

인터넷 (비중확대/Initiate) 성장주와 가치주의 갈림길에서

임희석
heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 밸류에이션 및 투자전략	5
밸류에이션 - 결코 낮지는 않은 멀티플	5
투자전략 - 결국은 기울기 싸움	8
III. 인터넷 업종 현황 점검	9
외인 매도세가 주도한 인터넷 업종 하락	9
2019~2020년과는 전혀 다른 양상	12
매크로 요인 존재하지만 문제의 본질은 성장성 둔화	14
IV. 메인 사업인 커머스, 광고 시장의 둔화	18
커머스 시장 둔화는 이미 시작	18
광고 시장도 성장 둔화 및 침체 장기화	20
V. 결국 최후의 카드는 콘텐츠	22
콘텐츠가 주가 향방을 가를 메인 전장	22
글로벌 전역에서 맞붙기 시작한 웹툰	26
Top Picks 및 관심종목	31
NAVER (035420)	32
카카오 (035720)	47

I. Investment Summary

흔들리는 성장주 지위와 외인 이탈

인터넷 업종에 **가속화된 외인 매도세가 하반기 이후 주가 약세를 주도** 중이다. NAVER를 매도하고 카카오를 매수하며 업종 내에서의 이동을 보여주었던 2019~20년과는 달리 업종 전체에 대한 이탈이 이어지고 있다. 코로나 이후 인터넷 업종 주가 상승을 견인한 개인의 힘은 소진된 상황이다.

매크로 요인도 존재하지만 **문제의 본질은 성장성 둔화에 따른 성장주 지위의 흔들림**이다. 2차전지, 전기차 업종으로 성장주 지위가 넘어가며 업종 소외가 심화 중이다. 그 원인은 결국 **1) 주요 사업부들의 성장률 하락, 2) 마진을 악화**에 있다. 2H21를 기점으로 외형 성장이 둔화되고 비용은 지속 증가함에 따라 NAVER, 카카오 양 사의 수익성이 급감하고 있다.

성장주와 가치주의 갈림길에 직면

국내 인터넷 업종은 현재 **'성장주로 계속 가는가, 가치주로 전환되는가?'**라는 주요 변곡점에 위치 중이다. 10년간 성장주의 지위를 인정받으며 밸리를 펼쳐온 글로벌 인터넷 기업들은 작년 하반기 이후 가치주화 되는 모습이다. 구글의 22F P/E는 17.9배, 메타는 22F P/E는 14.6배에 불과하다.

최근 글로벌 인터넷 업종은 성장주 지위를 박탈당하며 급속도로 가치주화 되었지만 국내는 아직 그 기로 앞에 서 있는 상황이다. 국내 인터넷 업종의 P/E 멀티플은 글로벌과 비교해 22년 기준 44%, 23년 기준 86% 상회하고 있다. 주요 사업부의 고성장이 모두 꺾이게 된다면 멀티플이 글로벌 수준으로 급격히 하락할 수 있다. 커머스와 광고 사업부 성장 둔화는 이미 시작되었다.

컨텐츠 영역이 사활을 건 마지막 격전지

결국 컨텐츠 영역의 승자가 하반기 이후 국내 인터넷 업종의 주도권을 잡아갈 가능성이 높다. 컨텐츠 영역이 중요한 이유는 **1) 양 사 모두에게 유일하게 남은 고성장 영역(22년 예상 성장률 30% 이상), 2) P와 Q가 모두 열려있는 산업, 3) 글로벌 스토리를 전개할 수 있는 영역**이기 때문이다.

일본에서 라인망가(NAVER)과 픽코마(카카오) 사이의 진검승부가 임박한 상황이다. 네이버웹툰이 인수한 이북재팬이 라인망가에 합류되며 양 사의 거래액이 연 8천억원으로 수준으로 올라온 것으로 판단된다. 하반기 거래액 1위를 차지하는 곳이 글로벌 웹툰 산업의 주도권을 가질 전망이다.

성장 기술기에 의거한 투자가 필요

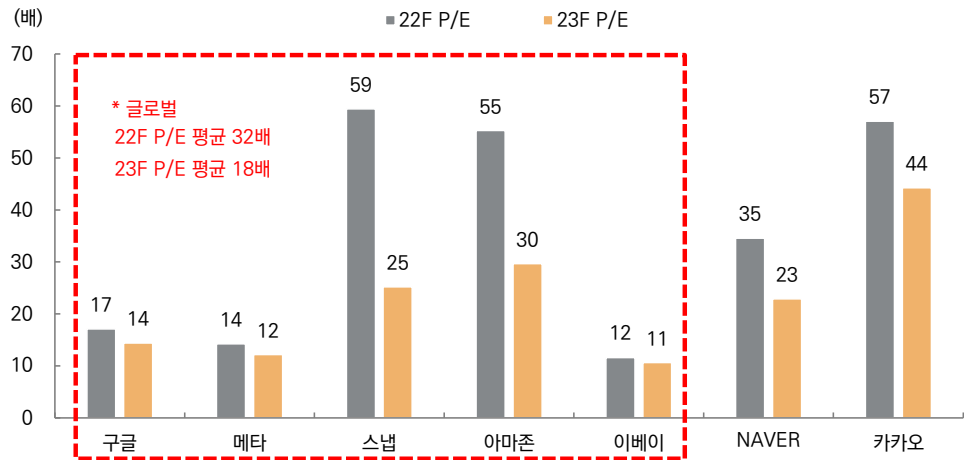
컨텐츠 사업의 고성장이 유지되고 있기에 **국내 인터넷 업종에 대해 투자 의견 '비중확대'로 커버리지를 개시**한다. 그러나 커머스, 광고 시장 둔화와 글로벌 인터넷 업종의 멀티플 하락을 고려할 때 기대 멀티플은 낮출 필요가 있다고 판단한다. 주요 사업부들의 성장세 재확인 전까지는 국내 인터넷 업종의 주가 횡보 구간이 길어질 전망이다.

Top Pick으로 NAVER를 제시한다. NAVER에 대해 목표주가 380,000원, 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 투자 포인트는 **1) P와 Q가 동반 고속 성장 중인 웹툰 산업, 2) 이북재팬 인수에 따른 일본 1위 탈환 가능성**이다.

카카오에 대해 목표주가 105,000원, 투자 의견 매수로 커버리지를 개시한다. 투자 포인트는 **1) 픽코마 모델을 기반으로 한 글로벌 웹툰 시장 공략, 2) 게임 사업부에서 유지되고 있는 고속 성장세**다.

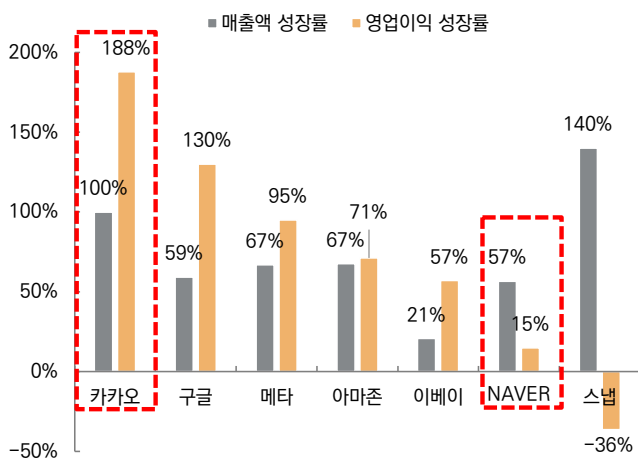
키차트

그림 1. 미국 인터넷 기업과의 22F P/E, 23F P/E 비교



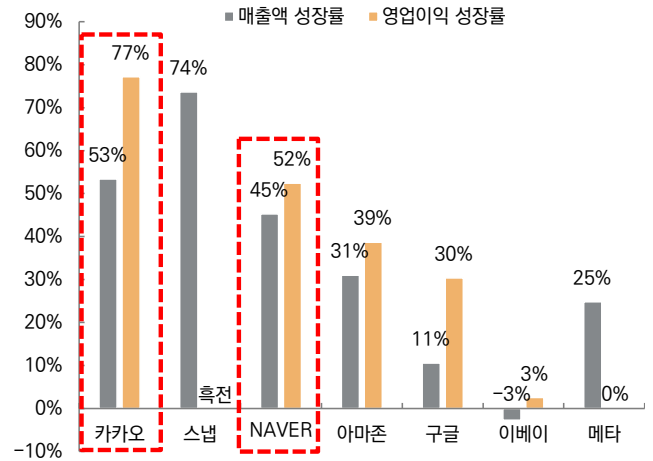
주: 글로벌 기업은 블룸버그 컨센 기준. NAVER, 카카오는 일회성 요인을 제거하기 위해 지분법 이익을 제외한 영업외손익은 배제 후 추정
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 글로벌 인터넷 최근 2년 동안의 매출액, 영업이익 성장률



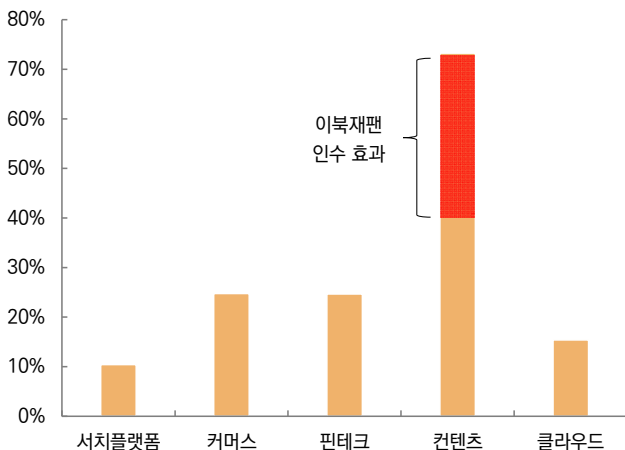
주: 위 수치는 21년도 실적을 19년도 실적과 비교한 것으로 YoY 수치는 아님.
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 글로벌 인터넷 향후 2년 동안의 예상 매출액, 영업이익 성장률



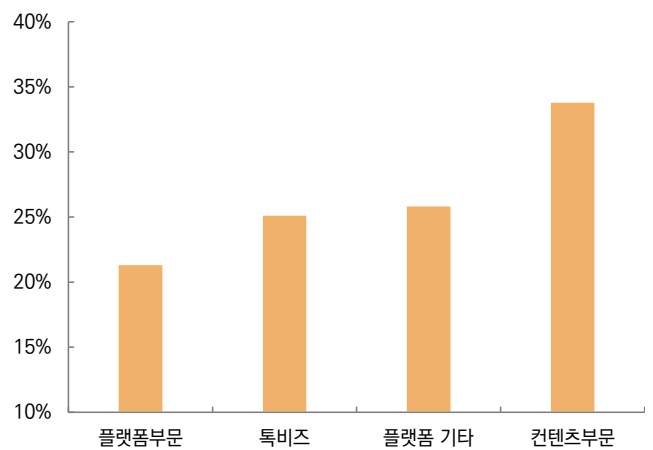
주: 위 수치는 23년도 예상 실적을 21년도 실적과 비교한 것으로 YoY 수치는 아님.
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. NAVER 사업부별 2022년 연간 성장률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 카카오 사업부별 2022년 연간 성장률 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

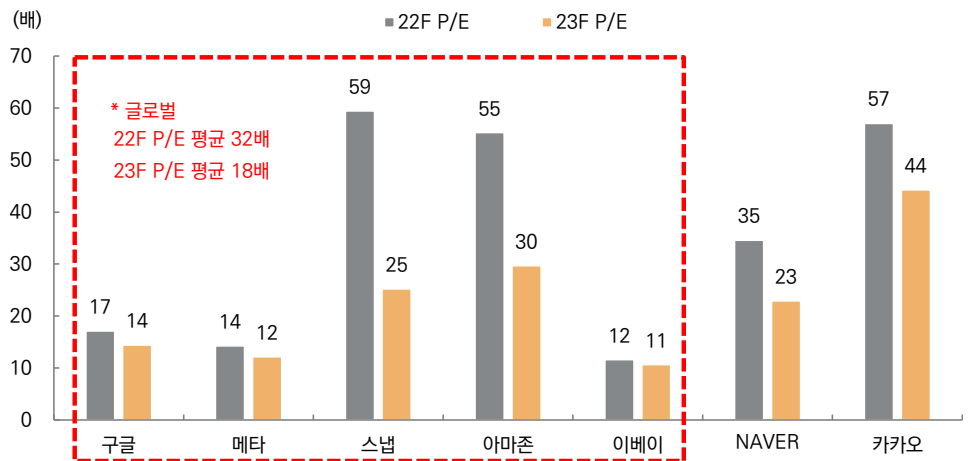
II. 밸류에이션 및 투자전략

밸류에이션 - 결코 낮지는 않은 멀티플

투자전략 수립을 위해 국내 인터넷 업종의 밸류에이션이 글로벌과 비교해 어떤 수준인지를 짚고 넘어가야 한다. **SOTP 방식이 국내 인터넷 업종에 대한 일반적인 밸류에이션 방법으로 사용되고 있지만 글로벌과의 P/E 멀티플 괴리가 무한정 커질 수는 없다.** 최근 인터넷 업종 주가 하락은 글로벌과의 멀티플 괴리를 투자자들이 현재의 성장 기율기로 납득하고 있지 못하기에 발생 중이다.

