글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

투자의견 (Maintain)
Industry Report
2018.4.20

[인터넷/게임/광고]

문지현
02-3774-1640
jeehyun.moon@miraeasset.com

인터넷

B2B 솔루션에 주목

B2B의 견조한 성장성과 사업 확장성에 주목할 때

B2B(Business to Business)는 기업과 기업 간에 이루어지는 사업을 총칭한다. 인터넷 산업은 B2C(Business to Consumer) 사업뿐 아니라, 기업 요구에 대응하여 소프트웨어 패키지나 응용 프로그램으로 어려운 작업과 문제를 처리해주는 'B2B 솔루션 사업'도 성장하고 있다. 아마존과 알파벳의 클라우드 사업, 쇼피파이와 카페24의 쇼핑몰 솔루션이 대표적이다.

B2C의 피로감 누적: 페이스북 사태, 마켓플레이스의 저수익성

최근 인터넷 산업은 B2C 영역의 피로감이 누적되고 있는 점을 느낄 수 있다. 개인 이용자들이 매일 사용하는 소셜미디어가 대표적이다. 페이스북은 2018년 3월 이용자 데이터 유출 사고로 주가와 밸류에이션이 하락했다. 산업적 배경으로는 디지털 광고의 글로벌 광고 시장 침투율이 40%를 상회하며 성숙하고 있는 점이 주목된다. 디지털 광고 시장의 추가 성장을 위해 데이터 기반의 타겟 마케팅과 AI 추천이 대두되고 있다. 그러나 이에 대한 이용자의 반감, 경쟁 광고 매체의 견제와 마찰, 정부의 감독과 규제 등도 제기되고 있는 것이 현실이다.

마켓플레이스를 운영하고 있는 인터넷 기업들도 저수익성에 신음하고 있다. 매년 거래액은 증가하고 있으나, 동시에 마케팅 비용과 물류 투자로 대규모 적자가 지속되고 있기 때문이다. 국내 온라인 쇼핑몰 11번가/쿠팡/위메프/티몬 합산 영업이익은 2012년부터 적자로 전환되었으며, 2017년은 합산 1조원에 달하는 영업손실을 기록한 것으로 파악된다. 마켓플레이스 간의 경쟁은 소비자에게 저렴한 가격과 빠른 배송 등의 혜택을 주고 있다. 그러나 기업 입장에서는 손실 누적으로 인해 사업의 지속 가능성과 수익성에는 의문점이 있는 상황이다.

B2B의 가능성 부각: 쇼핑몰, 경영관리, 클라우드 솔루션

이러한 가운데, B2B 솔루션을 제공하는 기업들의 장점이 부각되고 있다고 판단된다. 개인 소비자 대상이 아닌, 기업을 대상으로 하는 사업이기 때문에 개인 이용자와 관련된 평판 리스크나 규제 위험이 적고, 대규모 마케팅비 집행 필요성도 적다.

쇼핑몰 솔루션 산업은 아직 수량이 늘어나는 성장 시장으로 판단되며, 호스팅과 광고, 결제, 배송 사업으로의 비즈니스 확장성도 엿보인다. 경영관리 솔루션 산업은 기업 시장에 침투하는 성격이며, 클라우드를 통한 서비스화 등 비즈니스 모델의 혁신도 활발하다. 클라우드 솔루션 산업은 기존에는 비용 절감 측면의 장점이 부각되었다면, 이제는 인공지능과의 결합과 글로벌 리전 서비스를 통해 부가가치가 부여되는 방향으로 시장의 패러다임이 전환되고 있다.

관심종목: 카페24, 더존비즈온, NAVER

B2B 솔루션 산업과 관련된 관심종목으로 카페24와 더존비즈온, NAVER를 '매수' 의견으로 제시한다. 카페24는 쇼핑몰 솔루션을 제공하는 대표 기업으로서 높은 성장성과 흑자 전환 진입, 해외 신사업 가능성 등이 주목된다. 더존비즈온은 경영관리 ERP 솔루션을 중소기업 대상으로 제공하는 국내 대표 기업으로서 클라우드로 인한 사업 시너지와 수익성 향상이 부각된다. NAVER는 검색 광고 사업의 지배력과 IT 인프라 노하우를 기반으로 소상공인 대상 스마트스토어 사업, 기업 및 정부 대상의 클라우드 사업 등 B2B 사업이 점차 확대되고 있다.

투자전략

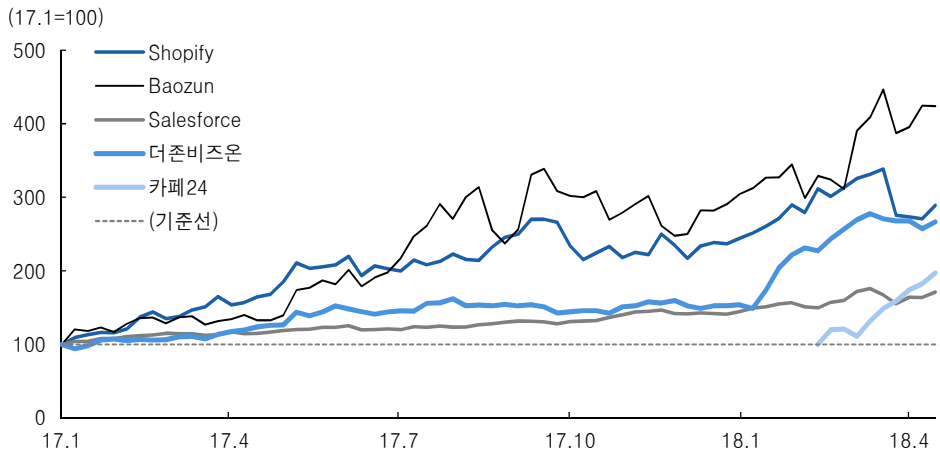
B2B 솔루션 업체의 주가 상승세 부각

2017년 초 이래로 인터넷 B2B 솔루션 제공 업체의 주가는 대체로 양호한 흐름을 보이고 있다.

1) 실적 개선: 높은 두 자릿수 매출 성장률과 이익 개선세가 부각되면서 밸류에이션 프리미엄을 받고 있다. **2) 사업 확장성**: 기존 핵심 솔루션 사업을 기반으로 비즈니스가 확대될 수 있는 점이 긍정적이다. **3) 클라우드 효과**: PC 설치형이 아닌, 클라우드 기반의 서비스를 제공하여 고객 저변을 넓히고 있는 점도 긍정적이다. 클라우드 사업은 성장성과 수익성의 탄력적 개선에도 긍정적이다.

