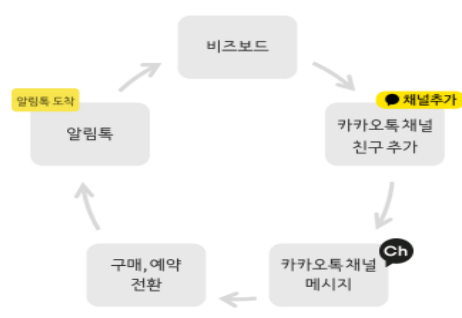
네이버의 성과형 디스플레이 광고와 마찬가지로, 비즈보드는 CPC 모델을 채택하여 대형 브랜드 광고주 뿐 아니라 기존 광고 진입이 어려웠던 SMB 들도 비교적 적은 광고비로 메가트래픽을 가진 플랫폼 상에서 디스플레이 광고를 집행할 수 있다. 이와 같은 광고비 대비 높은 효율성 덕분에 많은 광고주들이 지속 유입되고 있는 상황으로, 카카오톡 내 기타 탭들과 카카오그룹의 다른 어플 등으로 지면 확대에 따른 증가 효과가 2022 년에도 지속될 전망이다.

[도표 26] 카카오 비즈보드 비즈니스 모델



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 27] 비즈보드 선순환 구조



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

비즈보드를 제외한 디스플레이 광고들은 모바일 앱 최상단을 제외한 모바일, PC 지면에 이미지, 카탈로그, 동영상, 스폰서드 보드(카카오톡 뷰) 등 다양한 형태의 마케팅 메시지를 전달한다. 네이티브 이미지형 광고는 카카오톡, 카카오토리, 다음, 카카오페이지 등에 큰 화면으로 채팅창 하단 혹은 피드나 지면 중간에 위치하는 일반적인 디스플레이 광고로, 비즈보드보다는 노출도가 떨어져 일반적인 광고시장의 계절성에 따른 매출이 발생하고 있다.

2021년 11월에는 '카카오톡 뷰'에 노출되는 스폰서드 보드 광고가 도입되었다. 카카오톡 뷰는 에디터가 콘텐츠를 제공시 이용자가 각자의 취향에 따라 모아서 볼 수 있는 공간으로, 에디터는 카카오 뷰 창작 센터에서 보드 제작 후 카카오 모먼트에서 광고를 집행할 수 있다. 이용자의 취향에 맞는 보다 정교한 타겟팅이 가능하며, 카카오톡 채널 추가 버튼도 지원하기 때문에 톡 채널 기반의 마케팅 액션으로 트래픽 유도 역할도 수행한다.

[도표 28] 채팅 탭 내 비즈보드



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 29] '카카오톡 뷰' 스폰서드 보드 광고



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

메시지형 광고: 카톡 최적화 광고

메시지형 광고는 디스플레이 광고와 함께 카카오 광고 비즈니스를 이루는 중요한 한 축으로서, 비즈보드와 시너지가 큰 상품이다. 비즈보드를 진입점으로 유입된 광고주들이 이용자와 커뮤니케이션 시에 특채널, 알림톡 등 메시지 광고를 활용하고, 메시지형 광고로 인해 카카오톡 트래픽이 다시 유지, 증가하기 때문에 광고주들은 디스플레이 광고를 다시 재집행하는 선순환 구조가 형성되어 있다.

특채널의 광고성 메시지(할인, 신제품 소식 등)는 친구추가를 한 유저에 한해 발송될 수 있으며, 건당 15 원의 광고비가 부과된다. 특채널 가입자 중 20 대 여자, 30 대 남자 등으로 특정 대상에게만 보내는 세분화 타겟팅을 시행시 건당 20 원으로 조금 더 높은 단가가 적용된다.

메시지형 광고의 경우 1)이미 관심있는 유저가 친구추가를 했을 가능성이 높기 때문에 광고비 대비 효율성(ROI)이 높고, 2)메시지 광고의 특성상 제한된 인벤토리가 없기 때문에 광고주가 유입되고 더 많은 메시지를 발송할수록 광고 계약 수량의 상승이 지속적으로 이루어질 수 있으며, 3)디스플레이 광고에 비해 계절적으로 덜 민감하다는 장점이 있다. 이와 같은 장점을 바탕으로 메시지형 광고(특채널+알림톡) 매출은 비즈보드보다 높은 성장성을 보이고 있는데, 2021 년 3, 4 분기 특채널 매출은 YoY +64%, 75% 증가한 바 있다. 동기간 비즈보드 매출은 YoY +53%, 33% 증가하였다.

메시지형 광고는 커머스를 위한 베이스캠프 역할도

특채널은 2022년 카카오톡을 '커머스 플랫폼화'하기 위한 베이스캠프로서의 역할도 할 것으로 예상된다. 실제 고객의 관심사에 기반한 빅데이터를 얻을 수 있을 뿐 아니라, '채널 홈' 개편을 통해 특채널 내에서 예약부터 결제까지 가능한 원스톱 플랫폼으로서의 역할을 하게 될 것으로 기대한다. 향후 '통합 장바구니' 기능 도입을 통해 여러 특채널에서 장바구니에 담은 물건들을 한 번에 결제할 수 있는 기능을 제공하게 될 예정이다. 오픈 마켓과 유사한 기능을 제공하게 되는 것이다.

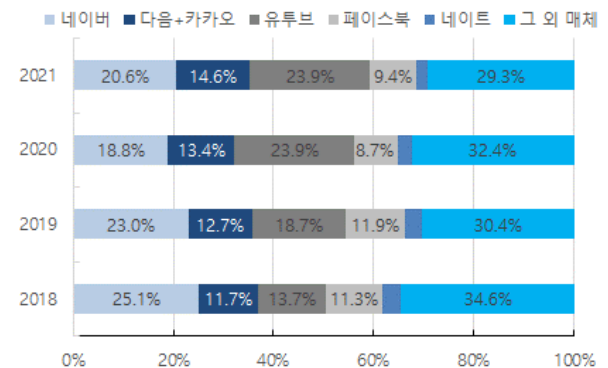
메시지 광고의 또 다른 축인 알림톡은 '정보성 문구'를 제공할 수 있다. 알림톡의 매출 비중 자체는 작으나, 고객의 구매/예약에 대한 데이터를 수집할 수 있다는 점에서 카카오 비즈니스 솔루션의 빅데이터와 AI 알고리즘 완성도를 높이는 데 기여하고 있다.

[도표 30] 특채널 내 광고성 메시지와 알림톡



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 31] 국내 인터넷광고(PC+모바일+동영상) 점유율 추이



자료: 리서치에드, 교보증권 리서치센터

2. 커머스 Part 1 - 이커머스 거인 대전

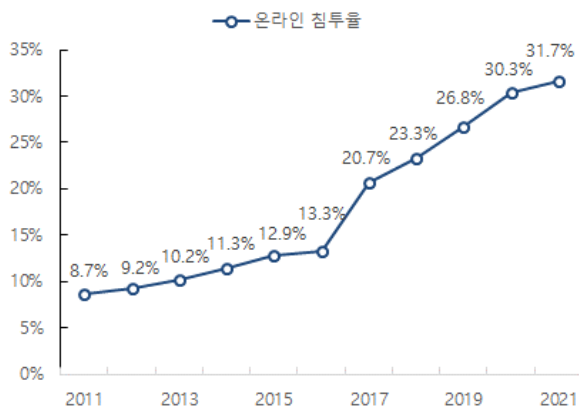
1) 한국 이커머스 시장 동향 및 전망

당사는 2022 년 한국 이커머스 시장은 전년도 높은 거래액 성장(+20%) 기저효과로 거래액 성장률이 +11% 수준으로 둔화되는 가운데, 네이버, 쿠팡, 신세계 그룹 3강 구도의 점유율 경쟁은 치열해질 것으로 전망한다. 온라인 쇼핑 침투율(2021 년 차량, 연료 및 서비스 제외 기준 31.7%)은 중장기적으로 지속 상승할 것으로 전망하지만, 일시적 성장둔화가 이루어지는 해이기에 점유율 확대를 통한 시장지배력 확보가 주된 관전 포인트가 될 것으로 예상한다.

2022 년 단순 인터넷쇼핑 침투율 상승에 따른 이커머스 시장 성장세는 둔화될 것으로 전망한다. 통계청에 따르면 한국 온라인쇼핑 거래액 규모(차량, 연료 및 서비스 제외 기준)는 2018~2020 년 18~26%에 달하는 높은 성장률을 보였으며, 코로나 19 영향으로 기저가 높았던 2021 년은 성장세가 다소 둔화되었으나 약 15%의 거래액 신장을 보였다. 동기간 이커머스 침투율(차량, 연료 및 서비스 제외 기준) 20.7%에서 31.7%로 빠르게 상승하였다. 이는 중국에 이어 2 위에 달해 다른 국가 대비 상대적으로 높은 수준이다.

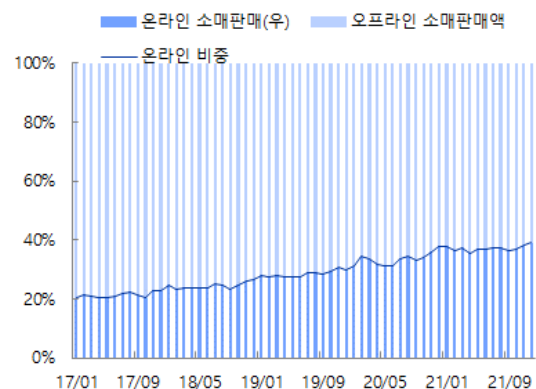
2021 년 미국 블랙 프라이데이와 사이버 먼데이 거래액이 전년대비 감소하고, 중국 광군제 티몰 매출 성장률이 YoY +8.45%에 그치는 등 이미 둔화세를 보였다는 점을 고려할 시, 2022 년 단순 인터넷쇼핑 침투율 상승에 따른 이커머스 시장 성장세는 소폭 둔화될 것으로 전망된다.

[도표 32] 연간 국내 온라인 쇼핑 침투율 추이



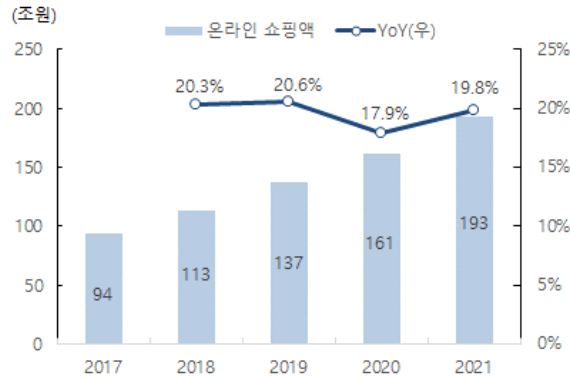
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터 주: 2017년 표본 개정

[도표 33] 월간 국내 소매판매 vs 온라인쇼핑액



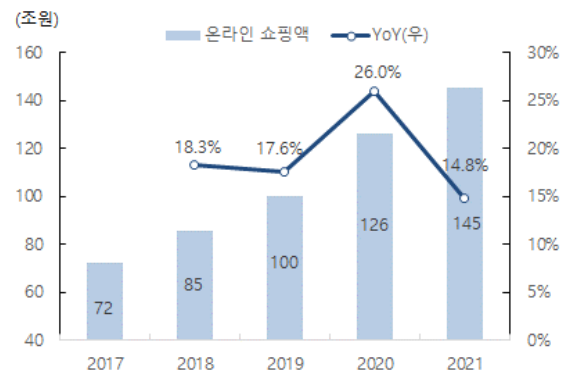
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 국내 연간 온라인 쇼핑액 추이(전체)



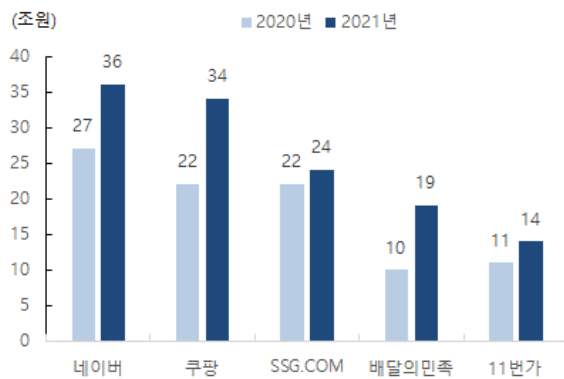
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 국내 온라인 쇼핑액 추이(차량, 연료 및 서비스 제외)



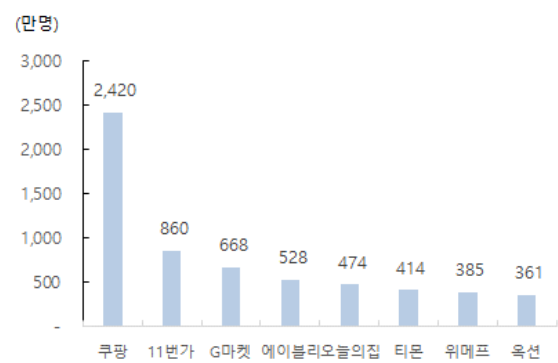
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 국내 이커머스 업체별 결제액



자료: 와이즈앱, 교보증권 리서치센터

[도표 37] '쇼핑 앱' 사용자 수 (2021년 11월)



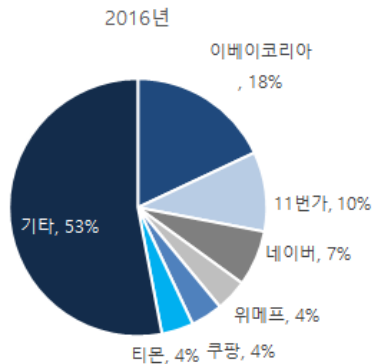
자료: 와이즈앱, 교보증권 리서치센터. 주: Android + iOS 사용자 추정

네이버 모델 vs 쿠팡 모델

2022년 한국 이커머스 시장은 전년과 마찬가지로, 네이버와 쿠팡이라는 서로 다른 비즈니스 모델을 가진 두 업체가 각자의 시장점유율을 확대해나갈 것으로 전망한다. 지배적 검색 플랫폼과 방대한 콘텐츠를 매개로 한 오픈마켓을 구축한 네이버와, 압도적인 직영 물류 서비스를 확보한 쿠팡의 경쟁 양상이다.

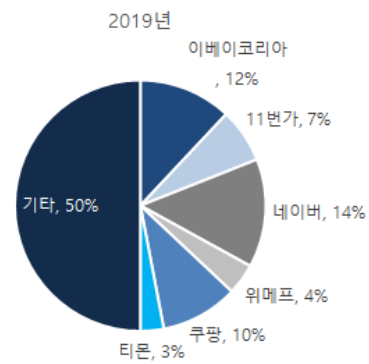
2021년을 되돌아봤을 때, 네이버와 쿠팡의 점유율 확대가 돋보이지만, 거래액으로 봤을 때 점유율 격차가 크지 않아 아직은 지배적 사업자가 형성되지 않은 상황이다. 2021년 네이버, 쿠팡, SSG.COM(이베이코리아 합산)의 점유율은 각각 19.1%, 17.7%, 12.4% (2020년 17.3%, 13.9%, 14.0%)으로 추정한다.

[도표 38] 국내 이커머스 업체별 점유율 추정 (2016)



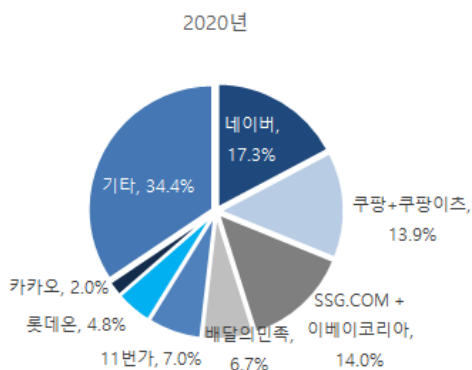
자료: 언론취합, 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 국내 이커머스 업체별 점유율 추정 (2019)



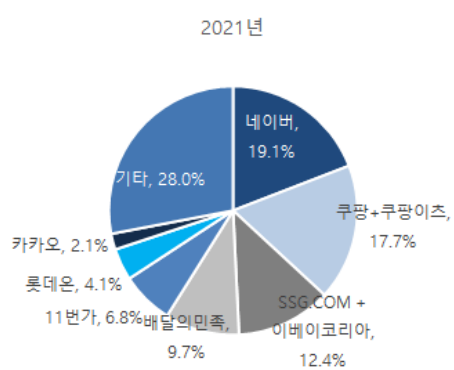
자료: 언론취합, 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 국내 이커머스 업체별 점유율 추정 (2020)



자료: 언론취합, 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 국내 이커머스 업체별 점유율 추정 (2021)



자료: 언론취합, 각 사, 교보증권 리서치센터

상품을 직접 구매하기보다는 광고-커머스 연계 상품, 제휴 쇼핑몰과 소상공인 기반의 스마트스토어를 바탕으로 한 오픈 마켓을 통해 성장해온 네이버는 주로 다른 오픈마켓으로부터 점유율을 흡수하는 동시에 오프라인 소상공인들을 자사 플랫폼으로 유입시켰다. 반면, 쿠팡은 물류센터 증설과 프로세스 개선을 통한 유통 능력을 바탕으로 로켓배송, 쿠팡이츠, 로켓프레시 등 혁신적인 운송 서비스를 제공함으로써 주로 오프라인 리테일 거래액을 흡수하며 성장해왔다.

서로 성장의 주축으로 삼았던 대상이 다소 차이가 있었기 때문에 시장의 전체적인 성장을 이끌면서 각 사의 점유율을 높힐 수 있었던 것으로, 흔히 이야기되는 '제로섬 게임'보다는 각 사의 가치를 창출해왔던 국면이었던 것으로 해석된다. 지난 2년간 '소비자 수요' 측면에서의 가파른 침투율 증가는 팬데믹에 따른 오버슈팅적인 요소가 포함되어 있었기 때문에 시장 규모의 성장률은 불가피하게 둔화될 것으로 예상되지만, 양사는 지속적으로 오프라인 공급 채널의 플레이어들을 디지털 밸류체인으로 유입, 전환시킴으로써 점유율을 확대해나갈 것으로 예상된다.

풀필먼트 연합군을 통한 물류 경쟁력 강화

2022년 치열해진 이커머스 경쟁 상황 하, 네이버는 CJ 대한통운, 쓱닷컴 및 10여개 물류 스타트업과의 제휴를 통해 물류 역량을 강화하고 있다.

풀필먼트, 신선배송의 영역에서 네이버와 쿠팡의 경쟁은 치열해지고 있다. 쿠팡은 풀필먼트 사업의 공격적 확장을 위해 2025년까지 수도권 이외 7개 지역에 대규모 물류센터를 추가하고, 전국을 쿠팡 물류센터로부터 10km 이내에 둔다는 배송 전략 하에 투자를 지속 진행하고 있다. 플랫폼의 검색 역량과 트래픽에도 불구하고, 풀필먼트 역량 차이가 크게 나타나 네이버 스마트스토어에 입점한 48만 중소상공인(SME) 기반이 쿠팡으로 넘어간다면 네이버의 오픈마켓 경쟁력은 빠르게 무너질 수 있다.

이에 대응하기 위해 네이버는 2020년 CJ와의 지분 교환으로 CJ 대한통운의 물류 역량을 확보하고, 2021년 신세계와 전략적 제휴를 체결하고 2,500억원 규모의 지분 교환을 통해 협업 체계를 구축하였다. 10여개 물류 스타트업과의 제휴를 통한 NFA(Naver Fulfillment Alliance)를 통해 네이버 스마트스토어 사업을 뒷받침하고, CJ 대한통운과의 제휴를 통해 익일배송을 시행해 쿠팡의 점유율 확대를 견제하겠다는 전략이다. 해당 제휴를 통해 네이버도 빠른배송 분야에서의 협력이 가능하고, CJ 대한통운도 택배 물량을 더 확실히 확보할 수 있다. 4Q21 기준 브랜드스토어에 입점한 617개 중 100여개 업체가 CJ 풀필먼트를 활용하고 있다. 이마트의 쓱닷컴 역시 작년 이마트몰, 트레이더스가 네이버 장보기에 입점하였으며, 네이버는 2022년 3월 SSG닷컴과의 협업을 통해 새벽배송 서비스를 시작하였다.

2) 네이버 커머스 성장 동력

점유율 ↑ + take rate ↑ + 저침투품목 성장 + 멤버십 락인

2022 년 네이버 커머스는 1) 중소상공인 디지털 전환을 통한 '스마트스토어' 셀러 지속 유입, 대형 브랜드 대상 '브랜드스토어' 확대를 바탕으로 한 이커머스 점유율(20.6%) 확대, 2) 여러 솔루션 제공을 통한 take rate 상향, 3) 온라인 쇼핑 저침투 카테고리의 성장, 4) 플러스 멤버십 가입자들의 거래액 증가를 통해 성장을 지속할 것으로 전망한다.

네이버 커머스 매출은 쇼핑광고(CPC) 매출과, 네이버쇼핑 연동시 셀러에게 거래액의 2%를 수취하는 CPS 연동수수료, 그리고 구독 서비스 매출로 구성된다. 포털 검색능력과 트래픽을 기반으로 한 광고 경쟁력, 그리고 판매자 솔루션 제공을 통한 셀러 락업, 다른 한편으로는 콘텐츠와의 연계효과가 강력한 '플러스 멤버십'을 통한 소비자 락업을 통해 생태계를 더욱 확장하고, 항목, 부문간 크로스셀링(쇼핑 검색 광고, CPS 수수료, 네이버페이 수수료)을 지속적으로 유발하는 선순환 구조가 이미 구축되어 있다.

중장기 국내 이커머스 시장 점유율 30%를 목표로 하는 네이버는 2022 년 쇼핑검색 시장 지배력과 머천트솔루션, 라이브스토어 등의 솔루션 역량을 바탕으로, 1) 중소상공인 디지털전환을 통한 '스마트스토어', 대형 브랜드 대상 '브랜드스토어'(스마트스토어에 포함)를 주축으로 한 오픈마켓 점유율 확장이 주된 성장 동력으로 작용할 것으로 전망된다.

2) 한편 머천트솔루션은, take rate(매출액/거래액)을 높일 수 있는 요소로 작용할 것으로 보인다. 라이브커머스 선택해 판매시 GMV 의 3~5%, 정기구독솔루션을 이용할 경우 1~2%를 추가로 수취하게 돼 판매자 선택에 따라 Gross Take Rate 이 상향될 수 있다. 또 브랜드스토어 판매자에게 시장정보, 경쟁사 정보, 리뷰 기반 제품 정보 등을 제공하는 Analytics Plus 이용시에도 추가적인 수수료가 부과된다.

브랜드스토어는 4Q21 거래액이 YoY +110% 성장하면서 2021 년 누적거래액이 1.9 조를 넘어섰으며, 쇼핑라이브는 브랜드와 SME 의 적극 참여로 분기 거래액 1 억원 이상을 기록한 라이브 수가 QoQ +40% 이상 성장하였다. 2021 년 전체로 볼 때 쇼핑라이브와 브랜드스토어 거래액 합계는 스마트스토어 총 거래액의 10%를 상회할 정도로 급성장했다.

한편 품목별로 볼 때, 3) 시장규모는 크지만 온라인 쇼핑 침투율이 낮은 의류, 생필품, 장보기 등 카테고리가 특히 성장을 견인할 것으로 전망되며, 4) 600 만을 돌파한 플러스 멤버십 가입자(충성고객)들의 쇼핑거래액 증가도 또 하나의 성장 동력으로 작용해 2022 년 네이버는 국내 이커머스 시장 점유율 20.6%를 확보할 수 있을 것으로 전망된다.

셀러 유입(점유율 확대) 계속될 이유

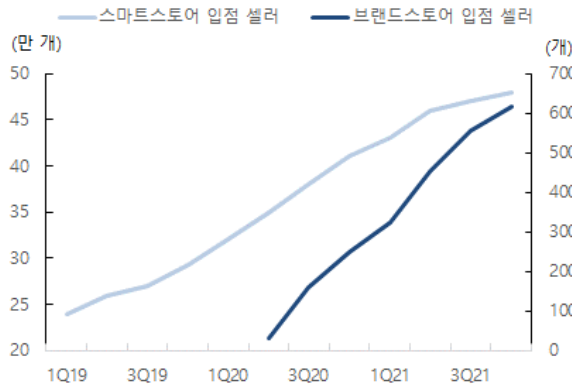
1) 효율적인 셀러 솔루션 지원, 2) 매출원 다변화에 따른 저렴한 수수료 책정, 3) 약점으로 지적되었던 물류 역량 강화를 통해 네이버쇼핑 셀러 유입은 계속될 것으로 전망한다.

셀러유입은 곧 콘텐츠 유입을 의미하며, OTT 서비스와 마찬가지로 쇼핑에 있어서도 지속적인 콘텐츠 유입이 플랫폼 경쟁력을 결정한다.

스마트스토어 입점 셀러 수는 2018 년 스토어팜에서 개편된 이후 2020 년 1 분기 32 만 개, 21 년 4 분기 48 만 개로 지속 증가했으며, 거래액 측면에서도 2019 년 10 조에서 2020 년 17 조(+68%), 2021 년 23 조(YoY +35%, 추정치) 원으로 지속 확대되었다. 2022 년에도 이와 같은 판매자 유입과 거래액 상승은 지속될 것으로 전망한다.

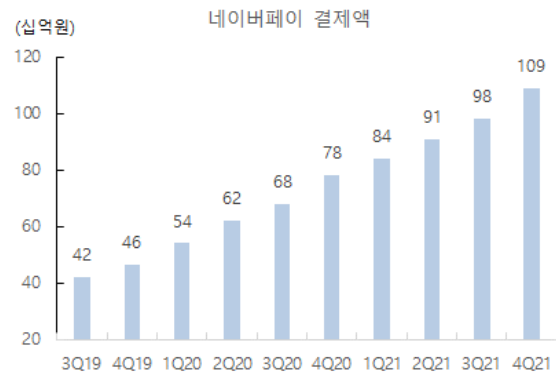
네이버는 2026 년 100 만 개의 판매자를 유치하겠다는 목표치를 제시한 바 있다. 통계청 ‘경제활동인구조사’에 따르면 2021 년 12 월 국내 자영업자는 551.1 만 명으로, 디지털전환이 지속되는 추세와 여러 플랫폼을 통해 사업을 영위하는 ‘멀티호망’이 대세를 이루는 상황에서 충분히 달성할 수 있을 것으로 전망된다.

[도표 42] 브랜드스토어 & 스마트스토어 입점 셀러 수



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 43] 네이버페이 결제액 추이

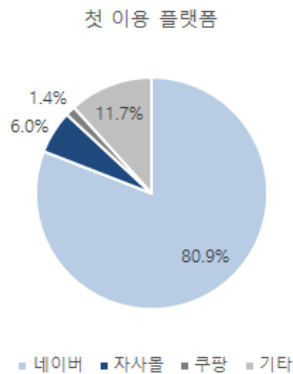


자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

셀러 유입 지속될 이유 ① - 셀러 대상 지원 솔루션

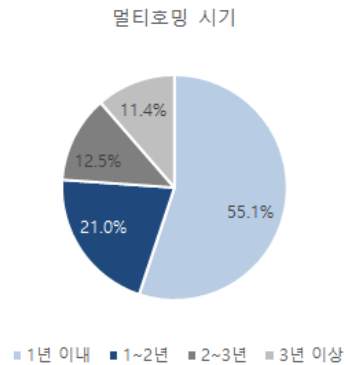
2021 년 '네이버 D-커머스 리포트'에 수록된 조사에 따르면, 네이버 스마트스토어에 입점해 사업을 영위중인 설문 응답 판매자의 80.9%는 스마트스토어에서 처음 디지털 사업을 시작했다. 이 중 62.2%는 평균 3.5 개 플랫폼에서 멀티호밍하고 있으며 해당 플랫폼들은 오픈마켓(쿠팡, 지마켓, 11 번가 등), SNS(인스타그램, 네이버 블로그 등), 버티컬몰(오늘의집, 무신사, 지그재그 등), 패쇄몰(와디즈, 아이디어스 등) 등 다양하다. 또한 멀티호밍하고 있는 판매자 중 70%가 스마트스토어 입점 2 년 이내 다른 플랫폼으로 사업을 확장하였는데, 이는 네이버가 오픈 마켓상의 셀러들을 흡수하고 있을 뿐 아니라, 디지털 창업 및 성장을 위한 효과적 기술플랫폼으로 자리잡고 있다는 것을 의미한다.

[도표 44] 설문: 네이버 셀러 80%가 네이버로 온라인 사업 시작



자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

[도표 45] 멀티호밍하는 판매자 중 70%가 2 년 내 확장에 나섬



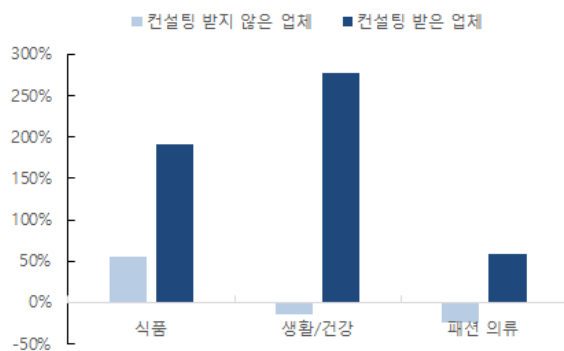
자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

네이버에서는 스마트스토어 및 브랜드스토어 판매자들을 위해 여러 '판매자솔루션'을 제공하고 있다. 그 중 특히 '고객관리', '프로모션', '빠른정산', '통계 분석툴' 서비스에 대한 이용률이 80% 이상으로 높고, 서비스 만족도도 높았다. 배송완료 다음날 100% 정산액이 입금되는 '빠른정산'에 대한 셀러들의 선호도가 특히 높다. 네이버는 판매자 대상 솔루션을 더욱 고도화하기 위해 2021 년 하반기부터 NFA, 정기구독 등의 솔루션을 추가하며 '머천트솔루션' 테스트를 진행한 후 2022 년 1 월 26 일 베타 오픈하였고, 2023 년 구매 결제 사업 관리 등 온라인 전 사업 과정에 관한 포트폴리오를 제공하는 것을 목표로 하고 있다.

스토어 구축, 상품관리, 주문/결제 등 기본적인 기능에 집중되었던 솔루션을 고객관리, 정산 및 금융, 데이터 분석, 물류 연계, 새로운 마케팅 솔루션 등 전방위적인 톨로 확대해나가고 있으며, 일부 효용이 큰 솔루션은 '합리적인 수익화'를 검토해나감으로써 기존 광고와 수수료 중심 수익모델 뿐 아니라 중장기적으로 '솔루션 기반의 구독 모델'로 발전시키는 것을 목표로 하고 있다.

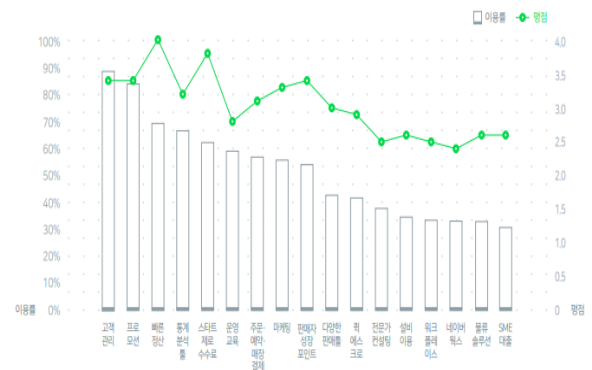
상세페이지진단, 검색광고 제안, 데이터분석, 제품 사진 진단 컨설팅 등 컨설팅 프로그램을 2020년에 1번 이상 받은 업체를 대상으로 2019년(컨설팅 전) 대비 2021년(컨설팅 후) 평균 매출 증감률을 살펴본 결과, 컨설팅 서비스를 이용한 업체가 컨설팅을 받지 않은 업체 대비 월등히 높은 매출 증가율을 보였다. 특히 생활/건강 카테고리에서 컨설팅을 받지 않은 업체는 약 -15%의 매출 감소가 있었으나 컨설팅 받은 업체는 278%의 성장을 보였다.

[도표 46] 무료 컨설팅 서비스 이용 유무와 평균 매출 증감률



자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

[도표 47] 네이버 제공 서비스 이용률 및 만족도



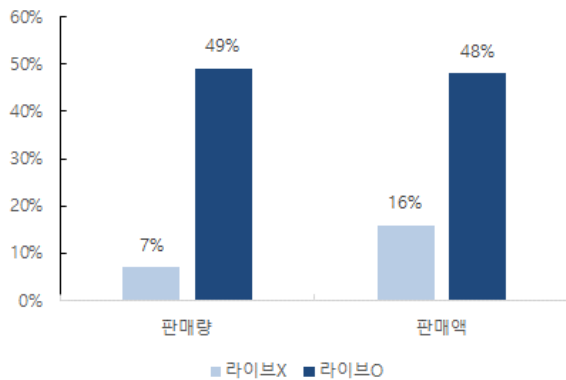
자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

'솔루션'으로서의 라이브커머스

네이버는 셀러가 활용할 수 있는 판매도구로서 라이브커머스 플랫폼 '쇼핑라이브'를 지원하고 있어 스마트스토어와의 시너지가 기대된다. 라이브커머스는 오프라인 커머스의 장점이라고 할 수 있는 판매자-소비자, 소비자-소비자 간의 실시간 소통을 극대화할 수 있는 통로로, 당사는 국내 라이브커머스 시장 규모가 2023년 10조 원을 돌파할 것으로 전망한 바 있다.