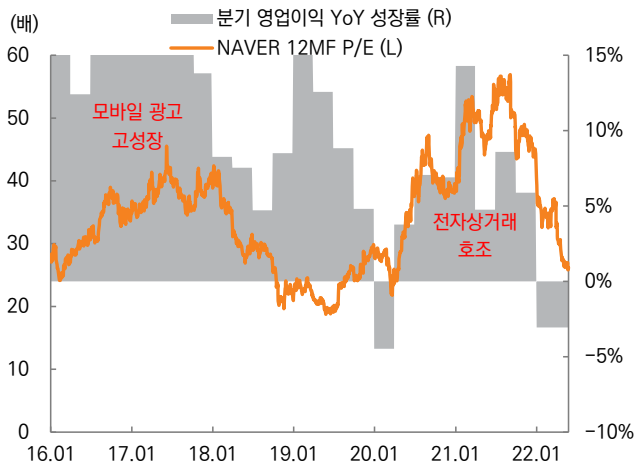
국내 인터넷 업종 멀티플은 글로벌 탑티어 업체들과 비교해도 월등히 높은 수준이다. 구글(포털 광고), 메타(SNS 광고), 스냅(SNS 광고), 아마존(전자상거래), 이베이(전자상거래)의 평균 멀티플은 22F P/E 32배, 23F P/E 18배 수준이다. 일회성 요인을 제거한 NAVER, 카카오 양사의 평균 멀티플은 22F P/E 46배, 23F 34배로 글로벌과 비교해 **22년 44%, 23년 86% 상회**하고 있다.

그림 6. 미국 인터넷 기업과의 22F P/E, 23F P/E 비교



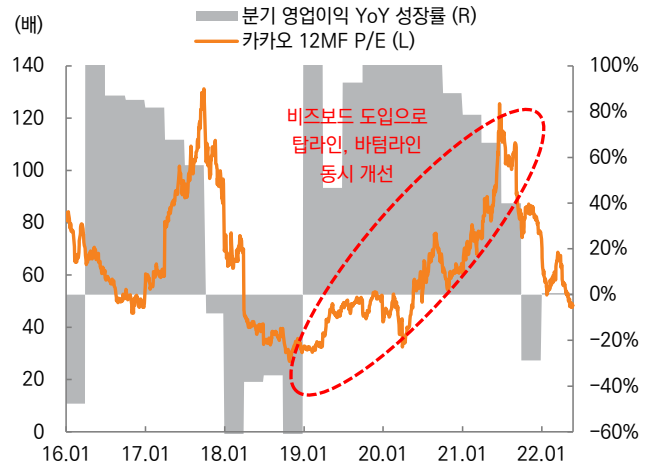
주: 글로벌 기업은 블룸버그 컨센 기준. NAVER, 카카오는 일회성 요인을 제거하기 위해 지분법 이익을 제외한 영업외손익은 배제 후 추정
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익의 YoY 성장률



주1: 일회성 요인을 제거하기 위해 지분법 이익을 제외한 영업외손익은 배제 후 순이익 추정
주2: LINE 연결 제외 영향을 배제하기 위해 분기 영업이익은 NAVER 별도분을 사용
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

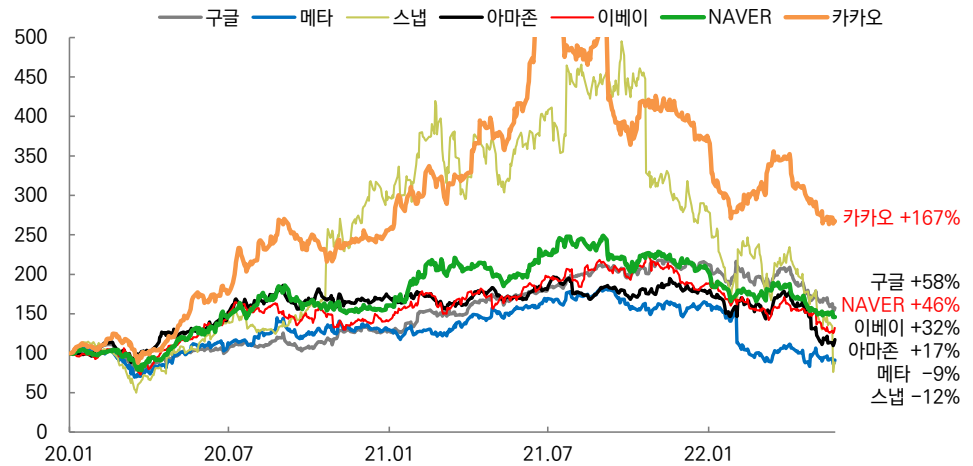
그림 8. 카카오 12MF P/E, 분기 영업이익의 YoY 성장률



주: 일회성 요인을 제거하기 위해 지분법 이익을 제외한 영업외손익은 배제 후 순이익 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

멀티플 수준에서 추론할 수 있듯이 **NAVER와 카카오가 작년 하반기 이후 큰 폭의 주가 조정을 받고 있지만 코로나 유행 시점부터 보면 글로벌 인터넷 기업들에 비해 큰 폭으로 아웃퍼폼 중이다.** 2020년 이후 주가 상승폭을 살펴보면 글로벌 기업들 사이에서도 카카오가 압도적인 상승률(+167%)을 현재 유지 중이며 그 뒤를 구글(58%), NAVER(+46%), 이베이(+32%), 아마존(+17%), 메타(-9%), 스냅(-12%) 등이 잇고 있다.

그림 9. 글로벌 인터넷 기업 Vs. NAVER, 카카오 2020년 이후 상대 주가 추이

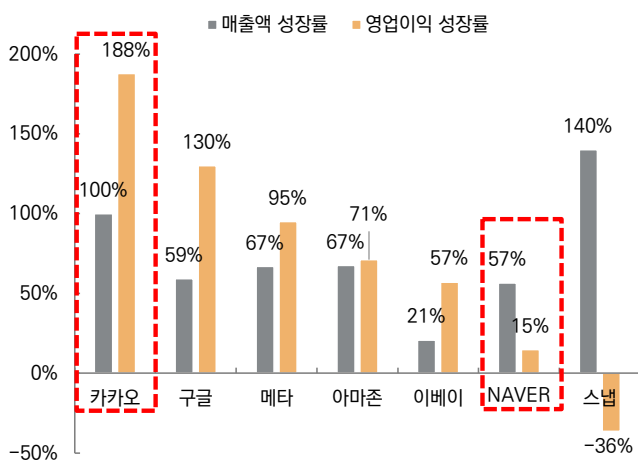


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

기업의 주가와 밸류에이션은 1) **최근까지 기업이 보여준 성과에 대한 평가와 2) 미래에 벌어질 매출액과, 영업에 대한 기대치가 동시에 작용하며 형성된다.** 카카오의 강력한 주가상승은 압도적인 실적 성장이 뒷받침된 결과다. 19년 대비 21년 매출액 성장률은 100%, 영업이익은 188%를 기록하며 글로벌 기준에서도 손꼽히는 성장률을 보여주었다. 그리고 향후 2년을 보더라도 매출액 53%, 영업이익 77%로 글로벌 기업들 사이에서도 독보적인 성장세를 지속할 것으로 판단된다. NAVER 역시도 50% 전후로 성장하며 눈에 띄는 성장세를 보일 전망이다.

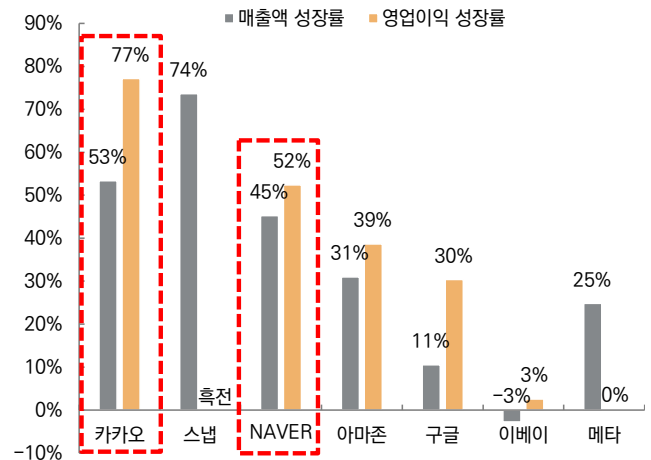
국내 인터넷 업종의 멀티플이 글로벌을 한참 상회하고 있기에 부담스러운 수준인 것은 사실이지만 현재 예상되는 성장세를 유지한다는 가정 하에서는 납득은 가능한 수준으로 판단한다.

그림 10. 글로벌 인터넷 최근 2년 동안의 매출액, 영업이익의 성장률



주: 위 수치는 21년도 실적을 19년도 실적과 비교한 것으로 YoY 수치는 아님.
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 글로벌 인터넷 향후 2년 동안의 예상 매출액, 영업이익의 성장률



주: 위 수치는 23년도 예상 실적을 21년도 실적과 비교한 것으로 YoY 수치는 아님.
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 1. 글로벌 인터넷 Peer 밸류에이션

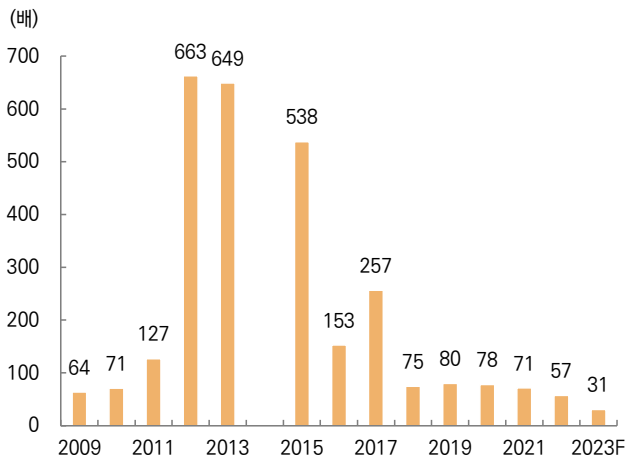
(십억원, 배, %)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PSR		EV/EBITDA		OPM	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
NAVER (KR)	44,293	8,289	9,859	1,476	1,863	1,456	1,901	29.6	22.9	5.3	4.5	22.1	18.6	17.8	18.9
카카오	36,282	7,782	9,442	842	1,182	1,617	1,098	22.9	32.9	4.7	3.8	28.1	22.0	10.8	12.5
쿠팡	29,547	27,949	34,093	-1,049	-440	-1,084	-481	-	-	1.1	0.9	-	691.2	-3.8	-1.3
Alphabet (US)	1,853,295	310,885	359,369	111,212	129,509	106,581	125,633	17.9	15.0	6.0	5.2	11.2	9.9	35.8	36.0
Amazon	1,464,622	664,482	776,993	21,274	43,813	28,628	52,308	57.3	30.7	2.2	1.9	16.4	12.4	3.2	5.6
Meta	660,191	159,735	185,460	50,363	59,029	42,902	49,465	14.6	12.6	4.2	3.6	8.6	7.2	31.5	31.8
Shopify	58,161	7,327	9,538	42	203	147	345	434.7	191.1	8.0	6.2	271.3	121.3	0.6	2.1
Twitter	38,376	7,512	9,151	659	953	1,300	1,197	41.2	37.9	5.2	4.3	18.4	16.4	8.8	10.4
eBay	34,169	12,306	12,795	3,604	3,784	2,891	2,900	12.2	11.2	2.8	2.7	8.7	8.2	29.3	29.6
Snap	31,871	6,612	8,997	205	1,022	467	1,088	65.5	27.0	4.9	3.6	43.7	20.1	3.1	11.4
Yahoo Japan (JP)	30,781	17,078	18,510	2,109	2,460	978	1,233	32.2	24.8	1.8	1.7	9.9	8.8	12.4	13.3
Rakuten	11,329	19,107	21,707	-1,924	-132	-1,676	-295	-	-	0.6	0.5	-	-	-10.1	-0.6
Mercari	3,050	1,486	1,743	-30	61	-74	8	-	351.7	2.1	1.8	-	21.5	-2.0	3.5
Tencent (CH)	523,276	112,184	128,250	30,466	35,674	22,937	28,092	23.4	19.2	4.7	4.1	17.1	14.5	27.2	27.8
Alibaba	316,574	175,998	199,019	17,762	22,143	25,011	29,902	14.5	12.6	1.8	1.6	8.2	6.7	10.1	11.1
JD.COM	104,807	203,878	241,815	2,061	3,886	3,268	4,914	34.8	23.0	0.5	0.4	20.7	13.8	1.0	1.6
Baidu	60,086	24,243	27,684	2,540	3,397	2,989	3,924	20.8	15.9	2.5	2.2	10.3	8.1	10.5	12.3
Weibo	6,506	2,955	3,212	916	1,044	815	916	8.3	7.4	2.2	2.0	6.3	5.5	31.0	32.5
MercadoLibre (AR)	51,105	12,942	16,937	732	1,241	441	783	122.1	66.3	4.0	3.0	43.2	27.5	5.7	7.3