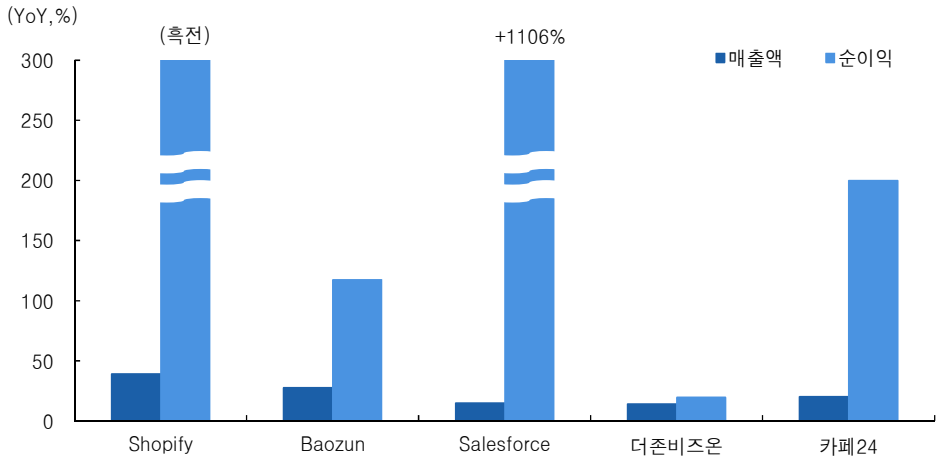
쇼피파이, 세일즈포스, 카페24, 더존비즈온 등은 공통적으로 단기 실적 개선, 사업 확장성, 클라우드로 인한 사업 시너지 등이 발견되고 있다. **신사업 확대와 클라우드를 통한 사업 시너지 등 중장기적인 성장 동력을 확보하고 있는 B2B 솔루션 기업에는 꾸준한 관심이 요구된다.**

그림 1. 글로벌 인터넷 B2B 솔루션 제공 업체의 주가 대체로 뚜렷한 상승세



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 2018년 예상 매출액 및 순이익 성장률, 전반적으로 두 자릿수 외형 성장에 수익성 대폭 개선



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

카페24 (042000)

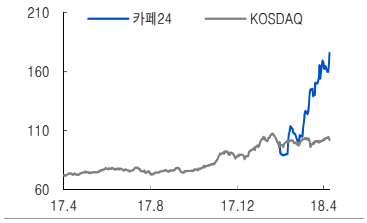
이커머스 생태계의 성장 파트너

인터넷 솔루션

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(12M,신규)	**180,000원**
현재주가(18/04/19)	148,900원
상승여력	21%

영업이익(18F,십억원)	20
Consensus 영업이익(18F,십억원)	23
EPS 성장률(18F,%)	139.6
MKT EPS 성장률(18F,%)	16.1
P/E(18F,x)	96.9
MKT P/E(18F,x)	9.5
KOSDAQ	882.73
시가총액(십억원)	1,319
발행주식수(백만주)	9
유동주식비율(%)	64.0
외국인 보유비중(%)	17.4
베타(12M) 일간수익률	1.02
52주 최저가(원)	75,500
52주 최고가(원)	148,900

주가상승률(%)	**1개월**	**6개월**	**12개월**
절대주가	41.8	-	-
상대주가	41.5	-	-



[인터넷/게임/광고]

문지현
02-3774-1640
jeehyun.moon@miraeasset.com

투자의견: '매수' 및 12개월 목표주가 18만원으로 커버리지 개시

카페24에 대해 '매수' 의견과 목표주가 18만원으로 분석을 개시한다. 카페24는 국내 온라인 쇼핑몰 솔루션 대표 기업으로서 고성장성, 수익성 개선, 신사업을 통한 매출 기회가 주목된다.

B2B 솔루션: 국내 온라인 쇼핑몰 솔루션 1위 기업

카페24는 1999년에 설립되어 2017년 2월 8일 코스닥 시장에 상장된 인터넷 비즈니스 솔루션 기업이다. 핵심 사업은 온라인 쇼핑몰 솔루션 부문으로서, 2017년 연결 매출의 38% 비중이다. 카페24의 개별 매출 규모는 국내 유사한 사업을 하는 2위사의 2배 이상, 3위사의 5배 이상으로 시장 지배력이 높은 편이다. 해외 유사 대표 기업은 북미의 쇼피파이(Shopify)이다.

투자포인트: 이커머스 시장 고성장, 흑자 전환기 진입, 사업 확장성

1) 고성장 산업: 카페24는 사업 기반인 이커머스 시장 성장의 수혜를 받고 있다. 국내 온라인 쇼핑몰 시장 거래액은 2017년 전년비 19% 성장했으며, 향후 3년간 약 17%로 고성장을 지속할 전망이다. 카페24 솔루션을 이용하는 쇼핑몰의 거래액은 2017년 전년비 30% 성장했으며, 향후 3년간 평균 21% 성장이 전망되어 시장 성장률을 상회할 전망이다. 카페24의 쇼핑몰 솔루션 사업은 특히 국내 모바일 쇼핑이 개화되면서 성장이 가속화된 것으로 파악된다. 모바일 쇼핑의 대중화, 간편결제 편의성 등이 카페24 쇼핑몰 솔루션 사업에 긍정적으로 작용했다.

2) 흑자 전환기: 카페24는 2017년부터 영업이익이 흑자로 전환했다. 카페24는 2015년~2016년에 해외 신규 사업을 위해 인력을 갑자기 100여명 이상 대규모로 채용하면서 고정비가 증가했다. 그러나 쇼핑몰 사업의 성장을 통해 분기 실적이 300억원대로 올라오면서 2016년 4분기부터는 분기 연속 영업이익 흑자를 기록하고 있다. 연간 연결 영업이익률은 2016년까지의 적자를 뒤로 하고 2017년에 5%를 기록했고, 2018년 12%, 2019년 15%로 개선될 전망이다.

3) 사업 확장성: 카페24의 사업은 확장성이 높다고 판단된다. 쇼핑몰을 운영하는 기업 고객의 수요와 산업 생태계에 따라 관련 사업이 확대되어 매출 기회가 생기고 있다. 기본적인 핵심 매출은 카페24 솔루션 기반의 쇼핑몰에서의 결제를 통해 발생하는 PG 중개 수수료이다. 결제 외에도 쇼핑몰의 창업과 운영 전 과정에서 다양한 매출이 발생한다. 또한 3월 주주총회에서 O2O 서비스, 전자지급결제대행, 해외송금, 결제대금예치 등의 사업 목적을 추가하기도 했다. 올해 하반기에는 일본 현지에서 쇼핑몰 솔루션 플랫폼 사업을 본격화할 계획이다. 마켓플레이스, 핀테크, 글로벌 물류, 상품 공급 플랫폼 등의 신규 서비스 확대도 추진하고 있다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	-	118	143	172	209	252
영업이익 (십억원)	-	-1	7	20	32	51
영업이익률 (%)	-	-0.8	4.9	11.6	15.3	20.2
순이익 (십억원)	-	-1	5	15	25	40
EPS (원)	-	-160	641	1,536	2,592	4,131
ROE (%)	-	-14.5	45.3	32.0	27.3	32.1
P/E (배)	-	-	-	96.9	57.4	36.0
P/B (배)	-	-	-	18.2	13.8	10.0
배당수익률 (%)	-	-	-	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

비즈니스 모델 분석

카페24의 핵심 사업은 온라인 쇼핑몰 솔루션 부문으로서, 2017년 연결 매출의 38% 비중을 차지한다. 카페24는 전자상거래 관련 서비스를 원스톱으로 제공하고 있다. IT 인프라, 솔루션, 운영, 비즈니스 교육, 마케팅 등 온라인 비즈니스와 관련된 전 과정의 종합 서비스를 제공한다.