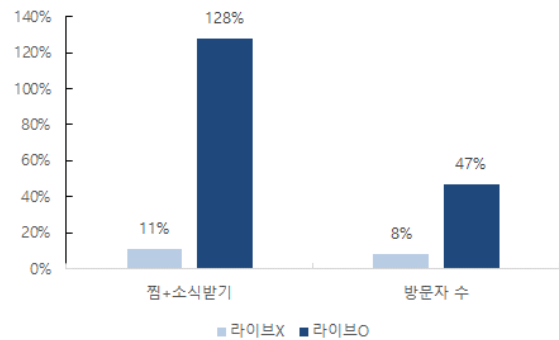
'네이버 D 커머스 리포트 2021'에 따르면 쇼핑라이브 방송으로 입점 셀러들의 판매 실적 개선과 고객 확보 효과가 크게 나타났으며, 소규모 스토어일수록 쇼핑라이브를 통한 매출 증대, 고객 확보 등 비즈니스 성과 향상 효과가 컸다.

[도표 48] 쇼핑라이브 판매량 & 판매액 증대 효과



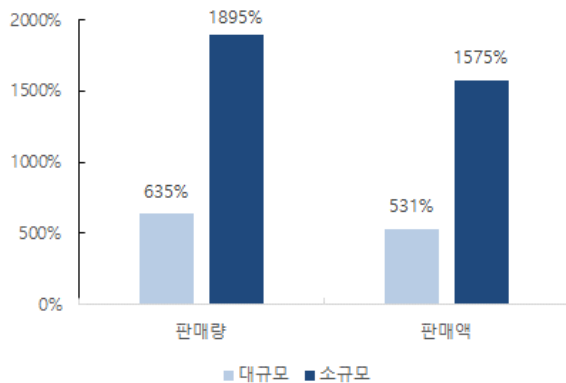
자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

[도표 49] 쇼핑라이브 찜+소식받기 & 방문자수 증가 효과



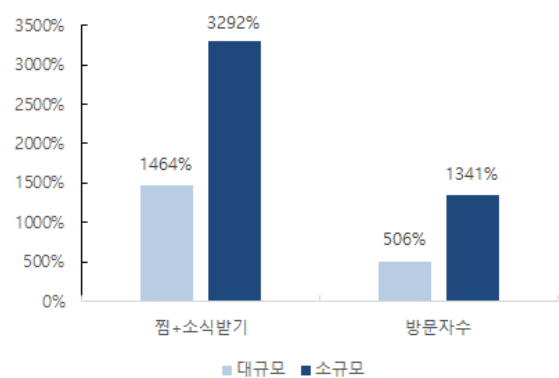
자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

[도표 50] 셀러 규모별 쇼핑라이브 방송 후 판매액 & 판매량 변화



자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

[도표 51] 셀러 규모별 쇼핑라이브 방송 후 찜 & 소식받기 변화



자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

셀러 유입 지속될 이유 ② - 매출원 다변화를 통한 수수료 경쟁력

강력한 플랫폼의 이점은 트래픽 그 자체에만 있는 것이 아니다. 광고 매출, 네이버파이낸셜을 통해 흡수한 PG 수수료, 멤버십 구독 매출은 안정적인 매출을 만들어주는 수익원일 뿐 아니라 셀러들에게 저렴한 수수료의 판매처를 제공할 수 있는 원천이기도 하다. 내재화되지 못했을 경우 PG 사에 제공했을 2~3%의 결제 수수료의 대부분이 네이버페이(매출분류상 핀테크)를 통해 이루어져 사실상 네이버 매출로 인식되는 구조이며, 클릭당 인식되는(CPC) 쇼핑 검색 광고는 사실상 커머스 부문의 주요 수익원이다. 여기에 2020 년 도입된 네이버 플러스 멤버십에서 발생하는 월 4,900 원의 구독료 역시 매출원 다변화 요인이다.

이처럼 수익을 창출할 수 있는 방법이 다양하기 때문에 네이버는 경쟁사 대비 저렴수수료를 부과하는 것이 가능하다. 판매가 발생하지 않으면 입점 수수료는 부과되지 않으며, 판매시 부과되는 연동수수료는 2% 수준으로 낮다. 연동수수료와 2~3%의 결제 수수료를 합쳐 5~6% 수준이다. 별도의 쇼핑광고 수수료를 추가한다고 고려하더라도, 셀러 입장에서 어차피 결제비, 광고비는 집행해야 하는 비용이므로 네이버 쇼핑이 광고비 제외 판매자수수료 8~12%를 부과하는 기타 오픈마켓을 이용하는 것에 비해 유인이 확실하다.

[도표 52] 네이버페이 주문관리 수수료 (VAT 포함 기준)

	영세	중소1	중소2	중소3	일반
변경 전	2.20%	2.75%	2.86%	3.08%	3.63%
변경 후	1.98%	2.59%	2.75%	3.025%	3.63%

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터. 주: 2022년 1월 31일부터 인하된 주문관리 수수료 적용, 2021년 7월 31일부터 결제수단별 구분 없애고 단일화

셀러 유입 지속될 이유 ③ - 물류 경쟁력 강화

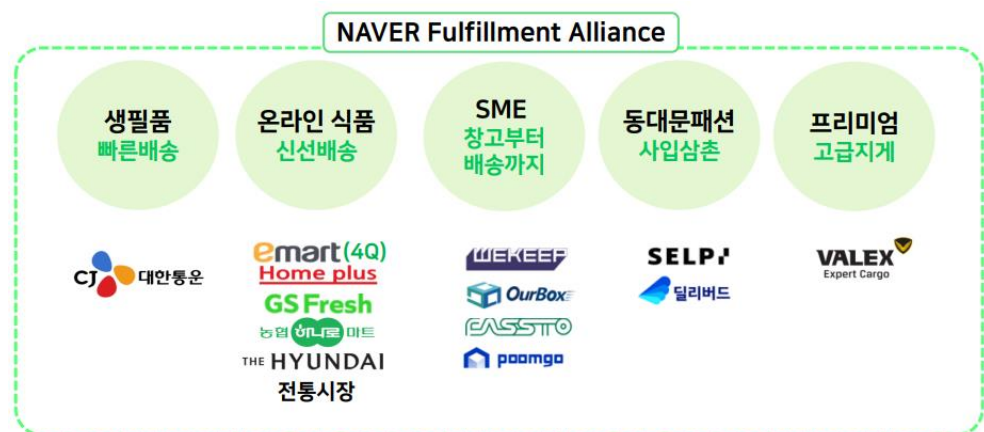
물류 강화를 위해 네이버는 물류회사인 CJ 대한통운, 유통회사 신세계(이마트)를 비롯한 외부 업체와의 협력 확대를 통해 '온디맨드 풀필먼트'를 구축하였으며, 2021년 7월에는 NFA(Naver Fulfillment Alliance) 플랫폼을 출범하였다. 업종별 특화된 물류 서비스를 하나의 시스템으로 엮어 제공하겠다는 전략이다.

2020년 10월 CJ와 6,000억 원 상당의 지분교환을 통해 택배 시장점유율 50%를 점하고 있는 CJ 대한통운 지분을 확보하며 24시간 당일배송 체계를 구축할 것을 선언, 2021년 말 기준 CJ 대한통운과 협업을 통한 빠른배송(당일, 익일배송)은 브랜드스토어와 장보기 위주로 커머스 거래액의 mid-single percentage 수준을 커버(브랜드스토어 617개 업체 중 100여개가 CJ 풀필먼트 이용)하고 있다. 2~3년 내 전국적 확대가 목표다.

2021년 3월에는 신세계와 2,500억원 규모의 지분 교환을 통해 네이버 커머스 생태계의 물류경쟁력을 더욱 강화하였다. 전국에 7,300개 오프라인 거점을 가진 이마트의 장보기는 네이버에 입점해 접근성을 쇼핑객들의 접근성을 높이고 있다. 이마트의 측담점은 작년 이마트물, 트레이더스가 네이버 장보기에 입점하였으며, 네이버는 2022년 3월 SSG닷컴과의 협업을 통해 새벽배송 서비스도 시작하였다.

네이버는 다양한 물류 업체에 대한 투자를 통해 정기배송, 빠른 배송, 해외 배송 등 업종 특성에 따른 맞춤형 배송을 제공해 가맹점에게 다양한 옵션을 제공하고 있다. 2017년 IT 기반 물류 플랫폼 기업인 메쉬코리아와 '배달의 민족' 운영사 우아한형제들에 350억원, 2020년 위킵(25억원), 에프에스에스(30억원), 두손컴퍼니(15억원) 등 풀필먼트 기업에 투자한 바 있다. 동대문 물류 스타트업인 브랜드, 신상마켓, 가전/가구 및 명품 배송에 특화된 Howser, VALEX 등과도 제휴를 맺었다.

[도표 53] NAVER Fulfillment Alliance



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

침투율 낮은 카테고리에서의 성장 기대

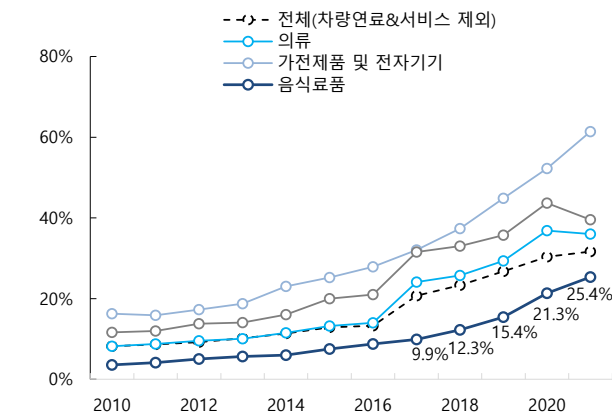
2022년 온라인쇼핑 침투율이 상대적으로 낮은 생필품, 의류(명품), 정기구독, 렌탈, 장보기 등 카테고리를 중심으로 거래액이 증가할 것으로 전망한다.

2021년 국내 소매시장의 온라인 침투율(차량, 연료 및 서비스 제외)은 31.7% 수준이며, 부문별로는 다소 차이가 있다. 통계청에 따르면, 2021년 가전제품 및 전자기기(전체 소매판매액 규모 51.7조원)의 온라인 침투율은 61.4%로 매우 높은 반면, 의류(71.3조원)와 화장품(30.8조원)은 각각 36.0%, 39.6%의 비교적 낮은 침투율, 음식료품(129.3조원)은 25.4%로 낮아 부문별로 차이를 보인다.

디지털 전환은 전 영역에서 고르게 이루어진 것이 아니며, 규모가 큰 시장 중에서도 신선도가 중요한 식품, 편리성/접근성이 중요한 생필품, 매장 직접 방문의 이점이 큰 의류 등 디지털화 장벽이 비교적 높은 분야는 여전히 블루오션으로 남아있다. 2021년 3월 네이버는 주주서한에서 "시장규모는 크지만 온라인 전환은 시작 단계인 생필품, 장보기, 정기구독, 렌탈, 명품 등 카테고리를 중심으로 빠르게 시장을 확대"하겠다고 밝힌 바 있어, 해당 분야에서의 거래액 상승을 전망한다.

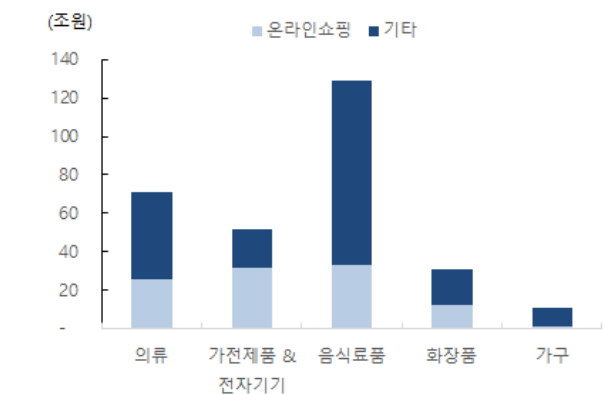
물론 진입장벽이 있는 시장일수록 전문성을 갖춘 버티컬 플랫폼(=전문몰)들의 영향력이 큰 것이 사실이나, 이커머스 판매자들은 대부분 2~3개 이상의 플랫폼에 입점하는 멀티호밍(Multi-Homing) 방식으로 사업을 진행한다. 따라서 시장 규모 대비 침투율이 낮은 의류, 음식료품과 구독/렌탈 시장을 중심으로 전반적인 온라인 쇼핑 시장 확장이 이루어질 것으로 보이며, 네이버 또한 그 수혜를 입을 수 있을 것으로 기대한다.

[도표 54] 품목별 소매판매 온라인 침투율 추이



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 55] 품목별 소매시장 규모 & 온라인 쇼핑액 (2021)



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

네이버 플러스 멤버십

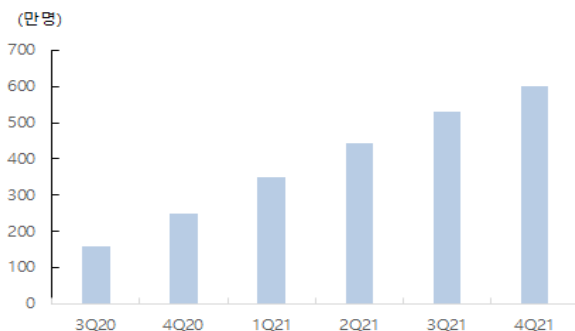
2020년 도입한 네이버 플러스 멤버십 구독자수는 2020년 말 250만 명, 2021년에는 당초 목표였던 600만 명을 초과 달성했다. 구독자수 증가에 따라 구독 수수료 매출 증가 뿐 아니라, 이용자 1명당 지출액이 늘어나는 효과가 유효하게 작용할 것으로 기대한다.

네이버 플러스 멤버십(월 4,900원, 최대 3명 추가한 '멤버십패밀리'로 분할 부담 가능) 회원에게는 월 20만원까지 쇼핑시 결제금액의 5%(주문상품당 최대 2만원, 결제금액 20만원 이상부터 2%)가 네이버포인트로 적립되며, MY 단골, 특가창고 등의 중복 적용이 가능하다. 충성고객의 확보가 네이버쇼핑 거래액 신장에 큰 업사이드로 작용했을 것으로 보이는데, 네이버는 멤버십 가입자 쇼핑 거래액이 미가입자에 비해 훨씬 크다고 밝힌 바 있다.

쇼핑 뿐 아니라 멤버십 회원에게는 디지털 서비스 이용권(TVING 무제한 이용권, 네이버 웹툰&시리즈 쿠키 49개, 시리즈ON 전용 영화 무제한 이용권, 시리즈ON 영화 1편 할인, SPOTV NOW, 네이버 콘텐츠 체험팩) 중 1개를 이용기간마다 선택하여 이용 가능해, 이용자 락인 효과와 네이버 콘텐츠 플랫폼의 트래픽 상승을 동시에 유도하고 있다.

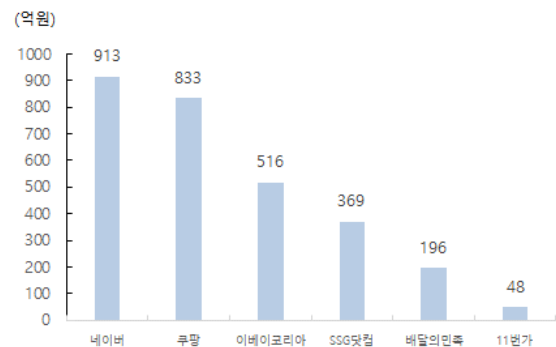
플러스멤버십 회원에 대한 포인트 적립 마케팅에 따른 커머스 마진 악화에 대한 우려도 제기되고 있으나, 멤버십 관련 매출 증대 효과는 구독료 뿐 아니라 가입 이후 유발되는 추가적인 거래액에서 발생하는 수수료, 그리고 쇼핑광고 매출에서 발생하는 것으로, 아직 비용 증가보다는 이득이 더 많은 구간으로 판단된다. 단기적으로는 가입자수 증가에 따라 포인트 적립에 따른 비용이 확대될 수 있으나, 점유율 확보 경쟁이 치열한 국내 이커머스 시장에서 네이버 쇼핑의 입지를 강화할 수 있는 강력한 방식임을 고려할 때, 오히려 중장기 시장 지배력 확보에 따른 마진 상향 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

[도표 56] 네이버 플러스 멤버십 회원수 추이



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 57] 이커머스 플랫폼별 선불충전금 규모 (2021년 말)



자료: 언론보도, 각 사, 교보증권 리서치센터

일본 '마이스마트스토어' 진출

2021년 10월 20일 라인을 통해 일본에서 베타 오픈한 '마이스마트스토어'의 경우, 한국에서와 마찬가지로 소상공인들의 디지털 전환을 도움으로써 거대한 시장을 창출해나갈 것으로 기대한다. 이미 네이버의 리소스 상당부분이 해당 사업에 투입되고 있는 상태로, 마이스마트스토어에서 발생한 매출 일부는 네이버 매출로 공유될 예정이다.

그러나 아직 베타서비스를 시행중인 도입 초기 단계로, 2022년에 당장 폭발적인 거래액, 매출 성과를 보여주는 것은 힘들 것으로 전망한다. 특히 네이버 한국 스마트스토어에 도입된, 일정 거래액 미만의 사업자들에게 수수료를 받지 않는 '스타트 제로' 정책을 일본 마이스마트스토어에서도 그대로 적용 중이다. 따라서 2022년은 10%대에 불과한 일본 온라인 쇼핑 침투율 확대와 셀러 확보에 주력하는 시기가 될 것으로 보인다.

그럼에도 불구하고 마이스마트스토어는 현재 일본 이커머스 시장을 주도하고 있는 아마존 재팬, 라쿠텐은 가지지 못한 일본 1위 메신저 '라인'과 2위 검색 포털 '야후재팬'이라는 플랫폼을 확보한 상태다. 현재는 라인메신저와 연계를 통해 사업을 진행하고 있으며, 향후 야후재팬을 포함해 Z 홀딩스와의 협업을 전방위로 확대해나갈 계획이다. 온/오프라인 합계 소매시장규모 기준 세계 3위 규모인 일본 시장에서의 헤게모니 장악시 중장기적으로 업사이드가 클 것으로 기대한다.

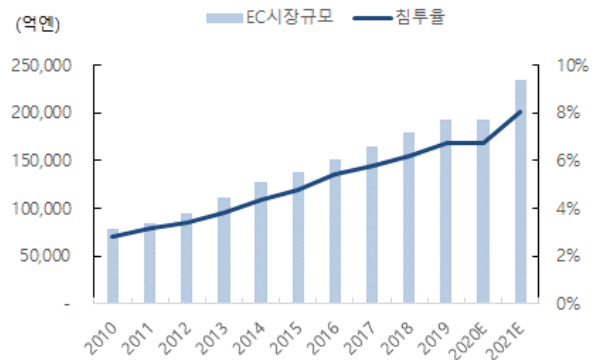
일본 내 셀러들의 초기 반응도 좋은 편이다. 1)라인 계정을 통해 고객들과 밀접하게 커뮤니케이션이 가능하며, 2)쇼피파이에서는 유료로 제공되는 고품질의 솔루션들이 무료로 제공되며, 3)수수료도 만족스럽다는 평가가 주를 이룬다.

[도표 58] 국가별 이커머스 규모 & 성장률

(십억달러)	2020	2021	성장률
중국	2,297	2,779	21.0%
미국	795	843	6.1%
영국	180	169	-6.3%
일본	141	144	2.0%
한국	111	121	9.0%
독일	97	102	4.8%
프랑스	74	80	8.4%
인도	55	68	22.0%
캐나다	39	44	12.5%
스페인	36	37	2.0%

자료: emarketer, 교보증권 리서치센터

[도표 59] 일본 이커머스 시장 & 온라인 침투율 추이



자료: 일본 경제산업성, Statista, 교보증권 리서치센터

3. 커머스 Part 2 - Specialty Market

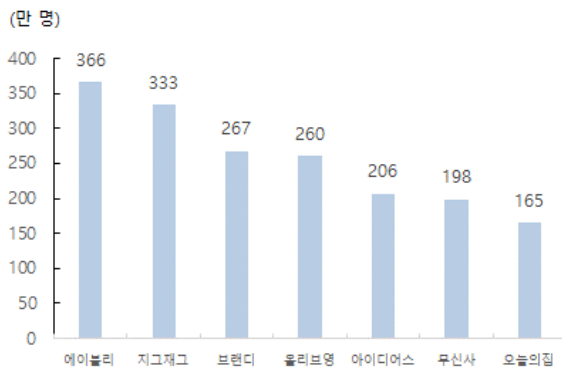
1) 전문화/차별화 플랫폼 영향력 확대 예상

네이버 vs 쿠팡의 구도 외에도, 전문성이나 대체불가능한 특색을 가진 플랫폼들의 트래픽과 점유율이 확대될 것으로 전망한다. 아마존과 협업하여 '해외 직구' 효과를 노리는 11번가, 국민 메신저 카카오톡을 기반으로 '선물하기', '톡채널', '톡스토어'를 통한 커머스 성장에 박차를 가하는 카카오톡의 약진이 기대된다.

2022년 이커머스 시장의 또 다른 특징점 중 하나는 MZ 세대가 많이 이용하는 전문몰(버티컬 커머스)의 성장세가 두드러질 것으로 예상된다는 것이다. 2021년 11월 와이즈앱의 조사에 따르면 10, 20대가 이용하는 쇼핑앱 Top 8개 중 전문몰은 각각 5, 6개를 차지하고 있으며, 분야 내 전문성, 간편결제, 빠른배송 기능을 토대로 온라인 기반의 높은 성장세를 보이고 있다.

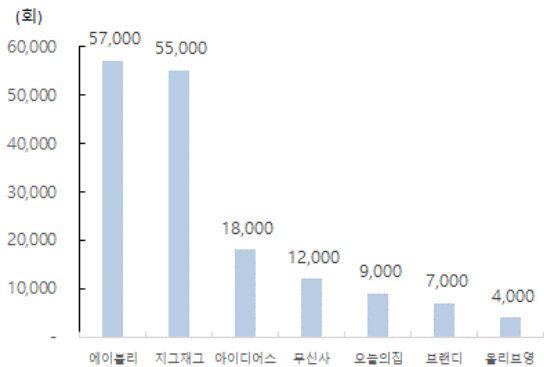
관심사를 가진 고객층을 공략하는 패션분야의 지그재그(2021년 4월 카카오가 인수), 무신사, 크림(네이버 자회사 스노우가 운영), 가구 전문몰 '오늘의 집', 식품 전문몰 '마켓컬리', '오사시스' 등 버티컬 커머스 플랫폼들의 영향력이 크게 작용할 것으로 전망한다.

[도표 60] MZ 세대가 가장 많이 사용하는 전문몰 앱(2021.12)



자료: 와이즈앱, 교보증권 리서치센터. 주: 2030세대 Android+iOS 앱 사용자 추정

[도표 61] MZ 세대가 가장 자주 사용하는 전문몰 앱(2021.12)



자료: 와이즈앱, 교보증권 리서치센터. 주: 한국인 2030세대 Android+iOS 앱 실행횟수

네이버: '크림'과 '브랜드'로 패션 버티컬 시장 공략

네이버는 자회사 스노우를 통해 리셀 플랫폼 '크림'을 운영하며 국내 리셀시장을 무신사의 '솔드아웃'과 양분하고 있다. 2020년 4월 론칭 후 스니커즈 리셀 시장 점유율 1위 플랫폼으로 자리잡았으며 스니커즈 뿐 아니라 의류/패션 잡화, 생활물품과 테크까지 카테고리를 확장하고 있다. 모바일인덱스에 따르면 2021년 7월 (안드로이드 기준) 크림 이용자 27.6만 명, 패션잡화 앱시장 점유율 31%를 기록하였으나, 6개월 후인 12월에는 이용자 수 42.7만 명, 점유율 44.3%로 폭발적인 성장을 보이고 있다.

네이버는 크림 뿐 아니라, 여성앱인 '브랜드', 남성앱 '하이버', 육아앱 '마미' 등 **이용자 특성에 따른 플랫폼을 운영하고 있는 '브랜드'에 투자, 물류 분야 협력 체계를 구축했다.** 브랜드는 소매상의 온라인 판로 개척을 돕고 있으며, 동대문 기반 풀필먼트(통합문류관리)서비스를 운영하고 있다. 추후 Z홀딩스를 기반으로 일본 시장 진출도 이루어질 것으로 기대한다.

[도표 62] 네이버 글로벌 리셀 시장 투자 현황

플랫폼명	내용	투자/론칭 시기
빈티지시티	일본 의류, 액세서리 전문 리셀 플랫폼 '빈티지시티' 일본 론칭. 누적 다운로드 70만, 등록 상품 수 6만	2020년 말 론칭
알라팝	사용자 1,500만 명의 '스페인 당근마켓'에 1,550억원 투자. 최근 이탈리아 서비스 론칭	2021년 2월 투자
크림(KREAM)	무신사의 '솔드아웃'과 국내 스니커즈 리셀 시장을 양분. 2021년 말 이용자 수 42.7만 명, 점유율 44.3%	2020년 4월 론칭
베스티에르컬렉티브	세계 3대, 프랑스 최대 명품 중고거래 플랫폼. '코렐리아캐피털 K-펀드1'을 통해 투자	-

자료: 언론 자료 취합, 교보증권 리서치센터

[도표 63] 네이버-브랜드 협업

시기	내용
2020년 9월	네이버, 브랜드와 자회사인 아비드이에스에 1.97%, 12.5% 지분 투자
2021년 3월	네이버 라인과 소프트뱅크 Z홀딩스 경영통합 'A홀딩스' 출범
2021년 5월	네이버, 브랜드와 동대문 패션 산업 플랫폼-풀필먼트 시스템 구축
2021년 8월	네이버, 브랜드에 200억원 추가 투자
2021년 하반기	동대문 패션 업체들의 스마트스토어 플랫폼 입점

자료: techM, 교보증권 리서치센터

[도표 64] 네이버 패션 물류 역량 강화 노력

시기	내용
2020년 3월	네이버 동대문 패션 물류 '신상마켓' 투자
2020년 9월	네이버 동대문 패션 물류 '브랜드' 투자
2020년 10월	CJ대한통운과 지분 제휴
2021년 7월	네이버 풀필먼트 얼라이언스(NFA) 정식 오픈
2021년 하반기	브랜드스토어 200곳 파트너사로 입점

자료: techM, 교보증권 리서치센터

카카오: 2022년 '카카오톡의 커머스 플랫폼화' 본격화

카카오는 1) 카카오톡만이 할 수 있는 광고상품이기도 한 '톡채널', '비즈보드'를 구매 채널로 발전시켜 이루어지는 카카오톡의 '커머스 플랫폼화'와 2) '선물하기' 기능의 구매빈도와 객단가 상승 효과가 주된 성장동력으로 작용할 것으로 전망하며, 3) 버티컬 커머스 플랫폼인 지그재그의 성장효과를 통해 2022년 커머스 거래액 10조원(YoY +30% 추정)을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

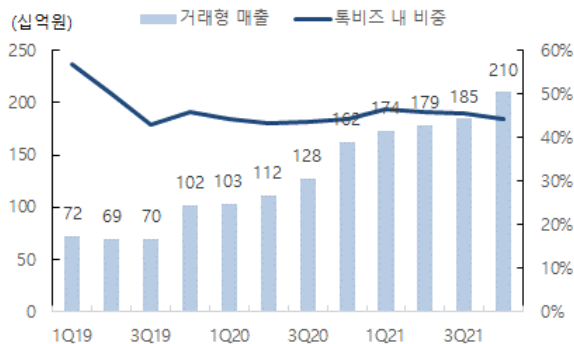
카카오톡의 오픈마켓화 시동

카카오는 외부 광고주에게 소비자를 연결하는 '광고 플랫폼'으로 인식되는 경향이 강했으나, 2022년에는 카카오톡의 '커머스 플랫폼화'에 드라이브를 걸 것으로 전망한다. 메시지형 광고 집행 과정에서 축적된 빅데이터를 통해 정교한 타겟팅이 가능하다는 점에 착안, 외부 셀러들에게 연결시켜주고 카카오톡 내 결제까지 진행해 카카오톡을 '오픈마켓화'하는 것이 핵심이다.

선물하기: 객단가 상승, 구매빈도 증가 전망

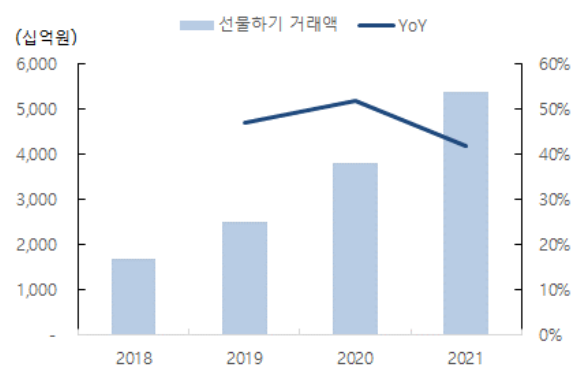
2022년 '선물하기'는 구매빈도와 객단가 상승효과가 주된 성장동력으로 전망한다. 2010년 도입된 '선물하기'의 경우 현재 카카오 커머스 거래액 중 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 2021년에도 +42%의 높은 거래액 성장률을 보였다. 기존에는 커피 교환권 등 가격이 낮은 상품 위주의 거래가 주를 이루었지만, 최근 추세는 럭셔리 브랜드, 화장품, 한우, 농수산 식품, 홍삼 등 고가의 상품들의 비중(2H21 배송선물 거래액 비중 40% 이상)이 늘면서 전체 거래액 성장을 견인하고 있다. 코로나19를 거치면서 젊은 세대 뿐 아니라, 구매력이 강한 50, 60대 고객들도 배송선물을 많이 이용하게 되었으며, 배송선물의 경우 다른 구매에 비해 저렴한 가격에 대한 유인도 낮기 때문에 1)객단가 상승에 유의미한 기여를 하고 있다. 선물하기를 활용하는 시즌별 이벤트가 증가함에 따라 2)인당 구매빈도도 늘어나는 추세도 긍정적이다.

[도표 65] 카카오 '거래형' 매출액 & 특비즈 부문 내 비중 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 66] 카카오톡 선물하기 연간 거래액 추이 (추정)

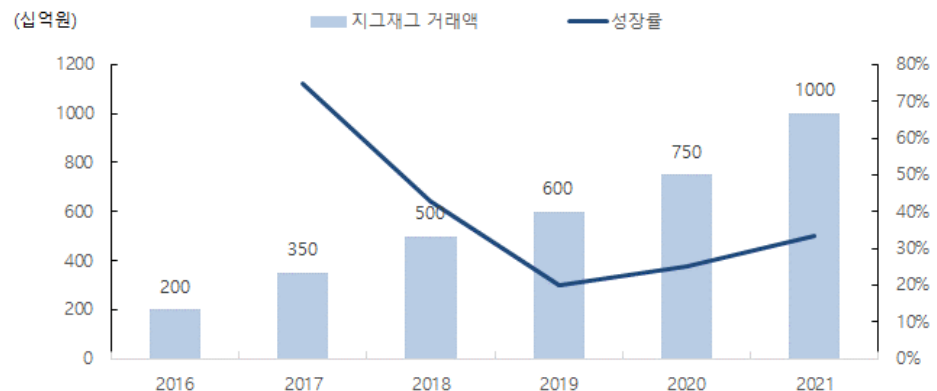


자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

지그재그: 여성향 맞춤형 패션 플랫폼

카카오가 2021년 4월 운영사 크로키닷컴을 인수함으로써 확보한 여성향 동대문 패션 플랫폼 '지그재그'는 인공지능 개인 맞춤형 추천을 제공하는 것을 특징으로 하며, 2021년 연간 거래액 1조원, 매출액 yoy +70% 성장을 달성한 것으로 추산된다. 누적 거래액 3조원 이상, 누적 다운로드 3,500만 건을 돌파했으며, 6,500곳 이상의 스토어가 입점해 있다. 2021년 브랜드관을 오픈해 디자이너 브랜드, 스트리트 브랜드, 패션 브랜드까지 셀렉션을 확보하며 상품 다양성을 확보했으며, 2021년 6월 밤 12시 전까지 상품 구매시 다음날 상품을 받을 수 있는 물류 서비스 '직진배송'을 선보였다. 구입 횟수가 늘어나고, 클릭 횟수가 늘수록 타겟팅이 정교해지며, 카카오톡 내 다양한 지면과 톨을 통해 지그재그의 패션 콘텐츠를 카카오톡 이용자에게 노출시킴으로써 이용자 유입을 확대할 수 있을 것으로 예상되며, 구입 횟수가 늘어나고 클릭 횟수가 늘수록 타겟팅이 정교해져 다수의 충성고객을 확보할 수 있을 것으로 전망한다. 2022년 패션, 뷰티 영역에서의 글로벌진출도 본격화하면서 거래액 및 매출 지속 성장이 예상된다.