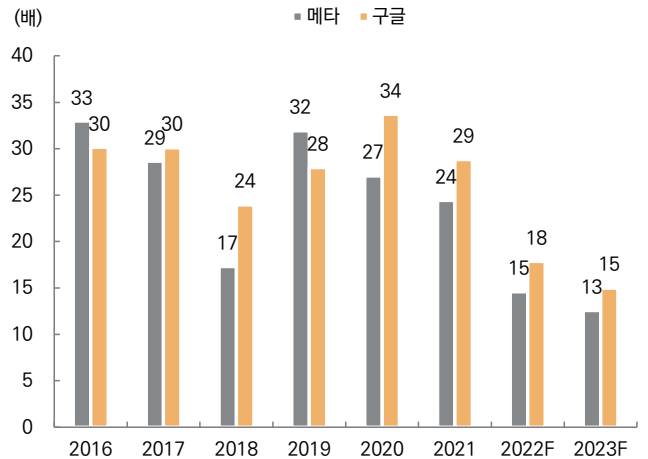
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 아마존 연간 P/E 추이

그림 13. 메타, 구글 연간 P/E 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

투자전략 - 결국은 기울기 싸움

성장주와 가치주 갈림길 사이에 위치

국내 인터넷 업종은 현재 **'성장주로 계속 가는가, 가치주로 전환되는가?'**라는 주요 변곡점에 위치했으며 불확실성이 그 어느 때보다 높다고 판단된다. 지난 10년간 성장주의 지위를 인정받으며 주가 랠리를 펼쳐온 인터넷 기업들이 작년 하반기 이후 가치주화되고 있다. 구글의 22F P/E는 17.9배, 메타는 22F P/E는 14.6배에 불과하다.

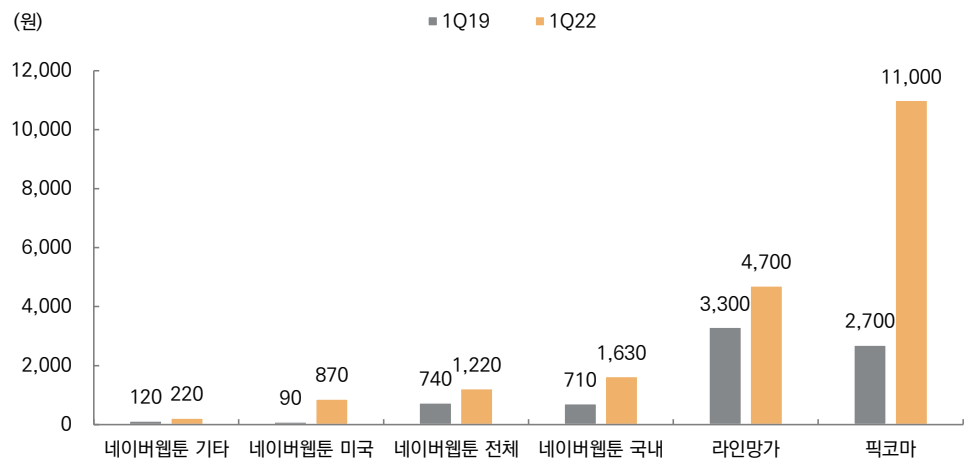
글로벌 인터넷 업종은 최근 성장주 지위를 박탈당하며 급속도로 가치주화 되었지만 국내는 아직 그 기로 앞에 서 있는 상황이다. 앞서 살펴본 바와 같이 국내 인터넷 업종의 P/E 멀티플은 글로벌과 비교해 22년 기준 44%, 23년 기준 86% 상회하고 있다. 주요 사업부의 고성장세가 모두 꺾이게 된다면 멀티플이 글로벌 수준으로 급격히 하락할 수 있다.

컨텐츠 고속 성장만이 고밸류 정당화 가능

양사에서 유일하게 고성장세를 유지하고 있는 **컨텐츠 영역의 기울기가 어느 때보다 중요하다.** 그리고 컨텐츠 영역은 **P와 Q가 완전히 열려있는 영역**이다. 글로벌에서 태동 중인 웹툰 산업은 Q의 제한이 없다. 동시에 웹툰이 여가의 새로운 방식으로 자리잡음에 따라 ARPU의 상승세가 지속적으로 이어지고 있다. 경기 둔화의 영향도 없이 P, Q 모두 상승 중이다.

올해 글로벌 지역에서의 NAVER, 카카오 양사의 경쟁에 주목해야 하는 이유기도 하다. 두 기업에서의 경쟁 승자가 곧 태동하고 있는 글로벌 웹툰-웹소설 산업의 1위를 의미하기 때문이다. **P와 Q가 모두 열린 초기 성장 산업의 글로벌 1위 업체에게 고밸류를 부과하는 것은 이상한 일이 아니다.**

그림 14. 네이버웹툰, 픽코마 이용자당 월간 사용금액 추정(ARPU)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

기울기 개선이 기대되는 NAVER를 Top Pick으로 추천

탑픽은 NAVER로 제시한다. 성장주로 계속 인정받기 위해서 현재 필요한 것은 **주요 사업부의 가파른 성장 기울기 또는 수익성의 확실한 개선 추이의 확인**이다.

NAVER는 두 조건을 부분적으로나마 충족시킬 수 있을 것으로 예상된다. **1) 타 사업부들이 성장 둔화를 겪고 있지만 컨텐츠 사업부의 성장률은 YoY 73%에 달할 것으로 추정된다.** 일본에서의 이북재팬 인수 효과가 보여줄 시너지 효과 및 기울기 상승이 기대된다. 그리고 **2) 비용 효율화 작업을 본격화함에 따라 2분기 이후 마진율의 지속적인 개선이 전망된다.**

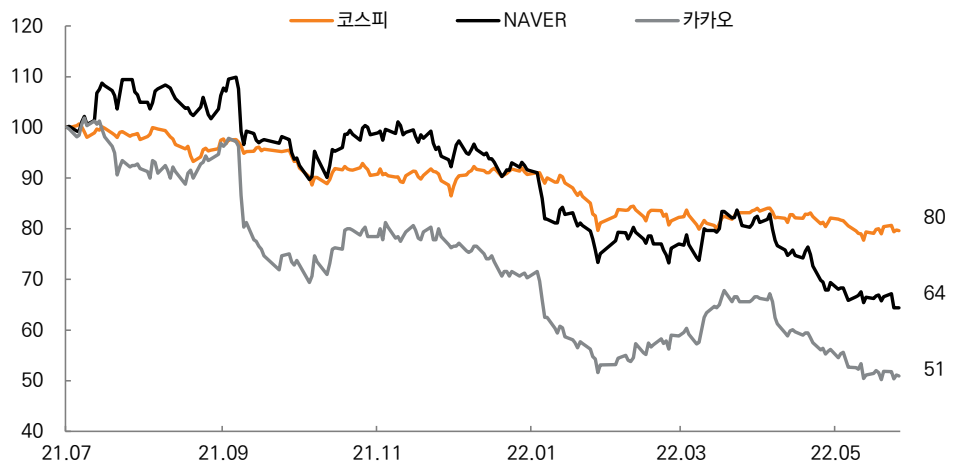
III. 인터넷 업종 현황 점검

외인 매도세가 주도한 인터넷 업종 하락

작년 하반기 이후 가속화된 외인 매도세가 국내 인터넷 업종의 주가 하락을 주도했다. NAVER와 카카오의 현재 주가는 모두 고점 대비 50% 가까이 하락한 수준이다. 금리 인상 등의 매크로 요인으로 주식 시장 전반의 약세가 이어지고 있지만 인터넷 업종의 하락폭이 월등히 높은 상황이다. 작년 하반기 이후 NAVER는 코스피 대비 20%, 카카오는 35% 하회하고 있다.

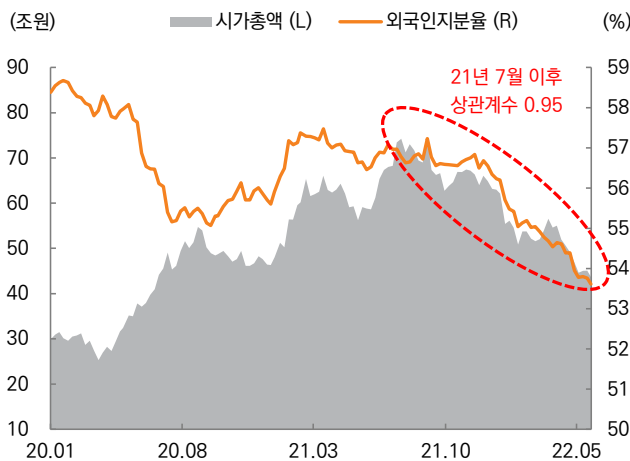
주목할 부분은 2021년 하반기 이후로 외인 지분율과 NAVER, 카카오 시총이 거의 동일하게 움직이는 모습을 보이고 있다는 점이다. 이는 2020년 이후 2021년 상반기까지 인터넷 업종의 주가 상승을 견인한 개인이 힘이 약화되기 시작했음을 의미한다. 외인과 기관의 매도 물량을 개인이 꾸준히 매수하고는 있지만 추세를 돌리기에는 역부족이다.