쇼핑몰 솔루션 사업은 PG(Payment Gateway) 결제 기업으로부터 쇼핑몰 신규 가입 중개 수수료 및 거래액에 비례하는 수수료를 수취하며 매출이 발생되는 구조이다.

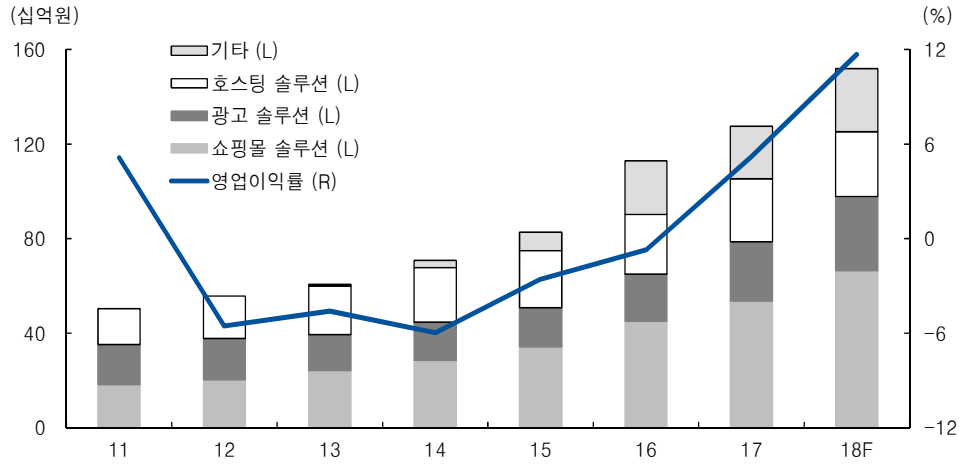
쇼핑몰이 카페24를 통해 PG를 신청할 경우 건당 약 20만원의 가입비가 일회성으로 발생한다. 이 때 카페24는 PG로부터 가입 중개 수수료를 매출로 인식하는 것으로 추정된다. 카페24 솔루션을 이용하는 쇼핑몰에서 PG를 활용한 결제가 발생하면, 카페24는 해당 거래액의 약 1% 내외를 PG사로부터 거래 중개 수수료로 수취하여 매출로 인식하는 것으로 추정된다.

그 외 주요 사업의 2017년 연결 매출 비중은 호스팅 솔루션 19%, 광고 솔루션 18%, 본사 기타 사업 16%, 자회사 의류/운송 사업 17% 등이다.

그림 3. 카페24의 쇼핑몰 솔루션 사업은 거래 결제 중개 수수료 외에 호스팅, 광고 매출까지 연계되는 구조

자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 카페24의 인터넷 솔루션 사업 구성: 2016년 쇼핑몰 솔루션 매출 급증, 2017년 영업이익 흑자 전환



주: 본사의 인터넷 솔루션 성격의 매출만 표기, 자회사 매출 제외
자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

카페24는 2017년부터 영업이익이 흑자로 전환했다. 2015년~2016년에 해외 신규 사업을 위해 인력을 갑자기 100여명 이상 대규모로 채용하면서 고정비가 증가했다. 그러나 분기 실적이 300억원대로 올라오면서 2016년 4분기부터는 분기 연속 영업이익 흑자를 기록하고 있다.

연결 매출액은 2018년에 전년비 20% 성장할 전망이다. 쇼핑몰 솔루션, 광고 솔루션 등 쇼핑몰과 관련된 사업부가 성장을 견인할 것으로 예상된다. 하반기 일본 진출에 따라 기타 부문의 매출도 점진적으로 증가할 전망이다. 영업이익률은 2018년부터 10%대로 개선될 전망이다.

분기 실적은 이커머스 시장의 계절성이 반영되는 편이다. 1분기가 가장 비수기이며, 4분기가 최성수기에 속한다. 2분기는 '가정의 달' 선물 시즌 등으로 계절성이 1분기보다는 우호적인 편이며, 3분기는 여름 휴가와 추석 연휴 등으로 쇼핑몰 거래액이 2분기 대비 감소하는 경향이 있다.

표 1. 카페24 연간 매출 추이와 전망 **(십억원, %)**

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	**70**	**83**	**118**	**143**	**172**	**209**
1) 인터넷비즈니스솔루션	70	83	113	128	152	186
- 본사 쇼핑몰 솔루션	29	34	45	54	67	80
- 본사 광고 솔루션	16	17	20	25	31	38
- 본사 호스팅 솔루션	23	24	25	27	27	28
- 기타	3	8	23	22	27	40
2) 의류			8	16	21	25
3) 운송			6	8	10	12
* 연결조정			-9	-9	-11	-14
영업이익/손실	**-4**	**-2**	**-1**	**7**	**20**	**32**
영업이익률	-6.0	-2.6	-0.7	5.3	11.7	15.3
순이익/손실	-4	-2	-1	5	15	25
순이익률	-5.6	-2.5	-1.1	3.5	9.0	12.0
YoY 성장률						
매출액		17.7		20.7	20.3	21.9
1) 인터넷비즈니스솔루션		17.7		13.0	19.1	22.2
- 본사 쇼핑몰 솔루션		19.6		18.9	24.0	20.0
- 본사 광고 솔루션		3.3		26.6	24.8	20.0
- 본사 호스팅 솔루션		4.3		5.3	3.0	3.0
- 기타		206.2		-2.1	20.0	50.0
2) 의류				107.5	30.0	20.0
3) 운송				28.8	20.0	20.0
* 연결조정				4.3	20.0	20.0
영업이익/손실		적지		흑전	168.4	59.1
순이익/손실		적지		흑전	209.9	62.4
주요 지표						
쇼핑몰 솔루션 거래액	3,668	4,272	5,160	6,707	8,317	9,981

주: 2014, 2015년은 개별 기준, 2016년부터 연결 기준, 2016년은 기준이 달라 YoY 성장률 미표기
자료: 카페24, 미래에셋대우 리서치센터

Valuation

카페24에 대한 '매수' 투자의견과 12개월 목표주가 18만원을 제시한다. 국내 상장 기업 중에는 카페24와 비교할 만한 기업이 없다. 비즈니스모델이 유사한 기업은 북미의 쇼피파이로 판단된다.

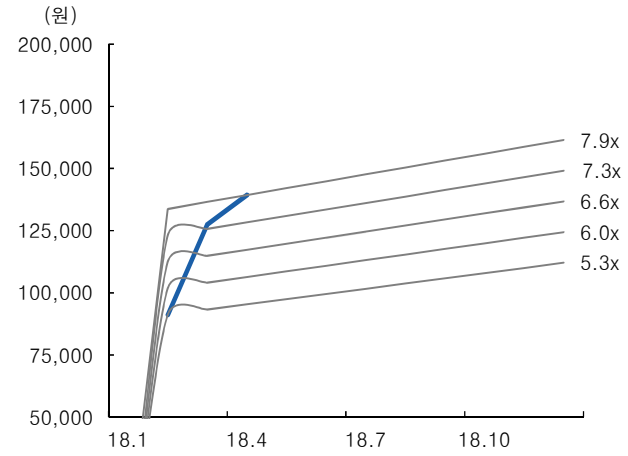
카페24의 사업은 외형, 즉 거래액과 매출액의 성장이 중요하다. 쇼핑몰 솔루션 사업의 매출이 거래액에 비례하는 구조이며, 대부분의 비용이 고정비 성격으로 외형이 성장할수록 레버리지가 나는 구조로 판단되기 때문이다. 또한 이익을 작년부터야 내기 시작했기 때문에 P/S(Price to Sales, 주가매출배수)를 적용배수로 활용했다.