[도표 67] 지그재그 거래액 추이



자료: 지그재그, 교보증권 리서치센터

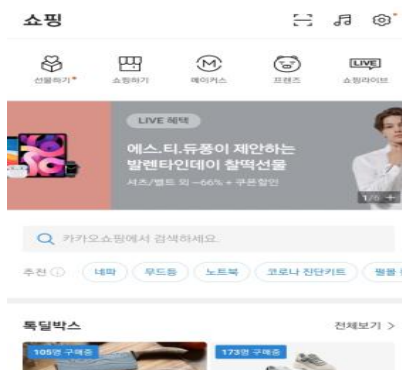
2) 카카오 커머스 성장동력

카카오의 경우 아직 커머스 부문에서의 존재감이 약한 편이나, 2021년 3월 카카오톡 4번째 탭인 '카카오쇼핑' 탭을 신설하며 커머스 부문 강화의 뜻을 내비쳤다. 2022년은 1) '광고상품이기도 한' '특채널', '비즈보드'를 구매 채널로 발전시켜 이루어지는 카카오톡의 '커머스 플랫폼화', 2) '선물하기' 기능의 객단가 상승 효과, 3) '특딜' 서비스를 통한 톱스타의 거래액 신장 지속, 4) 버티컬 커머스 플랫폼인 지그재그의 성장효과를 통해 커머스 거래액 10조원(YoY +30.8%)을 달성할 수 있을 것으로 전망한다.

카카오톡의 오픈마켓화 시동

2022년에는 카카오톡의 '커머스 플랫폼화'에 드라이브를 걸 것으로 예상된다. 메시지형 광고 집행 과정에서 축적된 빅데이터를 통해 정교한 타겟팅이 가능하다는 점에 착안, 외부 셀러들에게 연결시켜주는 것 뿐 아니라 카카오톡 내에서 결제까지 이루어져 카카오톡을 '오픈마켓화'하는 것이 핵심이다.

[도표 68] '카카오쇼핑' 탭



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 69] 비즈보드-특채널-커머스 구매로 이어지는 BM



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

또, 자사 홈페이지 트래픽 제고를 원하는 셀러들을 대상으로는 카카오톡 유저와 셀러 홈페이지 기존 유저의 데이터를 통합하여 타겟팅해주고, 연결시켜주는 비즈니스 솔루션 '싱크'를 도입한다. 카카오톡 내에서 온라인스토어에 방문할 경우 자동으로 로그인 상태가 유지되어 카카오톡 유저들이 회원정보를 새로 입력할 필요가 없다. 보통 구매 과정이 길수록 이탈율이 높아지기 때문에, 1) 카카오톡 회원 정보를 이용해 타겟팅해 이루어지는 특채널을 통한 광고효과와 2) 편리한 로그인에 따른 구매전환율 상승 효과를 모두 이끌어낼 수 있어 판매자들에게 매력적인 옵션이다. 싱크 이용시 '카카오페이 구매'를 연동할 경우 결제 수수료까지 얻을 수 있는 효과가 있다.

선물하기: 구매빈도 증가, 객단가 상승 지속 전망

2022년 '선물하기'는 1)구매빈도 증가, 2)객단가 상승에 힘입어 거래액 yoy +30% 이상의 성장을 전망한다. 2010년 도입된 '선물하기'의 경우 현재 카카오 커머스 거래액 중 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 2021년 40%대의 높은 거래액 성장률을 보였다. 기존에는 커피 교환권 등 가격이 낮은 상품 위주의 거래가 주를 이루었지만, 최근 추세는 럭셔리 브랜드, 화장품, 한우, 농수산물 식품, 홍삼 등 고가의 상품들의 비중이 늘면서 객단가 상승, 거래액 증가를 유도하고 있다. 특히 '배송선물'은 2021년 하반기 선물하기 거래액 중 40% 이상을 차지하였다. 코로나 19를 거치면서 젊은 세대 뿐 아니라, 구매력이 강한 50, 60대 고객들도 배송선물을 많이 이용하게 되었으며, 배송선물의 경우 다른 구매에 비해 할인폭보다는 선물 물건 자체에 집중하는 경향이 있기 때문에 객단가 상승에 유리하다. 또한 특선물을 활용하는 시즌별 이벤트가 늘어남에 따라 인당 구매빈도가 증가해 거래액 yoy +30% 성장이 가능할 것으로 전망된다.

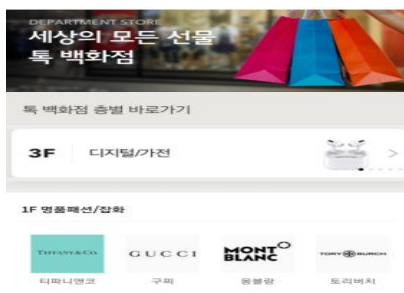
카카오 선물하기는 '여성이', '청소년이' 등 선물받는 이에 따른 랭킹을 제공한다. 동시에 '많이 선물한', '위시로 받은' 등 카카오 빅데이터를 활용한 랭킹도 제공하며, 가격대 설정을 통한 필터링도 가능하다. 2021년 3월에는 B2B 서비스인 '선물하기 for Biz'를 도입하여, 개인고객 뿐 아니라 1만 3,000곳 이상인 잠재 기업고객의 선물(이벤트, 사은품 등) 수요까지 흡수하고 있다. 예산, 발송 인원 등에 따른 적정 상품을 추천해줘 B2B 솔루션으로서의 성격을 가지고 있다.

[도표 70] '선물하기'는 카카오톡 수익화 초기 모델

									
2010 Kakao Talk	2010 Kakao Gift	2012 Kakao Game	2012 Kakao Friends	2013 Kakao Page	2014 간편결제 서비스	2015 Kakao Taxi	2016 Kakao Japan Piccoma	2017 Kakao Bank	2019 비즈보드

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 71] 카카오 선물하기 내 '특 백화점'



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 72] 카카오 선물하기 '선물랭킹'



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

톡스토어: 특딜 중심 성장 지속, 메시지형 광고 상호작용 강력

2022년 톡스토어는 1)특딜의 인기 지속, 2)특채널과의 유기적 상호작용을 통해 성장을

지속할 것으로 전망한다. '톡스토어'(쇼핑하기)는 네이버와 마찬가지로 카카오톡 내

특비즈보드, 특채널 광고와 카카오페이 등 매출원 다변화가 이루어진 상태이기 때문에 타

오픈마켓 대비 저렴한 수수료 부과가 가능하다. 일반 결제의 경우 건당 3.3%(특딜의 경우

10% 부과. 상품 링크로 직접 발생한 것이 아니라 쇼핑하기, 다음쇼핑, 스타일에서 유입시

3.3%의 추가 수수료 발생)의 커머스 수수료를 부과하며 여기에 약 1~2%의 페이 수수료가

포함되는 식이다. 노출수수가 부과되지 않는 옵션의 경우, 8~12%의 수수료를 내야 하는

기타 오픈마켓대비 상대적으로 저렴한 편이다.

한편 기존의 생활 필수품에서 패션, 가전 등으로 품목을 확대하면서 객단가 상승도 이어지고

있다. 이에 힘입어 2021년 거래액 약 1조로 성장하였으며, 2022년에도 친구를 초대해 2명

이상의 딜이 형성되면 유의미한 할인 혜택을 주는 '특딜'을 중심으로 성장을 지속할 것으로

기대된다.

톡스토어의 의미있는 성장이 기대되는 또다른 이유는 특채널과의 유기적인 상호작용이 가장

강하게 이루어지는 곳이기 때문이다. 특채널 친구를 맺으면 어떤 특딜이 있는지 알려주는 식의

구매 유도가 자연스럽게 이루어질 수 있다. 특채널 자체가 친구추가를 한 이용자에게만

메시지를 보내는 구조로 되어 있어, 이와 같은 구매 유도는 타겟팅 성공률이 매우 높다.

특채널, 비즈보드 등 광고를 통한 접근이 지속적으로 이루어지기 때문에 톡스토어의

재구매율은 80%를 상회하며, 한 달 내 방문 재구매 유저도 많은 상황이다.

[도표 73] 톡스토어 '특딜'



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 74] 톡스토어 수수료율(결제수수료+노출수수료, VAT 별도)

구분		일반 상품 주문
결제수수료		3%
노출수수료	쇼핑하기(장보기 포함)	3%
	다음쇼핑	
	스타일	

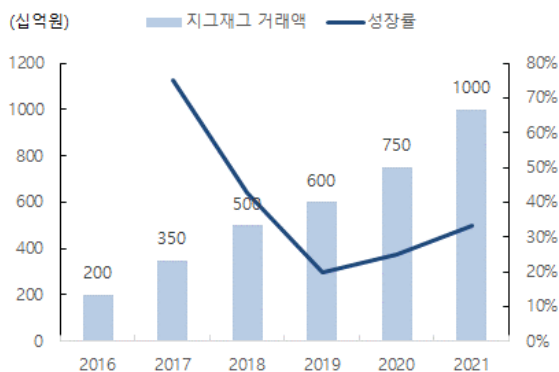
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

지그재그: 여성향 맞춤형 패션 플랫폼

지그재그는 2022년 1)해외 진출 효과와 2)카카오톡과의 시너지 효과로 yoy +50%의 거래액 성장을 시현할 것으로 예상된다. 카카오가 2021년 4월 운영사 크로키닷컴을 인수함으로써 확보한 여성향 동대문 패션 플랫폼 '지그재그'는 정교한 인공지능 기술로 개인 맞춤형 추천을 제공하는 것을 특징으로 한다. 2021년 연간 거래액 1조원, 매출액 성장 yoy +70%를 달성한 것으로 추정된다. 와이즈앱에 따르면 2021년 12월 기준 MZ 세대가 두번째로 많이, 그리고 자주 사용한 전문몰 앱으로 누적 거래액 3조원 이상, 누적 다운로드 3,500만 건을 돌파했으며, 6,500곳 이상의 스토어가 입점해 있다.

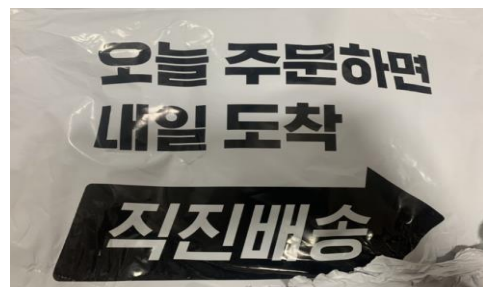
2021년 브랜드관을 오픈해 디자이너 브랜드, 스트리트 브랜드, 패션 브랜드까지 셀렉션을 확보하며 상품 다양성을 확보했으며, 6월에는 밤 12시 전까지 상품 구매시 다음날 상품을 받을 수 있는 물류 서비스 '직진배송'을 선보이며 2021년 거래액 성장이 전년비 가속화되었다. 카카오톡 내 다양한 지면과 톨을 통해 지그재그의 패션 콘텐츠를 카카오톡 이용자에게 선보이고, 지그재그로의 이용자 유입을 강화시킬 수 있을 것으로 예상된다. 구입 횟수가 늘어나고, 클릭 횟수가 늘수록 타겟팅이 정교해져 유입된 트래픽 바탕으로 충성사용자로 확보할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 2022년은 일본판 지그재그인 '나우나우(naunau)' 전개가 본격화되는 해로, 카카오톡과 해외 사업 효과 고려시 yoy +50%의 거래액 성장이 가능할 것으로 전망한다.

[도표 75] 지그재그 거래액 추이



자료: 카카오스타일, 교보증권 리서치센터

[도표 76] 지그재그 직진배송



자료: 카카오스타일, 교보증권 리서치센터

라이브커머스: 쇼핑라이브 + 그룹으로 'SMB에서 브랜드까지'

카카오의 라이브커머스는 '그룹' 인수를 통해 중소기업인부터 대형 브랜드 모두에게 활용될 수 있는 플랫폼으로 발전했다. 기존의 '카카오 쇼핑라이브'는 중소기업인(SMB)이 입점하기 힘든 일종의 홈쇼핑 채널로서 운영되어 왔으나, 2021년 12월 카카오는 SNS 기반 라이브커머스 기업인 그룹컴퍼니에 1,800억원을 투자해 50%의 지분을 확보했다. '그룹'은 2만 여명의 판매자들이 입점해있는 라이브커머스 서비스로서, 오픈 플랫폼을 지향하는 만큼 기존의 카카오 쇼핑라이브 대비 다양한 셀러들의 접근이 가능하다. '누구나 쉽게, 누구나 판매'할 수 있는 사용성에 초점을 맞추고 원활한 재방문 유도, 팔로잉 기능, 경매 기능 등을 제공해 소비자 만족도와 판매자 접근성을 높이는 데에 주력하는 플랫폼이다. 특히 MZ 세대에 어필하고 있는 그룹을 활용하여 네이버와 마찬가지로 소상공인들의 디지털 전환을 통해 시장을 창출해 나갈 것으로 전망되며, 마이크로 SMB에서 대형 브랜드에 이르는 타겟층을 커버할 수 있는 플랫폼으로 발전한 것으로 평가한다. 그룹은 이미 기업이 자사 온라인 플랫폼에서 라이브커머스 방송을 가능케 하는 '그룹클라우드'를 통해 일본 이커머스 플랫폼인 '큐텐재팬'과 협업을 한 바 있어, 글로벌 확장에도 기여할 것으로 기대된다.

카카오 메이커스: 거리두기 완화시 성장성 회복

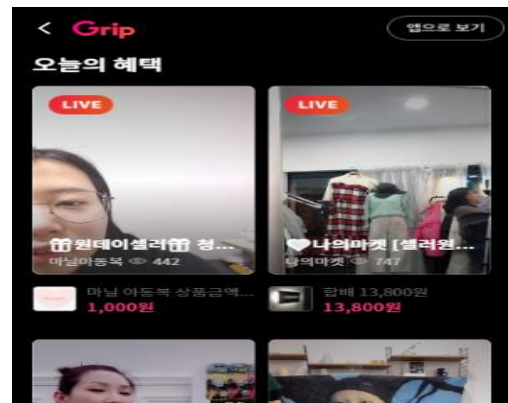
카카오 메이커스는 팬데믹 하 코로나 영향으로 거래액 성장 다소 부진했으나, 2022년 경제정상화와 거리두기 완화로 성장성이 회복될 것으로 예상한다. 사전 주문 생산 방식의 서비스인 '카카오 메이커스' 역시 거래액 규모는 작지만, 독특한 비즈니스 모델을 통해 지속 발전해나갈 것으로 기대한다. 카카오 메이커스는 주문 수량에 따라 물건을 생산하는 플랫폼으로, 도입 초기에는 SME들의 신상품 출시 창구로 주로 이용되었으나, 점점 대기업에서도 신상품 론칭시 메이커스를 통해 반응을 테스트 하는 경우가 많아지고 있으며, 호텔, 전시, 레저 등 상품으로도 카테고리가 확장되고 있다.

[도표 77] 카카오 쇼핑라이브



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 78] SNS 기반 라이브커머스 플랫폼 '그룹'



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

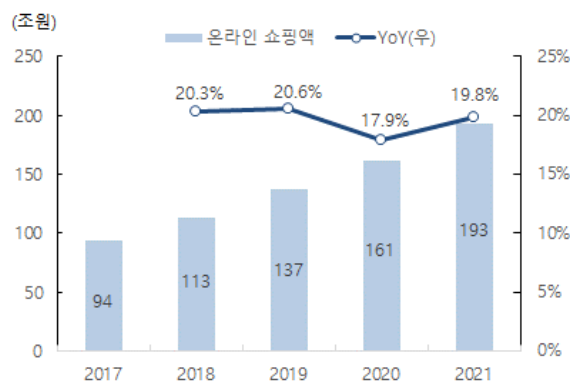
4. 핀테크 - 커머스 생태계 완성은 핀테크

1) 한국 핀테크 시장 동향 및 전망

2022년 간편결제시장은 온라인 쇼핑 거래액 성장이 2021년 대비 소폭 둔화됨에도 불구하고, 모바일 기반의 1)카드를 연결한 간편결제와 2)선불충전금을 활용한 간편결제 사용 증가가 지속됨에 따라 약 31% 성장할 것으로 전망한다.

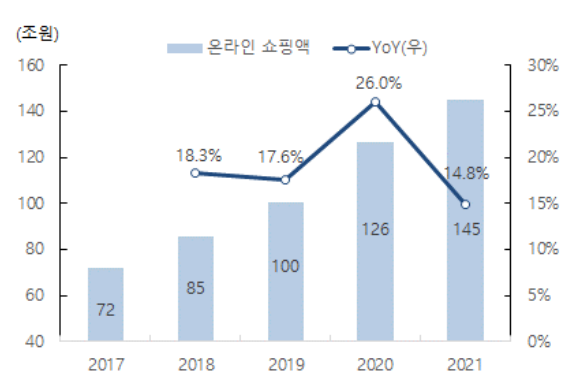
통계청에 따르면 2018년에서 2021년까지 국내 온라인 쇼핑 거래액은 113조원에서 193조원으로 +70.8% 성장하였으며, 현금사용 비중(출처:한국은행)은 19.8%에서 10%로 절반 수준으로 감소했다. 동기간 간편결제 이용금액은 일평균 약 2,230억원에서 6,233억원(추정)으로 +167.5% 폭발적 성장세를 보인 것으로 추산한다. 간편결제 이용금액은 신용카드, 선불충전, 계좌이체, 휴대폰제조사, 금융회사를 포괄하는 것이며, 가장 큰 성장세를 보인 부문은 신용카드와 선불충전금이다.

[도표 79] 국내 연간 온라인 쇼핑액 추이(전체)



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 80] 국내 온라인 쇼핑액 추이(차량, 연료 및 서비스 제외)



자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

[도표 81] 간편결제 서비스 이용 현황(일평균)

	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21E	2019	2020	2021E
이용금액(합계)	2,876	3,461	4,009	4,969	5,590	6,866	3,171	4,486	6,233
전자금융업자	1,076	1,320	1,756	2,346	2,762	3,539	1,199	2,049	3,154
yoy			63.1%	77.8%	57.3%	50.8%		70.9%	53.9%
(신용카드)	792	918	1,170	1,535	1,777	2,197	855	1,351	1,989
yoy			47.8%	67.2%	51.9%	43.1%		58.0%	47.2%
(선불)	185	303	471	664	806	1,227	245	567	1,018
yoy			154.5%	118.9%	70.9%	84.8%		131.7%	79.5%
(계좌)	100	98	115	147	180	204	99	131	192
휴대폰제조사	795	1,000	980	1,160	1,237	1,510	898	1,069	1,374
금융회사	1,005	1,141	1,274	1,463	1,591	1,818	1,073	1,368	1,705
신용카드+휴대폰제조사	1,587	1,919	2,150	2,695	3,014	3,711	1,754	2,421	3,365

자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 주: 2H21은 당사 추정치

신용카드, 선불충전이 간편결제 성장 견인

우선, 현금사용 비중이 현재보다 높아질 개연성은 낮아보인다. 10% 수준으로 낮아진 절대치를 감안할 때, 현금사용비중의 감소가 여태까지만큼 간편결제액 증가에 기여할 것으로 기대하기는 힘들다. 그러나 1)간편결제, 간편송금의 편리함에 익숙해진 소비자들이 다시 현금사용 비중을 늘릴 것으로 기대하기 힘들며, 2)현금결제가 가능한 사용처 자체가 많이 줄어들었다. 이에 따라 현금사용비중은 지속적으로 감소세를 보일 것으로 가정한다.

간편결제 이용액 중 가장 규모가 크며, 성장성도 컸던 신용카드가 현금비중 감소의 대부분을 흡수했던 것으로 보인다. 코로나 19 를 겪으면서 소비자들이 온라인 쇼핑거래, 배달, 테이블 결제 등 온라인 결제를 많이 이용하면서 신용카드 간편결제 사용 비중이 크게 증가했으며, 심지어 현장결제 시에도 카드를 스마트폰 등에 연동한 간편결제 비중이 늘고 있는 추세이다. 그 결과 지급카드 결제 중 비대면 방식 비중은 2021 년 2 분기 기준 41%로 증가했다. 신용카드 간편결제 이용액은 2019 년 일평균 855 억원에서 2021 년 1,989 억원으로 대폭 증가하였다. 1)이용과정에서의 편리성 뿐 아니라, 2)포인트 적립 등 간편결제사가 제공하는 각종 혜택으로 신용카드 사용 증가의 상당 부분이 간편결제를 통하고 있는 것이다.

선불충전 간편결제 사용액은 신용카드보다 더욱 빠르게 증가하고 있다. 2019 년 일평균 245 억원에서 2021 년 1,018 억원으로 4 배 이상으로 증가하였다. 핀테크사들, 특히 플랫폼 업체들의 경우 소비자 락인(Lock-in)을 유도하기 위해 자사 선불충전을 이용한 결제시 신용카드 연계 결제보다 공격적으로 포인트 적립 혜택을 제공하며, 멤버십 이용자에게는 더욱 파격적인 포인트 혜택을 주기 때문에 선불충전금 증가 추세는 지속될 것으로 예상된다.

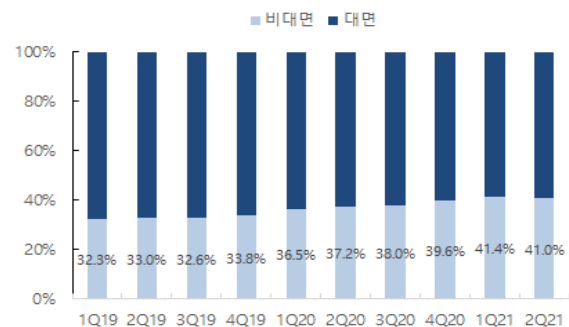
이처럼 현금사용비중 감소세와 온라인 쇼핑 성장이 전년비 소폭 둔화됨에도 불구하고, 소비자들이 신용카드와 선불충전금을 통한 간편결제를 이용할 유인은 충분하기 때문에, 2022 년에도 간편결제액은 +31%의 견조한 성장을 보일 것으로 예상된다.

[도표 82] 카드 결제형태별 이용규모 및 증감률(2021 년 상반기)

(십억원)	실물카드	모바일/PC 등	총계
대면	1,271	140	1,411
yoy	2.2%	8.9%	2.8%
비대면	-	988	988
yoy	-	23.4%	23.4%
총계	1,271	1,128	2,400
yoy	2.2%	21.4%	10.4%

자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 주: 개인/법인 신용/체크카드 금액(일평균)

[도표 83] 국내 가맹점 지급카드 결제방식 비대면 vs 대면 비중



자료: 한국은행, 교보증권 리서치센터. 주: 개인/법인 신용/체크카드 금액(일평균)

BNPL: 잠재적인 성장 벡터

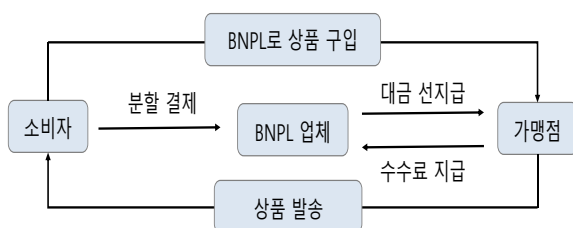
네이버, 쿠팡, 카카오, 토스 등 빅테크/핀테크 업체 중심으로 도입되고 있는 BNPL(Buy Now Pay Later) 서비스가 본격화 될 경우, MZ 세대 중심 소비 증가에 따른 이용자 및 결제액 업사이드로 작용할 것으로 기대된다. 선제적으로 BNPL 을 도입했던 네이버의 경우에도 아직은 이용자 모집, 사용처 확대 등에 주력하는 시기이다. 현재 국회 표류적인 전자금융업법 통과로 BNPL 의 한도가 현 30 만원에서 상향되거나 할부거래가 도입될 경우, 본격적인 모멘텀으로 작용할 것으로 전망된다.

2022 년 마이데이터 사업 본격화

또한 2022 년 마이데이터 사업 본격화에 따라 각 금융사로부터 제공받은 ‘재무정보’와 자사의 커머스 플랫폼을 통해 가장 양질의 정보 중 하나로 손꼽히는 고객들의 ‘소비데이터’를 모두 갖춘 대형 플랫폼사의 맞춤형 금융상품 추천, 자산관리 분야에서의 성과가 가시화될 것으로 기대된다. 신용정보법 개정으로 개인신용정보 전송요구권이 도입됨에 따라, 정보 주체인 개인의 요구가 있다면 데이터 분석 능력이 뛰어난 대형 플랫폼으로 정보를 전송하도록 요구할 수 있다.

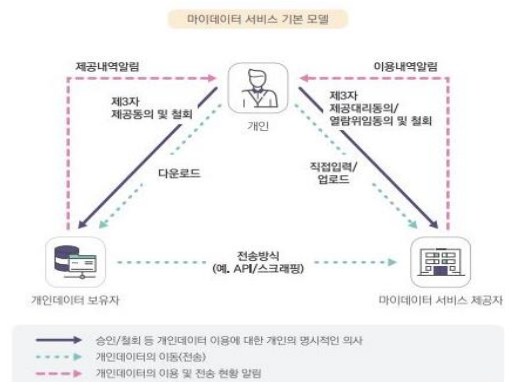
네이버와 카카오는 각각 자회사인 네이버 파이낸셜과 카카오페이를 통해 고객의 소비패턴, 재무정보와 위험 회피/선호 성향을 분석해 대출, 투자, 보험, 카드 등 맞춤형 재무 컨설팅을 제공할 계획이다.

[도표 84] BNPL 결제 구조



자료: KB생명보험, 교보증권 리서치센터

[도표 85] 마이데이터 서비스 기본 모델



자료: 한국데이터산업진흥원, 교보증권 리서치센터

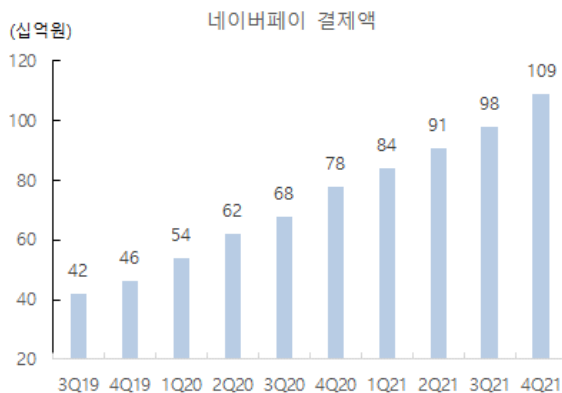
2) 네이버 파이낸셜: 성장 지속될 것

2022년 네이버 핀테크 부문은 스마트스토어와 브랜드스토어 성장 지속에 따른 커머스 시장점유율 확대, 멤버십 및 선불충전 고객 락인 효과, BNPL 서비스 효과에 따른 거래액 증가로 인한 1)커머스 거래액 성장 지속과 2)온, 오프라인 가맹점 결제처 확장에 힘입어 +36%의 결제액 성장을 달성할 것으로 전망된다.

2021년 네이버 핀테크 결제액 대부분은 네이버 커머스 결제액으로부터 발생되었으며, 송금 서비스에 비해 결제의 매출전환율이 높기 때문에 **매출 성장 대부분을 커머스 부문이 이끌어왔던 것으로 추정된다.** 스마트스토어의 경우 스토어 개설, 상품 등록, 판매에 대한 수수료는 부과되지 않으며, 결제시(주문형 결제수수료의 경우) 일반 규모 사업자 기준 약 3.63%의 결제 수수료가 부과된다.

스마트스토어와, 외부 독립 쇼핑몰 중 주문형 가맹점은 '주문형 결제수수료'를 적용받게 된다. PG 역할과 발송, 교환, 반품 등 판매 관리, 배송추적, 빠른 정산 지원, 부정거래 방지(FDS) 등의 '주문관리' 서비스 지원에 대한 대가인 1.98~3.63%에서 카드사 등에 지급하는 1% 중후반 정도의 수수료를 제외한 수수료를 순수수수료로 수취한다. 수수료율은 사업자 규모별로 다른데(영세, 중소 사업자 우대) 2021년 네이버페이 총 take rate(핀테크 매출액/네이버페이 GMV)은 약 2.6%로, 순 take rate는 1%를 조금 하회하는 수준을 기록한 것으로 추산된다. 외부 쇼핑몰 중 '주문관리' 기능 없이 PG 기능만 제공하는 결제형 가맹점은 결제 수수료율이 0.9~2.5%로, 이 경우 부가서비스를 지원받지 않는다.

[도표 86] 네이버페이 분기별 결제액 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 87] 네이버페이 주문관리 수수료율 (VAT 포함)

	영세	중소1	중소2	중소3	일반
변경 전	2.20%	2.75%	2.86%	3.08%	3.63%
변경 후	1.98%	2.59%	2.75%	3.025%	3.63%

자료:NAVER, 교보증권 리서치센터. 주: 2022년 1월 31일부터 인화된 수수료를 적용

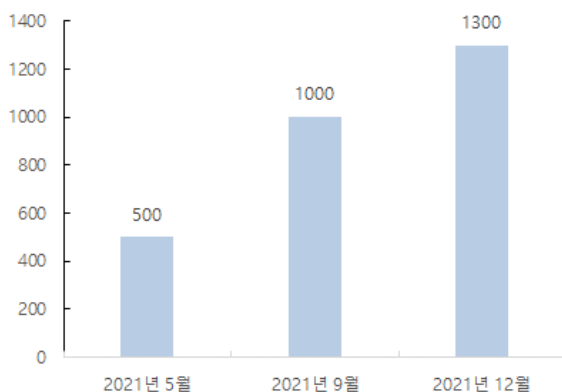
네이버 파이낸셜의 셀러 지원 사격

네이버파이낸셜은 1)저렴한 커머스 수수료(연동수수료 2%)를 책정할 수 있는 원천이며, 2)SME를 지원하기 위한 여러 프로그램과 금융상품을 지원하고 있다. [도표 87]의 결제 수수료에, 판매시 2%의 연동수수료(커머스 매출로 계상)가 추가되는 구조로 추가적인 솔루션을 이용하지 않는다면 셀러는 총 5~6%의 수수료를 부과한다. 커머스 부문에서 언급했듯 PG 내재화, 쇼핑광고, 연동수수료 등 매출원이 다변화된 상태이기 때문에 기타 오픈마켓(8~12%)에 비해 저렴한 수수료율을 책정할 수 있다. 셀러와 콘텐츠(쇼핑 상품) 유입으로 커머스 점유율 상승을 기대할 수 있는 포인트이다. 넷플릭스 등 OTT 서비스와 마찬가지로, 쇼핑에 있어서도 지속적인 콘텐츠 유입이 플랫폼의 경쟁력을 결정한다.

같은 맥락에서, 네이버는 SME들의 진입장벽을 낮춤으로써 구성 상품을 다변화하기 위한 적극적 프로그램(스타트제로)과 금융상품(스마트스토어 사업자대출, SME 특화 보험서비스 추천)을 지원하고 있다. SME 우호적 금융상품 제공에 따라 네이버 쇼핑 플랫폼의 상품 다변화에 따른 거래액 증가, 결국은 네이버페이 결제액 증가로 이어질 것으로 전망된다.

네이버 파이낸셜은 연 매출 5억원 이하의 영세, 중소 사업자나 스마트스토어 창업 1년 미만의 신규 사업자에 대해 12개월간 결제 수수료를 무료 지원(500만원 한도) 하는 '스타트제로 프로그램'과, 미래에셋캐피탈, 우리은행과의 협력을 바탕으로 2020년 12월부터 제공한 '스마트스토어 사업자대출'을 제공하고 있다. 특히 스마트스토어 사업자대출은 네이버 파이낸셜의 AI 머신러닝, 빅데이터 기술과 스마트스토어 데이터가 집약된 대안신용평가 시스템을 활용해 대출 여부를 결정한다. 매출실적, 금융이력 뿐 아니라 매출의 안정적 성장, 단골고객 비중, 구매고객 리뷰 등을 활용한다. 대출 뿐 아니라 보험 영역에서도 테크핀 기업으로써 자체 데이터 역량을 활용해 스마트스토어 셀러들에게 개인정보보호 배상책임보험, 화재보험 등 사업자들에게 맞춤형 보험 소개 서비스를 제공하고 있다.