그림 15. 코스피, NAVER, 카카오 상대주가 추이 (21.07=100)



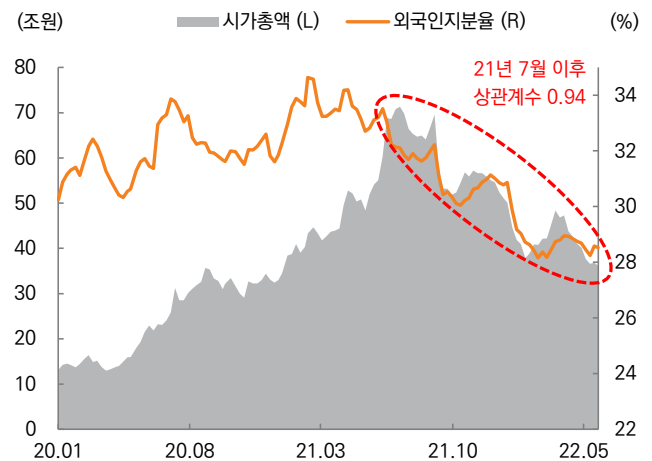
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. NAVER 시가총액, 외인 지분율 추이 (20.01~)



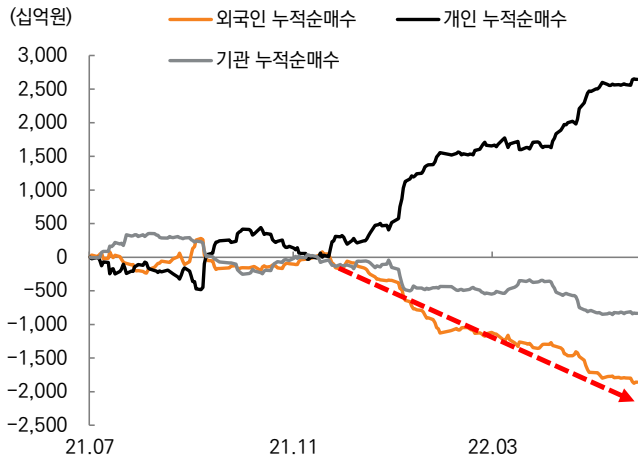
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 카카오 시가총액, 외인 지분율 추이 (20.01~)



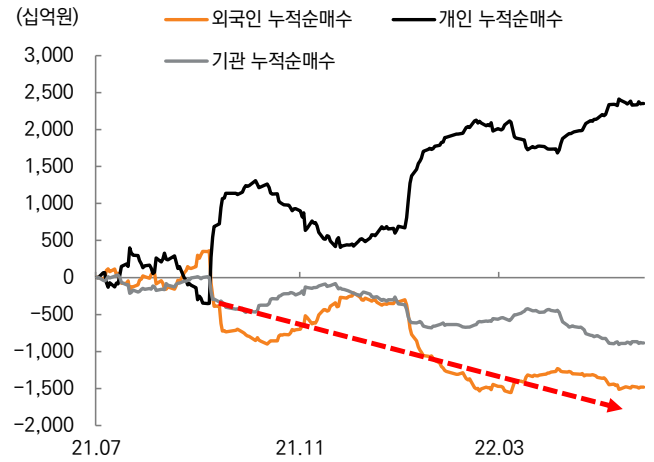
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. NAVER 외인, 개인, 기관 순매수대금 추이 (21.07~)



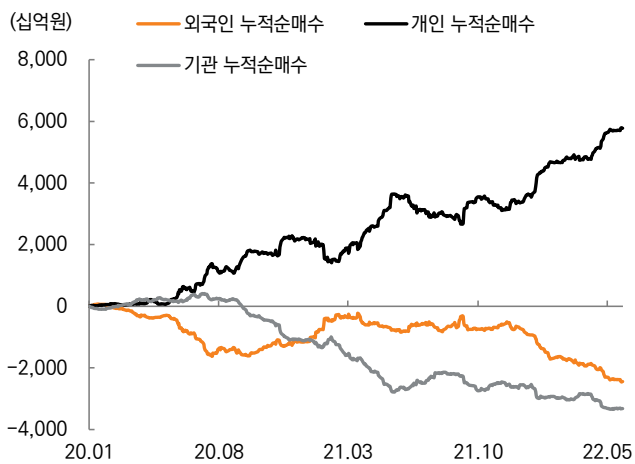
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 카카오 외인, 개인, 기관 순매수대금 추이 (21.07~)



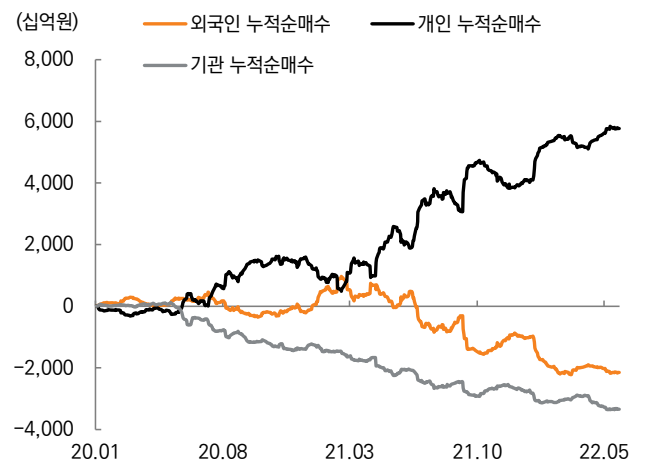
자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. NAVER 외인, 개인, 기관 순매수대금 추이 (20.01~)



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

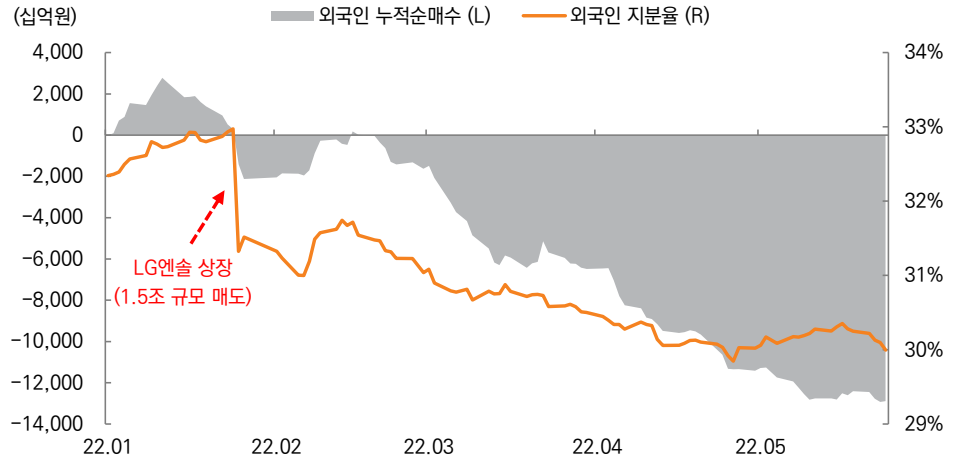
그림 21. 카카오 외인, 개인, 기관 순매수대금 추이 (20.01~)



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

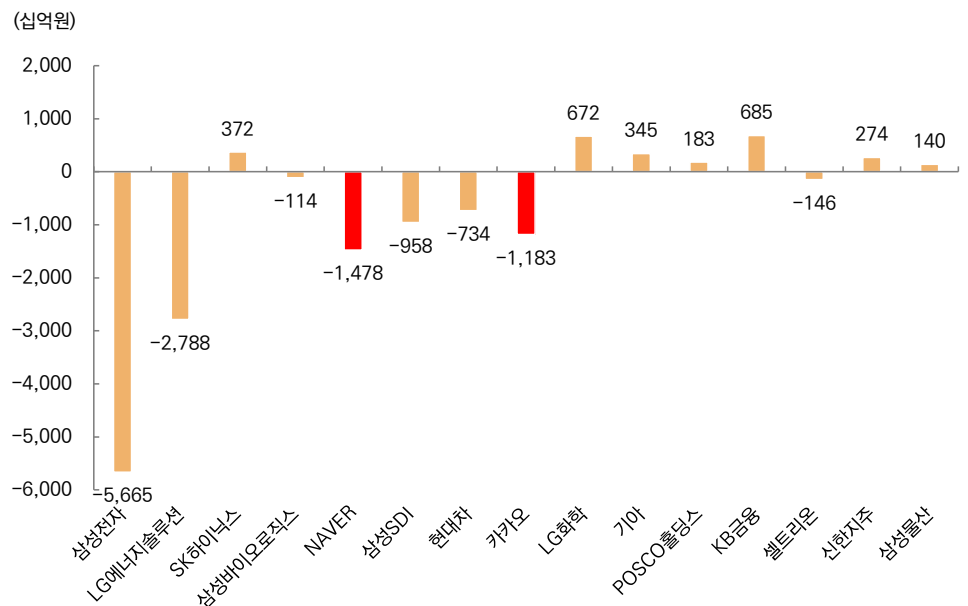
연초 이후 국내 증시 전반에 대한 외국인 이탈이 이어져오고 있지만 특히 인터넷 업종에서의 외국인 이탈세가 두드러진다. 2022년 외국인은 코스피에서 13조원 가량을 순매도하였다. NAVER, 카카오 두 종목의 연초 이후 합산 순매도 금액은 2.6조원을 넘어선다. NAVER와 카카오의 순매도 금액 규모는 삼성전자와, LG에너지솔루션의 뒤를 잇고 있다.

그림 22. 코스피 외국인 누적 순매수, 외국인 지분율 추이



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 23. 시총 상위 15개 기업 22년 이후 외국인 누적 순매수



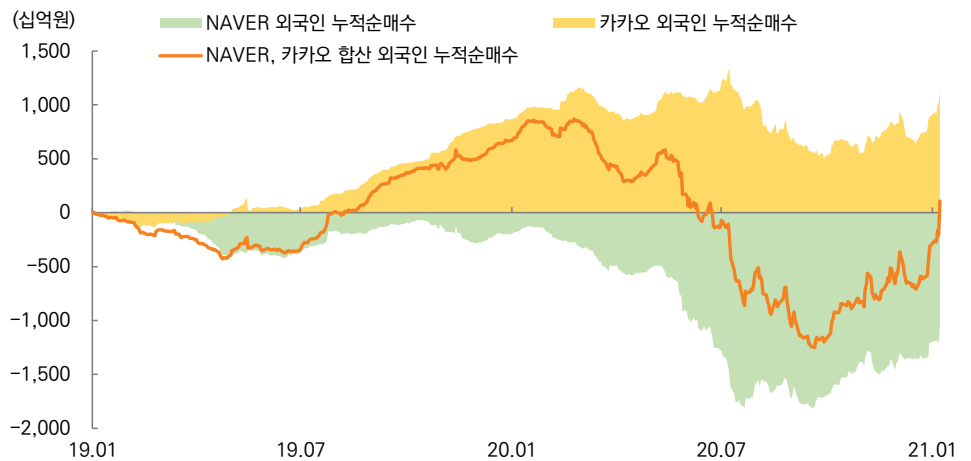
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

2019~2020년과는 전혀 다른 양상

2019, 2020년의 외인 이동 양상은 인터넷 업종 내에서의 이동으로 나타났다. 작년 하반기부터 현재까지 이어지고 있는 국내 인터넷 업종 전체에 대한 이탈과는 달랐다. 당시 2년간 외국인들은 NAVER를 매도하고 카카오를 집중적으로 매수했다.

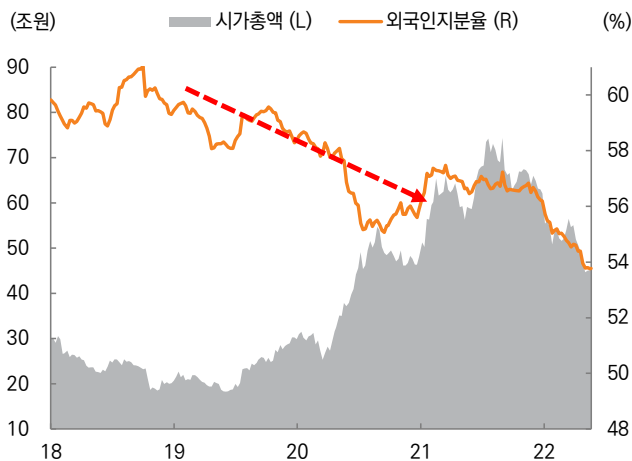
당시 NAVER와 카카오의 외국인 순매수 추이를 살펴보면 합산 누적 순매수가 2년 간의 기간 동안 0으로 수렴했음을 볼 수 있다. 19년 초 25%에 불과했던 카카오 외국인 지분율은 20년 말 33%까지 상승했다. 반면 NAVER의 외국인 지분율은 동기간 동안 59%에서 56%로 하락했다.