표 2. 카페24 12개월 목표주가 산출 **(십억원, 배, 원)**

구분			평가액	비고
영업가치 (1)			**1,474**	
	2018F 매출액	적용배수		
연결	171	8.6	1,474	Shopify P/S 3개년 평균 및 현 2018F P/S 고려
순차입금 (2)			-86	
순자산가치 (1-2)			**1,561**	
주식수 (천주)			8,858	발행주식 수. 공모 후 기준
목표주가			**180,000**	반올림

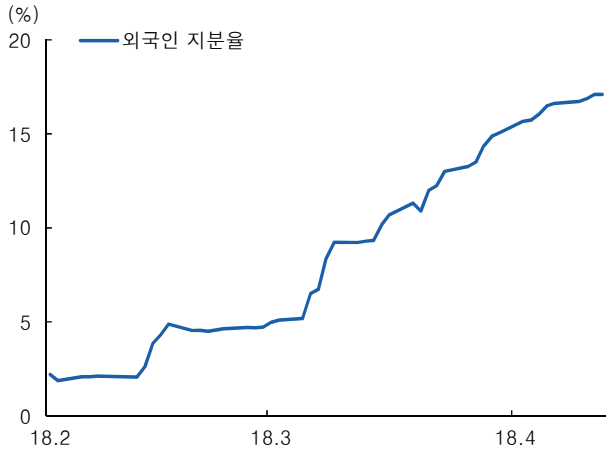
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 카페24 12MF EV/Sales 밴드와 주가 추이



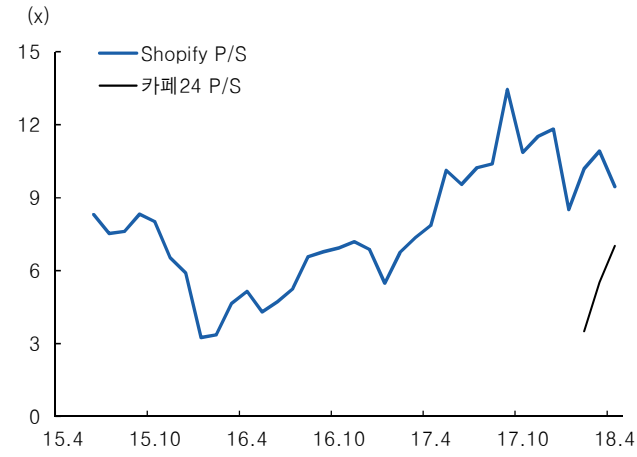
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 카페24 외국인 지분율 추이



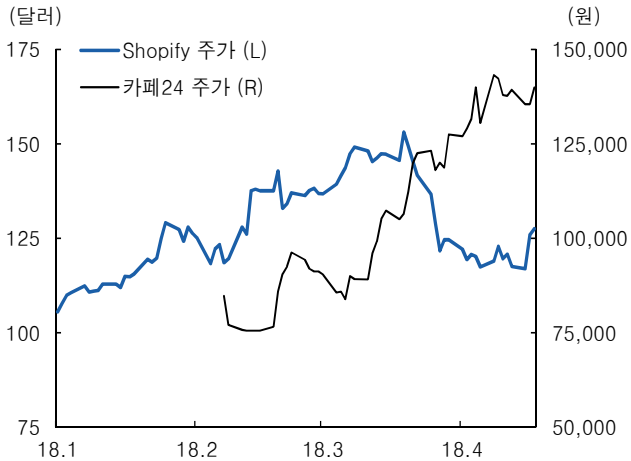
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 해외 유사 기업 쇼피파이와 카페24의 P/S 추이



주: P/S는 Price to Sales, 주가를 주당 매출액으로 나눈 값
자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 쇼피파이와 카페24의 주가 추이



자료: Thomson Reuters, 미래에셋대우 리서치센터

더존비즈온 (012510)

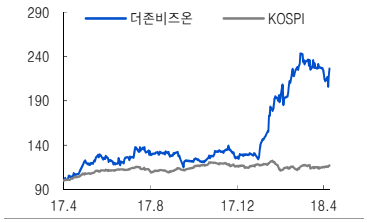
클라우드로 탄력받은 ERP 기업

인터넷 솔루션

투자의견(신규)	**매수**
목표주가(12M,상향)	**70,000원**
현재주가(18/04/19)	57,600원
상승여력	22%

영업이익(18F,십억원)	63
Consensus 영업이익(18F,십억원)	60
EPS 성장률(18F,%)	20.7
MKT EPS 성장률(18F,%)	16.1
P/E(18F,x)	35.4
MKT P/E(18F,x)	9.5
KOSPI	2,486.10
시가총액(십억원)	1,709
발행주식수(백만주)	30
유동주식비율(%)	61.2
외국인 보유비중(%)	39.1
베타(12M) 일간수익률	0.94
52주 최저가(원)	26,450
52주 최고가(원)	61,900

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.8	85.8	115.3
상대주가	-4.3	84.8	85.2



[인터넷/게임/광고]

문지현
02-3774-1640
jeehyun.moon@miraeasset.com

투자의견: '매수' 및 12개월 목표주가 7만원으로 커버리지 개시

더존비즈온에 대해 '매수' 투자의견과 12개월 목표주가 7만원을 신규 제시하며 분석을 개시한다. 더존비즈온은 국내 기업용 솔루션을 제공하는 대표 기업으로서 클라우드 사업의 시너지와 수익성 개선, 신사업을 통한 매출 기회가 부각된다.

B2B 솔루션: 국산 ERP 솔루션 시장 1위 기업

더존비즈온은 경영관리 서비스를 중소기업 위주로 제공하는 국내 대표 B2B 솔루션 기업이다. 핵심 사업은 ERP(Enterprise Resource Planning) 부문으로 2017년 연결 매출의 55% 비중이었다. 더존비즈온은 국내 ERP 시장에서 2위 위상으로 추정되며, 외산 ERP를 제외한 국산 ERP 중에서는 1위로 파악된다. 해외 유사 기업은 SAP, 오라클, 세일즈포스닷컴 등이 있다.

투자포인트: 클라우드 효과, 이익 개선, 신사업 추진

1) 클라우드 효과: 더존비즈온의 핵심 사업은 ERP 부문이나, 성장 사업으로는 클라우드 부문이 가장 부각된다. 클라우드 부문의 매출 비중은 5년 전에는 10% 미만이었으나, 2017년에는 18%로 더존비즈온의 2대 사업이 되었다. 클라우드 매출은 2018년에 전년비 28% 고성장할 전망이다. 흥미로운 점은 클라우드 성장이 가속화되면서 ERP, 정보보안, 그룹웨어 등 연관 사업들의 성장률도 동반 개선되고 있다. 클라우드를 통한 비즈니스모델 혁신이라고 판단된다.