[도표 88] 스마트스토어 사업자 대출 약정액 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 89] 네이버 파이낸셜 '스타트제로' 프로그램

지원 내용

구분	주문 관리 수수료 지원	매출 연동 수수료 지원
지원 기간	승인일 기준 익일부터 최대 12개월간 지원	승인일 기준 익일부터 최대 6개월간 지원
지원 내용	주문 관리 수수료 0% 적용	매출 연동 수수료 0% 적용
지원 한도	매월 순결제 금액 500만원까지	한도 없음

자료:NAVER, 교보증권 리서치센터.

구매자를 위한 결제 옵션: 플러스멤버십, 외부 가맹점 확대

판매자 뿐 아니라 구매자를 위한 다양한 결제 옵션 역시 커머스 강화에 따른페이 결제액 증가를 유도할 것으로 전망한다. 대표적으로는 1)네이버 플러스 멤버십 연계를 통한 충성고객 락인효과에 따른 지출 증대, 2)온/오프라인 가맹점 확대에 따라 핀테크 부문 결제액과 매출 증대로 이어질 것으로 기대한다. 장기적으로는 BNPL(Buy Now Pay Later) 사업 본격화시 성장 모멘텀으로 작용할 것으로 전망한다.

BNPL 본격화는 아직. 중장기 성장동력 될 것

네이버파이낸셜은 2021년 2월 금융위원회로부터 후불결제서비스 혁신금융사업자로 선정되어 4월부터 BNPL 서비스를 베타테스트로 제공하고 있다(한도 최대 30만원). 카드발급절차나 신용심사과정이 필요하지 않고 이용시 이자, 연회비, 수수료가 없어(가맹점 부담) 주부, 대학생, 사회초년생 등 신용카드 발급이 어려운 이들의 소비 여력을 늘려 1)GMV 성장에 기여할 뿐 아니라, 2)거래액 중 BNPL 비중 확대시 카드사와의 수익 배분이 불필요해 향후 핀테크 부문 수익성 개선 요소로 작용할 수 있다.

국내에서 네이버파이낸셜에 이어 카카오페이, 쿠팡 등도 BNPL에 도전하고 있는 상황으로 경쟁이 격화될 것으로 예상된다. 이에 따라 이용자에 대한 공격적인 포인트, 할인 혜택 등을 제공하여 단기적인 수익성 개선 요인으로 작용할 것으로 예상하기는 어려우나, 소비자의 구매여력을 늘려 GMV 개선과 매출 증대에 기여할 것으로 전망한다.

또, 30만원에 불과한 월 한도가 추후 전자금융거래법 개정안 등 규제 완화에 따라 상향조정되거나, 호주, 미국 등에서도 마찬가지로 분할납부가 가능해질 경우 추가적인 업사이드로 작용할 것으로 기대된다. 과거 휴대전화 소액결제한도도 30만원에서 시작해 100만원까지 상향되었다는 점을 고려시, 전혀 불가능한 기대는 아니다.

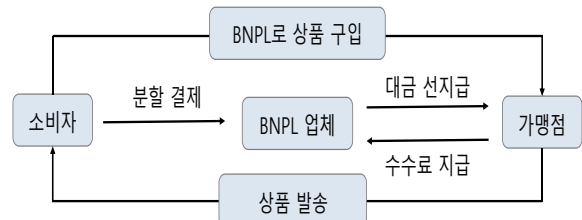
[도표 90] 네이버페이 BNPL (커머스 결제수단, 최대 30만원)

구매는 지금, 결제는 다음에!

네이버페이 후불결제 Beta

- ✓ 지금 당장 돈이 부족해도
- ✓ 최대 30만원까지 쇼핑 가능!
- ✓ 결제금액은 다음에 내세요.

[도표 91] BNPL 결제 구조



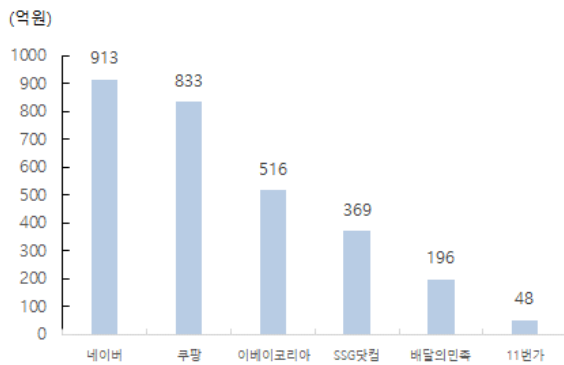
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

자료: KB생명보험, 교보증권 리서치센터

플러스멤버십: 쇼핑 욕구에 불을 지핀다

2021 년 말 기준 플러스 멤버십 가입자가 600 만 명을 돌파하면서, 선불충전금 증가를 통한 결제액 고성장과, 결제액당 순 수익성(net take rate) 개선 효과가 더욱 강력히 나타날 것으로 전망한다. 또한 선불충전금을 통한 결제는 카드 연동 결제에 비해 가장 양질의 데이터로 꼽히는 구매 데이터를 더 잘 확보할 수 있는 수단으로, 향후 대출, 보험, 자산관리 등 마이데이터 시대 금융중개 영역에서도 경쟁사들과 차별화 요인으로 작용할 것으로 기대한다. 이미 언급했듯 멤버십 가입자들은 미가입자 대비 훨씬 많은 금액을 지불하는 경향이 있으며, 선불충전금을 통한 결제시 카드사에 지불하는 수수료를 아낄 수 있기 때문에 수익성 개선 효과가 크다. 2021 년 4 분기말 기준 네이버페이포인트의 선불충전금 규모는 913 억원으로, 1 분기 대비 +63% 증가하며 국내 이커머스 플랫폼 중 가장 큰 규모를 기록했다.

[도표 92] 이커머스 플랫폼별 선불충전금 규모(2021 년 말 기준)



자료: 언론보도, 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 93] 네이버 플러스 멤버십 혜택



자료: NAVER, 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 94] 네이버 플러스 멤버십 혜택 (상세)

구분	종류	상세
네이버페이 적립 혜택 (한 개 주문 상품당 최대 20,000원 적립)	유효 구매 금액 0원~20만 원	결제 금액의 5% 적립
	유효 구매 금액 20만 원 이상	결제 금액의 2% 적립
	혜택 중복 제공	특가 창고, My 단골 등
디지털 서비스 이용권 (이용 기간마다 6개 중 택1 선택 가능)	티빙	티빙 방송 무제한 이용권
	웹툰/시리즈	쿠키 49개
	시리즈ON 영화	전용 영화 무제한 이용권
	SPOTV NOW	영화 1편 할인
		VIBE 300회 듣기
		네이버 웹툰/시리즈 쿠키 20개
	체험팩(5종 중 자유 선택)	시리즈ON 3,300개시 MYBOX 180GB 이용권 오디오클립 오디오북 대여 할인 3,000원 쿠폰

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

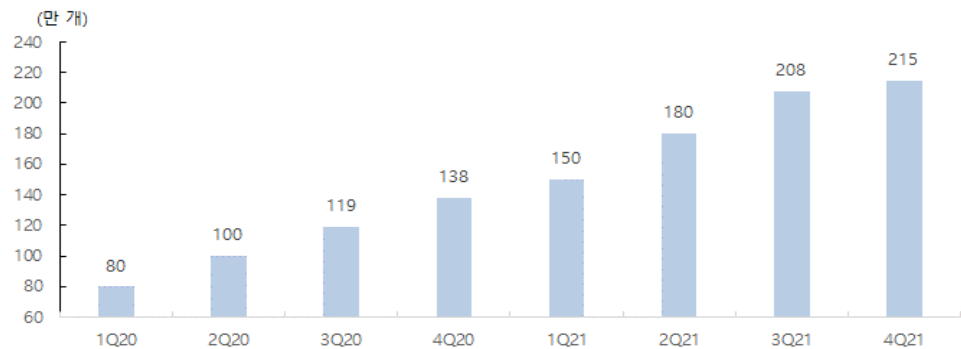
외부 가맹점 확대: 새로운 결제 성장 벡터

네이버페이 캡티브 외 가맹점 확대에 따른 성장도 기대 요인이다. 2021년 4분기

네이버페이는 알리익스프레스, 구글앱스토어 등 대형 글로벌 온라인 가맹점을 신규로 확보하였으며, 이와 같은 신규 글로벌 가맹점 확대로 4Q21 외부 제휴물 수는 7만 3천 여개 증가, 외부결제액은 YoY +60% 성장하였다.

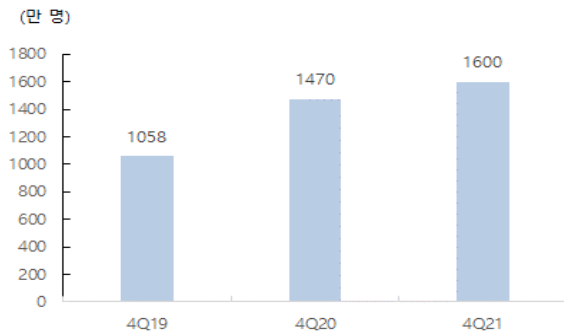
특히 4Q21 오프라인 결제액은 YoY 2.6 배 증가세를 보였다. 2021년 8월 9일 오프라인 결제에 특화된 네이버페이 앱 출시 이후, **네이버 주문 및 현장결제 가맹점을 총 23만 여 곳 확보**해둔 상태다. 오프라인 간편결제 시장에 카카오페이, NHN 페이코에 비해 비교적 늦게 진입했으나, 온라인 부문에서 효과를 발휘했던 네이버포인트를 현장결제시 랜덤 적립해줌으로써 가맹점과 결제자를 빠르게 확보했다. 결제 형태 면에서도 QR 코드 기반 현장결제나, 네이버 앱을 통한 헤어샵, 식당 등 예약 결제에 이르기까지 오프라인 결제의 외연이 지속 확장중이다. 온라인 쇼핑 규모가 다소 둔화되더라도, 오프라인 거래액을 기반으로 간편결제 시장 성장률을 상회하는 결제액 성장세를 보일 것으로 전망한다.

[도표 95] 네이버페이 온+오프라인 가맹점 수 추이



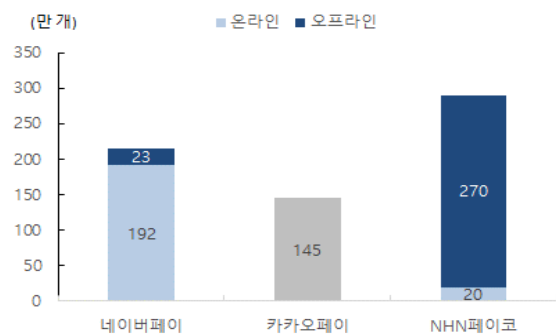
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 96] 네이버페이 월간 결제자수 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 97] 페이먼트 별 온/오프라인 가맹점 수



자료: NAVER, 카카오페이, NHN 교보증권 리서치센터. 주: 카카오는 온/오프라인 합계치

2022년 마이데이터 사업 본격화

2022년에는 마이데이터 사업도 본격화될 것으로 기대한다. 2021년 12월 네이버는 내자산 서비스를 스크래핑 기반에서 API 체제로 전면 전환 마무리하였으며, 보험, 자산관리 등 다양한 핀테크 서비스의 기반이 되는 마이데이터 라인업을 지속 확장할 것으로 예상된다. 각 금융사로부터 제공받은 '재무정보'와 자사의 커머스 플랫폼을 통해 가장 양질의 정보 중 하나로 손꼽히는 고객들의 '소비데이터'를 모두 갖춘 네이버 파이낸셜은 고객의 소비패턴, 재무정보와 위험 회피/선호 성향을 분석해 대출, 투자, 보험, 카드 등 맞춤형 재무 컨설팅을 제공할 계획이다. 기존 연동되었던 은행, 증권, 카드사 뿐 아니라 보험사, 저축은행 기관들까지 라인업이 확대되고 있으며 신용정보와 내 차, 집 시세까지도 조회가 가능하다.

규제 환경에 유의, 그러나 과도한 우려는 불필요

규제 측면에서 지속적으로 촉각을 곤두세워야 할 필요가 있으나, 과도하게 우려할 필요는 없는 상황으로 파악된다. 작년 금융소비자법의 유권해석과 관련해 네이버는 경쟁사대비 금융상품 광고와 중개의 구분을 명확히 시행했기 때문에 투자자들의 센터먼트를 벗어난 실질적인 영향을 크게 받지 않았다. 또한 실제로 시행하고 있었던 스마트스토어 판매자 대상 대출 중개는 '지정대리인'이라는 공식 라이선스를 기반으로 해 금융소비자법 이슈가 제기되지 않기도 했다. 또한 현재 적극적인 대출 중개 사업을 시행하고 있지는 않지만, 대출 중개를 위해 필요한 라이선스는 2021년 획득한 상태이기도 하다.

결제수수료의 경우, 2022년 1월 31일부터 카드수수료 인하에 발맞추어 주문관리 수수료 인하를 시행하였다. 작년 2021년 7월 31일부터 결제수단별 구분을 없애고 수수료를 단일화하여 영세/중소 사업자에게 우대 수수료율을 적용한 데에 이은 것이다. 2022년 1월 26일 카드사들과의 동일 기능, 동일 규제 원칙에 따라 금융감독원이 간편결제 수수료를 관리, 감독하겠다는 계획을 밝힌 데 대응한 것이다. 카드 가맹점 수수료의 경우 3년 주기로 금융당국이 직접 원가 분석을 진행해 수수료 인하 압박을 해왔지만, 빅테크 간편결제 수수료는 직접적인 통제를 받지 않아 카드사들로부터 공정성에 대한 문제제기가 이어져 왔다. 이번 수수료 인하를 통해 해당 부분에 대한 규제 관련 리스크가 일부 해소된 것으로 볼 수 있다. 또한, 카드 수수료 인하에 따른 원가 절감 효과가 일부 있기 때문에 마진 차원에서의 압박은 제한적일 것으로 예상된다.

카드업계를 중심으로 공정성에 대한 문제제기가 계속되고 있고 2021년 2월 금융감독원이 실태조사를 통해 '카드 결제와 빅테크의 간편 결제는 동일 기능이라고 볼 수 없다'고 잠정 결론을 지은 만큼, 수수료 추가 인하보다는 '간편결제 수수료 공시 시스템' 등을 통한 정보 공개를 통한 간접적 규제가 이루어질 것으로 전망된다.

3) 카카오페이: 2022년은 금융서비스 본격화

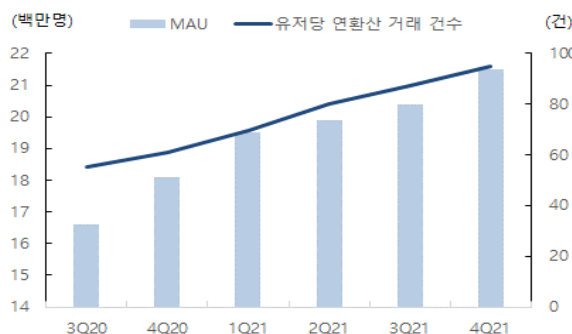
2022년 카카오페이는 그동안 송금, 선물하기(결제), 광고를 통해 유입된 유저들을 중심으로, 송금 서비스에 비해 take rate 이 높은 온/오프라인 결제를 확장함으로써 매출액 고성장을 유발하고, 대출(협력기관 확대, 대출 상품 카테고리 확대, 자체 신용평점모델 개발), 증권(MTS 출시)과 보험(디지털보험사 출범) 등 금융서비스 경쟁력을 강화할 것으로 전망된다. 카카오페이의 성장전략은 결제/송금 서비스를 통해 유입된 사용자층과 트래픽을 고지서, 전자문서 등 생활밀착형 서비스를 통해 록인(Lock-in)하고, 향후 대출/투자/보험의 폭넓은 금융서비스 제공을 통해 수익을 창출하는 것이다.

트래픽과 사용자 확보는 고무적인 수준으로 지속되고 있으며, 유입된 유저들은 더 여러 서비스를 교차하여 사용하고 있다. 4Q21 등록 유저 수는 3,745 만 명을 달성하였으며, 월간 활성 유저는 2,150 만명(yoy +19%)를 기록하였다. 유저 수 뿐 아니라 유저당 연환산 거래건수 역시 94.7 건으로 yoy +55% 증가하며, 유저 활동성도 증가한 것으로 나타났다.

사용자를 연령별로 봤을 때, 주요 경제활동 인구로 뽑히는 20~40 대 비중이 카카오페이 이용자의 67%를 차지하여 실제 인구분포인 46%대비 21%p 높게 나타난다. 경제활동이 활발한 이용자층일 수록 거래액, 거래건수, 금융서비스 등 다양한 분야로의 교차 사용 가능성이 높아 긍정적이다.

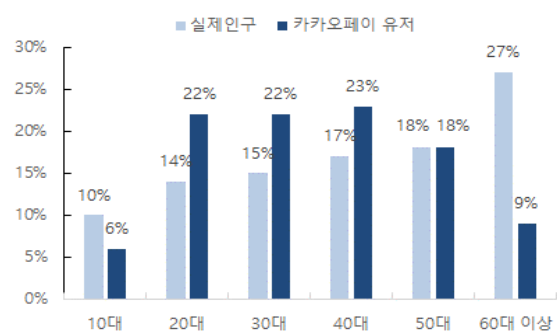
실제로 연간활성유저(AAU) 중 3 가지 이상의 서비스를 사용하는 유저 비중은 2019년 38%에서 2021년 61%로 상승했다. 주로 송금, 정산하기를 통해 유입된 유저들이 결제서비스를 넘어서 다양한 금융서비스를 교차 사용하고 있는 것이다. 이는 수익성 측면에서 긍정적인 현상으로, TPV 와 매출액 추이를 봤을 때 2021년 TPV가 전년 대비 +47.7% 증가하는 기간 동안 매출액은 +61.3% 증가하였다. 송금보다 실질적인 매출 기여도가 높은 서비스의 이용도가 높아지고 있다.

[도표 98] 카카오페이 MAU & 유저당 연환산거래건수 추이



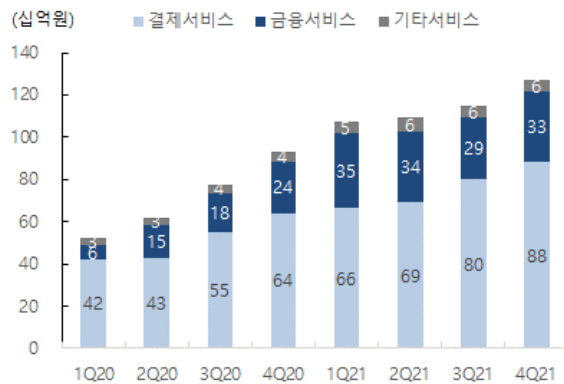
자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 99] 실제 연령대별 인구 vs 카카오페이 유저 분포 비교



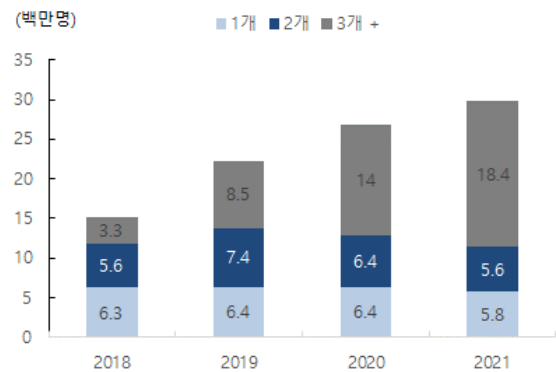
자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 100] 카카오페이 부문별 매출 추이



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 101] 연간 활성 유저(AAU)의 이용 서비스 개수별 분포



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

2021년 전년 대비 부문별 매출 성장률은 결제 +48.6%, 금융 +103.5%, 기타서비스 +53.3%로 결제, 금융서비스 부문 결제액 성장을 통한 본격 매출 성장 구간에 진입했다.

결제서비스: 외부 가맹점을 통한 성장 지속

현재 규모 면에서 전체 매출을 견인하고 있는 것은 결제부문(2021년 매출 비중 66.3%)으로 선물하기, 톡스토어 등 자체 커머스 부문에서 발생한 수수료 뿐 아니라, 외부 커머스 업체를 통한 성장성이 크다는 점이 성장 포인트이다. 똑같이 신용카드 결제를 이용하더라도, 카카오페이에 등록한 후 활용할 시 개별 앱에 카드를 등록할 필요가 없고 소득공제, 카카오페이 사용에 따른 혜택 등을 손쉽게 얻을 수 있어 선호되고 있다.

온라인 영역에서 성장세가 큰 여기어때, 야놀자, 배달의민족, 무신사, 지그재그 등 성장 플랫폼과의 파트너십을 통해 결제액이 빠르게 성장하고 있고, 구글, 애플에 이어 마이크로소프트, 넷플릭스, 스포티파이, KLOOK, iHerb 등 글로벌 결제기반을 폭넓게 확대하고 있다.

오프라인 영역에서도 편의점, 올리브영, 롯데 계열의 마트들과의 협업을 통해페이 생태계를 빠르게 확장해나가고 있다. 2021년 말 누적 가맹점 수는 145만 개를 확보하여, yoy +21.8%로 지속적인 증가세를 이어 갔으며, 2021년 오프라인 결제규모는 2020년 대비 +70% 이상 증가했다. 알리페이 파트너스와 연계하여 일본, 마카오 등 현지 70만개 이상의 오프라인 가맹점을 연동하는 등 글로벌 확장 노력도 보이고 있다. 팬데믹 완화에 따른 해외여행 및 오프라인 활동 정상화시 수혜가 예상된다.

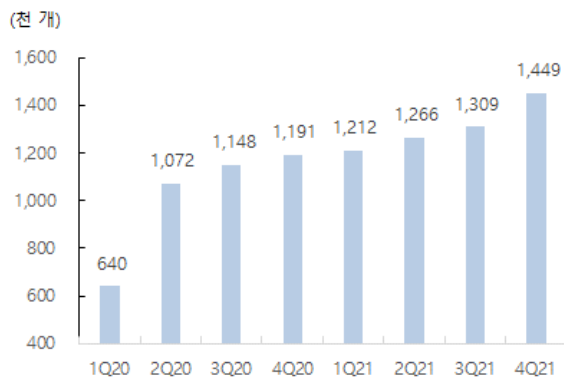
BNPL: 우선 후불 교통카드로 접근

네이버파이낸셜처럼 커머스 부문에서 활용되고 있지는 않으나, 카카오페이드도 후불교통카드 형식(한도:15만원)으로 BNPL(Buy Now Pay Later) 서비스 진출을 준비하고 있다. 향후 현금법 개정으로 한도액이 상향되고 분할납부가 가능해질 때 본격적인 결제 수단으로 접근할 것으로 기대되며, 이는 다시 결제서비스 부문 업사이드로 작용할 것으로 전망한다.

결제 수수료율 인하 영향은 미미

2022년 1월 카카오페이 수수료 인하의 영향은 주로 영세, 중소 사업자 위주로 인하가 이루어졌으며, 해당 머천트들은 이미 낮은 수수료를 적용받고 있었기에 매출에 대한 영향은 미미할 것으로 전망한다. 또한 네이버와 마찬가지로 카드수수료 인하로 결제원가 인하가 이루어졌기 때문에, 마진에 대한 압박도 크지 않을 것으로 예상된다.

[도표 102] 카카오페이 가맹점 수



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 103] 카카오페이 금융 제휴사 (139개)



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

금융서비스: 규제 환경 적응이 관건

2022년 금융서비스 부문은 대출(대출총량규제, DSR 규제 강화), 보험(금융소비자법) 분야 규제 환경에 적응을 통해 성장성을 회복할 것으로 전망한다.

금융서비스(매출 비중 28.6%)의 경우 은행, 카드사, 증권사, 보험사 등 국내 139 개의 금융 제휴사와의 협업을 통해 금융상품을 증대하는 플랫폼으로서 수수료를 수취하는 비즈니스 모델을 통해 성장중이다. 카카오페이의 트래픽(MAU 2,150 명)을 통한 광고 효과를 기반으로 금융사와의 협력이 이루어지고 있다.

2022년 금융서비스 부문은 가계대출과 플랫폼 관련된 규제에 따른 성장 둔화를 극복해내는 것이 하나의 관건이다. 2021년 하반기 정부의 가계대출 총량 규제로 대출증가 물량 성장이 정체되었으며, 2022년에는 총부채원리금상환비율(DSR) 규제가 강화되어 시장 성장 둔화는 불가피하다. 총대출액이 2억원을 넘을 경우, 원리금이 연간 소득의 40%를 초과하면 대출이 불가능하다.

2021년 9월 이후 금융소비자법의 유권해석과 관련된 이슈가 제기되며 중단된 보험서비스는 아직까지 전격 재오픈은 하지 못한 상황이다.

대출총량규제의 영향은 1) 협력기관을 확대하고, 2) 신용대출 증대 뿐 아니라 전세자금대출, 카드로, 오토론, 모기지론 등 대출서비스 영역을 확대시키며 3) 자체적 신용평점모델을 만들어 수익화함으로써 극복하는 것을 목표로 하고 있다. 특히 상품군 다양화에 있어, DSR 규제에 포함되지 않는 전세보증금 대출과 증권투자자에 대한 신용공여가 하나의 업사이드로 작용할 수 있을 것으로 전망한다. 보험서비스의 경우 중단되었던 보험서비스 재개를 통해 해당 결제액과 매출을 회복할 수 있을 것으로 기대한다.

증권, 보험 자회사 활약 기대

한편 2022년은 증권과 보험의 영역에서 플랫폼으로서 뿐 아니라 카카오페이의 자체적인 금융서비스 제공 역량이 한 층 레벨업되는 해가 될 것으로 기대된다. 먼저 2022년 3월 카카오페이증권 MTS 정식 출시로 MAU와 거래금액 증가가 지속될 것으로 전망된다. 여타 증권사들의 MTS들과 마찬가지로 수수료는 0.1% 미만으로 낮은 수준이지만, 향후 신용공여 등 대출상품, 또 투자상품들과의 연계를 통해 수익화가 가능해질 것으로 전망한다.

타 증권사에 비해 인증이 간편하고, 주식 매매를 위한 돈이 부족할 때 카카오페이와 연계된 '채우기' 기능을 통해 빠른 충전이 가능하다는 점(해외주식 거래시에도 환전 절차 없이 통합 증거금 통해서 곧바로 거래), 그리고 유저 친화적인 UI/UX가 차별화 요소로 작용할 것으로 기대된다. 특히 3월 도입 예정인 '소수점 거래'를 통해 소액으로도 투자가 가능해질 전망이며, 카카오톡 소셜 기능을 통해 주식을 선물하거나 함께 투자할 수 있도록 하는 다양한 기능을 준비하고 있다.

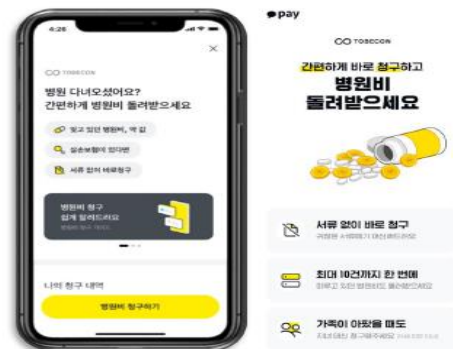
보험 분야에서도, 여태까지는 자회사인 KP 보험을 통한 보험중개서비스만 제공해왔지만, 상반기 디지털 손해보험사 출범을 통해 단순 중개에 비해 더 높은 수수료를 받는 보험 제공사로서의 수익성 상승이 기대된다.

[도표 104] 카카오페이증권 MTS



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 105] 카카오페이 보험 '병원비 청구하기' 서비스



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

사용자 편의를 최우선시한 '보험비 청구하기' 서비스

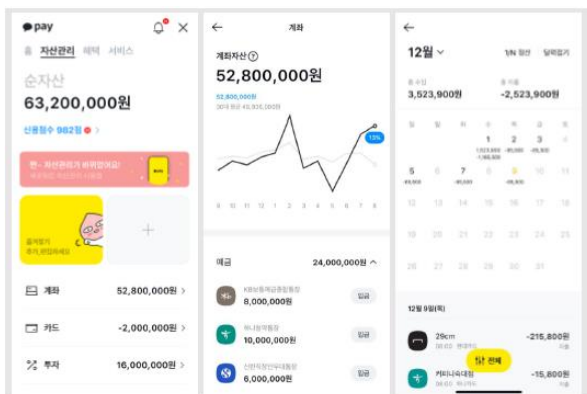
현재는 2021년 9월 오픈한 '병원비 청구하기' 서비스를 통해 차별화를 꾀하고 있다. 병원 내용 사용자가 복잡한 청구 절차를 생략하고 병원비를 바로 청구할 수 있는 서비스로, 사진 촬영을 통해 간단히 병원비를 청구할 수 있을 뿐 아니라 제후병원의 경우 '바로 청구 서비스'를 통해 사진 촬영 없이도 보험사에 바로 청구가 가능하다. 병원비 청구 서비스는 2021년 12월말 기준 누적순방문자수 95만명을 돌파하였으며, 12월 한달간 일평균 700건 이상의 보험금 청구를 완료했다. 카카오페이 앱 내에서 보험금 청구와 관련된 모든 절차가 이루어질 수 있도록 하는 원스톱서비스를 구현하는 것이 목표다.

2022 년 마이데이터 사업 본격화

카카오페이도 마이데이터 기반 ‘자산관리’를 통한 금융상품 중개사업 시너지 효과가 강력할 것으로 기대된다. 2021 년 12 월 사용자 맞춤형 금융자산 지출 분석서비스인 ‘자산관리’를 기존 스크래핑에서 마이데이터 기반 서비스로 개편 출시하였으며, 2022 년 1 월 5 일부터 본격적으로 서비스를 제공하고 있다. 현재 138 여개 기관과 안정적으로 정보 연동 중이며, 예금, 적금, 카드, 보험, 대출, 전자금융, 통신 등 금융자산을 한눈에 확인해 통합적으로 관리하는 것이 가능하다.

중기적으로는 1) 부동산, 스톡옵션을 비롯한 다양한 형태의 자산을 손쉽게 관리하도록 영역을 확대하고, 2) 이용자의 소비 패턴을 분석해 맥락 기반의 정보를 제공하는 서비스를 지속 추가하며, 3) 소셜기능을 통해 지인들과 함께 정보를 나누고 자산관리를 할 수 있는 ‘함께하는 금융활동’을 제시하는 것을 목표로 한다.

[도표 106] 마이데이터 기반 ‘자산관리’ 주요 화면



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 107] 마이데이터 업권별 연결 현황(2022 년 2 월 기준)

업권	기관수
국내은행	22
신용카드	25
저축은행	13
할부/리스	6
금융투자	20
생명보험	16
손해보험	10
전자금융	15
통신업	5
상호금융	4
경영여신	2
총합계	138

자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터



이 페이지는 편집상 공백입니다.

Company Analysis



종목명	투자의견	목표주가	비고
NAVER(035420)	Buy	440,000	신규
카카오(035720)	Buy	120,000	신규
카카오페이(377300)	Buy	185,000	신규

Company Analysis

NAVER 035420

Mar 7, 2022

본업 튼튼 + 신사업 수익 기여 본격화

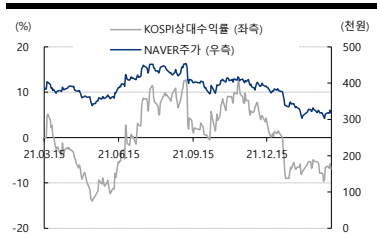
Buy 신규

TP 440,000 원 신규

Company Data

현재가(03/04)	317,500 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	454,000 원
52 주 최저가(보통주)	302,500 원
KOSPI (03/04)	2,713.43p
KOSDAQ (03/04)	900.96p
자본금	165 억원
시가총액	520,856 억원
발행주식수(보통주)	16,405 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	51.8 만주
평균거래대금(60 일)	1,654 억원
외국인지분(보통주)	54.92%
주요주주	
국민연금공단	9.19%
BlackRock Fund Advisors 외 13 인	5.05%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.1	-29.8	-18.9
상대주가	-1.7	-17.2	-9.0



인터넷/게임 김동우

3771-9249, 20210135@iprovest.com

2022년 전망

2022년 NAVER의 연결 기준 매출액은 전년비 +26.4% 성장한 8.6조원, 연결 영업이익은 +20.9% 증가한 1.6조원을 기록할 것으로 전망. 콘텐츠 부문의 해외 진출과 커머스 경쟁력 강화를 위한 마케팅, 개발운영비 증가, 직접비 성격의 파트너 비용 증가 부담이 있으나, 1) 서치플랫폼(+11.7%), 커머스(+26.9%), 핀테크(+35.9%) 매출 성장이 전년 대비 다소 둔화되지만 안정적으로 이어지고, 2) 웹툰, 제페토를 비롯한 콘텐츠 부문 고성장으로 영업이익률은 18.6%로 양호한 수준 예상.