그림 24. NAVER, 카카오 외국인 누적순매수 추이



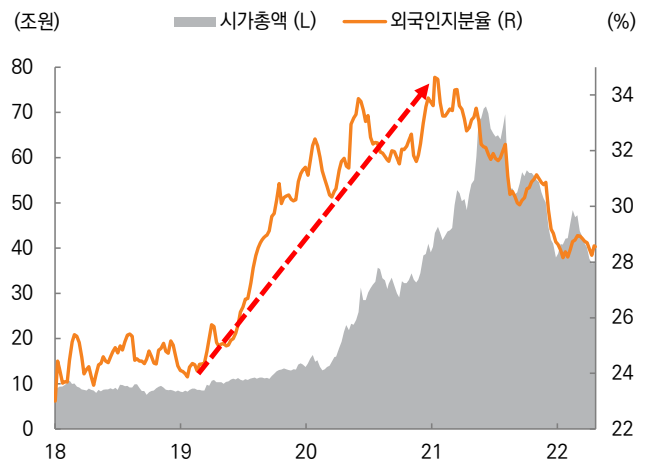
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. NAVER 시가총액, 외인 지분율 추이 (18.01~)



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 카카오 시가총액, 외인 지분율 추이 (18.01~)



자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

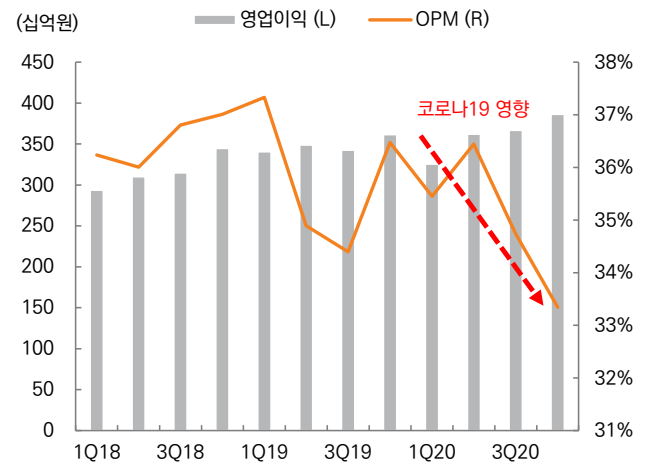
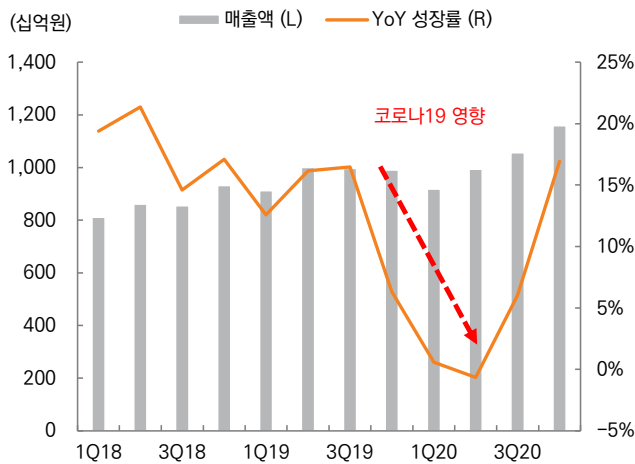
2019~2020년 외인들이 카카오로 이동한 배경을 살펴보면 이들이 성장주 투자에 가장 중시하는 부분은 결국 **1) 탑라인 성장률과 2) 마진 개선**이라는 점을 알 수 있다.

2019년은 NAVER(별도)의 연간 매출액 성장률이 12.7%로 떨어진 시기다. 그 전인 2018년까지는 10%대 후반으로 매출액 성장률을 높여오고 있던 상황이었다. 그러나 2019년에 이어 2020년에도 매출액 성장률은 코로나 영향을 받으며 5.8%로 급감하였다. 동시에 영업이익률 또한 2019, 2020년 하락세를 이어갔다.

반면 카카오는 카카오톡 비즈보드라는 새로운 BM이 추가됨에 따라 2019, 2020년 매출액 성장세가 30%대로 가속화되었다. 고수익 사업부가 추가됨에 따라 마진도 급격하게 개선되기 시작해 2020년에는 처음으로 두 자릿수 마진을 기록했다.

그림 27. NAVER 별도 분기 매출액, YoY 성장률

그림 28. NAVER 별도 분기 영업이익, OPM

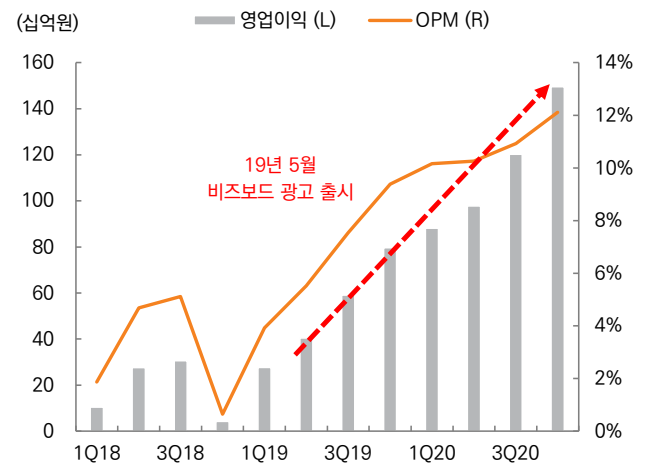
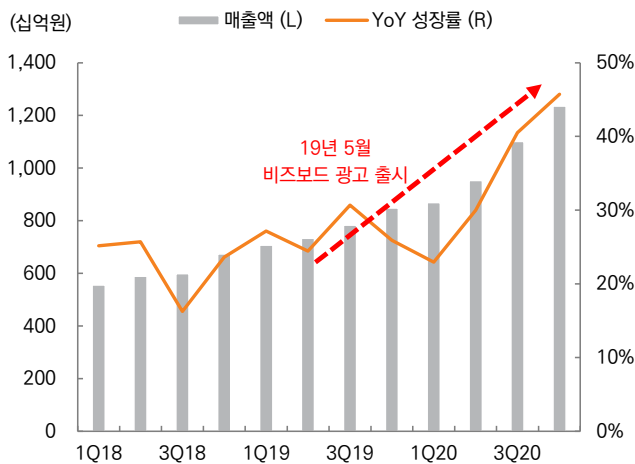


주: 2019년 3분기 LINE 중단영업 손익으로 반영 변경됨에 따라 별도 매출액 사용
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

주: 2019년 3분기 LINE 중단영업 손익으로 반영 변경됨에 따라 별도 영업이익 사용
자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 카카오 분기 매출액, YoY 성장률

그림 30. 카카오 분기 영업이익, OPM



자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

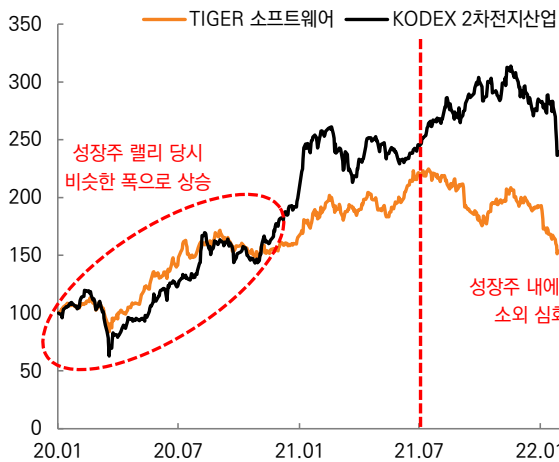
자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

매크로 요인 존재하지만 문제의 본질은 성장성 둔화

1) 탑라인 성장률 하락

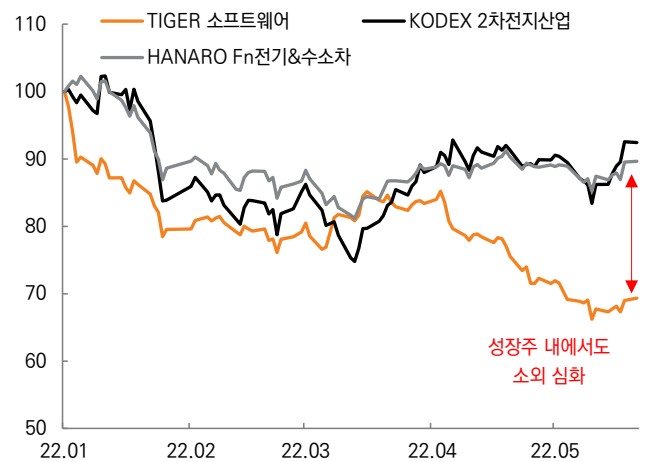
국내 인터넷 업종에 대한 투자자 이탈의 본질적인 원인은 외형 성장세의 둔화에 있다. 물론 인터넷 업종의 약세에는 금리 인상 등의 매크로 요인도 존재한다. 그러나 매크로 요인에 의한 성장주의 약세는 차치하더라도 성장 섹터들 사이에서도 인터넷 업종의 소외가 심화되고 있는 점을 냉정하게 바라볼 필요가 있다. 코로나 이후인 2020년만 하더라도 인터넷 업종과 2차전지 업종이 비슷한 주가 움직임을 보였으나 2021년 하반기 이후에는 인터넷 업종이 소외가 심화되기 시작했다.

그림 31. 성장주 업종 ETF 상대 주가 비교(20.01~)



자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 성장주 업종 ETF 상대 주가 비교(22.01~)

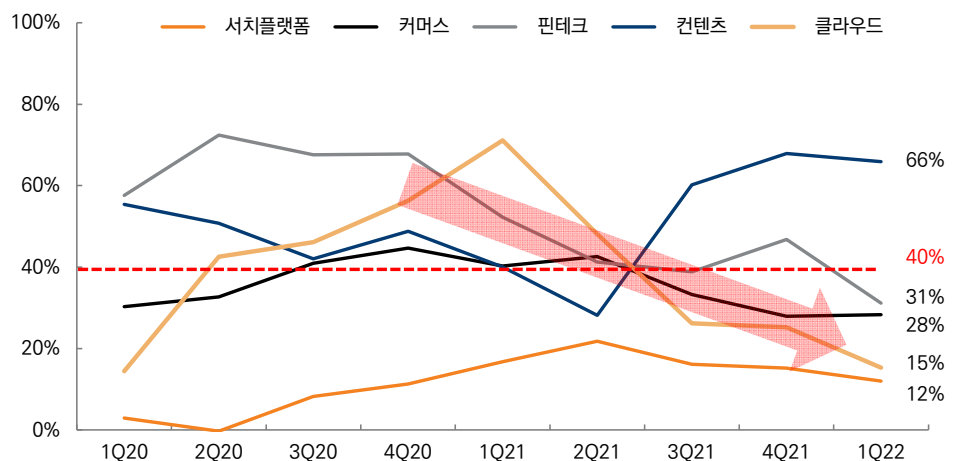


자료: Quantivise, 미래에셋증권 리서치센터

왜 2021년 하반기부터 성장 섹터들 내에서도 인터넷 업종이 소외 되기 시작했을까? 답은 간단하다. 인터넷 업종의 성장주 지위 자체가 흔들리기 시작한 시점이기 때문이다. 2021년 하반기는 NAVER와 카카오의 성장을 견인해온 메인 사업부들의 성장세의 감소가 본격화되는 시기였다.

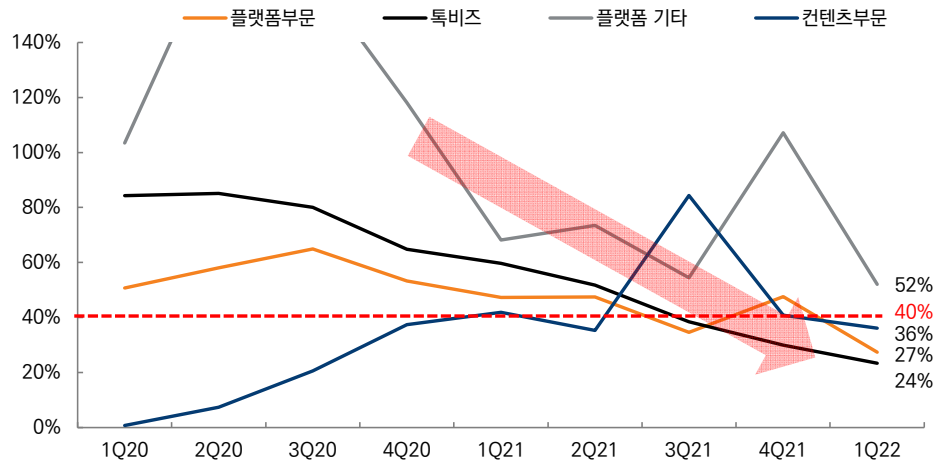
NAVER는 3Q21을 기점으로 각 사업부의 연간 성장률이 급감했으며 1Q22 기준 40%를 넘는 성장률은 가진 사업부는 콘텐츠 뿐이다. 카카오 역시 3Q21을 기점으로 대부분의 사업부에서 성장률 급감을 경험했고 1Q22 기준 40% 이상의 성장률을 가진 사업부는 플랫폼 기타 부문이 유일하다.