2) 이익 개선: 더존비즈온의 영업이익률은 2013년 14%로 저점을 기록한 이후, 매년 꾸준히 상승하고 있다. 당시 2012년 R&D 투자가 증가했고, 2013년 7월에 신규 솔루션이 출시되기까지 개발비가 증가했기 때문으로 추정된다. 그러나 그 이후로 클라우드 사업이 순조롭게 성장하면서 매출 증가 및 투자 회수가 진행되었다. 영업이익률은 2014년 15%, 2015년 18%, 2016년 22%, 2017년 25%를 기록했다. 2018년 영업이익률은 27%로 또 상승할 전망이다.

3) 신규 사업: 더존비즈온은 중장기적인 성장동력을 확보하기 위해 신규 사업을 준비하고 있다. 핵심 사업인 ERP 부문에서는 기업 고객의 저변 확대를 위해 'D-ERP'를 개발하고 있다. 더존비즈온의 기존 타겟 고객은 중소기업 위주였으나, D-ERP를 통해 대기업 시장에도 진출할 계획이다. D-ERP는 글로벌 표준을 지향하고 있어, 외산 ERP를 사용하는 대기업 고객들의 Win-Back(운용 중인 경쟁사의 시스템을 자사의 제품으로 바꿔넣는 마케팅) 수요를 흡수할 수 있을 전망이다. 또한 웹 기반 비즈니스 포털로 'WEHAGO'도 개발 중이다. 기업이 필요로 하는 ICT 자원과 커머스, 핀테크, 빅데이터 광고 등의 비즈니스를 플랫폼으로 지원할 계획이다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	158	177	206	235	266	299
영업이익 (십억원)	29	38	52	63	75	89
영업이익률 (%)	18.4	21.5	25.2	26.8	28.2	29.8
순이익 (십억원)	21	28	40	48	59	70
EPS (원)	720	949	1,350	1,629	1,993	2,356
ROE (%)	17.2	19.8	23.8	23.9	24.4	24.0
P/E (배)	28.5	22.6	24.7	35.4	28.9	24.4
P/B (배)	4.6	4.2	5.4	7.8	6.4	5.4
배당수익률 (%)	1.1	1.4	1.2	0.9	1.0	1.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 더존비즈온, 미래에셋대우 리서치센터

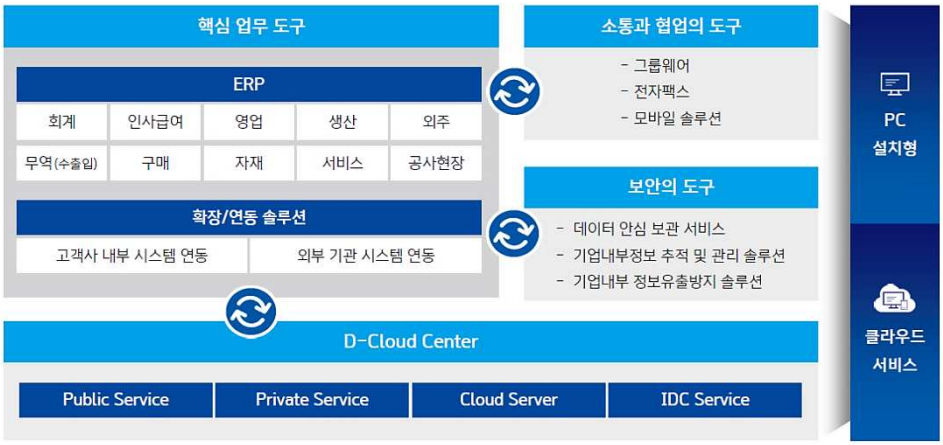
비즈니스 모델 분석

더존비즈온은 기업 정보의 생산, 유통, 보관 등 라이프 사이클을 고려한 다양한 기업용 솔루션을 개발하고 판매하고 있다. 핵심 사업인 ERP를 중심으로 관련 지원 솔루션, 인프라 솔루션 등이 연계해서 제공되는 구조이다. 또한 ERP, 그룹웨어, 정보보안 등 모든 솔루션은 PC 설치형 외에도 클라우드 기반의 서비스로도 제공되고 있다.

ERP 중에서도 상대적으로 규모가 큰 기업을 대상으로 한 Extended ERP의 경우 그룹웨어, 보안, 전자금융 등의 종합적인 패키지 판매가 일어나고 있다. 규모가 작은 기업을 대상으로 한 Lite ERP의 경우 클라우드 기반의 서비스 호응이 높은 편이다.

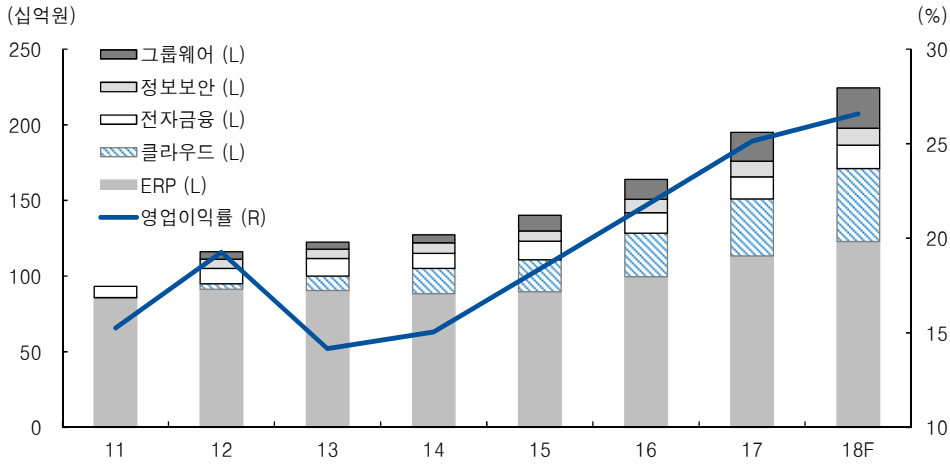
더존비즈온은 특히 클라우드 사업으로 연관 사업들의 매출 성장이 촉진되고 수익성도 향상되는 점이 부각된다. 클라우드 매출비중이 12%였던 2014년의 영업이익률은 15%였다. 클라우드 매출비중이 18%까지 상승한 2017년에는 영업이익률이 25%로 개선되었다. 2018년에는 클라우드 매출비중이 21%로 상승할 전망이며, 영업이익률은 27%를 기록할 것으로 예상된다.

그림 9. 더존비즈온의 ERP 솔루션과 관련 서비스 제공 구조



자료: 더존비즈온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 더존비즈온의 B2B 솔루션의 부문별 매출 성장 추이: 클라우드 매출과 함께 영업이익률 탄력적 상승



주: 2011년 정보보안/그룹웨어 매출 미공개
자료: 더존비즈온, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망

더존비즈온은 2018년 매출이 전년비 14% 증가할 전망이다. 클라우드, 그룹웨어 등의 사업부가 성장을 견인할 전망이다. ERP 부문은 Extended ERP의 성장이 부각될 전망이다. ERP 사업 전반적으로 일회적인 라이선스 매출보다 꾸준히 현금흐름이 발생하는 유지보수 매출이 많아지고 있다.