커머스 점유율 20.6% 전망. 이커머스 경쟁 격화는 광고 수요 증가

네이버쇼핑 GMV는 2022년 이커머스 시장 성장률 둔화(YoY +11% 예상)에도 불구하고, +19.6% 증가한 44조 수준(점유율 20.6%)를 달성 가능할 것으로 전망. 1)광고, 핀테크 부문 시너지와 각종 판매자 솔루션 제공, 물류 역량 확충을 통한 셀러 우호적 환경 조성, 2)멤버십을 통한 강력한 소비자 락인, 3)쇼핑라이브 & 브랜드스토어 등 새로운 판매채널 효과에 힘입어 온라인 침투율이 낮은 생필품, 장보기, 의류 부문에서의 거래액 고성장 전망.

핀테크의 경우 1) 커머스 거래액 성장 지속과 2) 온/오프라인 가맹점 확장에 힘입어 +36%의 결제액 성장 달성 전망. 광고 부문은 디스플레이 광고(+18.2%) 중심 성장 예상. 2022년에도 상품 라인업/지면(Q) 지속 확대되고, 이커머스 경쟁 격화는 한편으로는 광고 수요 증가에 따른 비딩 가격(P) 상승으로 이어질 것.

투자의견 Buy, 목표주가 440,000원으로 커버리지 개시

2022년 목표주가 440,000원은 SOTP Valuation을 통해 산출. 1)커머스-광고-핀테크 성장 다소 둔화되나 여전히 지속되고, 2)웹툰과 제페토를 중심으로 콘텐츠 부문의 해외 확장과 수익 기여도가 가시화되는 시점. 2022년 추정 EPS 기준 현재가는 PER 30.5배로 Valuation 메리트 충분. 인터넷 업종 Top-pick으로 제시

Forecast earnings & Valuation

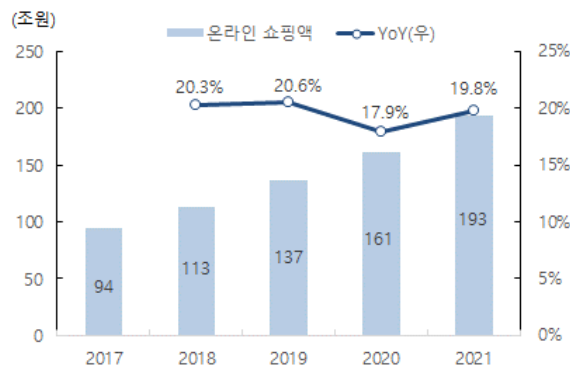
12 결산(십억원)	2019.12	2020.12	2021.12P	2022.12E	2023.12E
매출액(십억원)	4,356	5,304	6,818	8,617	10,583
YoY(%)	-22.0	21.8	28.5	26.4	22.8
영업이익(십억원)	1,155	1,215	1,325	1,602	2,074
OP 마진(%)	26.5	22.9	19.4	18.6	19.6
순이익(십억원)	397	845	16,414	1,716	2,070
EPS(원)	3,538	6,097	100,015	10,412	12,558
YoY(%)	-10.1	72.4	1,540.3	-89.6	20.6
PER(배)	52.7	48.0	3.8	30.5	25.3
PCR(배)	21.1	24.4	3.6	20.7	17.5
PBR(배)	5.3	6.5	2.6	2.1	2.0
EV/EBITDA(배)	17.7	28.0	35.4	25.6	20.5
ROE(%)	10.6	15.2	106.5	7.2	8.3

1. '커머스 삼각축' 확고, 점유율 확대 예상

커머스 → 점유율 20.6% 확보 예상

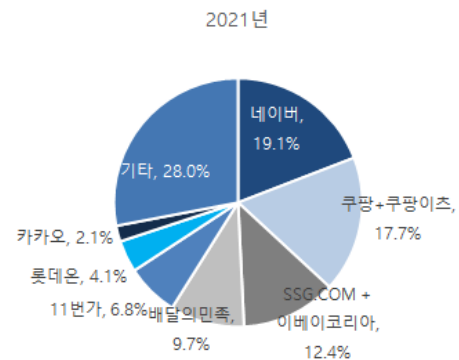
2022년 네이버쇼핑 GMV는 이커머스 시장 성장률 둔화(YoY +11% 예상)에도 불구하고, +19.6% 증가한 44조 수준(점유율 20.6%)을 달성 가능할 것으로 전망한다. 직전 2년간 네이버 쇼핑 GMV 성장률은 1)셀러 우호적 생태계 조성, 2)강력한 소비자 락인, 3)쇼핑라이브 & 브랜드스토어 등 새로운 판매채널 효과로 시장 성장률을 상회했다. 2022년도 상기 요인이 유효하다고 판단되며, 특히 시장 침투율이 낮은 생필품, 장보기, 의류 부문에서의 거래액 고성장이 기대된다.

[도표 108] 국내 연간 온라인 쇼핑액 추이



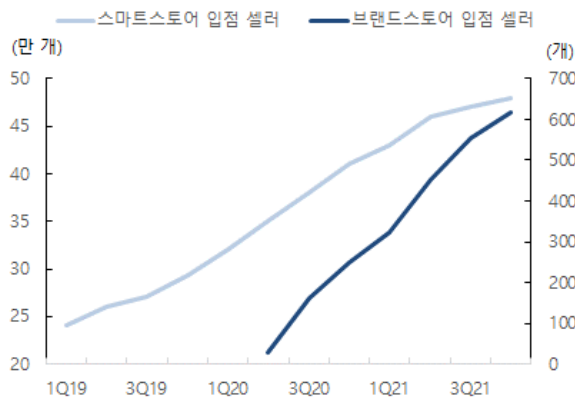
자료: 통계청, 교보증권 리서치센터

[도표 109] 국내 이커머스 업체별 점유율 추정 (2021)



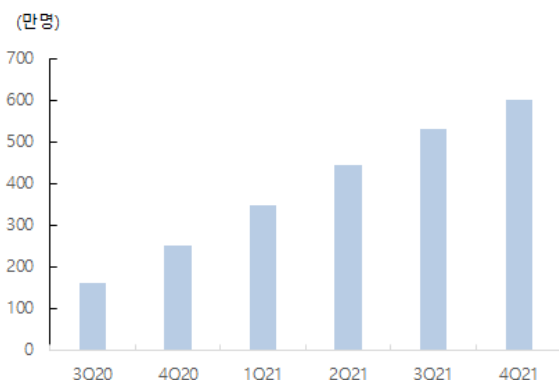
자료: 언론취합, 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 110] 브랜드스토어 & 스마트스토어 입점 셀러 수



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 111] 네이버 플러스 멤버십 회원수 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

셀러 우호적 환경

네이버는 1) 포털 트래픽을 바탕으로 한 쇼핑광고 역량과 2) 네이버파이낸셜을 통한 저렴한 수수료와 스마트스토어 사업자 대출 & '스타트제로' 등 금융지원, 3) 셀러에 대한 판매자 솔루션 제공, 그리고 4) 물류 역량 확보를 통해 판매자에게 유리한 환경을 조성해왔다. 셀러 유입이 지속됨에 따라 스마트스토어 입점 셀러 수는 2020년 1분기 32만 개에서 2021년 말 48만 개로 지속 증가하였으며, 2026년까지 100만 판매자를 유치하겠다는 목표치를 제시하였다. 2021년 말 기준 551.1만 명의 국내 자영업자 수와 '멀티호밍'이 대세를 이루는 추세 하에서 충분히 달성 가능한 목표다.

[도표 112] 네이버 쇼핑광고



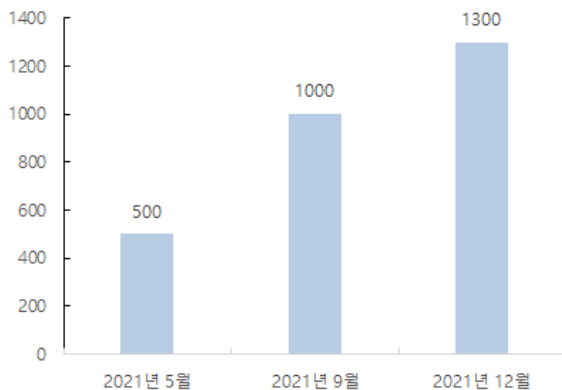
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 113] 네이버페이 주문관리 수수료율 (VAT 포함)

	영세	중소1	중소2	중소3	일반
변경 전	2.20%	2.75%	2.86%	3.08%	3.63%
변경 후	1.98%	2.59%	2.75%	3.025%	3.63%

자료:NAVER, 교보증권 리서치센터. 주: 2022년 1월 31일부터 인화된 수수료율 적용

[도표 114] 스마트스토어 사업자 대출 약정액 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

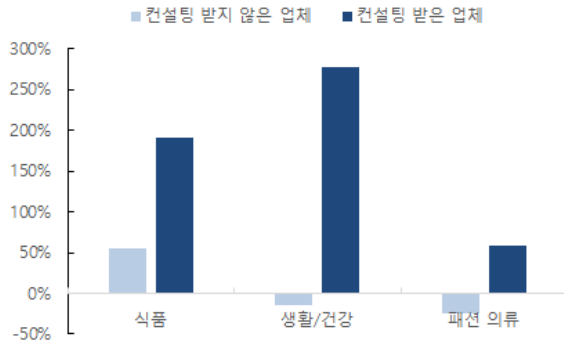
[도표 115] 네이버 파이낸셜 '스타트제로' 프로그램

지원 내용

구분	주문 관리 수수료 지원	매출 연동 수수료 지원
지원 기간	승인일 기준 익일부터 최대 12개월간 지원	승인일 기준 익일부터 최대 6개월간 지원
지원 내용	주문 관리 수수료 0% 적용	매출 연동 수수료 0% 적용
지원 한도	매월 순결제 금액 500만원까지	한도 없음

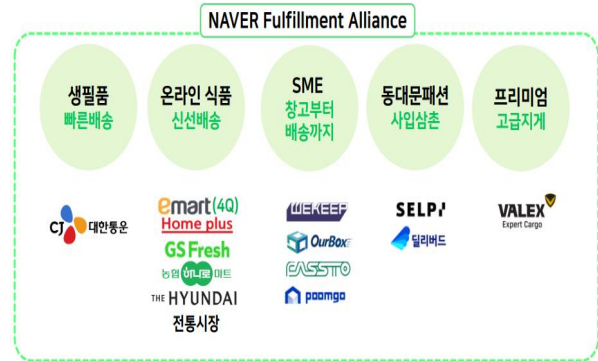
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 116] 컨설팅 서비스 이용 유무와 평균 매출 증감률



자료: 네이버 D-커머스 리포트, 교보증권 리서치센터

[도표 117] NAVER Fulfillment Alliance (NFA)



자료: NAVER, 각 사, 교보증권 리서치센터

멤버십 통한 소비자 락인 효과 확대

2020년 도입한 네이버 플러스 멤버십 구독자수는 2020년 말 250만 명, 2021년에는 당초 목표였던 600만 명을 초과 달성했다. 구독자수 증가에 따라 구독 수수료 매출 증가 뿐 아니라, 이용자 1명당 지출액이 늘어나는 효과가 유효하게 작용할 것으로 기대한다.

네이버 플러스 멤버십을 통한 소비자 락인 효과도 2022년 네이버쇼핑 거래액 성장에 크게 기여할 것으로 전망된다. 2021년 말 기준 멤버십 구독자수는 당초 목표였던 600만 명을 초과 달성했으며, 2022년 700만 명 수준에 이를 것으로 전망한다. 구독자수 증가에 따라 구독 수수료 매출 증가 뿐 아니라, 이용자 1명당 지출액이 늘어나는 효과가 유효하게 작용할 것으로 기대한다.

[도표 118] 네이버 플러스 멤버십 혜택

구분	종류	상세
네이버페이 적립 혜택 (한 개 주문 상품당 최대 20,000원 적립)	유효 구매 금액 0원~20만 원	결제 금액의 5% 적립
	유효 구매 금액 20만 원 이상	결제 금액의 2% 적립
	혜택 중복 제공	특가 창고, My 단골 등
디지털 서비스 이용권 (이용 기간마다 6개 중 택1 선택 가능)	티빙	티빙 방송 무제한 이용권
	웹툰/시리즈	쿠키 49개
	시리즈ON 영화	전용 영화 무제한 이용권
	SPOTV NOW	영화 1편 할인
	체험팩(5종 중 자유 선택)	VIBE 300회 듣기
		네이버 웹툰/시리즈 쿠키 20개
		시리즈ON 3,300개시
		MYBOX 180GB 이용권
		오디오클럽 오디오북 대여 할인 3,000원 쿠폰

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

셀러 솔루션: take rate ↑ 효과

머천트솔루션은 take rate(매출액/거래액)을 높일 수 있는 요소로 작용할 것으로 보인다.

라이브커머스 선택해 판매시 GMV의 3~5%, 정기구독솔루션을 이용할 경우 1~2%를 추가로 수취하게 돼 판매자 선택에 따라 Gross Take Rate이 상향될 수 있다.

특히 브랜드스토어 거래액(1.9조원)과 쇼핑라이브 합계액이 2021년 전체 스마트스토어 거래액의 10%를 초과했을 정도로 성장세가 가파르다. ‘선물하기’, 2021년 1월 출시된 10분 정도의 숏폼 콘텐츠로 제공되는 ‘맛보기 쇼핑’, 머천트솔루션의 일부인 ‘정기구독솔루션’ 등도 고무적인 성장성을 보이고 있다.

저침투율 카테고리

2022년 온라인쇼핑 침투율이 상대적으로 낮은 생필품, 의류(명품), 정기구독, 렌탈, 장보기 등 카테고리를 중심으로 거래액이 증가할 것으로 전망한다.

통계청에 따르면, 2021년 가전제품 및 전자기기(전체 소매판매액 규모 51.7조원)의 온라인 침투율은 61.4%로 높은 반면, 의류(71.3조원)와 화장품(30.8조원)은 각각 36.0%, 39.6%의 비교적 낮은 침투율, 음식료품(129.3조원)은 25.4%로 낮아 부문별로 차이를 보인다.

디지털 전환은 전 영역에서 고르게 이루어진 것이 아니며, 규모가 큰 시장 중에서도 신선도가 중요한 식품, 편리성/접근성이 중요한 생필품, 유통과정에서의 신뢰성을 중시하는 명품 등 디지털화로의 장벽이 비교적 높은 분야는 여전히 블루오션으로 남아있다.

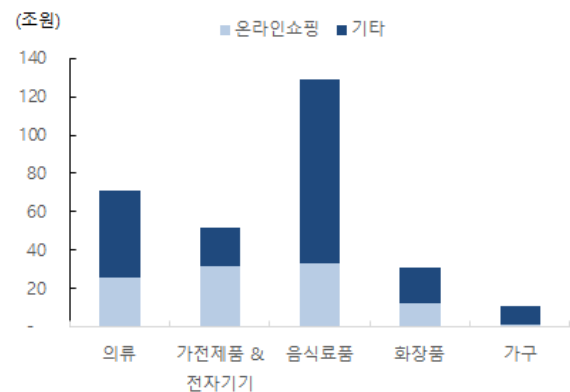
시장 규모 대비 침투율이 낮은 의류(명품), 음식료품과 구독/렌탈 시장을 중심으로 전반적인 온라인 쇼핑 시장 확장이 이루어질 것으로 보이며, 네이버 또한 그 수혜를 입을 수 있을 것으로 기대한다.

[도표 119] 네이버 브랜드스토어



자료: GNM자원의품격, 교보증권 리서치센터

[도표 120] 품목별 소매시장 규모 & 온라인 쇼핑액 (2021)



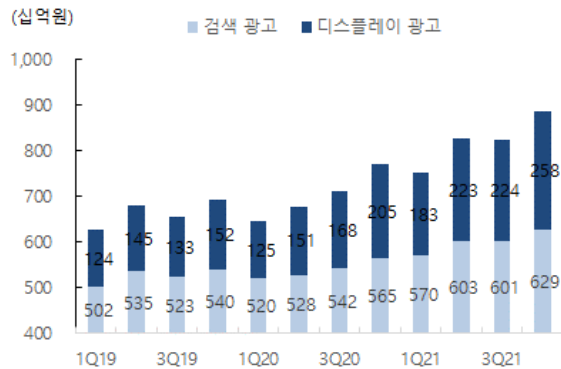
자료: KOSIS, 교보증권 리서치센터

서치 플랫폼(광고): 전년비 성장 둔화는 불가피, 그러나 견조한 성장 이어나갈 것

2022년 광고주 비딩 가격(P) 상승에 따라, 시장 성장을 상회하는 디스플레이 광고 매출 성장률(+18.2%)을 보일 것으로 예상된다. 먼저 Q의 측면에서 2022년에도 2021년만큼 공격적이지는 않지만, 여전히 지면(Q) 확대가 지속될 것으로 예상된다. 2021년 4분기 빅브랜드를 대상으로 한 스페셜 DA 프리미엄 동영상 광고 상품을 출시했으며, 2022년 2월 개인 관심사와 구매의도를 반영한 다이내믹 광고 상품을 출시했다. 쇼핑라이브와의 콜라보를 통한 전면 광고의 정식 출시도 예정되어 있다.

P 측면에서 이커머스 경쟁 격화는 한편으로는 광고 수요 증대 요인으로 네이버 성과형 광고는 인벤토리가 모두 소진되고 있는 '수요 우위'의 상황이다. AI/커머스 데이터를 활용한 타겟팅 능력 개선, 로컬 기반 플랫폼 '플레이스', 인플루언서 기반 플랫폼 '인플루언서 검색', 블로그 등 UGC 생태계 활성화 등 으로 경쟁 우위를 확보한 것으로 판단한다.

[도표 121] 검색광고 & 디스플레이 매출 추이



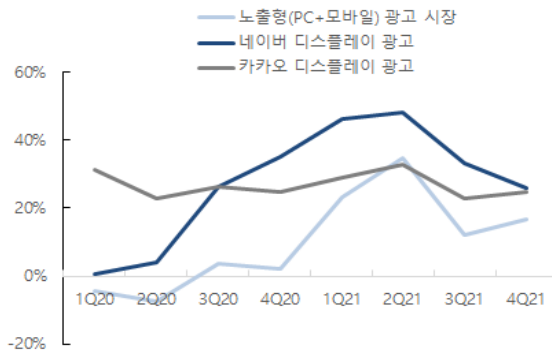
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 122] 노출보장형 광고 vs 성과형 광고

방식	노출보장형 광고	성과형 광고
입찰방식	CPM	CPC, CPM 입찰
광고시스템	NOSP (보장형 디스플레이 광고 플랫폼)	GFA (성과형 디스플레이 광고 플랫폼)
운영방식	노출구조 선구매 방식	실시간 타겟팅 설정, 입찰가 변경 가능
타겟팅	성별, 연령, 지역 등 기본적 데모 타겟팅	기본 데모 타겟팅 + 행동 기반 관심사 데이터 활용

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 123] 디스플레이 광고 성장률(YoY) 추이 (동영상 제외)



자료: 리서치에드, NAVER, 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 124] 네이버 스페셜 DA 프리미엄 동영상 광고



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

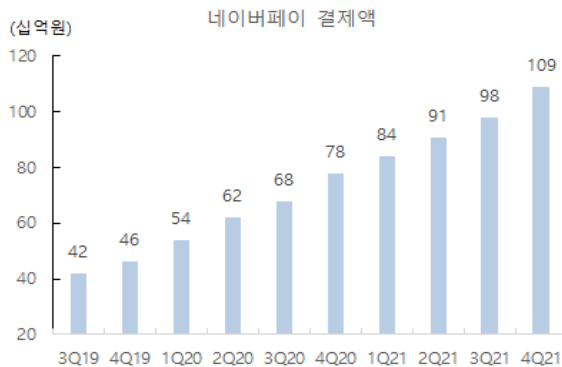
핀테크: 쇼핑 성장 + 가맹점 확장 효과

2022년 네이버 핀테크 부문은 스마트스토어와 브랜드스토어 성장 지속에 따른 커머스 시장점유율 확대, 멤버십 및 선불충전 고객 락인 효과에 따른 거래액 증가로 인한 1)커머스 거래액 성장 지속과 2)온, 오프라인 가맹점 결제처 확장에 힘입어 +36%의 결제액 성장을 달성할 것으로 전망한다.

SME들의 진입장벽을 낮춤으로써 구성 상품을 다변화하기 위한 적극적 프로그램(스타트제로)과 금융상품(스마트스토어 사업자대출, SME 특화 보험서비스 추천)을 지원하고, 소비자들에게도 플러스 멤버십 포인트 적립 혜택 등 유리한 결제 옵션을 제공함으로써 쇼핑 거래액 성장 → 페이 결제액 성장을 유도하는 구조가 형성되어 있다.

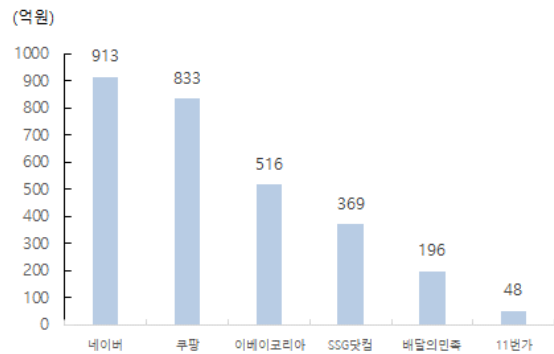
네이버쇼핑 뿐 아니라, 외부 가맹점 확장 역시 2022년 핀테크 부문 매출 성장에 기여할 것으로 예상된다. 네이버페이는 NHN페이코에 비해 비교적 늦게 오프라인 결제 영역에 진출하였으나 2021년 8월 9일 오프라인 결제에 특화된 네이버페이 앱 출시 이후, 네이버 주문 및 현장결제 가맹점을 총 23만 여 곳(온+오프 215만 개) 확보해둔 상태다. 4Q21 오프라인 결제액은 YoY 2.6배 증가했다. 2021년 4분기 온/오프라인 외부 가맹점 결제액은 YoY +60% 성장했다.

[도표 125] 네이버페이 분기별 결제액 추이



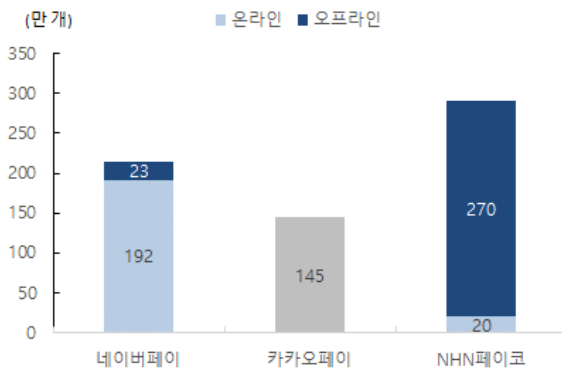
자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 126] 이커머스 플랫폼별 선불충전금 규모(2021년 말 기준)



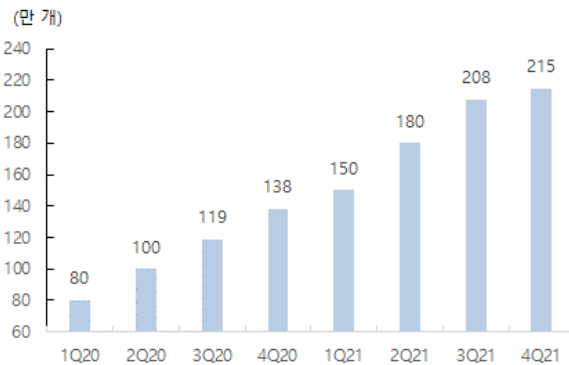
자료: 언론보도, 각 사, 교보증권 리서치센터

[도표 127] 페이먼트 별 온/오프라인 가맹점 수



자료: NAVER, 카카오페이, NHN 교보증권 리서치센터. 주: 카카오는 온/오프라인 합계치

[도표 128] 네이버페이 온+오프라인 가맹점 수 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

2. 콘텐츠 고성장 & 클라우드 시장 선점 기대

웹툰 글로벌 성장 본격화

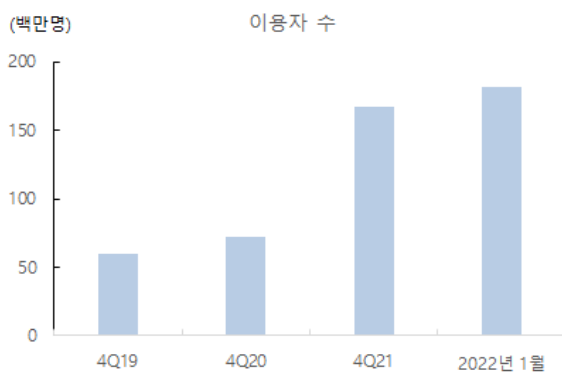
2022년 네이버 웹툰 매출은 1)거래액 고성장(1.5조원 이상)과 2)매출전환율의 지속적인 개선에 힘입어 YoY +55% 이상 증가할 것으로 전망한다.

2021년 네이버 웹툰은 왓패드 인수를 통해 1.7억 이용자를 확보하였으며, 연간 거래액 1조원을 돌파하였다. 2022년 1월에도 월간 거래액 규모가 1,000억원을 넘어서, 1분기 3,000억원 수준을 달성가능할 것으로 가정한다. 작년 11, 12월에도 각각 약 1,000억원의 거래액이 발생한 것으로 추산하며, 하나의 IP를 번역을 통해 여러 국가에서 서비스하는 크로스보더 콘텐츠가 늘어나는 추세를 고려, 2022년 GMV는 1.5조원 이상 달성이 가능할 것으로 예상한다.

거래액 성장에 더해, 웹툰 거래액 대비 매출전환율도 작년 하반기 대폭 개선되었다. 1) 웹툰 플랫폼 글로벌화에 따라 해외 비중이 확대(미국, 유럽의 네이버 수익 배분 비율이 국내 대비 높음)되었고, 2) 분기 160억원 수준의 왓패드 광고 매출이 더해졌기 때문이다. 특히 3) 팬번역/전문번역 등을 통해 작가들이 같은 작품을 국내/일본/미국 등 다양한 국가에 업로드할 수 있게 됨에 따라, 수익성이 개선되고 있는 상황이다. 거래액 고성장과 매출전환율의 지속적인 개선에 힘입어, 2022년 웹툰 매출은 YoY +55% 이상 증가할 것으로 전망한다.

웹툰 IP에 대한 해외의 반응은 긍정적이다. 특히 웹툰 원작의 넷플릭스 오리지널 ‘지금 우리 학교는’이 1월 28일 공개 이후 원작의 주간 조회 수는 80 배, 영어 플랫폼의 조회 수는 21 배로 뛰며 One Source Multi Use 하 선순환 효과가 입증되었다. 웹툰인 ‘안나리수마나라’ 원작의 넷플릭스 드라마 공개를 포함해 ‘내일’, ‘사냥개들’ 등 콘텐츠의 영상화가 올해 진행될 예정으로, 콘텐츠 지속 공급에 따른 트래픽 증가가 기대된다. 2022년 일본의 ‘eBook Japan’, 국내 웹소설 업체인 ‘문피아’ 인수로 IP 경쟁력 확보를 위한 노력도 지속하고 있다.

[도표 129] 네이버 웹툰 글로벌 활성 이용자수 추이



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터. 주: 4Q21 이후는 왓패드 이용자 포함

[도표 130] 넷플릭스 오리지널 ‘지금 우리 학교는’



자료: 넷플릭스, 교보증권 리서치센터

제페토 수익 가시화, 콘텐츠 확충 기대

2018 년 출시되어 아시아 1 위 메타버스 플랫폼으로 공고히 자리잡은 제페토는 4Q21 기준 2.6 억 명의 이용자(해외 이용자 비중 90%, 10 대 이용자 비중 80% 이상), 2 백만 명 이상의 크리에이터를 확보하였다. 4Q21 MAU YoY +57% 증가, 매출은 +318% 증가하며 글로벌 진출을 지속하는 동시에, 본격적인 수익화 구간에 접어든 것으로 파악된다.

제페토는 가상세계에서 자신이 원하는 자아를 표출할 수 있는 ‘아바타’를 통해 타 유저들과 교류할 수 있는 메타버스라는 점에서 로블록스, 포트나이트 등과 공통점을 가지나, 게임이 아닌 SNS 를 기반으로 한다는 점에서 차이가 있다. 2 백만 명 이상의 크리에이터들은 ‘월드’를 창작해 운영 기관에 판매하거나 아바타를 꾸밀 수 있는 아이템을 만들고, 유저들은 게임 내 화폐 ‘잼’을 가지고 아이템을 구입한다. 제페토 발생 수익의 약 75%는 잼 판매에서, 25%는 외부 브랜드에 대한 광고를 통해 창출되고 있다.

게임 기반의 플랫폼이 아닌 만큼 아직은 유저가 ‘월드’를 자유롭게 창작할 수 있도록 하는 개발 플랫폼이 부족하고, 서비스 내 놀이 콘텐츠가 다소 부족한 점이 지적되어 왔다. 다양한 콘텐츠 속에서 아바타를 통해 이루어지는 자유로운 경제활동이 메타버스의 핵심 요소인 만큼, 네이버제트 역시 서비스 내 콘텐츠에 대한 투자를 지속하고 있다. 2022 년 1 월 모바일 캐주얼게임 개발사 ‘루노소프트’와 설립한 조인트 벤처 ‘피노키오’ 주식 5 만주(지분율 33.33%)를 40 억원에 인수하였다. 이를 통해 전격적인 게임을 도입한다기보다는, 아바타를 통해 참여할 수 있는 인터랙티브한 형식의 놀이 콘텐츠가 도입될 것으로 예상된다.

지역적 확장과 현지화에도 박차를 가하고 있다. 2021 년 11 월 ‘네이버제트 USA’를 설립한 데 이어, 올해 1 월에는 47.5 억원을 출자해 홍콩 자회사 ‘네이버 Z 리미티드’를 설립했다. 2021 년 12 월 소프트뱅크, 하이브 등에서 2,200 억원 규모의 투자를 유치한 만큼, 미국, 홍콩 등 거점 지역에서의 서비스 확장을 통해 성장 가속화에 나설 것으로 기대한다.

[도표 131] 제페토 앱 내 게임 ‘좀비 피하기’



자료: 조선비즈, 네이버제트, 교보증권 리서치센터

[도표 132] 루노소프트 ‘디즈니 틀린그림찾기’



자료: 루노소프트, 교보증권 리서치센터

국내 TOP 2 클라우드 사업자 안착, 글로벌 진출 기대

네이버 클라우드 부문은 2022년 공공/민간시장 규모 확대와 기 확보된 레퍼런스를 기반으로 전년 대비 +27% 이상 성장할 것으로 예상된다.

네이버 클라우드는 국내에서 유일하게 자체적으로 개발한 원천 기술을 기반으로 IaaS를 포함, PaaS, SaaS, 하이브리드 클라우드까지 보유해 고객이 원하는 형태로 상품을 개발, 제공할 수 있는 업체이다. 5만 곳 이상의 고객사를 확보하고 있고 국내 100대 기업 중 55%가 네이버 클라우드를 활용하고 있어, AWS에 이어 2위 사업자로서의 지위를 공고히 하고 있다. 레퍼런스 측면에서 삼성계열사 뿐 아니라, 금융 및 의료 영역의 특수 영역까지 확보해놓은 상태로 추후 확대되는 국내 클라우드 시장 선점에 유리한 위치를 점하고 있는 것으로 평가된다. 한 번 업체가 정해지면 쉽게 바꿀 수 없는 산업 특성상 매우 고무적인 상황이다.

클라우드 시장 규모는 집계 기준에 따라 크게 다르지만, NHN에 따르면 2022년 국내 클라우드 시장 규모는 2021년 약 3.3조 원에서 YoY +30% 성장을 가정한 4~5조원 수준에 이를 것으로 추산된다. (출처: NHN 4Q21 실적발표) 전체 시장 중 통상적으로 퍼블릭(민간) 시장이 90%, 공공 시장이 10% 정도의 규모이다. 올해 행정안전부 주도의 공공 클라우드 전환사업 예산은 2,400억원(2021년 500억원) 규모로 예상되며, 글로벌 업체가 진입하기 어려운 공공시장에서 네이버, KT, NHN 세 업체가 3파전을 벌일 것으로 전망한다. 보수적으로 올해 1/3인 800억원 규모를 공공 부문에서만 수주 가능할 것으로 가정한다.