그림 33. NAVER 주요 사업부 연간 성장률 추이



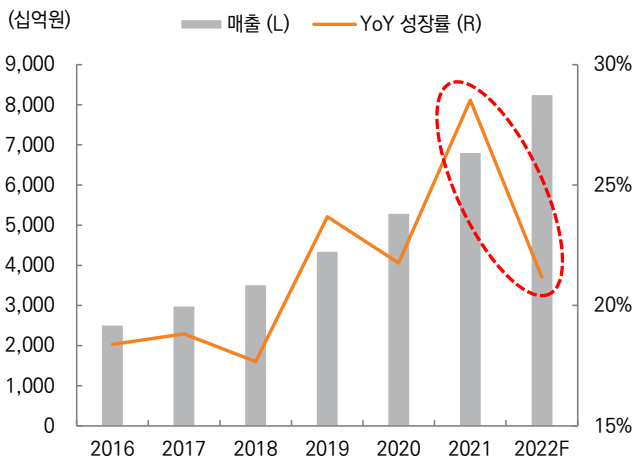
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 카카오 주요 사업부 연간 성장률 추이



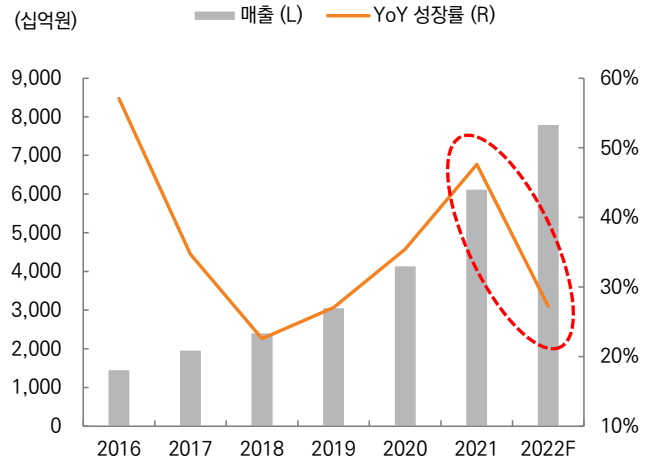
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. NAVER 연간 매출액, 성장률 추이



주: 라인 매출액을 제외하고 추정
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 36. 카카오 연간 매출액, 성장률 추이



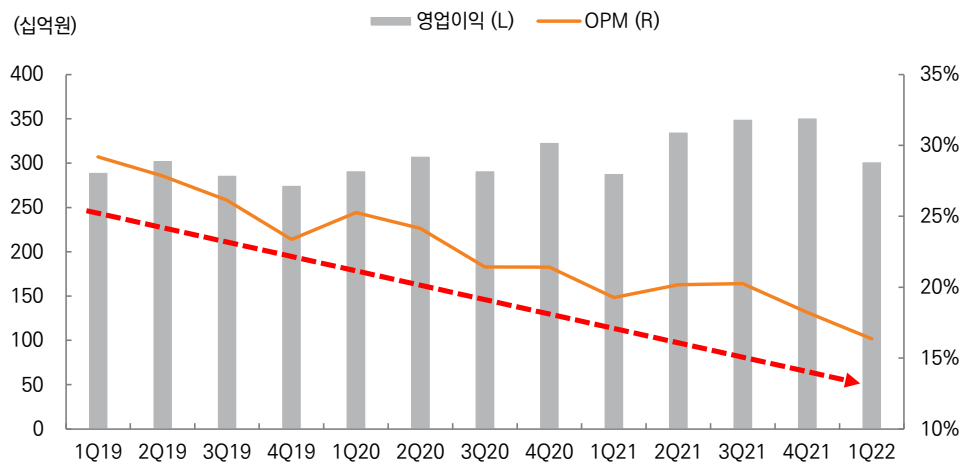
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

2) 마진 악화

성장주 평가에서 중요한 또 하나의 부분은 마진율의 개선세다. 어차피 탑라인 고성장을 바탕으로 미래에 벌어들일 많은 돈이 중요한 것이기 때문에 마진이 개선세에만 있다면 현 마진율이 낮은 것은 큰 문제가 되지 않는다. 카카오의 2019~2020년 주가 랠리는 탑라인 고성장의 영향도 존재했지만 매분기마다 보여준 마진을 개선이 특히 주효했다.

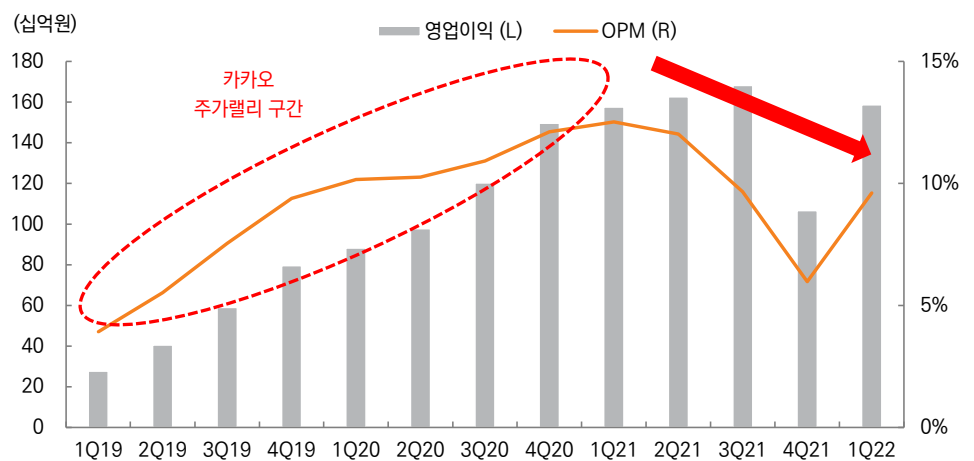
그러나 21년 하반기를 기점으로 외형 성장이 둔화되고 비용은 지속 증가함에 따라 양사의 수익성이 급감하고 있다. NAVER의 마진율은 지속적으로 감소하며 불과 3년 사이에 절반에 가까운 수준으로 하락했다. 카카오의 경우 카카오톡 비즈보드의 도입으로 2019년부터 2021년 상반기까지 급격한 마진 개선세를 보였지만 작년 3분기를 기점으로 급격한 하락세를 경험하고 있다.

그림 37. NAVER 분기 영업이익, OPM 추이



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 카카오 분기 영업이익, OPM 추이



자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

매크로 상황 개선되더라도 반전 쉽지 않을 것

성장세의 회복이 확인되지 않는다면 금리, 환율 등의 매크로 여건이 개선된다 하더라도 인터넷 업종의 수급 개선으로 이어지지 않을 공산이 크다. 외인이 굳이 자국 시장을 놔두고 이머징 마켓 기업에 투자하는 가장 큰 이유는 **1) 투자 국가의 어떤 산업이 고속 성장세를 보이고, 2) 같은 업종의 자국 기업과 비교했을 때 낮은 멀티플을 지녔기 때문이다.**

다음 장에서 밝힐 것처럼 국내 인터넷 업종의 메인 영역인 국내 전자상거래, 광고 시장의 둔화는 이미 시작되었으며 국내 인터넷 업종의 멀티플(순이익 기준)은 미국 인터넷 기업들에 비해서도 월등히 높은 상황이다.

업종 반등을 위해서는 **투자자들이 성장주 투자에서 중시하는 1) 외형 고속 성장세 2) 마진 개선세 모두를 보여줄 필요가 있다.** 외형 성장세를 회복하기 위해서는 아직까지는 고성장세를 유지하고 있는 콘텐츠 부문을 제외한 타 사업부에서의 성장세 회복이 절실하다.

IV. 메인 사업인 커머스, 광고 시장의 둔화

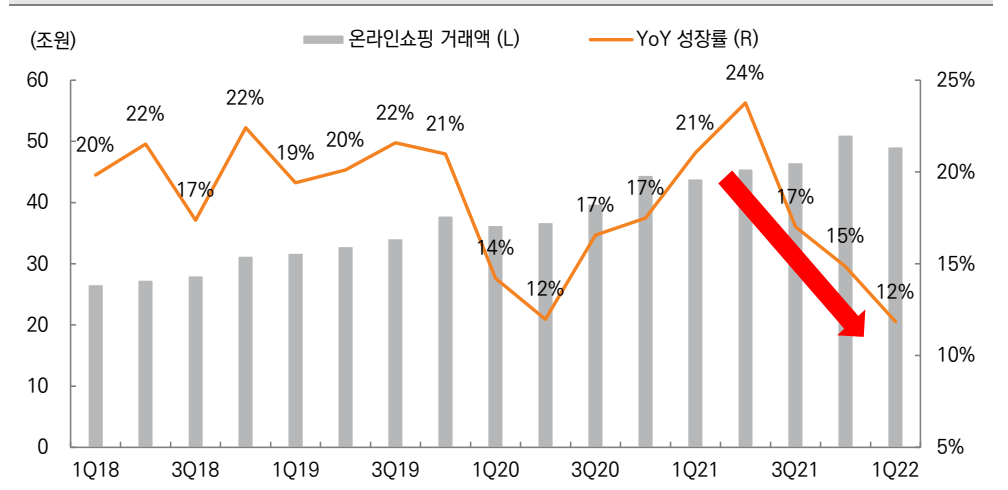
커머스 시장 둔화는 이미 시작

국내 전자상거래 시장 성장률의 둔화가 예상보다 급격하게 나타나고 있다. 1분기 국내 온라인쇼핑 거래액은 49.1조원을 기록하였는데 이는 YoY 11.8% 증가한 수치다. 11.8%의 증가율은 2018년 이후 가장 낮은 YoY 증가율 수치로 상거래 시장 둔화가 본격화되고 있음을 보여준다. 3월 온라인 쇼핑 거래액도 YoY 11.1%에 그치며 하향세를 나타내고 있다.

2022년 국내 전자상거래 시장은 12% 성장해 2018년 이래 처음으로 10%대 초반 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 하반기 이후 경기 침체가 장기화 될 경우 10%대의 성장률을 지키지 못할 가능성도 염두에 둘 필요가 있다.

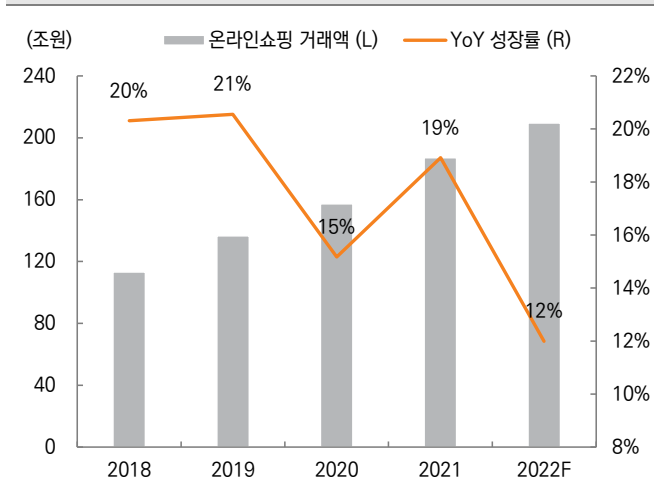
전자상거래 시장의 성장 기율이 중요한 이유는 인터넷 기업들의 전자상거래 GMV가 곧 커머스 광고 매출, 핀테크 결제액과 연동되기 때문이다. 전자상거래 시장 둔화는 단순 커머스 사업부의 부진이 아닌 광고 및 핀테크 사업부의 부진으로까지 이어질 수 있는 문제다.