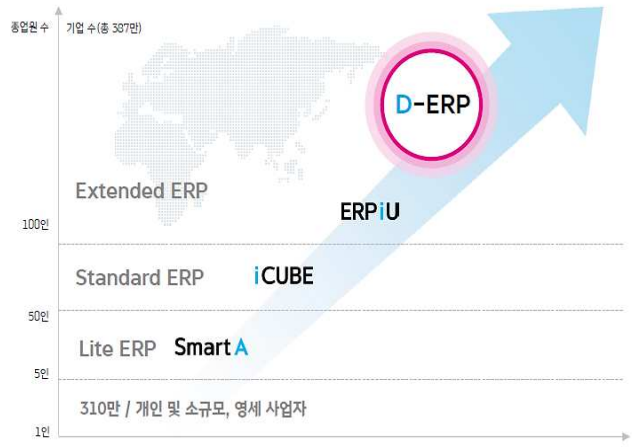
신규 사업으로는 'D-ERP'와 'WEHAGO'가 개발되고 있다. 'D-ERP'는 대기업 시장을 겨냥한 미래형 ERP 시스템으로서, 중소기업 위주의 고객 저변을 넓혀줄 전망이다. 2018년 출시 모듈을 점차 확대할 예정이며, 2019년에 전체 모듈을 출시하여 사업을 본격화할 계획이다. 'WEHAGO'는 웹 기반 비즈니스 포털 플랫폼이다. 일정은 올해 중 시범 서비스, 내년 수익화가 예상된다.

표 3. 더존비즈온 연간 매출 추이와 전망 **(십억원, %)**

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	**136**	**158**	**177**	**206**	**235**	**266**
ERP	89	90	100	113	123	134
클라우드	17	21	29	38	48	60
전자금융	10	12	14	15	15	16
정보보안	7	7	9	10	11	12
그룹웨어	5	10	13	19	27	33
기타	9	17	13	10	10	10
영업이익	**21**	**29**	**38**	**52**	**63**	**75**
영업이익률	15.1	18.4	21.5	25.2	26.8	28.2
순이익	11	22	28	41	49	59
순이익률	8.0	13.7	16.0	19.7	20.7	22.2
YoY 성장률						
매출액	5.2	15.7	12.1	16.3	14.4	13.3
ERP	-2.3	1.2	11.0	13.9	8.5	8.6
클라우드	74.3	29.0	34.8	31.3	28.0	25.0
전자금융	-12.6	19.7	12.1	6.6	5.0	5.0
정보보안	13.1	-3.0	34.7	14.2	10.0	10.0
그룹웨어	15.2	96.2	24.5	47.5	40.0	25.0
기타	25.1	96.4	-27.2	-17.8	0.0	0.0
영업이익	11.8	41.2	32.5	34.5	20.9	20.4
순이익	-20.2	98.2	30.2	43.7	20.1	21.2

주: 연결 기준, 자료: 더존비즈온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 신규 사업 'D-ERP': 대기업 시장을 겨냥한 미래형 ERP 시스템



자료: 더존비즈온, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 신규 사업 'WEHAGO': 웹 기반 종합 비즈니스 포털 플랫폼

자료: 더존비즈온, 미래에셋대우 리서치센터

Valuation

더존비즈온에 대해 '매수' 투자의견과 12개월 목표주가 7만원을 제시한다. 국내 상장 기업 중에는 더존비즈온과 바로 비교할 만한 기업이 없다. 사업 특성이 유사한 기업은 글로벌 ERP 솔루션을 제공하는 기업 SAP와 오라클이 있고, 클라우드 기반의 기업용 솔루션을 제공하며 성장하는 측면으로는 세일즈포스닷컴도 유사하다.

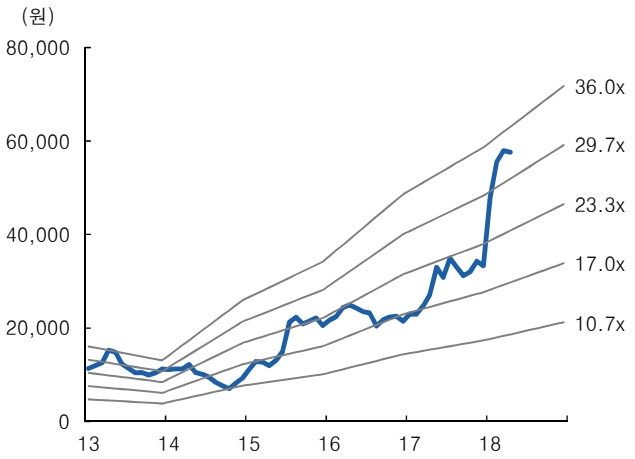
다만 더존비즈온은 업력이 긴 편으로서 역사적 12개월 Forward(이하 12MF) P/E에 대한 충분한 데이터가 있다. 더존비즈온은 2013년에 클라우드 사업과 신규 솔루션 출시 등으로 성장 기대감이 높았던 당시 주가의 12MF P/E가 36배까지 기록했던 것으로 추정된다. 2018년도 클라우드 사업의 고성장, 'D-ERP'와 'WEHAGO' 등의 신규 솔루션 출시 기대감이 반영될 시기라고 판단된다.

표 4. 더존비즈온 12개월 목표주가 산출 **(십억원, 배, 원)**

구분			평가액	비고
영업가치 (1)			**1,754**	
	2018F 지배주주 순이익	적용배수		
연결	49	36.0	1,754	12MF P/E 역사적 상단 적용
투자자산가치 (2)			**6**	
매도가능금융자산			2	4Q17 말, 공정가치. 비상장주식 포함
투자부동산			4	4Q17 말, 장부가
총자산가치 (1+2=3)			1,761	
순차입금 (4)			-49	4Q17 말, 연결 기준
순자산가치 (3-4)			**1,809**	
주식수 (천주)			29,673	발행주식수. 자기주식수 포함
목표주가			**70,000**	반올림

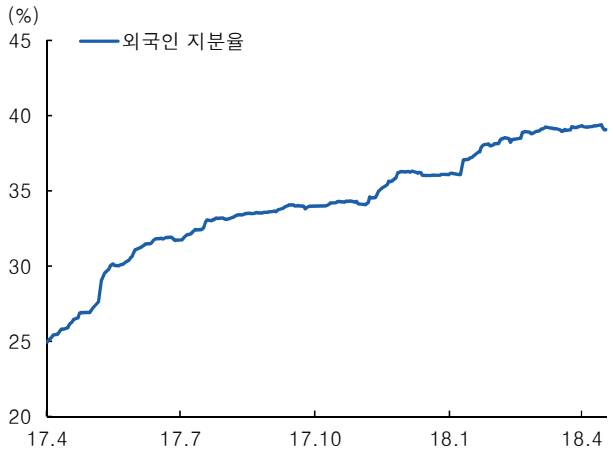
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 더존비즈온 12MF P/E 밴드와 주가 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 더존비즈온 외국인 지분율 추이



자료: 미래에셋대우 리서치센터

NAVER (035420)

B2B 사업으로 성장성 보강

투자의견: '매수' 및 12개월 목표주가 120만원 유지

NAVER에 대한 '매수' 투자의견과 목표주가 120만원을 유지한다. NAVER의 핵심 사업은 알고 보면 B2B 성격의 검색 광고 사업이다. 이러한 고객 기반을 토대로 커머스 솔루션, 클라우드 플랫폼 등으로 B2B 신사업들이 확대되고 있다고 판단된다.