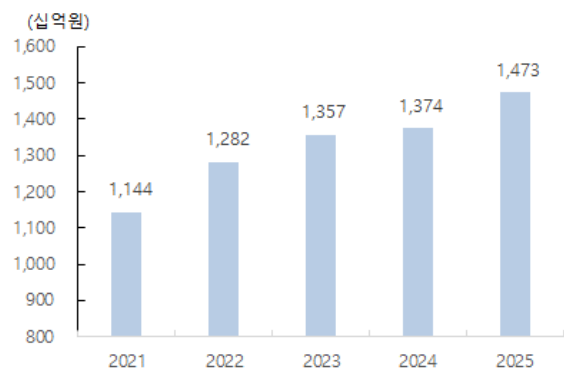
작년보다 규모가 더 커질 것으로 예상되는 퍼블릭 클라우드 시장에서 네이버가 점하고 있는 신뢰도와 기술력을 고려시, 올해 더 많은 프로젝트를 확보할 수 있을 것으로 기대되며, 전년 매출 증가액인 약 1,000억원의 매출 증가는 보수적 가정하에서도 충분히 가능하다. 이에 따라 2022년 클라우드 부문 매출은 전년 대비 최소 +27% 이상 성장할 것으로 전망한다.

[도표 133] 네이버 데이터센터 '각 세종' 조감도



자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

[도표 134] 국내 클라우드 IT 인프라 시장 전망



자료: IDC, 교보증권 리서치센터

3. 2022 연간 실적 전망

2022년 네이버의 연간 매출은 전년비 +26.4% 성장한 8조 6,171억 수준을 기록할 것으로 전망한다. 서치플랫폼(+11.7%), 커머스(+26.9%)와 핀테크(+35.9%) 부문이 전년 대비 다소 둔화되나 안정적인 성장세를 이어나가는 동시에, 콘텐츠 부문 매출이 웹툰과 제페토 매출 고성장에 힘입어 +81.2% 성장할 것으로 추정한다.

특히 올해는 1) 커머스 시장 성장 둔화에도 점유율 확장을 통해 네이버 커머스, 핀테크 부문 성장이 견조하게 유지되고, 이커머스 경쟁 격화가 오히려 광고 부문 수요에는 일정 부분 업사이드로 작용할 것으로 예상된다. 또한 2) 콘텐츠 매출 기여도가 핀테크 부문과 유사한 수준으로 확대되면서, 신사업에서의 수익 기여가 가시화될 것으로 기대한다.

한편 콘텐츠 부문의 해외 진출에 수반되는 지출(웹툰 쿠키지급 등)과 커머스 경쟁력 유지를 위한 포인트 리워드 등 마케팅 비용(+26.5%) 증가와, 선제적 인력 확보에 따른 개발운영비(+27%) 증가, 또한 광고대행사 수수료, 핀테크 결제원가, 스마트스토어 구매 적립금 등 직접비 성격의 파트너 비용의 증가(+32.6%)로 영업이익률은 전년비 -0.8%p 축소된 18.6%를 기록할 것으로 전망한다.

[도표 135] NAVER 분기 및 연간 실적 추정 (연결 기준)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	1,154.7	1,276.0	1,360.8	1,512.6	1,499.1	1,663.5	1,727.3	1,927.7	1,934.7	2,130.3	2,207.6	2,344.6	5,304.1	6,817.6	8,617.1
성장률(YoY %)	16.3%	17.2%	24.2%	28.3%	29.8%	30.4%	26.9%	27.4%	29.1%	28.1%	27.8%	21.6%	21.8%	28.5%	26.4%
서치플랫폼	644.7	678.2	710.1	770.2	752.7	826.0	824.9	886.9	833.3	937.9	921.8	983.6	2,803.2	3,290.5	3,676.6
검색	519.6	527.6	542.0	565.4	569.7	603.2	601.1	628.6	616.3	672.3	653.5	684.8	2,154.7	2,402.6	2,627.0
디스플레이	125.1	150.5	168.1	204.8	183.0	222.8	223.8	258.3	216.9	265.6	268.3	298.8	648.5	887.9	1,049.6
커머스	231.2	256.2	285.4	316.8	324.4	365.3	380.3	405.2	415.9	474.1	475.1	507.0	1,089.6	1,475.2	1,872.1
핀테크	137.6	164.7	174.0	201.1	209.5	232.6	241.7	295.2	311.4	320.6	339.4	359.4	677.4	979.0	1,330.8
콘텐츠	93.4	112.9	115.0	138.9	130.8	144.8	184.1	233.3	276.3	283.5	345.3	350.6	460.2	693.0	1,255.6
클라우드	47.7	64.1	76.3	85.6	81.7	94.9	96.2	107.2	97.9	114.3	125.9	144.0	273.7	380.0	482.1
영업비용	862.9	968.0	1,069.1	1,188.9	1,210.2	1,327.9	1,377.5	1,576.5	1,598.2	1,730.4	1,796.8	1,889.6	4,088.8	5,492.2	7,015.0
개발&운영	282.9	289.7	311.7	312.4	374.3	393.2	389.0	466.2	485.1	504.7	525.1	546.3	1,196.6	1,622.7	2,061.4
파트너	377.2	427.5	457.0	534.9	510.0	581.7	608.8	714.5	718.8	791.5	820.2	871.1	1,796.6	2,415.0	3,201.7
인프라	110.9	136.1	144.8	157.9	155.0	170.6	178.2	182.9	176.3	194.0	202.6	208.0	549.8	686.7	780.9
마케팅	91.9	114.7	155.6	183.7	170.9	182.3	201.5	212.9	218.0	240.0	248.8	264.2	545.9	767.7	971.0
영업이익	291.8	308.1	291.7	323.8	288.8	335.6	349.8	351.2	336.4	400.0	410.8	454.9	1,215.3	1,325.5	1,602.1
성장률(YoY %)	0.6%	1.6%	1.8%	17.6%	-1.0%	8.9%	19.9%	8.5%	16.5%	19.2%	17.4%	29.5%	5.2%	9.1%	20.9%
OPM(%)	25.3%	24.1%	21.4%	21.4%	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	17.4%	18.8%	18.6%	19.4%	22.9%	19.4%	18.6%
순이익	134.9	90.7	235.3	384.1	15,314.5	540.4	322.7	235.7	381.0	428.7	436.8	469.9	845.0	16,413.4	1,716.3
NPM(%)	11.7%	7.1%	17.3%	25.4%	1021.6%	32.5%	18.7%	12.2%	19.7%	20.1%	19.8%	20.0%	15.9%	240.7%	19.9%

자료: 교보증권 리서치센터

4. Valuation

[도표 136] NAVER SOTP Valuation Table

부문	단위	2022F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		71,931	
서치 플랫폼	십억원	부문 가치	17,955	
	십억원	2022년 예상 매출액	3,677	
	%	영업이익률	40%	
	%	세율	30%	
	십억원	2022년 예상 순이익	1,029	
	배	target P/E	17.44	Alphabet, Baidu, Meta Platforms, 카카오 평균 P/E 30% 할인
커머스	십억원	부문 가치	29,586	
	십억원	2022년 예상 거래액	44,152	
	배	target EV/GMV	0.67	쿠팡 2022년 EV/GMV 30% 할인
파이낸셜	십억원	부문 가치	4,689	
	십억원	2022년 예상 거래대금	51,983	
	배	target 기업가치/거래대금	0.19	Paypal, Block, Affirm Holdings 평균 EV/TPV 30% 할인
	%	지분율	69%	
	%	할인율	30%	
웹툰	십억원	부문 가치	4,674	
	십억원	2022년 예상 거래액	1,512	
	배	target P/S	3.09	Netflix, Disney, Spotify, Tencent, China Literature 평균 P/S 20% 할인
클라우드	십억원	부문 가치	2,022	
	십억원	2022년 예상 매출액	482	
	배	target P/S	4.19	Amazon, Microsoft, Alphabet, Alibaba P/S 20% 할인
Z홀딩스	십억원	부문 가치	9,747	
	십억원	시가총액	42,584	
	%	지분율	32.7%	
	%	할인율	30%	
자사주	십억원		3,258	
지분법 회사/자회사 가치			1,577	
CJ대한통운	십억원	지분 가치	165	할인율 30% 적용
		시가총액	3,011	
		지분율	7.9%	
CJ ENM	십억원	지분 가치	99	할인율 30% 적용
		시가총액	2,822	
		지분율	5.0%	
스튜디오드래곤	십억원	지분 가치	116	할인율 30% 적용
		시가총액	2,644	
		지분율	6.3%	
이마트	십억원	지분 가치	78	할인율 30% 적용
		시가총액	3,763	
		지분율	3.0%	
신세계인터내셔널	십억원	지분 가치	52	할인율 30% 적용
		시가총액	1,082	
		지분율	6.9%	
미래에셋증권	십억원	지분 가치	291	할인율 30% 적용
		시가총액	5,390	
		지분율	7.7%	
비엔엑스(위버스)	십억원	지분 가치	288	2021년 1월 4,118억원 투자로 지분 49% 획득, 할인율 30% 적용
		지분율	49.0%	
왓패드	십억원	지분 가치	488	할인율 30% 적용
		기업 가치	697	
		지분율	100.0%	
총기업가치	십억원		73,508	
순현금	십억원		- 1,352	
적정시가총액	십억원		72,156	
발행주식수	천 주		164,049	
적정 주가	원		439,847	
목표 주가	원		440,000	
현재 주가	원		317,500	
상승 여력	%		38.6%	

자료: 교보증권 리서치센터

[NAVER 035420]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
매출액	4,356	5,304	6,818	8,617	10,583
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,356	5,304	6,818	8,617	10,583
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	3,201	4,089	5,492	7,015	8,509
영업이익	1,155	1,215	1,325	1,602	2,074
영업이익률 (%)	26.5	22.9	19.4	18.6	19.6
EBITDA	1,653	1,711	1,823	2,115	2,591
EBITDA Margin (%)	37.9	32.3	26.7	24.5	24.5
영업외손익	236	418	715	686	686
관계기업손익	18	116	257	257	257
금융수익	345	525	839	839	839
금융비용	-107	-146	-168	-168	-168
기타	-19	-75	-213	-242	-242
법인세비용차감전순이익	1,391	1,634	2,040	2,288	2,760
법인세비용	471	493	626	572	690
계속사업순이익	921	1,141	1,414	1,716	2,070
종단사업순이익	-524	-296	15,000	0	0
당기순이익	397	845	16,414	1,716	2,070
당기순이익률 (%)	9.1	15.9	240.8	19.9	19.6
비지배지분순이익	-186	-157	-13	0	0
지배지분순이익	583	1,002	16,427	1,716	2,070
지배지분순이익률 (%)	13.4	18.9	240.9	19.9	19.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	139	221	221	221	221
포괄순이익	536	1,066	16,635	1,937	2,291
비지배지분포괄이익	-124	-154	0	0	0
지배지분포괄이익	660	1,220	16,635	1,937	2,291

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,357	1,447	16,615	1,978	2,335
당기순이익	397	845	16,414	1,716	2,070
비현금항목의 가감	873	970	860	818	930
감가상각비	460	465	480	500	507
외환손익	-9	20	-9	-9	-9
지분법평가손익	64	-70	-257	-257	-257
기타	356	554	646	584	688
자산부채의 증감	567	227	78	123	123
기타현금흐름	-479	-595	-737	-679	-787
투자활동 현금흐름	-1,078	-2,503	-1,012	-1,045	-1,027
투자자산	-717	-1,567	-400	-400	-400
유형자산	-436	-759	-510	-542	-522
기타	74	-176	-102	-104	-105
재무활동 현금흐름	52	1,192	5,306	-114	-113
단기차입금	144	1,201	36	85	85
사채	0	-783	4,117	-83	-83
장기차입금	0	887	862	-13	-13
자본의 증가(감소)	0	0	-301	0	0
현금배당	-47	-55	-59	-60	-59
기타	-45	-58	652	-42	-42
현금의 증감	418	-2,140	2,637	387	1,123
기초 현금	3,323	3,741	1,600	4,237	4,624
기말 현금	3,741	1,600	4,237	4,624	5,747
NOPLAT	764	849	919	1,202	1,555
FCF	1,393	812	984	1,296	1,674

자료: NAVER, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
유동자산	5,644	10,545	5,515	5,881	6,985
현금및현금성자산	3,741	1,600	4,237	4,624	5,747
매출채권 및 기타채권	1,195	985	819	819	819
재고자산	55	4	49	49	49
기타유동자산	653	7,955	409	389	369
비유동자산	6,656	6,470	28,105	28,606	28,595
유형자산	1,596	1,685	1,715	1,757	1,772
관계기업투자금	1,558	1,199	25,505	25,688	25,723
기타금융자산	1,929	3,147	322	15	15
기타비유동자산	1,572	438	564	1,146	1,085
자산총계	12,300	17,014	33,620	34,487	35,580
유동부채	3,773	7,912	3,905	3,978	4,059
매입채무 및 기타채무	2,204	1,856	1,856	1,856	1,856
차입금	510	481	517	602	687
유동상채무	50	95	789	789	789
기타유동부채	1,010	5,480	743	732	728
비유동부채	2,022	847	5,738	5,618	5,509
차입금	50	145	1,007	994	980
사채	752	6	4,123	4,040	3,956
기타비유동부채	1,220	697	609	585	573
부채총계	5,796	8,759	9,643	9,596	9,568
지배지분	5,805	7,367	23,486	24,373	25,534
자본금	16	16	16	17	17
자본잉여금	1,575	1,793	1,492	1,492	1,492
이익잉여금	5,712	6,655	23,018	23,878	24,989
기타자본변동	-1,408	-1,204	-1,040	-1,054	-1,004
비지배지분	699	888	491	517	477
자본총계	6,504	8,255	23,977	24,890	26,011
총차입금	1,917	819	6,451	6,426	6,412

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
EPS	3,538	6,097	100,015	10,412	12,558
PER	52.7	48.0	3.8	30.5	25.3
BPS	35,223	44,850	143,166	147,881	154,925
PBR	5.3	6.5	2.6	2.1	2.0
EBITDAPS	10,030	10,408	11,099	12,834	15,719
EV/EBITDA	17.7	28.0	35.4	25.6	20.5
SPS	26,431	32,274	41,510	52,284	64,211
PSR	7.1	9.1	9.1	6.1	4.9
CFPS	8,452	4,940	5,993	7,863	10,154
DPS	376	402	402	402	402

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	-22.0	21.8	28.5	26.4	22.8
영업이익 증가율	22.5	5.2	9.1	20.9	29.4
순이익 증가율	-36.8	112.9	1,842.5	-89.5	20.6
수익성					
ROIC	124.9	64.1	74.6	496.6	600.7
ROA	5.3	6.8	64.9	5.0	5.9
ROE	10.6	15.2	106.5	7.2	8.3
안정성					
부채비율	89.1	106.1	40.2	38.6	36.8
순차입금비율	15.6	4.8	19.2	18.6	18.0
이자보상배율	69.8	56.1	7.7	9.3	12.1

Company Analysis

카카오 035720

Mar 7, 2022

플랫폼(특비즈+신사업) 고성장과 콘텐츠 해외 확장 지속

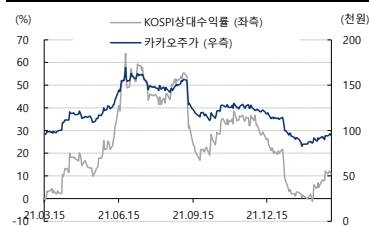
Buy 신규

TP 120,000 원 신규

Company Data

현재가(03/04)	94,700 원
액면가(원)	100 원
52 주 최고가(보통주)	169,500 원
52 주 최저가(보통주)	82,600 원
KOSPI (03/04)	2,713.43p
KOSDAQ (03/04)	900.96p
자본금	443 억원
시가총액	422,326 억원
발행주식수(보통주)	44,596 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	259.9 만주
평균거래대금(60 일)	2,361 억원
외국인지분(보통주)	28.18%
주요주주	
김범수 외 65 인	24.19%
국민연금공단	7.42%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.7	-39.5	-1.8
상대주가	10.2	-28.6	10.2



인터넷/게임 김동우

, 3771-9249, 20210135@iprovest.com

2022년 전망

2022년 카카오의 연결 기준 매출액은 전년비 +32.4% 성장한 8.1조원, 연결 영업이익은 +44.1% 증가한 8,604억원을 기록할 것으로 전망. 콘텐츠부문 글로벌 진출과 신작 게임 출시에 따른 마케팅비용, 인력 확보를 위한 신규채용과 복리후생 강화에 따른 인건비 증가는 불가피. 유무형자산 증가에 따른 감가상각비 증가 영향도 있어 마진 압박 존재.

그러나 히트 게임 타이틀 개발사 인수에 따른 매출연동비 감소가 비용 증가분을 일정 부분 상쇄하고, 1) 특비즈부문 매출이 광고 & 커머스 시너지 효과로 전년도 가까운 성장세(+38.2%)를 보이는 동시에 2)콘텐츠 부문도 글로벌 확장 및 신작 게임 출시로 견조한 성장(+25.4%)을 지속, 3)플랫폼 기타 부문(+55.7%)도 모빌리티/페이 안정적 성장에 블록체인/카카오엔터프라이즈 성장 더해질 것으로 기대. 탑라인 고성장에 따른 영업레버리지 효과로 영업이익률은 전년비 +0.9%p 확대된 10.6% 수준 예상

커머스 거래액 10조 달성 전망 + 광고 부문 강화 효과도 기대

카카오커머스 GMV는 2022년 이커머스 시장 성장률 둔화(YoY +11% 예상)에도 불구하고, 약 +30% 증가한 1조 수준을 달성 가능할 것으로 전망. 1)광고상품이기도 한 메시지형 광고와 비즈보드를 구매로 연동시키는 '커머스 플랫폼화', 2) 선물하기 구매빈도와 객단가 상승, 3) 버티컬 커머스 플랫폼 지그재그 성장 효과 통해 특비즈 내 '거래형' 매출은 전년비 +37.1% 증가 전망. 특비즈 내 광고형 매출은 비즈보드 견조한 성장 지속, 메시지형 광고의 공격적 확장을 중심으로 시장 수준을 상회하는 성장(+40.7%) 예상

투자의견 Buy, 목표주가 120,000원으로 커버리지 개시

2022년 목표주가 120,000원은 SOTP Valuation을 통해 산출. 1)커머스 삼각축인 커머스-광고-핀테크 성장 효과 여전히 강력하고, 2)카카오엔터테인먼트와 픽코마의 해외 진출 확대, 3)게임즈 자체 신작 게임 효과 기대. 4)비용 부담 컸던 블록체인 사업, 엔터프라이즈의 실적 가시화가 모멘텀으로 작용할 것으로 판단

Forecast earnings & Valuation

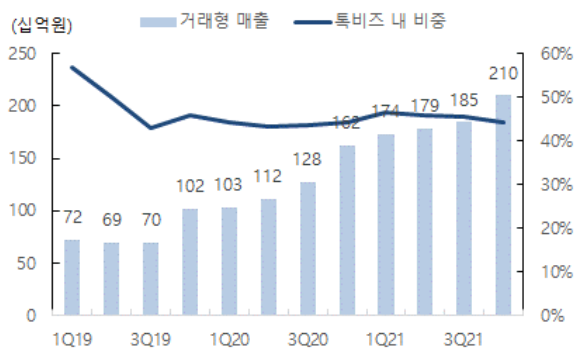
12 결산(십억원)	2019.12	2020.12	2021.12P	2022.12E	2023.12E
매출액(십억원)	3,070	4,157	6,136	8,124	9,843
YoY(%)	27.0	35.4	47.6	32.4	21.2
영업이익(십억원)	207	456	597	860	1,016
OP 마진(%)	6.7	11.0	9.7	10.6	10.3
순이익(십억원)	-342	173	1,641	892	1,020
EPS(원)	-3,585	1,776	3,144	1,703	1,947
YoY(%)	적전	흑전	77.0	-45.8	14.3
PER(배)	-42.8	219.3	35.8	55.6	48.6
PCR(배)	163.7	292.6	22.1	25.6	23.8
PBR(배)	2.5	5.5	5.0	4.0	3.7
EV/EBITDA(배)	28.9	45.5	53.7	32.3	28.2
ROE(%)	-5.8	2.7	17.2	7.4	7.8

1. 특비즈 전년 수준 성장 전망, 페이도 성장 지속

커머스: 카카오톡의 '커머스 플랫폼화' 시동

카카오 1) 카카오톡만이 할 수 있는 광고상품이기도 한 '톡채널', '비즈보드'를 구매 채널로 발전시켜 이루어지는 카카오톡의 '커머스 플랫폼화', 2) '선물하기' 기능의 구매빈도와 객단가 상승 효과가 주된 성장동력으로 작용할 것으로 예상하며, 3) 버티컬 커머스 플랫폼인 지그재그의 성장효과를 통해 2022년 커머스 거래액 10조원(약 30% 증가 추정)을 달성할 수 있을 것으로 전망한다. 특비즈부문 내 '거래형' 매출은 전년비 +37.1% 증가한 1조원을 달성할 것으로 예상한다.

[도표 137] 카카오톡 '거래형' 매출액 & 특비즈 부문 내 비중 추이



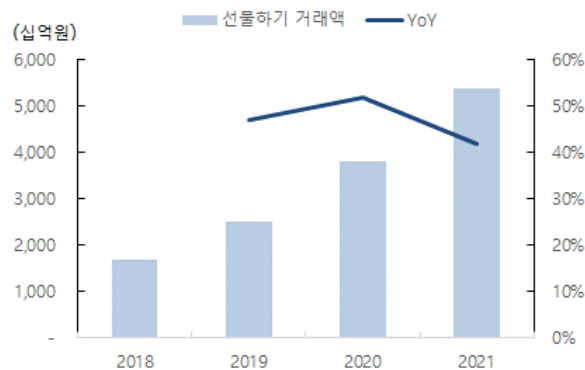
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 138] 비즈보드-톡채널-커머스 구매로 이어지는 BM



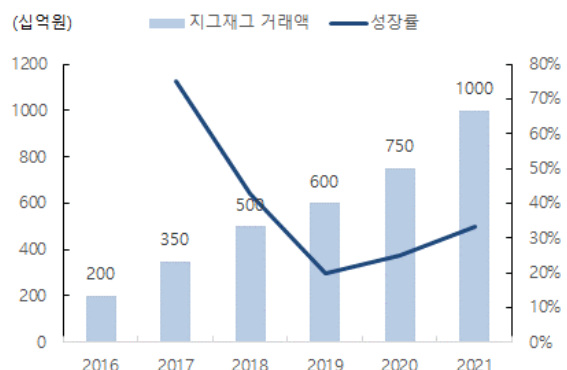
자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 139] 카카오톡 선물하기 연간 거래액 추이 (추정)



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 140] 지그재그 거래액 추이



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

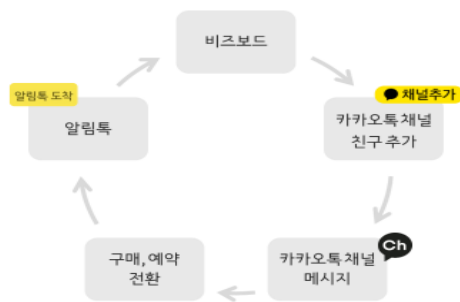
광고: 메시지형 광고(특채널+알림톡) 성장성 특히 클 것

2022년 비즈보드 매출의 견조한 성장이 지속되고, 메시지형 광고(특채널, 알림톡)의 공격적 확장을 통해 시장 평균(13.4%)을 상회하는 광고 매출(특비즈, 포탈비즈 광고 합계) 성장률(26.9%)을 보일 것으로 예상된다. 특히 특비즈(특비즈보드+메시지형 광고+네이티브애드+B2C이모티콘) 부문 광고의 경우 +40.7%로 시장 수준을 훨씬 상회할 것으로 전망한다.

메시지형 광고는 비즈보드와 시너지가 큰 상품이다. 비즈보드로 유입된 광고주들이 이용자와 커뮤니케이션 시 특채널, 알림톡 등 메시지 광고를 활용해 카카오톡 트래픽이 다시 유지, 증가, 광고주들이 디스플레이 광고를 다시 재집행하는 선순환 구조가 형성되어 있다.

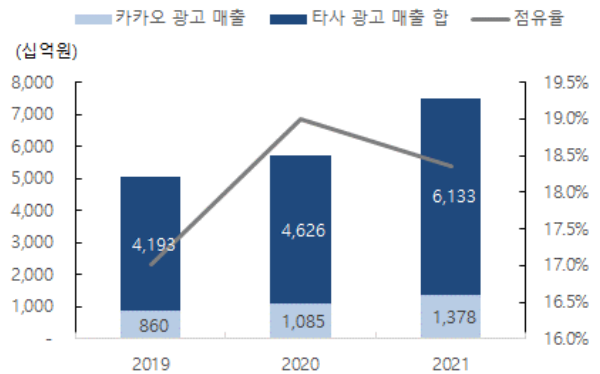
특채널의 경우 1)이미 관심있는 유저가 친구추가를 했을 가능성이 높기 때문에 광고비 대비 효율성(ROI)이 높고, 2)메시지 광고의 특성상 제한된 인벤토리가 없기 때문에 광고주가 유입되고 더 많은 메시지를 발송할수록 광고 계약 수량의 상승이 지속적으로 이루어질 수 있으며, 3)디스플레이 광고에 비해 계절적으로 덜 민감하다는 장점이 있다. 이와 같은 장점을 바탕으로 특채널 매출은 비즈보드보다 높은 성장성을 보이고 있는데, 2021년 3, 4분기 특채널 매출은 YoY +64%, 75% 증가한 바 있다. 동기간 비즈보드 매출은 YoY +53%, 33% 증가하였다.

[도표 141] 비즈보드-메시지광고-커머스 선순환 구조



자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

[도표 142] 디지털광고 시장 vs 카카오 광고(특+포탈비즈) 매출



자료: 카카오, 제일기획, 교보증권 리서치센터

페이: 결제서비스 성장 지속 예상, 금융서비스는 규제 환경 적응이 관건

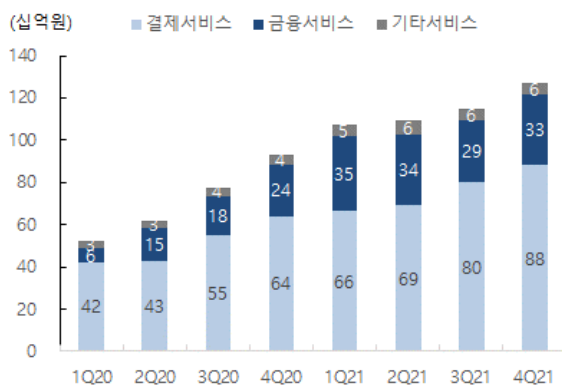
2022년 카카오페이 TPV는 전년비 +32.1% 증가한 130.5조, 매출은 +45.2% 성장한 6,658억원 수준을 전망한다. 결제서비스 성장 지속되는 가운데, 규제 환경 적응으로 금융서비스 정상화가 이루어질 것으로 기대한다.

결제서비스의 경우 카카오 커머스의 결제액 고성장 뿐 아니라, 외부 가맹점을 통해 매출 +47.4% 고성장을 전망한다. 1) 온라인 영역에서 성장세가 큰 **여기어때, 야놀자, 배달의민족, 무신사** 등 성장 플랫폼과의 파트너십을 통해 결제액이 빠르게 성장하고 있고, **구글, 애플, 마이크로소프트, 넷플릭스, 스포티파이** 등 글로벌 결제기반도 폭넓게 확대하고 있다. 2) 오프라인 영역에서도 편의점, 올리브영, 롯데 계열 마트 등과의 협업을 통한 가맹점 확장을 통해, 2021년 말 온,오프라인 누적 가맹점 수 145만 개를 확보했으며, 오프라인 결제 규모는 전년비 +70% 이상 증가했다. 알리페이 파트너스와 협력으로 글로벌 가맹점 연동도 진행하고 있어, 리오프닝 및 해외여행 회복시 수혜를 예상한다.

한편 금융서비스 부문은 대출(대출총량규제, DSR 규제), 보험(금융소비자법) 분야의 규제 환경에 적응하느냐가 관건이 될 것으로 전망한다. 대출의 경우 2021년 하반기의 대출총량규제로 TPV 성장이 제한되었던 영향이 2022년에도 계속되고, 총부채원리금상환비율(DSR) 규제가 강화될 예정으로 시장 성장 둔화가 불가피하다. 이는 1) 협력기관 확대, 2) 전세자금 대출(DSR 규제 적용 X)을 포함한 대출서비스 영역 확대, 3) 자체 신용평점모델 수익화를 통해 일정 부분 상쇄할 수 있을 것으로 기대한다. 보험서비스의 경우 4) 금소법 이슈로 중단되었던 보험서비스의 개편, 재개를 통해 결제액과 매출 회복을 전망한다.

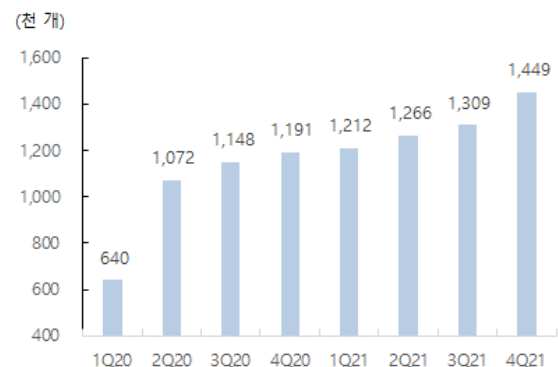
한편 2022년은 카카오페이의 자체적인 금융서비스 제공 역량이 한 층 레벨업되는 해가 될 것으로 기대된다. 1) 3월 정식 출시 예정인 카카오페이증권 MTS 보급 이후 신용공여 등 대출 상품, 투자상품들과의 연계를 통한 매출 업사이드를 예상하며, 2) 디지털원수보험사 설립을 통해 단순 중개보다 더 높은 수수료율을 받는 자체 보험 출시 효과를 기대한다.

[도표 143] 카카오페이 부문별 매출 추이



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 144] 카카오페이 가맹점 수



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

2. Game & Beyond Game

Game: '오딘'은 자체개발력 강화의 시작일 뿐

2022년은 2021년 수준 이상의 '오딘(국내+대만)' 매출을 달성할 뿐 아니라, 추가적인 자체 개발 게임 출시를 통해 경쟁력을 강화할 것으로 예상된다. '오딘: 발할라 라이징'의 히트 이전까지 카카오게임즈는 게임 퍼블리싱과 마케팅 분야에 비해, 자체 개발력은 부족하다는 평을 받았다. 2013년 (주)엔진 설립 이후 2015년 카카오 계열사로 편입, 2016년 다음 게임을 합병하고 2017년 카카오 본사의 모바일 게임사업을 통합하며 PC/모바일 퍼블리싱 역량을 갖췄다. 검은사막(해외), 가디언테일즈, 배틀그라운드 등 히트작들을 퍼블리싱하며 IP 소싱능력과 마케팅 역량을 국내외에서 인정받았으나 자체 메가히트 IP가 없다는 점이 한계 요소로 꼽혔다.

카카오게임즈는 자체 IP 확보를 위해 유망한 개발사들에 대한 선행 지분투자를 병행한 퍼블리싱 판권계약을 체결했다. 검증된 메가 히트 IP 확보시 1)글로벌 진출이 용이할 뿐 아니라, 2)시리즈물 제작을 통해 추가적 성장 동력 확보가 가능하다. 3)또한, 마진 차원에서 비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 지급수수료를 절약할 수 있기 때문에 **자체 개발력 확보는 필수적**이다.

2021년 6월 출시, 약 반 년 동안 5,000억원의 매출 기여를 한 '오딘: 발할라 라이징'이 그 성공 사례다. 개발사 라이온하트스튜디오에 2018년 1차, 2020년 2차 지분 투자를 진행하였으며 작년 매출 성과가 확인된 후 2021년 말 (주)라이온하트스튜디오 인수를 통해 내재화하였다.

뛰어난 게임성과 그래픽, 경쟁 MMORPG 게임 대비 과금성이 적은 비즈니스 모델을 통해 3Q21 평균 일매출 37억원(추정)을 기록한 오딘 일매출은 4분기 17억원(추정) 수준으로 하향 안정화 되었으나, DAU와 MCU가 잘 유지되고 있어 콘텐츠 업데이트시 매출 중대가 충분히 가능하다. 실제로 작년 12월 신규챕터 업데이트로 의미있는 반등을 보인 바 있다. 뿐만 아니라 상반기 대만을 시작으로 글로벌 출시가 예정되어 있어, 2022년에 2021년 수준 이상의 오딘(국내+대만) 매출 달성이 가능할 것으로 전망한다.