그림 39. 국내 온라인쇼핑 분기 거래액, YoY 성장률



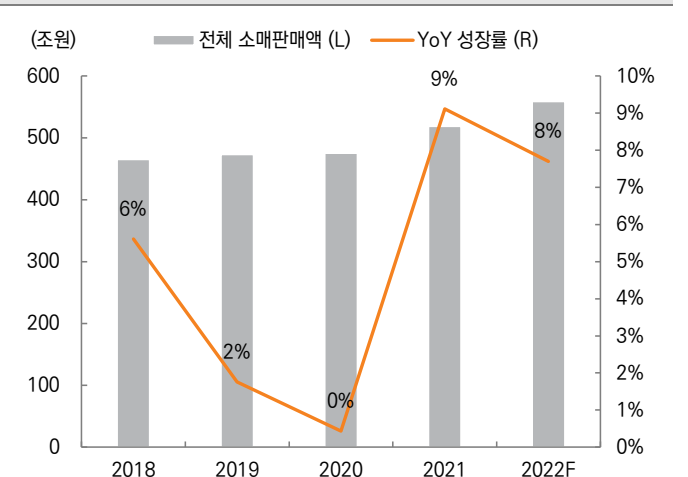
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 국내 온라인쇼핑 연간 거래액, YoY 성장률



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 41. 국내 소매판매액, YoY 성장률

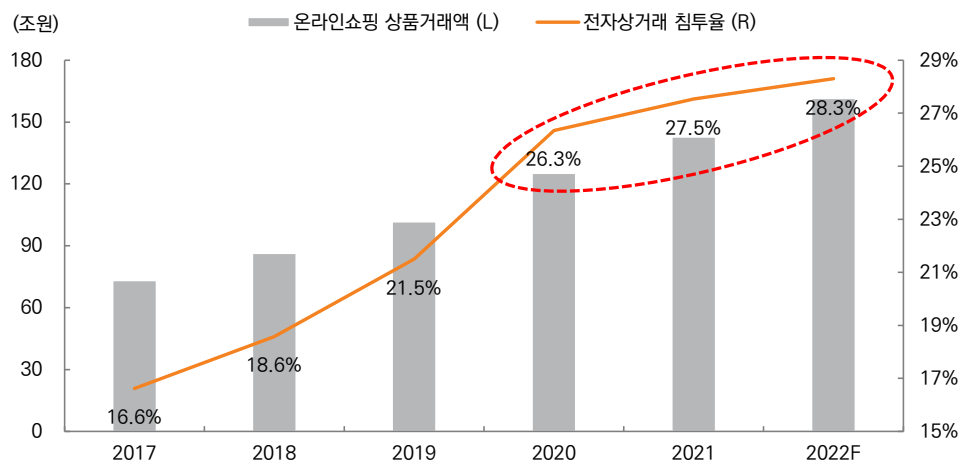


자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그리고 최근 몇 년간 급격하게 상승한 국내 전자상거래 시장 침투율이 이커머스 시장 성장세를 둔화시킬 것으로 판단한다. 2017년부터 2020년까지 국내 전자상거래 시장은 온라인 쇼핑의 대중화와 함께 급격한 성장을 경험했다. 2017년 16.6%에 불과했던 전자상거래 침투율은 4년만인 2020년 26.3%까지 상승했다. 2020년에는 코로나의 영향으로 언택트 문화가 확산되며 전자상거래 침투율 상승이 가속화되었다.

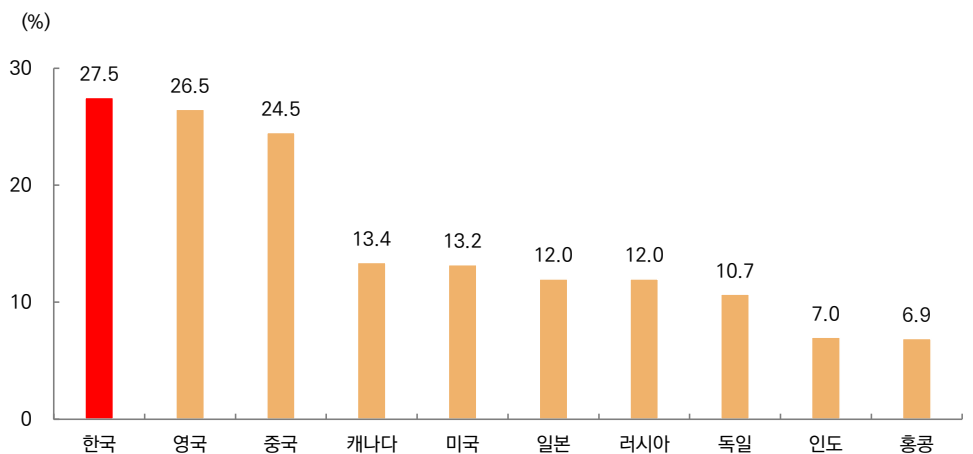
2020년까지 이어진 국내 전자상거래 침투율의 고속 상승세가 둔화되는 모습을 보이고 있다. 2021년 기준 국내 이커머스 침투율은 27.5%로 글로벌에서 가장 높은 수준에 이미 도달한 상태다. 코로나라는 강제적인 외부 요인이 존재로 손쉽게 온라인 쇼핑으로 전환할 사람들은 이미 대부분 전환하였다고 판단한다. 향후 전자상거래 침투율은 연간 1%p 남짓으로 상승할 것으로 전망한다.

그림 42. 국내 온라인쇼핑 상품 거래액, 전자상거래 침투율



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 43. 2021년 글로벌 전자상거래 침투율



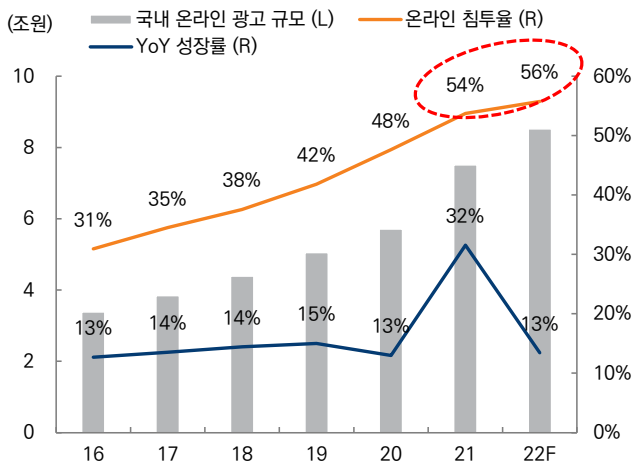
자료: 각 국 통계청, eMarketer, GroupM, Digital Commerce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

광고 시장도 성장 둔화 및 침체 장기화

고성장을 이어온 온라인 광고 시장의 성장세도 둔화될 전망이다. 1) 이커머스 시장의 성장 둔화는 광고 시장 내 이커머스 광고 성장 둔화로 이어진다. NAVER 커머스 광고 매출액의 YoY 성장률은 22년 1분기 28%로 네 분기 연속 하락했다. 2) 온라인 침투율 역시도 이미 크게 상승했기에 더 이상의 급격한 상승을 기대하기는 힘들다. 국내외 글로벌 광고 시장 모두 2016~2020년 급격한 온라인 침투율 상승을 경험했지만 그 이후로는 둔화된 모습을 보이고 있다.

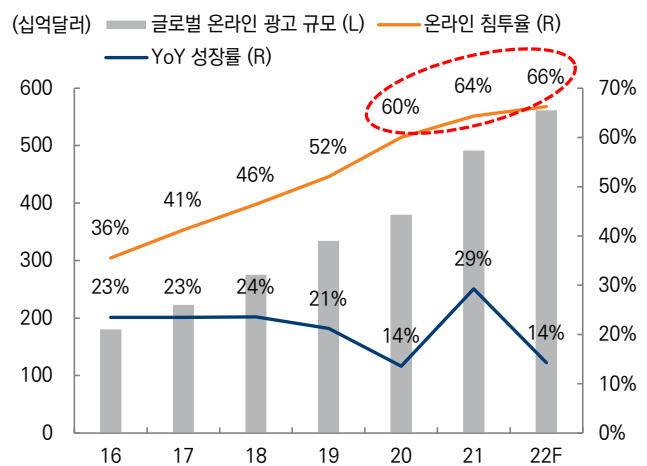
NAVER와 카카오의 광고 매출 전반에서 성장세가 둔화되는 모습도 이미 관찰되고 있다. 1Q22 NAVER 검색, 디스플레이 광고 매출은 YoY 12% 상승하는 데 그치며 3분기 연속 성장률 감소세를 이어갔다. 카카오 역시 고성장을 지속해오던 특비즈 광고형 매출이 3분기 연속 성장률 감소세를 이어갔으며 1분기 매출액은 QoQ 6% 감소하였다. 전반적인 경기 침체 국면이 이어지는 상황에서 당분간 광고 시장의 극적인 반전을 기대하기는 어려울 것으로 판단한다.

그림 44. 국내 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



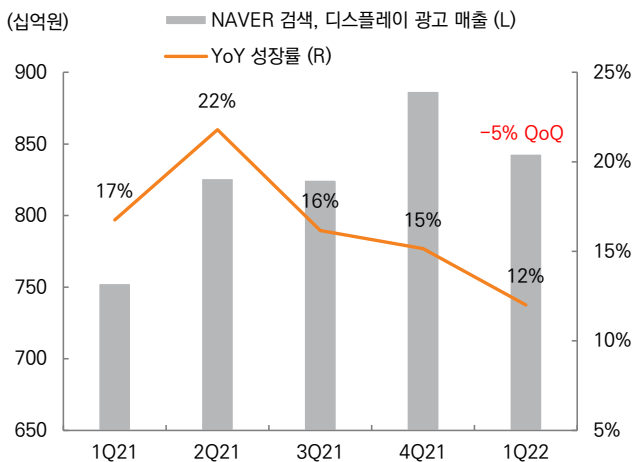
자료: 제일기획, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 45. 글로벌 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



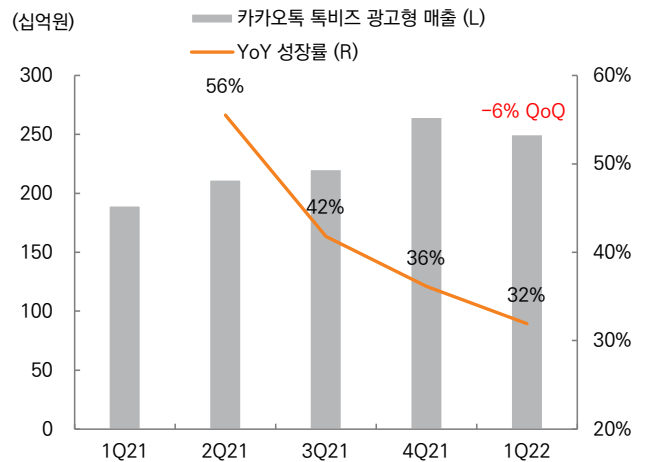
자료: GroupM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 46. NAVER 검색, 디스플레이 광고 매출, YoY 성장률



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. 카카오 특비즈 광고형 매출, YoY 성장률



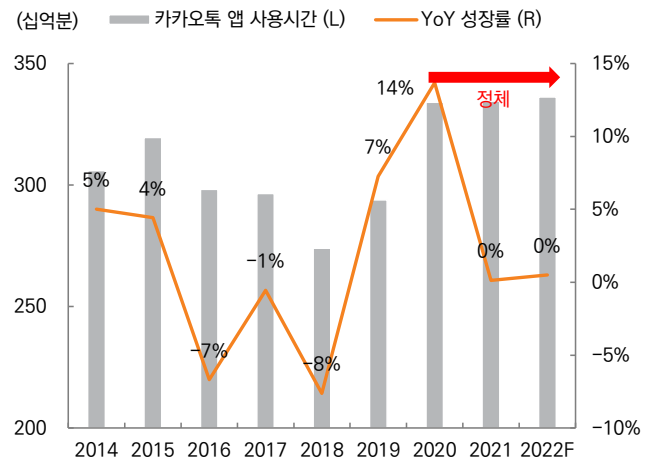
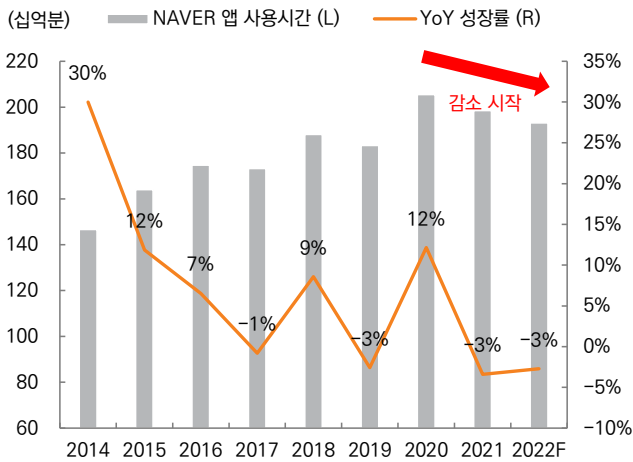
자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

리오프닝의 본격화는 사람들의 인터넷 체류 시간을 낮춰 온라인 광고 효율성을 약화시킬 전망이다. 코로나 유행 초기에는 집에 있는 시간이 증가함에 따라 사람들은 자연스럽게 더 많은 시간을 온라인 생활을 영위하는 데 할애했다. 2020년 1분기 카카오톡의 분기 총 사용시간은 YoY 26% 급증했으며 NAVER 앱 사용시간 역시 YoY 15% 급증한 바 있다.