B2B 솔루션: 스마트스토어, 클라우드 사업 주목

스마트스토어: NAVER 본사는 이커머스 사업을 강화하고 있는데, 그 중 하나가 판매자를 위한 B2B 솔루션 '스마트스토어'라고 판단된다. 2월에 기존의 무료 상품 등록 플랫폼 '스토어팜'을 클라우드형 스마트 플랫폼 '스마트스토어'로 개편했다. AI 기술로 상품 태그 등을 자동으로 할 수 있고, '비즈 어드바이저'를 통해 데이터 기반의 통계와 마케팅 솔루션을 제공한다. 오프라인 거점인 '파트너스퀘어'도 확대하고 있다. 이커머스 사업은 광고 사업과 높은 시너지가 있다.

클라우드 플랫폼: NAVER의 자회사 NBP(네이버 비즈니스 플랫폼)는 '네이버 클라우드 플랫폼'이라는 브랜드로 B2B 클라우드 솔루션 사업을 확대하고 있다. NBP의 기존 사업은 NAVER와 계열사들의 내부 IT 인프라를 지원하는 성격이었다. 2017년 4월부터 다양한 서비스 운영 노하우를 활용하여 고품질의 클라우드 서비스를 외부 기업 고객에 제공하는 사업을 본격화했다.

NBP의 클라우드 사업도 글로벌 서비스 현황을 살펴보면 LINE의 글로벌 서비스 지역과 겹친다. 이는 아마존이 클라우드 사업 'AWS'를 트래픽이 적은 쇼핑 비수기 동안의 IT 유휴 자원을 활용하는 차원에서 고안했던 것처럼, NAVER도 글로벌에 퍼져있는 내부 IT 유휴 자원을 활용하여 투자 회수를 촉진할 수 있다고 판단된다.

또한 클라우드 산업은 패러다임의 전환기를 겪고 있다. 과거에는 '비용 절감'의 장점을 내세웠다면, 이제는 AI와의 결합과 글로벌화를 통해 '부가 가치'를 줄 수 있는 방향으로 바뀌고 있다. 특히 최근 글로벌 클라우드 시장에서 인터넷 플랫폼 운영 경험과 인공지능 기술을 보유한 인터넷 서비스 기업들이 전통적인 SI 기업들보다 빠르게 성장하고 있는 것도 주목할 만한 점이다.

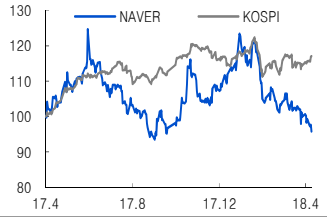
투자포인트: 단기 비용 증가 가능성 vs. 중장기 성장성 보강 노력

NAVER의 주가는 신사업 추진에 따른 단기 비용 증가 가능성의 영향을 받고 있는 것으로 판단된다. LINE의 일본 핀테크 사업 확대 등이 주 요인이다. 그러나 기존의 수익성 높은 매출원인 광고 사업의 꾸준한 성장이 비용 증가를 상쇄할 수 있을 것으로 예상하며, 본사와 자회사들에서 추진하고 있는 신사업들은 오히려 중장기적인 성장성을 보강해줄 것으로 전망한다.

인터넷

투자의견(유지)	**매수**
목표주가(12M,유지)	**1,200,000원**
현재주가(18/04/19)	738,000원
상승여력	63%
영업이익(18F,십억원)	1,360
Consensus 영업이익(18F,십억원)	1,304
EPS 성장률(18F,%)	22.6
MKT EPS 성장률(18F,%)	16.1
P/E(18F,x)	25.7
MKT P/E(18F,x)	9.5
KOSPI	2,486.10
시가총액(십억원)	24,326
발행주식수(백만주)	33
유동주식비율(%)	77.9
외국인 보유비중(%)	59.6
베타(12M) 일간수익률	0.98
52주 최저가(원)	720,000
52주 최고가(원)	960,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.0	-9.0	-5.0
상대주가	-6.4	-9.5	-18.3



결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	3,254	4,023	4,678	5,478	6,317	7,171
영업이익 (십억원)	830	1,102	1,179	1,360	1,741	2,013
영업이익률 (%)	25.5	27.4	25.2	24.8	27.6	28.1
순이익 (십억원)	519	749	773	948	1,207	1,393
EPS (원)	15,737	22,732	23,447	28,749	36,612	42,249
ROE (%)	26.5	26.2	18.5	18.2	19.3	18.6
P/E (배)	41.8	34.1	37.1	25.7	20.2	17.5
P/B (배)	6.8	5.2	4.8	3.6	3.0	2.6
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3

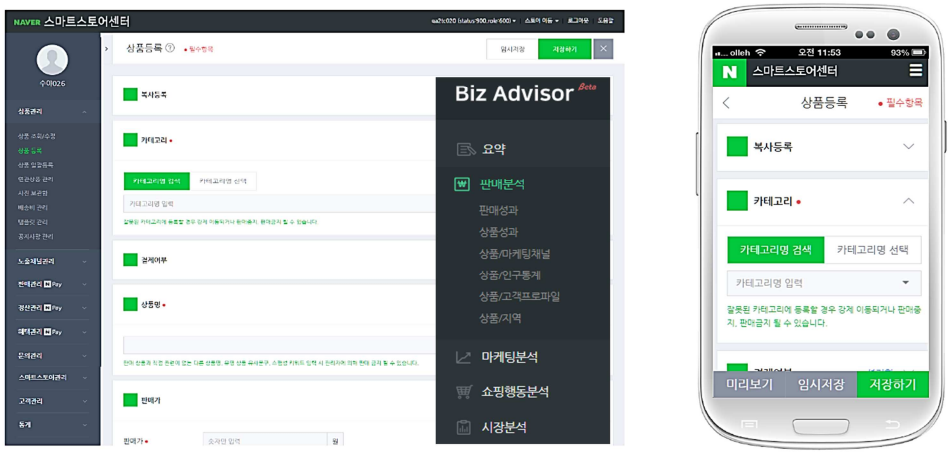
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

[인터넷/게임/광고]