[도표 145] '오딘: 발할라 라이징'



자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 146] 카카오게임즈 연결 기준 개발인력 구성



자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

자체 IP 파이프라인 확보, 대작 게임 다수 대기중

라이온하트 스튜디오 뿐 아니라, 올해 하반기 신작 MMORPG를 출시할 예정인 엑스엘게임즈를 2020년 인수를 통해 확보하였다. 자회사는 아니지만 선제적 지분투자를 진행한 개발사들의 게임인 ‘에버소울(개발사: 나인아크)’, ‘가디스오더(로드컴플릿)’ 등이 하반기 출시 예정으로, 히트시 얼마든지 자체 IP로 확보 가능한 구조이다. 퍼블리싱 게임 중에서는 육성 시뮬레이션인 ‘우마무스메 프리티 더비’ 역시 기대작으로, 국내 서브컬처 장르를 선호하는 유저들을 대부분 흡수하며 매출 성장에 기여할 것으로 전망한다. 다양한 장르의 신작들은 글로벌 동시 런칭을 기본 목표로 하며, 해외 시장을 지속적으로 공략할 것으로 전망한다.

[도표 147] 2022 년 출시 라인업 - 10 개 이상 신작 게임의 국내 및 글로벌 출시 계획

출시 일정	게임	장르	자체개발/퍼블리싱(개발사)	디바이스	지역
22년	우마무스메 프리티 더비	육성 시뮬레이션	퍼블리싱 (사이게임즈)	모바일	국내
22년 상반기	오딘: 발할라 라이징	MMORPG	자체개발 (라이온하트)	PC + 모바일	대만
	프렌즈샷: 누구나 골프	캐주얼	자체개발 (프렌즈게임즈)	모바일	글로벌
	Kitten Pop	퍼즐	자체개발 (프렌즈게임즈)	모바일	글로벌
22년 하반기	Kitten Pop	퍼즐	자체개발 (프렌즈게임즈)	모바일	국내
	엑스엘게임즈 신작	MMORPG	자체개발 (엑스엘게임즈)	모바일	글로벌
	에버소울	수집형 RPG	퍼블리싱 (나인아크)	모바일	글로벌 (중국 제외)
	가디스오더	액션 RPG	퍼블리싱 (로드컴플릿)	모바일	글로벌 (중국 제외)
	디스테라(Early access)	서바이벌 FPS	퍼블리싱 (리얼리티매직)	PC	글로벌 (Steam)
	이터널리턴	MOBA	퍼블리싱 (님블뉴런)	PC + 콘솔	글로벌 (MS)
	프로젝트 아레스	액션 RPG	퍼블리싱 (세컨드다이버)	모바일	국내

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 148] 카카오게임즈 주요 신작

게임명	게임특징
우마무스메 프리티 더비	- 실존하는 경주마의 이름을 이어받은 미소녀 캐릭터들이 등장 - 실제 경마를 연상케 하는 레이스와 몰입도 높은 육성 콘텐츠
가디스 오더	- 중세 판타지 세계관 배경 - 2D 도트 그래픽 횡스크롤 방식의 호쾌작 액션, 캐릭터 수집 및 육성으로 성장하는 재미 제공
엑스엘게임즈 신작	- 송재경 사단의 하드코어 MMORPG, 엔리얼 엔진 4 기반의 실사형 그래픽 - 높은 IP 인지도, 글로벌 주요 권역 순차 오픈
에버소울	- 애니메이션 3D 그래픽 기반의 미소녀 정령들을 수집 및 육성 - 감성적 스토리텔링으로 캐릭터에게 애착을 부여
디스테라	- 황폐한 지구를 배경으로 한 매력적인 스토리 - 건설과 제작 등 생존 게임의 필수 재미인 크래프팅 시스템, 슈팅 액션 접목
아레스	- 오픈월드 논 타겟팅 액션 - 유니티 기반 고품질 그래픽 및 커스터마이징 - 카운터 전략 및 다양한 아이템 파밍의 재미

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 149] 투자 파트너십 - 검증된 개발역량/히스토리 가진 핵심 개발사 M&A 및 지분투자

회사명	투자시점	지분율	주요 개발 게임	비고
(주)세컨드다이버	20.02월	19.8%	아레스 (개발중)	2대주주
(주)나인아크	21.02월	15.8%	에버소울 (개발중)	2대주주
(주)오션드라이브스튜디오	19.12월	30.3%	로스트 아이돌론즈 (개발중)	2대주주
(주)리얼리티매직	20.10월	21.1%	디스테라 (개발중)	3대주주
Frost Giant	22.01월	16.8%	Star Craft, Command & Conquer (개발 참여)	3대주주
(주)넵툰	21.02월	32.6%	이터널리턴 (서비스 중), 메타버스플랫폼 (개발중)	최대주주
(주)퍼피레드	21.04월	55.0%	퍼피레드M, 메타버스 플랫폼 (개발중)	최대주주
(주)해긴	22.02월	5.0%	캐주얼 메타버스 게임 (서비스 중)	-
GC소셜미디어마케팅	19.01월	27.3%	인플루언서 마케팅	2대주주
(주)크래프톤	16.10월	1.7%	배틀그라운드, 엘리온 (개발)	-

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

Beyond Game: GameFi, 메타버스, 스포츠

카카오게임즈는 개발력 내재화 후 1)Game-Fi(메타보라 중심), 2)메타버스(넵툰 중심), 3)스포츠(카카오VX + 세나테크놀로지 중심) 세 분야를 통해 성장을 지속할 것으로 계획하고 있다.

Game-Fi의 경우 2021년 2월 보라 2.0의 리뉴얼 발표를 통해 대체적인 구상이 드러났다. 기존 ‘프라이빗 코인’, ‘단일 노드’라는 특징을 가졌던 보라는 게임, 엔터, 크립토 분야의 유력 업체들로 구성된 거버넌스에 의해 운영되는 ‘오픈 플랫폼’, ‘개별 노드’의 형태로 리뉴얼 될 예정이다. 거버넌스의 경우 단순히 노드 운영을 나눠서 할 뿐 아니라, 생태계 조성에 실질적으로 기여할 수 있는 게임, 엔터테인먼트, 크립토 & 인프라 분야 업체들로 구성되어 있다.

카카오 그룹의 블록체인 사업은 1) 그라운드X, 크리스트 중심의 클레이튼 블록체인 & NFT 거래소 비즈니스와 2)카카오게임즈의 게임/컨텐츠 중심 보라 블록체인 비즈니스의 두 축으로 이루어지고 있으며, 보라 블록체인은 현재 클레이튼을 메인넷으로 작동한다.

[도표 150] GameFi 거버넌스



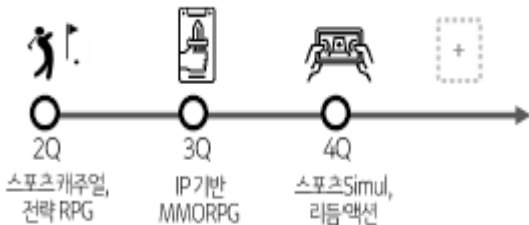
자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

보라 2.0의 1차적 기술 업데이트는 1분기 말 완료 예상되며, 그 위에 게임을 필두로 한 콘텐츠들이 온보딩될 계획이다. 온보딩 게임들은 카카오게임즈의 자체 타이틀과 외부 게임을 합쳐 연내 10개 정도로 예정되어 있다. 카카오엔터테인먼트의 거버넌스 참여에서 유추할 수 있듯이, 이후 게임 외 여러 IP 들도 활용될 것으로 전망된다.

GameFi 플랫폼 서비스는 2022년 상반기 내 지갑, DEX, 마켓 등 핵심 인프라 및 게임/컨텐츠의 효율적인 온보딩을 위한 보라 API 제공, 2022년 하반기부터는 DeFi, NFT, 서비스의 확장, 런치패드, 자산관리, Guild DAO 등 다양한 서비스 런칭이 예정되어 있다.

[도표 151] GameFi 서비스 출시 계획 (22년)

• 토큰이코노미를 접목한 7~10종을 연내 출시 계획



자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

[도표 152] 보라의 메인넷 이전 (이더리움 → 클레이튼)

블록체인 생태계 확장



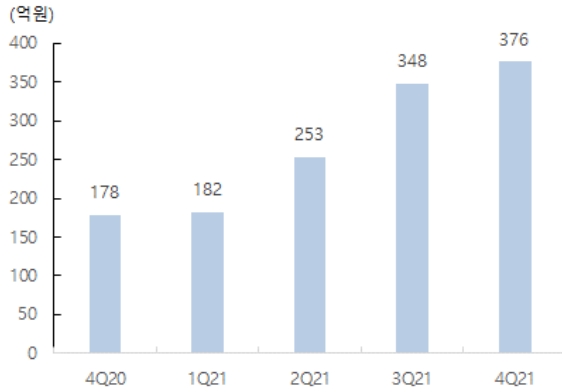
- Klaytn 메인넷 이전을 통해 네트워크 연결 강화
- 생태계 내 자유로운 디지털 자산 이동 구현 목표

자료: 카카오게임즈, 교보증권 리서치센터

메타버스의 경우, 아직 투자 단계로 구체적인 내용이 공개되지는 않았으나 **넵툰 산하의 퍼피레드**를 중심으로 플랫폼 투자와 개발이 이루어지고 있다. 넵툰의 유, 무형 자산과 카카오 공동체가 보유한 콘텐츠 시너지를 통해 오픈형 메타버스 월드를 자체 구축하는 것이 목표다.

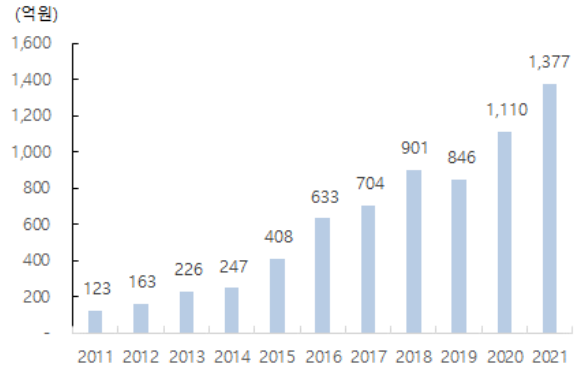
세번째 축인 '스포츠'는 카카오VX와 세나테크놀로지를 중심으로 이루어지고 있다. 젊은층 중심으로 골프 시장이 크게(19년 6.7조 → 23년 9.2조 예상) 성장한다는 점에 착안, 카카오 VX는 프렌즈 IP를 활용해 스크린골프장 브랜딩에 성공하며 2021년 의미있는 성장세를 보였다. 가맹사업 진출, 프렌즈 IP를 활용한 골프용품/웨어 판매, 골프장 위탁운영 뿐 아니라 골프 예약 플랫폼 등 예약부터 골프 전과정을 비대면으로 진행할 수 있는 플랫폼을 구축하고 있다. 현재는 골프 중심으로 사업을 전개하고 있으나 홈트레이닝 부문 강화, 스포츠 무선통신장비에 특화된 세나테크놀로지와의 시너지를 통한 사이클 분야 진출을 통한 장기 성장이 전망된다.

[도표 153] 카카오VX 분기 매출 추이



자료: 카카오VX, 교보증권 리서치센터

[도표 154] 세나테크놀로지 연간 매출 추이



자료: 세나테크놀로지, 교보증권 리서치센터

3. 모빌리티

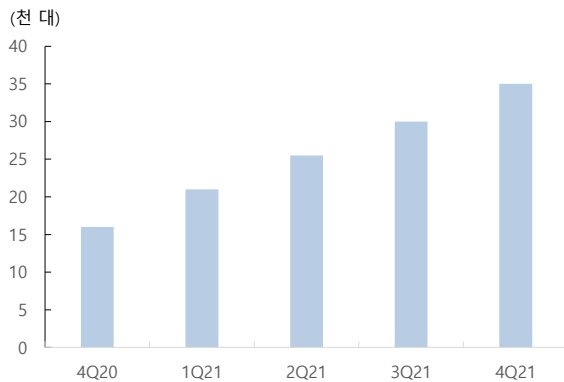
2022년 가맹차량 확대 지속 + 주차장 위탁 운영 성장 기대

2022년 카카오모빌리티는 1) 택시 부문 카카오T 블루, 벤티 등 프리미엄 가맹차량 대수 증가 지속, 2) 리오프닝시 주차장 위탁운영 수익 증가에 따른 매출 고성장을 전망한다. 카카오모빌리티 매출은 크게 1) 택시, 2) 대리, 3) 주차장(제휴+위탁운영), 4) 기타(킵보드, 자전거 등)으로 구성된다. 매출 중 가장 큰 비중을 차지하는 가맹(프랜차이즈) 택시는 운임의 20%를 카카오모빌리티 운영수익(매출)로 인식하고, 추가로 건당 최대 3,000원의 호출 수수료를 카카오모빌리티와 기사가 50%씩 수취하는 비즈니스 모델로 운영된다.

2021년 말 기준 카카오T 블루 차량은 약 3.5만 대로, 2020년의 1.5만대에서 두 배 이상 증가하며 모빌리티 수익 고성장을 견인했다. 점보택시인 ‘벤티’는 2021년 말 기준 약 900 대 운행되고 있다. 벤티 운행 규모 확대 속도는 T블루 대비 느린 편이지만 소비자들의 만족도가 높고 공급자들의 문의가 이어지고 있어 향후 매출 성장 기여도가 높아질 것으로 예상된다. 2022년에도 가맹차량의 공격적 확장을 통해 매출 성장을 지속할 수 있을 것으로 전망한다. 특히 4Q21 중 10, 11월의 경우 ‘위드코로나’로 택시에 대한 초과수요 상황 하에서 큰 매출 신장이 있었던 것으로 보여, 향후 경제정상화에 따른 택시 수요 회복시 업사이드가 더욱 클 것으로 기대한다.

2021년 택시 부문에서 공격적인 가맹 확장을 통해 택시 시장 성장을 훨씬 초과하는 매출 성장을 이뤘지만, 주차장 위탁운영 부문에서는 코로나19 팬데믹 상황이 지속되면서 직격탄을 맞았다. 위탁운영은 랜드마크의 주차장을 직접 운영하면서 발생 수익을 총매출로 인식하는 사업이다. 2022년 기존의 에버랜드, 코엑스 등에서 남이섬, 서울대공원 등으로 운영주차장이 확대되고, 외부활동 회복에 따른 주차장 수익 증대로 주차장 위탁운영 부문의 매출 고성장이 가능할 것으로 예상된다.

[도표 155] 카카오택시 블루 택시 대수 추이



자료: 카카오모빌리티, 교보증권 리서치센터

[도표 156] 모바일 매핑 시스템 ARGOS



자료: 카카오모빌리티, 교보증권 리서치센터

중장기 성장 동력: 라스트마일 배송 & 디지털 트윈을 통한 자율주행 플랫폼

카카오모빌리티는 중장기 성장동력으로 1) 라스트마일 배송을 통한 중소기업과의 협력, 2) 디지털트윈 구축을 통한 자율주행 서비스를 제시하고 있다. 이와 같은 방향성은 인수합병 성격의 변화에서도 여실히 드러난다. 기존의 M&A가 택시, 대리운전 업계 외형 확장을 위한 것이었다면, 최근에는 배송, 디지털트윈 및 자율주행 역량 확보에 초점이 맞춰져 있다.

이 중 고정밀 지도 제작업체인 ‘스트리스’ 합병을 통해서 완전 자율주행 시대 운송, 주행의 중심이 될 로봇과 자율주행 차량의 이동을 돕기 위한 **디지털트윈** 기술을 흡수했다. 디지털트윈은 현실의 사물과 공간을 복제한 디지털 가상세계로, 2월 10일 테크 컨퍼런스인 ‘NEMO 2022’에서도 카카오모빌리티는 디지털트윈 생성에 활용되는 모바일 매핑 시스템 ARGOS를 선보이며 ‘기계가 공간과 이동을 이해할 수 있는’ 3D 네비게이션 제작에 나설 것임을 밝힌 바 있다.

라스트마일 배송 관련 업체 인수들도 이어지고 있다. 도보배송 스타트업인 ‘엠지플레이’, 당일/새벽 배송업체인 ‘오늘의픽업’에 대한 합병 결정이 2월 16일 공시되었다. 올해 카카오 모빌리티가 ESG, 상생 경영에 초점을 맞추고 있는 만큼, 중소기업인을 위한 배송 서비스에 방점을 두고 커머스 부문과 시너지를 낼 것으로 예상된다.

[도표 157] 카카오모빌리티 최근 흡수합병 현황

합병기일	회사명	개요	인수가액
2021.12.31	플러스티브이	디지털 사이니지 업체	80억원
2021.12.31	스트리스	고정밀 지도(HD맵) 제작업체	80억원
2022.03.31	엠지플레이	도보배송 스타트업	-
2022.03.31	오늘의픽업	당일/새벽 배송업체	-

자료: 카카오모빌리티, 교보증권 리서치센터

4. 콘텐츠 비즈니스

스토리 비즈니스는 글로벌 확장 지속, 미디어 영화/드라마 연간 15편 제작

2022년 카카오의 스토리 부문은 픽코마를 중심으로 한 일본 경쟁력 강화와 프랑스 등 유럽 진출, 그리고 타파스 & 래디쉬와의 시너지를 바탕으로 한 카카오엔터테인먼트 북미 확장 지속에 따른 거래액과 매출 고성장을 전망한다.

2021년 픽코마는 연간 거래액 7,227억원(YoY +74%)로 높은 성장률을 보이며 일본 디지털 만화시장에서의 성장을 지속하고 있다. 픽코마는 단순히 일본의 망가를 디지털 플랫폼으로 옮긴 것이 아니라, 모바일 환경에 최적화된 스크롤 방식과 컬러풀한 작화를 통해 일본의 1020세대를 사로잡았다. 높은 몰입도를 요구하는 일본 만화와 가볍게 읽을 수 있는 숏폼 콘텐츠인 웹툰을 함께 즐기도록 하는 이용자가 늘면서 픽코마 이용자 기반은 계속 탄탄해지고 있다. 2022년 1월 픽코마 거래액은 776억원을 기록, 전년비 +46% 증가하며 성장세를 지속하고 있다.

2022년 픽코마는 일본 내 만화 앱 시장 뿐 아니라, 웹(모바일 웹)만화 시장 점유율을 높이기 위한 서비스 고도화를 통해 일본 내 지배력을 공고히하고, 일본 망가에 대한 선호도가 높아 효과적인 침투가 가능할 것으로 기대되는 프랑스 시장에 상반기 내 진출할 예정이다. 픽코마 뿐 아니라 카카오엔터테인먼트의 진출도 함께 추진, 로컬 콘텐츠, 망가와 한국형 웹툰을 모두 제공하며 유럽 진출의 교두보로 삼을 것으로 기대한다.

카카오엔터테인먼트 스토리플랫폼과 IP 유통거래액 통합거래액은 2021년 연간 +47% 증가한 7,767억원을 달성했다. 북미와 동남아로 글로벌 플랫폼 네트워크를 확장하면서, 2021년 12월 한 달 통합거래액 중 해외에서 발생한 거래액 규모가 전년동기비 두 배 이상 성장하는 성과를 이뤘다.

2022년은 글로벌 사업 확대에 더욱 박차를 가해, 북미 웹툰 플랫폼인 타파스를 중심으로 카카오의 오리지널 IP 공급을 확대하고, 웹소설 플랫폼인 래디쉬의 원작 웹소설을 웹툰으로 재탄생시키는 노블 코믹스를 다수 선보일 예정이다. 한국의 웹툰 뿐 아니라, 글로벌 로컬 콘텐츠 라이브러리를 늘려가며 거래액과 매출 증대를 이룰 것으로 전망한다.

카카오엔터테인먼트의 미디어 부문은 2022년 다양한 영상콘텐츠 라인업 제작에 집중하고 있다. 내재화된 제작자, 소속 탭티어 배우들, 스토리 부문과의 IP 시너지를 본격화하며 연내 15편의 드라마, 영화를 제작해 국내외 플랫폼에 선보일 예정이다. 카카오페이지의 웹소설이자 웹툰을 원작으로한 '사내맞선'이 2월 28일부터 방영중이며, 넷플릭스 오리지널 히트 IP인 종이의집 리메이크작과, 정우성 출연/이정재 감독 영화인 '헌트' 역시 제작 중이다.

5. 2022 연간 실적 전망

2022년 카카오의 연간 매출은 전년대비 +32.4% 성장한 8조 1,244억 수준을 기록할 것으로 전망한다. 특별부문이 광고와 커머스 시너지 효과로 전년도에 가까운 성장세(+38.2%)를 보이는 동시에, 콘텐츠는 오딘과 스토리 부문의 글로벌 확장 효과가 컸던 작년 대비 다소 둔화되지만 견조한 성장(+25.4%)을 지속 것으로 예상된다.

한편 4Q21 YoY +107.2%의 폭발적인 성장세를 보였던 플랫폼 기타 부문은 모빌리티와 페이지의 안정적 성장에, 그동안 비용 부담이 컸던 블록체인 사업과 클라우드 등 B2B 사업을 영위하는 카카오엔터프라이즈 매출이 더해지며 매출 고성장(+55.7%)을 기대한다. 특히 한국은행 CBDC 용역과 1) 클레이튼 플랫폼을 활용한 B2B 솔루션, 2) 클레이 마이닝 보상, 3) NFT 거래소 클립드롭스 중개수수료, 4) 기타 매출로 구성된 블록체인 매출 성장이 본격화될 것으로 전망한다.

한편 2022년 카카오엔터테인먼트의 글로벌 진출과 카카오게임즈의 신작 출시 마케팅에 따른 마케팅비용 증가(+42%)와, 개발자 등 인력 확보를 위한 신규채용, 복리후생비 지출, 주식보상비용 등으로 인건비(+31.9%) 증가는 불가피하며, 4Q21 유/무형자산 증가에 따른 감가상각비 증가(+34.6%)역시 예상된다. 반면 히트 게임 타이틀 개발사 인수를 통한 매출연동비 감소가 이를 일정 부분 상쇄하고, 탑라인 고성장에 따른 영업레버리지 효과로 영업이익률은 전년대비 +0.9%p 확대된 10.6%를 기록할 것으로 전망한다.

[도표 158] 카카오 분기 및 연간 실적 추정 (연결 기준)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
매출액	868.4	952.9	1,100.4	1,235.1	1,258.0	1,352.2	1,740.8	1,785.2	1,812.1	1,931.8	2,093.3	2,287.2	4,156.8	6,136.1	8,124.4
성장률(YoY %)	22.9%	30.0%	40.5%	45.7%	44.9%	41.9%	58.2%	44.5%	44.0%	42.9%	20.3%	28.1%	35.4%	47.6%	32.4%
플랫폼부문	472.1	516.6	578.5	680.7	695.5	761.8	778.7	1,004.8	1,017.4	1,075.0	1,115.2	1,286.4	2,247.9	3,240.8	4,494.0
특비즈	233.9	257.2	292.5	365.4	373.6	390.5	404.9	475.0	484.5	523.5	557.2	706.2	1,149.0	1,643.9	2,271.4
포털비즈	116.6	117.5	121.2	122.7	117.5	125.1	119.2	130.7	121.8	128.2	121.9	131.0	478.0	492.5	503.0
플랫폼 기타	121.6	141.9	164.9	192.6	204.5	246.2	254.7	399.1	411.0	423.4	436.1	449.2	621.0	1,104.4	1,719.7
콘텐츠부문	396.3	436.3	521.9	554.4	562.4	590.4	962.1	780.3	794.7	856.7	978.1	1,000.8	1,908.9	2,895.3	3,630.4
뮤직	169.2	168.7	182.0	185.5	184.6	188.1	197.1	202.7	198.4	202.1	211.8	217.9	705.3	772.5	830.1
스토리	97.0	119.0	148.4	163.6	174.7	186.4	218.8	211.3	225.8	241.3	258.1	269.2	528.0	791.1	994.4
게임	96.8	107.5	150.4	140.8	130.3	128.6	463.1	276.8	273.2	308.2	398.1	395.5	495.5	998.8	1,375.0
미디어	33.3	41.2	41.1	64.6	72.9	87.4	83.1	89.5	97.4	105.1	110.2	118.2	180.1	332.9	430.9
영업비용	780.2	855.1	980.2	1,085.5	1,100.4	1,189.6	1,572.6	1,676.6	1,645.6	1,739.5	1,874.1	2,004.7	3,701.0	5,539.2	7,264.0
인건비	198.7	216.5	239.3	265.7	292.9	301.0	307.2	512.7	414.1	441.3	476.1	518.7	920.2	1,413.8	1,850.2
매출연동비	381.7	409.5	463.7	491.5	493.0	530.3	805.8	648.0	710.2	753.4	820.6	870.3	1,746.4	2,477.1	3,154.4
외주인프라비	92.1	106.6	113.9	145.1	144.5	164.9	197.8	233.8	235.6	243.3	253.5	265.3	457.7	741.0	997.7
마케팅비	29.9	38.5	76.3	87.5	67.2	91.1	148.1	128.6	130.6	143.0	161.2	183.0	232.3	435.1	617.7
상각비	58.7	61.6	66.8	78.2	79.2	78.8	89.1	120.7	121.9	123.1	124.4	125.6	265.3	367.7	495.0
기타	19.1	22.3	20.3	17.4	23.6	23.4	24.7	32.7	33.2	35.4	38.4	42.0	79.1	104.5	149.0
영업이익	88.2	97.8	120.2	149.7	157.5	162.6	168.2	108.5	166.5	192.2	219.2	282.5	455.9	596.9	860.4
성장률(YoY %)	218.9%	141.7%	103.5%	88.1%	78.6%	66.3%	39.9%	-27.5%	5.7%	18.2%	30.4%	160.3%	120.4%	30.9%	44.1%
OPM(%)	10.2%	10.3%	10.9%	12.1%	12.5%	12.0%	9.7%	6.1%	9.2%	10.0%	10.5%	12.3%	11.0%	9.7%	10.6%
지배주주순익	77.5	139.8	127.5	-	189.1	224.5	311.7	779.1	161.3	178.1	198.9	221.9	155.6	1,397.7	760.1
NPM(%)	8.9%	14.7%	11.6%	-15.3%	17.8%	23.0%	44.8%	4.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.7%	3.7%	22.8%	9.4%

자료: 교보증권 리서치센터

6. Valuation

[도표 159] 카카오 SOTP Valuation Table

부문	단위	2022F	가치 산정	비고
주요 영업가치	십억원		18,379	
광고	십억원	부문 가치	11,512	
	십억원	2022년 예상 매출액	1,750	
	%	영업이익률	40%	
	%	세율	23%	
	십억원	2022년 예상 순이익	539	
	배	target P/E	21.36	Alphabet, Baidu, Meta Platforms, Tencent, Pinterest P/E 평균
커머스	십억원	부문 가치	6,867	
	십억원	2022년 예상 거래액	10,247	
	배	target EV/GMV	0.67	쿠팡 EV/GMV 30% 할인
지분법 회사/자회사 가치			33,510	
카카오페이	십억원	부문 가치	6,336	
	십억원	시가총액	18,935	
	%	지분율	48%	
	%	할인율	30%	상장사 30% 할인
카카오게임즈	십억원	부문 가치	1,785	
	십억원	시가총액	5,641	
	%	지분율	45%	
	%	할인율	30%	상장사 30% 할인
카카오뱅크	십억원	지분 가치	4,422	
	십억원	시가총액	23,140	
	%	지분율	27%	
	%	할인율	30%	상장사 30% 할인
카카오엔터테인먼트	십억원	지분 가치	6,850	2021년 10월 25일 직원 대상으로 주당 255,116원에 유상증자(기업가치 10조)
	%	지분율	69%	
픽코마	십억원	지분 가치	8,184	
	십억원	기업가치	8,800	2021년 5월 홍콩계 PEF Anchor Equity가 5,600억원 투자로 지분 7.1% 확보(기업가치 8.8조)
	%	지분율	93%	
모빌리티	십억원	지분 가치	2,880	
	십억원	기업가치	5,000	2021년 12월 GS리테일로부터 5조원 기업가치로 650억원 투자 유치
	%	지분율	58%	
카카오엔터프라이즈	십억원	지분 가치	874	
	%	지분율	87%	
두나무	십억원	지분 가치	2,180	하이부 투자 시 두나무 기업가치 20조원 인정
	%	지분율	11%	
총기업가치	십억원		51,889	
순현금	십억원		1,037	
자사주	십억원		805	
적정시가총액	십억원		53,731	
발행주식수	천 주		445,962	
적정주가	원		120,482	
목표주가	원		120,000	
현재주가	원		94,700	
상승여력	%		27%	

자료: 교보증권 리서치센터

[카카오 035720]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
매출액	3,070	4,157	6,136	8,124	9,843
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	3,070	4,157	6,136	8,124	9,843
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	2,863	3,701	5,539	7,264	8,827
영업이익	207	456	597	860	1,016
영업이익률 (%)	6.7	11.0	9.7	10.6	10.3
EBITDA	426	722	929	1,196	1,340
EBITDA Margin (%)	13.9	17.4	15.1	14.7	13.6
영업외손익	-441	-42	1,696	227	226
관계기업손익	-20	9	507	56	56
금융수익	70	216	177	269	269
금융비용	-44	-73	-315	-360	-360
기타	-448	-194	1,326	261	261
법인세비용차감전순이익	-234	414	2,292	1,087	1,242
법인세비용	108	241	651	195	222
계속사업순이익	-342	173	1,641	892	1,020
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-342	173	1,641	892	1,020
당기순이익률 (%)	-11.1	4.2	26.7	11.0	10.4
비지배자분순이익	-41	18	244	133	152
지배자분순이익	-301	156	1,397	760	868
지배자순이익률 (%)	-9.8	3.7	22.8	9.4	8.8
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	160	374	104	119
포괄순이익	-346	334	2,016	996	1,139
비지배자분포괄이익	-42	52	314	155	178
지배자분포괄이익	-304	282	1,701	841	961

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	753	971	1,879	1,583	1,715
당기순이익	0	0	1,641	892	1,020
비현금항목의 가감	695	427	868	838	852
감가상각비	139	176	198	216	217
외환손익	0	3	-9	-9	-9
자본법평가손익	-5	-212	-507	-56	-56
기타	561	461	1,186	688	700
자산부채의 증감	371	183	23	22	39
기타현금흐름	-313	360	-653	-170	-195
투자활동 현금흐름	-414	-1,261	-3,367	48	-654
투자자산	-696	-277	-1,584	-60	-60
유형자산	-106	-183	-322	-250	-220
기타	388	-801	-1,462	358	-375
재무활동 현금흐름	322	1,305	4,199	703	761
단기차입금	-128	108	1,127	-65	-58
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	37	387	377	9	9
자본의 증가(감소)	300	0	1,923	0	0
현금배당	-10	-13	-13	-65	-13
기타	124	824	784	824	824
현금의 증감	671	976	2,356	3,952	160
기초 현금	1,247	1,918	2,894	5,250	9,202
기말 현금	1,918	2,894	5,250	9,202	9,362
NOPLAT	302	191	427	706	834
FCF	785	457	461	814	977

자료: 카카오, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
유동자산	2,830	4,463	8,164	11,513	11,785
현금및현금성자산	1,918	2,878	5,250	9,202	9,362
매출채권 및 기타채권	388	467	574	683	776
재고자산	49	46	68	90	108
기타유동자산	474	1,073	2,272	1,539	1,539
비유동자산	5,908	6,987	13,873	11,070	11,159
유형자산	350	431	555	589	592
관계기업투자금	979	1,504	3,217	3,406	3,594
기타금융자산	649	1,094	88	88	88
기타비유동자산	3,930	3,958	10,013	6,986	6,884
자산총계	8,737	11,954	22,865	23,411	23,772
유동부채	2,134	2,628	5,732	5,696	5,667
매입채무 및 기타채무	677	994	1,772	1,790	1,805
차입금	11	130	1,257	1,192	1,134
유동성채무	0	40	1	1	1
기타유동부채	1,445	1,464	2,702	2,714	2,727
비유동부채	564	1,166	2,815	2,696	2,816
차입금	7	5	382	392	401
사채	40	322	322	322	322
기타비유동부채	516	839	2,110	1,982	2,094
부채총계	2,997	4,526	9,279	9,124	9,215
지배자분	5,225	6,299	9,967	10,662	11,517
자본금	43	44	45	45	45
자본잉여금	5,043	5,833	7,756	7,756	7,756
이익잉여금	148	316	1,716	2,410	3,265
기타자본변동	7	19	77	77	77
비지배자분	515	1,129	3,619	3,625	3,040
자본총계	5,740	7,428	13,586	14,287	14,557
총차입금	693	892	3,150	2,971	2,935

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
EPS	-3,585	1,776	3,144	1,703	1,947
PER	-42.8	219.3	35.8	55.6	48.6
BPS	60,603	71,173	22,350	23,908	25,825
PBR	2.5	5.5	5.0	4.0	3.7
EBITDAPS	5,069	8,245	2,091	2,682	3,004
EV/EBITDA	28.9	45.5	53.7	32.3	28.2
SPS	7,313	9,490	13,806	18,218	22,072
PSR	21.0	41.0	8.1	5.2	4.3
CFPS	9,351	5,222	1,037	1,826	2,190
DPS	127	150	150	30	30

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	27.0	35.4	47.6	32.4	21.2
영업이익 증가율	183.5	120.4	30.9	44.1	18.1
순이익 증가율	적전	흑전	846.8	-45.6	14.3
수익성					
ROIC	9.3	7.5	14.6	19.1	22.5
ROA	-3.6	1.5	8.0	3.3	3.7
ROE	-5.8	2.7	17.2	7.4	7.8
안정성					
부채비율	52.2	60.9	68.3	63.9	63.3
순차입금비율	7.9	7.5	13.8	12.7	12.3
이자보상배율	16.1	24.1	10.8	15.9	19.2

Company Analysis

카카오페이 077300

Mar 7, 2022

결제서비스 고성장 기대, 금융서비스는 규제 환경 적응이 관건

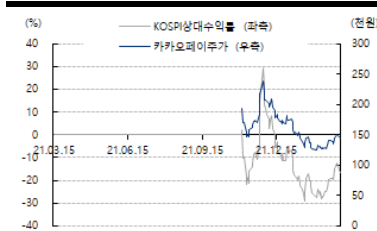
Buy 신규

TP 185,000 원 신규

Company Data

현재가(03/04)	143,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	238,500 원
52 주 최저가(보통주)	124,500 원
KOSPI (03/04)	2,713.43p
KOSDAQ (03/04)	900.96p
자본금	111 억원
시가총액	189,347 억원
발행주식수(보통주)	13,195 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	32.1 만주
평균거래대금(60 일)	433 억원
외국인지분(보통주)	42.68%
주요주주	
카카오	47.25%
Alipay Singapore Holdings Pte. Ltd.	38.66%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	7.9	0.0	0.0
상대주가	9.4	0.0	0.0

2022년 전망

2022년 카카오페이의 연결 기준 매출액은 전년비 +45.2% 성장한 6,658억원, 연결 영업이익은 흑자전환에 성공할 것으로 전망. 1)외부 가맹점 확대, 카카오커머스 확장에 따른 결제서비스 고성장, 2)보험 중개서비스 본격 재개와 디지털 손해보험사 본인가시 자체 보험 판매, 3) 대출 부문 협력기관/영역 확대에 따른 금융서비스 결제액 성장에 따라 TPV는 +32.1% 증가 예상. 그 중에서도 revenue TPV 비중 증가로 매출은 더욱 크게 성장할 것으로 기대.

규제 환경 적응 & 비용 부담 극복이 관건

금융서비스 부문의 잠재 업사이드 불구, 1) 대출총량규제와 DSR 규제가 금융서비스 부문 성장폭을 다소 제한할 것으로 예상하며, 2) 디지털 손해보험사 본인가 시기에 대한 리스크가 해소될 때까지는 우려요인으로 작용할 것으로 전망.

1) 인력 확보와 주식보상비용 발생에 따른 인건비 +29.2% 증가, 2) 결제서비스 부문 결제액 고성장에 따른 카드결제 수수료 등 증가(매출연동비 성격)로 지급수수료는 +48.5% 예상. 연간 전체 영업비용은 전년비 +36.8% 증가 전망. 상기 비용 요인에도 불구하고, TPV 및 매출 고성장으로 연간 영업이익은 흑자전환 기대.

투자의견 Buy, 목표주가 185,000원으로 커버리지 개시

투자의견 Buy, 목표주가 185,000원으로 커버리지 개시. 금융소비자법 유권해석 관련 센터먼트 악화, 임원진의 상장 직후 스톡옵션 행사로 주가는 1년간 약세를 보였음. 2022년 1)대출과 보험 분야 규제 이슈 관련 대안책들의 효과 입증, 2)재발 방지 대책 제시와 경영진의 자사주 재매입에 따른 센터먼트 회복, 3)결제/금융 서비스 부문 고성장에 따른 실적 개선을 통해 의미있는 주가 회복 모멘텀을 기대.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(십억원)	2019.12	2020.12	2021.12P	2022.12E	2023.12E
매출액(십억원)	141	284	459	666	837
YoY(%)	103.0	101.5	61.3	45.2	25.7
영업이익(십억원)	-65	-18	-27	1	7
OP 마진(%)	-46.1	-6.3	-5.9	0.2	0.8
순이익(십억원)	-65	-25	-32	3	8
EPS(원)	-3,421	-1,007	-184	105	267
YoY(%)	적지	적지	적지	흑전	155.0
PER(배)	0.0	0.0	-947.0	1,372.9	538.4
PCR(배)	0.0	0.0	3,578.1	640.4	568.9
PBR(배)	0.0	0.0	13.6	1.6	1.6
EV/EBITDA(배)	0.0	0.0	-1,021.6	3,162.8	1,698.1
ROE(%)	-82.5	-18.0	-2.3	0.1	0.3



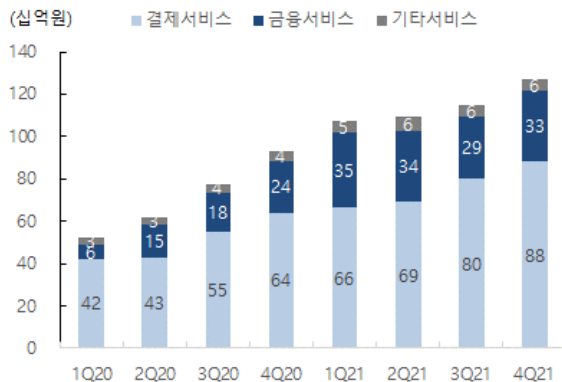
인터넷/게임 김동우

1. 결제서비스: 외부 가맹점 확대로 성장 지속

2021년 전체 매출을 견인한 것은 결제부문(2021년 매출 비중 66.3%)으로 2022년에도 외부 가맹점 확대에 따른 결제액과 매출 고성장 지속을 전망한다. 유저들이 많이 이용하는 가맹점 확보로, MAU와 유저당 연환산거래건수가 증가하는 추세가 지속될 것으로 전망한다.

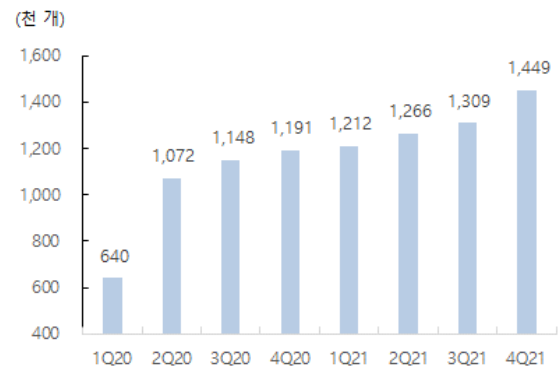
온라인 영역에서 성장세가 큰 여기어때, 배달의민족, 무신사 등 성장 플랫폼과의 파트너십, 그리고 구글, 애플에 이어 마이크로소프트, 넷플릭스 등 글로벌 결제기반을 폭넓게 확대하고 있다. 또 오프라인에서도 편의점, 올리브영 등 협업을 통해 페이 생태계를 빠르게 확장해나가고 있다. 2021년 말 가맹점(온, 오프 합계) 수는 145만 개(YoY +21.8%)로 지속 증가했으며, 가맹점 확보에 그치지 않고 2021년 오프라인 결제규모도 전년비 +70% 이상 증가했다는 점이 고무적이다. 알리페이 파트너십 연계를 통해 일본, 마카오 등 70만개 이상의 오프라인 가맹점 연동 등 글로벌 기반도 확장하고 있어 해외여행 및 경제 정상화시 추가적 수혜가 예상된다.

[도표 160] 카카오페이 부문별 매출 추이



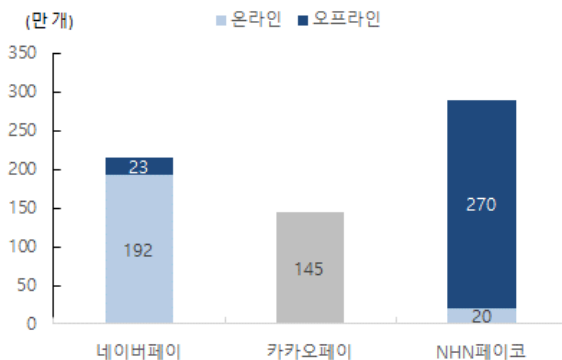
자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 161] 카카오페이 가맹점 수



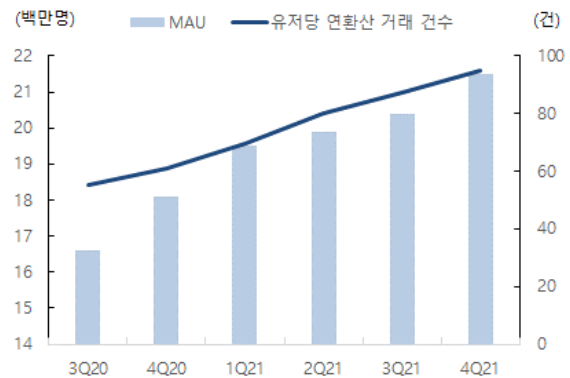
자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 162] 페이먼트 별 온/오프라인 가맹점 수



자료: NAVER, 카카오페이, NHN 교보증권 리서치센터. 주: 카카오는 온/오프라인 합계치

[도표 163] 카카오페이 MAU & 유저당 연환산거래건수 추이



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

2. 금융서비스: 규제 환경 적응이 관건

2022년 금융서비스 부문은 대출과 보험 관련 규제에 따른 성장 둔화를 극복해내는 것이 관건이다. 2021년 하반기 정부의 가계대출 총량 규제로 대출중개 물량 성장이 정체되었으며, 2022년 총부채원리금상환비율(DSR) 규제가 강화되어 시장 성장 둔화는 불가피하다. 규제 강화에 따라 총대출액이 2억원을 넘을 경우, 원리금이 연간 소득의 40%를 초과하면 대출이 불가능하다.

2021년 9월 이후 금융소비자법의 유권해석과 관련된 이슈가 제기되며 중단된 보험서비스는 현재 보험상품 중개를 하고 있지만, 아직까지 전격적인 재오픈은 이루어지지 않은 상황이다.

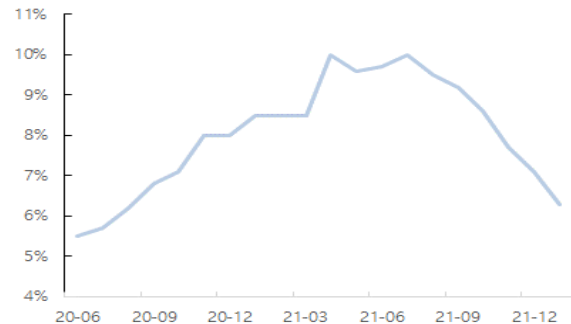
대출총량규제의 영향은 1) 협력기관을 확대하고, 2) 신용대출 중개 뿐 아니라 전세자금대출, 카드로, 오토론, 모기지론 등 대출서비스 영역을 확대시키며 3) 자체적 신용평점모델을 만들어 수익화함으로써 극복하는 것을 목표로 하고 있다. 특히 상품군 다양화에 있어, DSR 규제에 포함되지 않는 전세보증금 대출과 증권투자자에 대한 신용공여가 하나의 업사이드로 작용할 수 있을 것으로 전망한다. 보험서비스의 경우 중단되었던 보험서비스의 본격적 재개를 통해 해당 결제액과 매출을 회복할 수 있을 것으로 기대한다.

[도표 164] 우리은행 버팀목 전세자금대출 (카카오페이 중개)



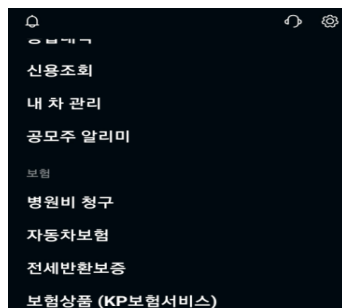
자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 165] 가계대출 증가율(YoY) 추이 (20년 6월 ~ 22년 1월)



자료: 금융위원회, 교보증권 리서치센터

[도표 166] 카카오페이 제공중인 보험 관련 서비스



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 167] 카카오페이 자동차 보험 중개



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

증권, 보험 자회사 기여 기대

한편 2022 년은 증권과 보험의 영역에서 플랫폼으로서 뿐 아니라 카카오페이의 자체적인 금융서비스 제공 역량이 한 층 레벨업되는 해가 될 것으로 기대된다. 먼저 2022 년 3 월 카카오페이증권 MTS 정식 출시로 MAU 와 거래금액 증가가 지속될 것으로 전망된다. 여타 증권사들의 MTS 들과 마찬가지로 수수료는 0.1% 미만으로 낮은 수준이지만, 이르면 신용공여 등 대출상품, 또 투자상품들과의 연계를 통해 수익화가 가능해질 것으로 전망한다.

타 증권사에 비해 인증이 간편하고, 주식 매매를 위한 돈이 부족할 때 카카오페이와 연계된 '채우기' 기능을 통해 빠른 충전이 가능하다는 점(해외주식 거래시에도 환전 절차 없이 통합 증거금 통해서 곧바로 거래), 그리고 유저 친화적인 UI/UX가 차별화 요소로 작용할 것으로 기대된다. 특히 3 월 도입 예정인 '소수점 거래'를 통해 소액으로도 투자가 가능해질 전망이며, 카카오톡 소셜 기능을 통해 주식을 선물하거나 함께 투자할 수 있도록 하는 다양한 기능을 준비하고 있다.

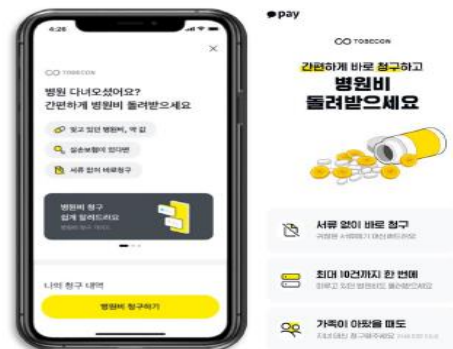
보험 분야에서도, 여태까지는 자회사인 KP 보험을 통한 보험중개서비스만 제공해왔다. 보험 중개는 결제, 대출 중개에 비해서 매출전환율이 높은 편이지만 자체 보험 판매는 수익성이 더욱 크다. 2022 년 상반기 중 디지털 손해보험사인 카카�손해보험 본인이 성공적으로 이루어질 경우, 자체 보험상품 판매를 통한 수익성 증대가 가능하다. 손보사 인가시 생활 밀착형 보험, 단기 소액보험을 통해 입지를 다지고, 추가적인 성장 동력이 될 것으로 기대한다.

[도표 168] 카카오페이증권 MTS



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 169] 카카오페이 보험 '병원비 청구하기' 서비스



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

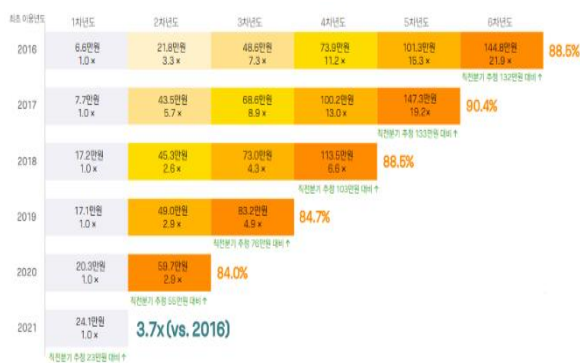
3. 매출 성장이 TPV 증가를 상회하는 흐름 지속

2021 년 연간 카카오페이 TPV 는 99 조원을 기록, YoY +47.7% 증가하였으며, 동기간 매출은 YoY +61.3% 증가하였다. 이는 송금 등 매출기여도가 낮은 TPV 가 아닌, **결제, 금융** 분야의 ‘Revenue TPV’ 중심으로 **결제액** 성장이 이루어지고 있기 때문이다. 실제로 2021 년 연간 Revenue TPV 는 YoY +80% 이상 증가했다. 결제 부문에서 온라인 비대면 상황이 지속되며 연간 온라인 결제액이 +67%, 오프라인에서도페이전용카드 +49%,페이앱 결제액 +122% 증가했다. 금융 부문에서도 연간 펀드투자 거래액이 +156%, 연간 대출 거래액은 YoY 3 배 이상 증가하며 Revenue TPV 비중 증가에 기여했다.

송금, 정산 등으로 유입된 유저들이 대출/투자/보험 등 금융서비스를 교차사용하면서 실질적인 매출 성장에 기여하고 있는 것으로, 카카오페이 연간 활성 유저(AAU) 중 3 가지 이상 서비스를 사용하는 유저의 비중은 2018 년 22%에서 2021 년 62%로 상승했다.

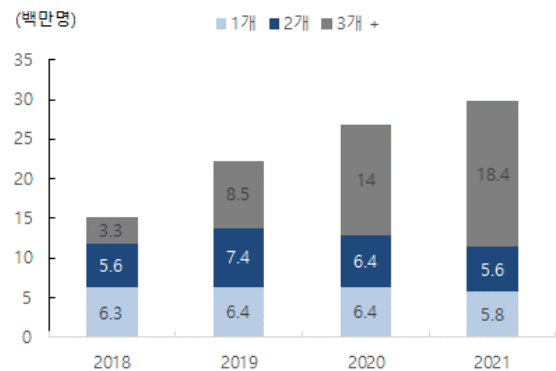
결제액 고성장도 지속될 것으로 전망된다. 유저의 카카오페이 진입 후 1 차년도 결제액은 2016 년 6.6 만원에서 2021 년 24.1 만원으로 3.7 배 상승했을 뿐 아니라, 각 진입연도별 이용자들은 해가 갈수록 많은 금액을 결제했다. 서비스 고도화에 따라 이용자가 기본적으로 결제하는 금액이 높아지고 있고, 또 해당 이용자들은 여러 서비스를 교차 사용하면서 결제액이 점점 증가하는 특성을 보이고 있다.

[도표 170] 연도별 진입 유저의 인당 결제액 추이 및 리텐션을



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

[도표 171] 연간 활성 유저(AAU)의 이용 서비스 개수별 분포



자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

4. 2022년 실적 전망

2022년 카카오페이 TPV는 전년비 +32.1% 증가한 130조, 그 중에서도 revenue TPV 비율 증가에 따라 매출은 +45.2% 증가한 6,658억원 수준을 기록할 것으로 전망한다. 1) 결제서비스 부문에서 외부 온/오프라인 가맹점 확대와 카카오페이 커머스 거래액 고성장 금융서비스 부문에서는 2) 보험 중개서비스의 본격적인 재개와 본인가시 디지털 손해보험사 설립에 따른 자체 보험 판매, 3) 대출 부문 협력기관 확대 및 전세자금대출, 오토론, 카드론 등 대출서비스 영역 확대에 금융서비스 부문 결제액 성장이 유효하게 작용할 것으로 전망한다.

금융서비스 부문의 잠재적 업사이드에도 불구하고, 1) 대출 부문의 대출총량 규제와 DSR 규제가 금융서비스 부문 성장폭을 다소 제한할 것으로 예상하며, 2) 디지털 손해보험사의 본인가 시기에 관한 리스크가 해소되기까지 우려요인으로 작용할 것으로 전망한다.

2022년 영업비용은 전년비 +36.8% 증가할 것으로 예상한다. 현금결제형 주식보상비용은 관련 스톡옵션이 상당 부분 행사되어 잔존 리스크가 크지 않은 반면 주식결제형 스톡옵션의 경우 대부분이 남아있어, 행사시 4대보험 등의 인건비가 증가할 것으로 예상된다. 또한 2022년 직원 채용 5~10% 증가와 인재 확보를 위한 복리후생 강화에 따라, 1) 연간 인건비는 +29.2% 증가한 2,195억원을 기록할 것으로 전망한다. 2) 영업비용 중 가장 큰 비중을 차지하는 지급 수수료는 결제서비스 부문 결제액 고성장에 따른 카드결제 수수료 등 지급으로 +48.5% 증가할 것으로 예상한다. 상기 비용 증가 요인에도 불구하고, TPV 및 매출 고성장에 따라 연간 영업이익은 흑자전환이 가능할 것으로 기대한다.

[도표 172] 카카오페이 분기 및 연간 실적 추정 (연결 기준)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E							
매출액	52.1	61.8	77.6	92.8	107.1	109.2	114.9	127.4	141.9	154.5	176.7	192.7	284.4	458.6	665.8							
성장률(YoY %)					105.6%	76.6%	48.0%	37.3%	32.4%	41.5%	53.8%	51.2%		61.3%	45.2%							
결제서비스	42.4	42.9	55.1	64.1	66.5	69.1	79.9	88.4	93.8	103.7	120.2	130.4	204.6	303.9	448.0							
금융서비스	6.3	15.4	18.5	24.4	35.3	33.8	29.3	33.0	40.9	42.9	47.7	52.7	64.5	131.3	184.2							
기타서비스	3.4	3.5	4.0	4.3	5.4	6.3	5.7	6.0	7.3	7.9	8.8	9.6	15.3	23.4	33.6							
영업비용	55.3	68.5	74.1	104.4	96.4	117.3	115.9	156.2	142.4	152.8	173.1	196.3	302.3	485.9	664.6							
지급수수료	32.3	34.1	38.7	53.8	45.5	50.5	55.8	66.5	67.2	75.1	86.9	95.1	159.0	218.3	324.3							
인건비	15.7	22.7	23.6	26.7	31.1	45.0	34.2	59.7	50.8	52.0	55.1	61.7	88.7	169.9	219.5							
광고선전비	3.2	3.6	5.0	16.3	9.0	13.0	15.9	16.3	10.3	13.7	17.9	24.6	28.0	54.3	66.5							
상각비	2.0	3.2	3.5	3.8	3.9	4.3	4.6	6.8	6.4	6.7	7.2	7.7	12.4	19.6	28.0							
지급임차료	0.3	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6	0.8	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5	1.8	3.2	5.8							
기타	1.9	4.3	2.9	3.4	6.3	3.9	4.6	5.7	6.3	3.9	4.6	5.7	12.5	20.5	20.5							
영업이익	-	3.2	-	6.6	3.5	-	11.6	10.8	-	0.5	1.7	3.6	-	3.6	-	17.9	-	27.2	1.2			
OPM(%)	-	-6.1%	-10.7%	4.6%	-12.5%	10.1%	-7.5%	-0.9%	-22.6%	-0.4%	1.1%	2.0%	-1.9%	-6.3%	-5.9%	0.2%						
지배주주순이익	-	1.8	-	5.6	1.4	-	14.5	13.5	-	6.9	1.1	-	29.1	0.4	0.1	1.4	0.2	-	20.6	-	21.4	2.0
NPM(%)	-	-3.4%	-9.1%	1.8%	-15.7%	12.6%	-6.3%	1.0%	-22.8%	0.3%	0.1%	0.8%	0.1%	-7.2%	-4.7%	0.3%						

자료: 교보증권 리서치센터

4. Valuation

[도표 173] 카카오페이 Valuation

항목	가치산정	비교
2022 예상 거래액	130,451	Paypal, Block, Affirm Holdings EV/TPV 평균 30% 할인
target EV/TPV	0.19	
순현금	207	
적정시가총액	17,259.60	
발행주식수	131,949	
적정주가	130,805	
목표주가	185,000	
현재주가	143,500	
상승여력	28.9%	

자료: 교보증권 리서치센터

[카카오페이 077300]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
매출액	141	284	459	666	837
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	141	284	459	666	837
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	206	302	486	665	829
영업이익	-65	-18	-27	1	7
영업이익률 (%)	-46.3	-6.3	-6.0	0.2	0.9
EBITDA	-61	-6	-21	5	10
EBITDA Margin (%)	-43.2	-1.9	-4.5	0.8	1.2
영업외손익	0	-8	3	3	3
관계기업손익	-3	-3	-1	-1	-1
금융수익	4	2	7	7	7
금융비용	-1	-3	-7	-7	-7
기타	0	-5	4	4	4
법인세비용차감전순이익	-65	-26	-25	4	10
법인세비용	0	-1	8	1	3
계속사업순이익	-65	-25	-32	3	8
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-65	-25	-32	3	8
당기순이익률 (%)	-46.1	-8.8	-7.0	0.5	0.9
비지배지분순이익	0	-4	-11	1	3
지배지분순이익	-65	-21	-21	2	5
지배순이익률 (%)	-46.0	-7.2	-4.7	0.3	0.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-3	-3	-3	-3
포괄순이익	-65	-28	-35	0	5
비지배지분포괄이익	0	-5	-6	0	1
지배지분포괄이익	-65	-23	-29	0	4

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

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	109	33	-65	-33	-29
당기순이익	0	0	-32	3	8
비현금항목의 가감	7	31	27	19	19
감가상각비	4	8	4	2	1
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	3	3	1	1	1
기타	0	21	22	16	17
자산부채의 증감	163	29	-56	-57	-56
기타현금흐름	-61	-27	-3	2	1
투자활동 현금흐름	11	-194	-955	-43	27
투자자산	12	0	0	0	0
유형자산	-6	-5	0	0	0
기타	4	-189	-955	-43	27
재무활동 현금흐름	-2	168	1,531	10	10
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	158	1,521	1	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-2	10	10	10	10
현금의 증감	117	6	655	-390	99
기초 현금	261	379	385	1,040	650
기말 현금	379	385	1,040	650	750
NOPLAT	-65	-17	-36	1	6
FCF	97	19	-85	-52	-48

자료: 카카오페이, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
유동자산	475	644	2,295	1,997	2,156
현금및현금성자산	379	368	1,040	650	750
매출채권 및 기타채권	50	82	129	200	309
재고자산	0	0	0	0	0
기타유동자산	46	194	1,126	1,146	1,096
비유동자산	49	60	173	171	171
유형자산	8	9	5	3	2
관계기업투자금	8	3	5	8	10
기타금융자산	9	7	4	4	4
기타비유동자산	25	41	158	156	155
자산총계	525	1,208	3,434	3,034	3,072
유동부채	457	549	856	690	713
매입채무 및 기타채무	446	534	784	607	607
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	11	15	71	83	105
비유동부채	21	24	108	114	124
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	24	108	114	124
부채총계	478	1,004	1,637	1,235	1,268
지배지분	47	182	1,694	1,696	1,702
자본금	9	11	66	66	66
자본잉여금	220	375	1,842	1,842	1,842
이익잉여금	-184	-205	-226	-224	-219
기타자본변동	1	3	13	13	13
비지배지분	0	22	102	103	103
자본총계	47	204	1,796	1,799	1,804
총차입금	16	16	16	17	17

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

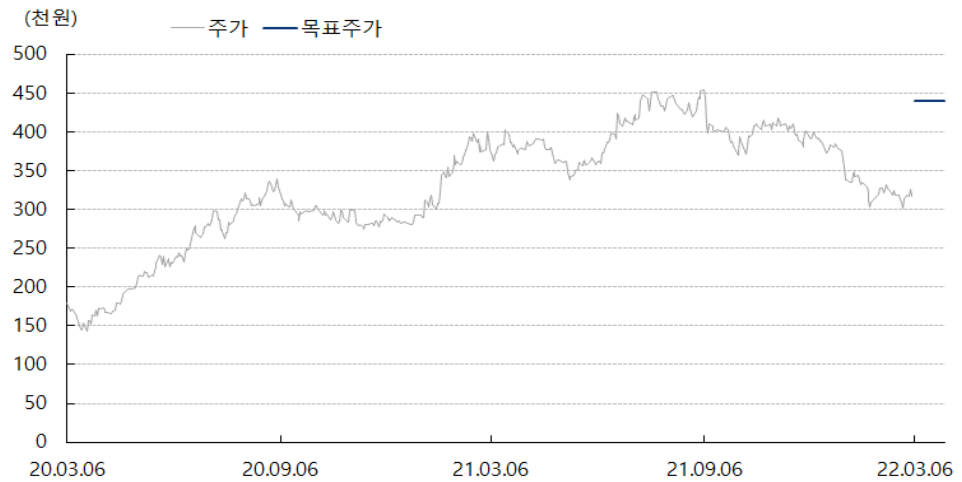
12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
EPS	-3,421	-1,007	-184	105	267
PER	0.0	0.0	-947.0	1,372.9	538.4
BPS	2,453	8,199	12,844	89,347	89,613
PBR	0.0	0.0	13.6	1.6	1.6
EBITDAPS	-3,207	-272	-177	287	534
EV/EBITDA	0.0	0.0	-1,021.6	3,162.8	1,698.1
SPS	1,486	2,786	3,956	7,013	8,813
PSR	0.0	0.0	44.1	20.5	16.3
CFPS	5,103	921	-735	-2,716	-2,509
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2019A	2020A	2021P	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	103.0	101.5	61.3	45.2	25.7
영업이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	516.7
순이익 증가율	적지	적지	적지	흑전	155.0
수익성					
ROIC	21.9	4.3	6.3	-0.2	-1.4
ROA	-14.2	-2.4	-0.9	0.1	0.2
ROE	-82.5	-18.0	-2.3	0.1	0.3
안정성					
부채비율	1,025.5	491.8	91.2	68.6	70.3
순차입금비율	3.1	1.4	0.5	0.5	0.5
이자보상배율	-123.6	-24.3	-37.1	1.6	10.0

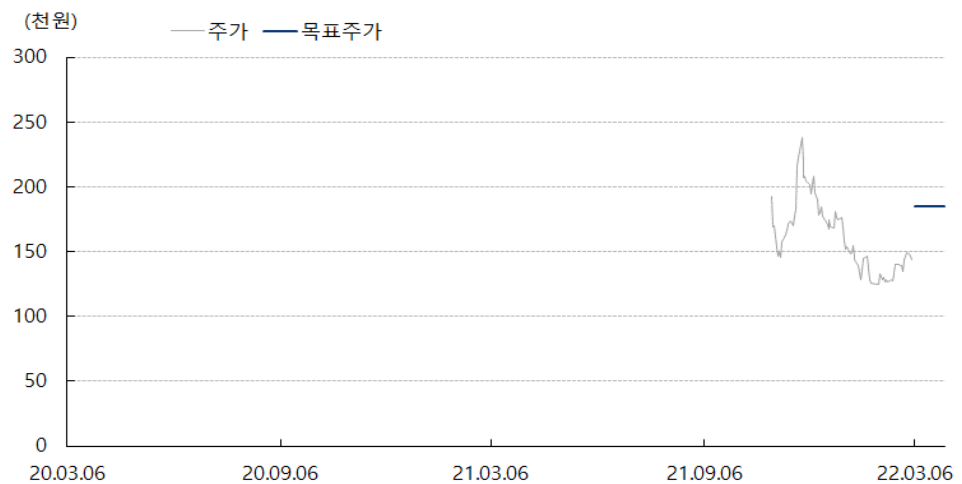
NAVER 최근 2년간 목표주가 변동추이



카카오 최근 2년간 목표주가 변동추이



카카오페이 최근 2년간 목표주가 변동추이



NAVER 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.09.22	매수	400,000	(25.51)	(23.75)	2021.06.25	매수	480,000	(20.60)	(8.13)
2020.10.15	매수	400,000	(26.34)	(23.75)	2021.07.14	매수	480,000	(19.76)	(6.46)
2020.10.30	매수	400,000	(26.44)	(23.75)	2021.07.23	매수	550,000		
2020.11.09	매수	400,000	(27.63)	(22.00)	2022.03.07	담당자 변경			
2021.01.13	매수	400,000	(26.36)	(11.25)		매수	440,000		
2021.01.29	매수	440,000	(15.36)	(9.55)					
2021.02.22	매수	480,000	(20.93)	(16.77)					
2021.03.17	매수	480,000	(20.17)	(15.94)					
2021.04.19	매수	480,000	(20.31)	(15.94)					
2021.04.30	매수	480,000	(21.94)	(15.94)					
2021.06.23	매수	480,000	(21.71)	(11.77)					

자료: 교보증권 리서치센터

카카오 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2020.09.22	매수	84,000	(12.65)	(9.17)	2021.06.23	매수	190,000	(18.16)	(17.37)
2020.10.08	매수	84,000	(12.25)	(9.17)	2021.06.29	매수	190,000	(16.84)	(14.21)
2020.10.13	매수	84,000	(15.22)	(9.17)	2021.07.06	매수	190,000	(16.18)	(14.21)
2020.11.09	매수	88,000	(13.86)	3.98	2021.07.19	매수	190,000	(19.04)	(14.21)
2021.01.13	매수	96,000	(5.89)	(1.35)	2021.08.10	매수	190,000	(20.01)	(14.21)
2021.02.09	매수	96,000	(3.23)	7.08	2021.08.26	매수	190,000		
2021.02.22	매수	110,000	(11.98)	(8.91)	2022.03.07	담당자 변경			
2021.04.05	매수	110,000	(7.30)	9.55		매수	120,000		
2021.04.22	매수	140,000	(16.51)	(13.21)					
2021.05.07	매수	140,000	(14.16)	1.79					
2021.06.15	매수	140,000	(10.97)	13.57					

자료: 교보증권 리서치센터

카카오페이 최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2022.03.07	담당자 변경 매수	185,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2021.12.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	97.0	0.0	3.0	0.0

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하