문지현
02-3774-1640
jeehyun.moon@miraeasset.com

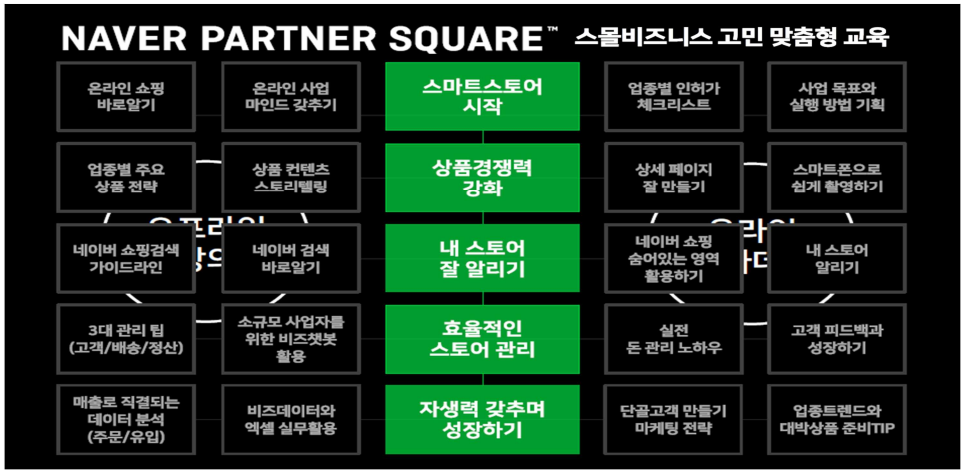
B2B 사업 현황

그림 15. NAVER는 '스마트스토어'로 무료 상품 등록 플랫폼 운영, '비즈 어드바이저'로 데이터 분석 제공



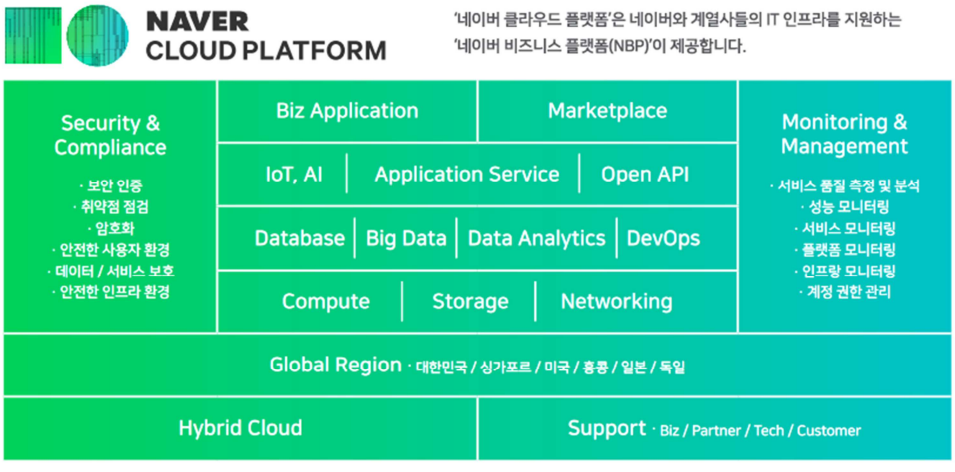
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. NAVER 파트너스퀘어의 스몰 비즈니스 사업자를 위한 오프라인/온라인 강의 커리큘럼 예시



자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. NAVER 자회사 NBP는 B2B 지능형 클라우드 사업 확대 중



자료: NBP, NCloud, 미래에셋대우 리서치센터

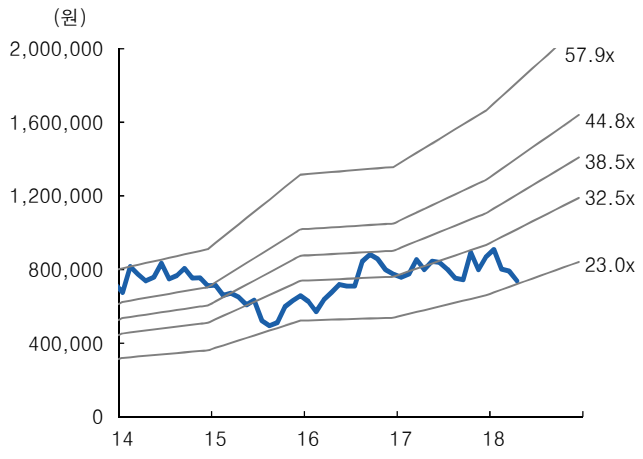
실적 전망 및 Valuation

표 5. NAVER 연간 실적 추이와 전망 (십억원, %)

	2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
매출액	**2,758**	**3,254**	**4,023**	**4,678**	**5,478**	**6,317**
광고			400	461	507	573
비즈니스플랫폼			1,866	2,153	2,476	2,798
IT플랫폼			121	218	359	521
콘텐츠서비스			103	102	112	117
LINE 및 기타플랫폼			1,534	1,745	2,024	2,307
영업이익	**758**	**830**	**1,102**	**1,179**	**1,361**	**1,741**
영업이익률	27.5	25.5	27.4	25.2	24.8	27.6
순이익	**452**	**517**	**759**	**770**	**946**	**1,204**
순이익률	16.4	15.9	18.9	16.5	17.3	19.1
YoY 성장률						
매출액		18.0	23.6	16.3	17.1	15.3
광고				15.4	10.0	13.0
비즈니스플랫폼				15.4	15.0	13.0
IT플랫폼				80.7	65.0	45.0
콘텐츠서비스				-1.6	10.0	5.0
LINE 및 기타플랫폼				13.8	16.0	14.0
영업이익		9.5	32.7	7.0	15.4	27.9
순이익		14.4	46.8	1.5	22.8	27.4

주: K-IFRS 연결 기준, 2017년 매출 구분을 기존 광고/콘텐츠/기타에서 광고/비즈니스플랫폼/IT플랫폼/콘텐츠서비스/LINE 및 기타플랫폼으로 변경, 광고 부문은 일반 및 쇼핑 디스플레이 광고와 동영상 광고 포함, 비즈니스플랫폼 부문은 일반 및 쇼핑 검색 광고 포함, IT플랫폼 부문은 페이(결제), IT서비스, 클라우드 등 포함, 콘텐츠서비스는 뮤직, 웹툰, V LIVE 등, LINE 및 기타플랫폼은 LINE과 캠프모바일, 스노우 포함, 순이익은 지배/비지배주주 합산 기준
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. NAVER 12MF P/E 밴드와 주가 추이



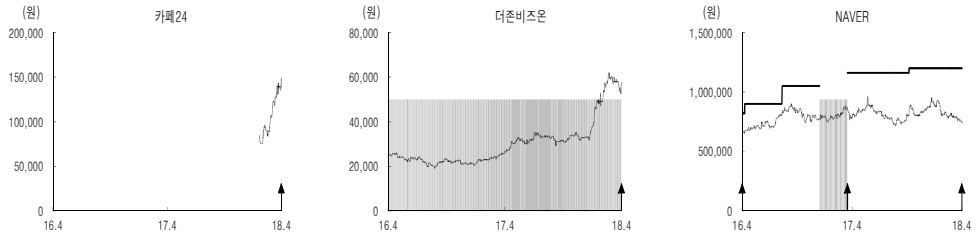
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. NAVER 외국인 지분율 추이

자료: 미래에셋대우 리서치센터

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
카페24(042000)					2017.04.04	매수	1,160,000	-30.14	-17.24
2018.04.19	매수	180,000	-	-	2017.01.02	분석 대상 제외		-	-
더존비즈온(012510)					2016.08.30	매수	1,050,000	-22.02	-14.29
2018.04.19	매수	70,000	-	-	2016.04.28	매수	900,000	-19.54	-9.78
NAVER(035420)					2015.07.30	매수	820,000	-27.59	-16.22
2017.10.26	매수	1,200,000	-	-					

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



투자의견 분류 및 적용기준

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

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
74.13%	15.92%	9.95%	0.00%

* 2018년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 기준으로 1년 이내에 카페24의 IPO 대표주관회사 업무를 수행하였습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

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