NAVER, 카카오 앱 체류시간은 2021년 이후 더 이상 증가하고 있지 못하고 있다. 2020년에 보여준 앱 체류시간은 전염병의 창궐로 인해 국내 사람들이 보여줄 수 있는 한계 온라인 체류시간을 보여준 것으로 판단한다. 외부 활동이 많아짐에 따라 앱 이용시간은 감소할 것으로 보이며 NAVER 앱 사용시간의 경우 이미 연 3% 정도씩 감소하고 있는 것으로 추정된다.

그림 48. NAVER 앱 연간 총 사용시간 (안드로이드)

그림 49. 카카오톡 앱 연간 총 사용시간 (안드로이드)

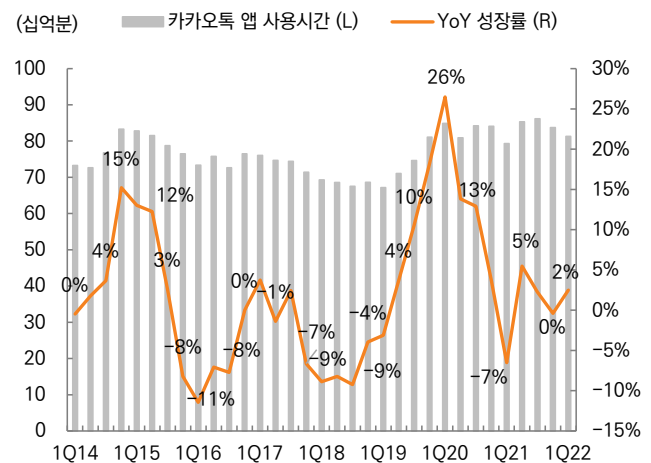
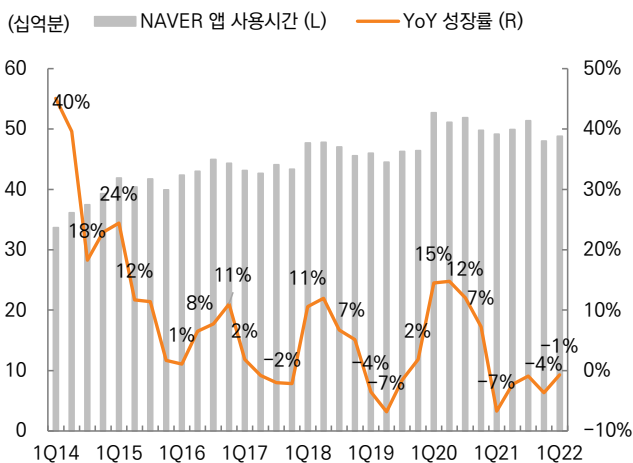


자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 50. NAVER 앱 분기 총 사용시간 (안드로이드)

그림 51. 카카오톡 앱 분기 총 사용시간 (안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

V. 결국 최후의 카드는 콘텐츠

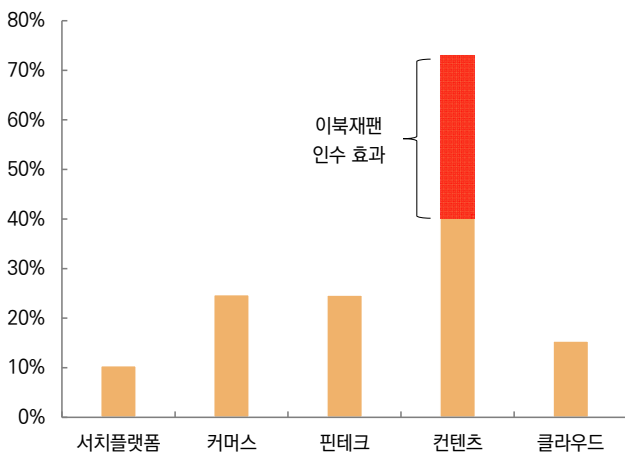
콘텐츠가 주가 향방을 가를 메인 전장

콘텐츠 영역에서의 승자가 하반기 이후 국내 인터넷 업종의 주도권을 잡아갈 가능성이 높다. 콘텐츠 영역이 중요한 이유는 1) 양사 모두에게 유일하게 남은 고성장 영역(YoY 성장률 30% 이상), 2) P와 Q가 모두 열려있는 산업, 3) 글로벌 스토리를 전개할 수 있는 영역이기 때문이다.

1) 희소해진 고성장 영역

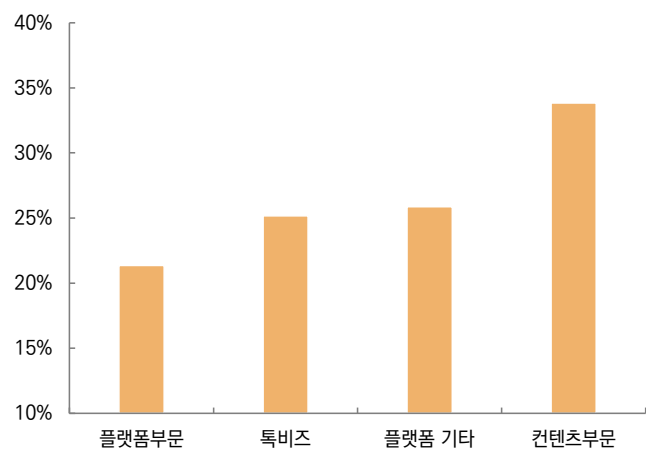
NAVER와 카카오의 사업부들이 둔화되는 와중에도 곳곳하게 고성장세를 이어가는 마지막 영역이 바로 콘텐츠다. 콘텐츠 사업부는 양사 모두에서 올해 30% 이상의 성장률을 기록할 수 있는 유일한 영역이다. NAVER 콘텐츠 매출액은 올해 YoY 73%(이북재팬 편입효과 제외 시 40%), 카카오 콘텐츠 매출액은 YoY 35% 증가할 전망이다. 성장주의 지위를 지속적으로 인정받기 위해서라도 최소 하나의 사업부에서 30% 이상의 성장률이 유지될 필요가 있다.

그림 52. NAVER 사업부별 2022년 연간 성장률 전망



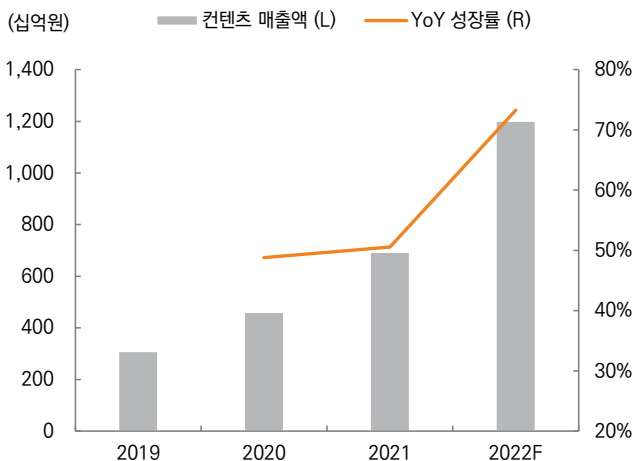
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 53. 카카오 사업부별 2022년 연간 성장률 전망



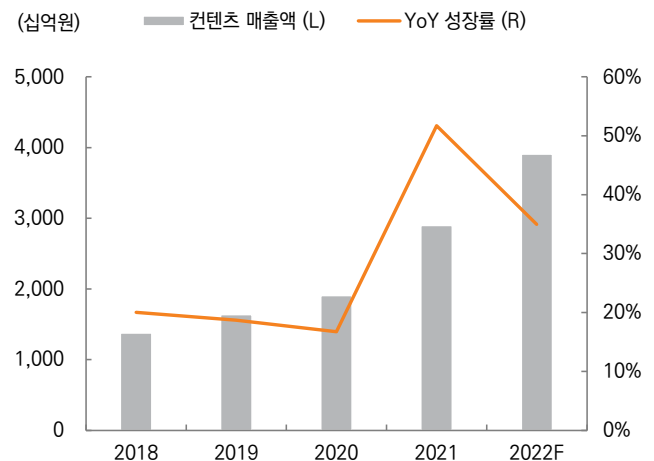
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 54. NAVER 콘텐츠 연간 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 55. 카카오 콘텐츠 연간 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

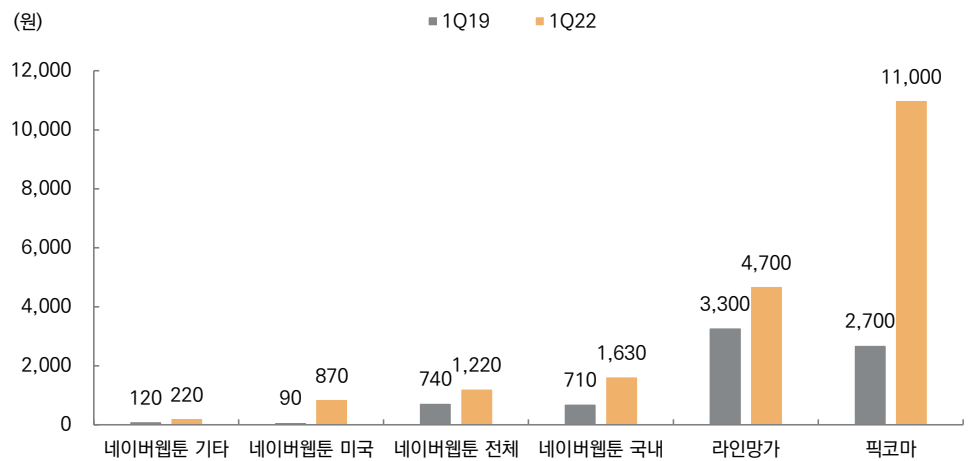
2) P와 Q가 열려있는 영역

웹툰/웹소설 산업은 P와 Q가 열려있는 산업이기 때문에 타 사업부 대비 가치가 높다. 웹툰/웹소설(이하 '웹툰'으로 통칭)은 사람들에게 언제 어디서든 폰만 있으면 즐길 수 있는 새로운 여가 활동으로 자리잡고 있다. 웹툰은 단순히 기존의 만화책 시장을 디지털화하는 것이 아니라 전에 없던 새로운 영상 매체의 등장으로 이해해야 한다. 웹툰이라는 전에 없던 여가 활동이 유행하기 시작함에 따라 **국내 한정**이 아닌 **글로벌 전역에서 이용자 급증(Q ↑)**이 발생하고 있다.

새로운 엔터테인먼트로 자리잡게 됨에 따라 웹툰에 대한 **이용자당 월간 사용금액(ARPU) 역시 급증세(P ↑)**를 이어가고 있다. 네이버웹툰의 글로벌 전체 이용자당 월간 사용금액은 3년 전 740원에서 현재 1,220원으로 상승한 것으로 추정된다. 특히 만화책 구입이 일상화된 일본에서의 웹툰 플랫폼 ARPU는 타 지역 대비 3배 이상 높은 모습을 보여주고 있다.

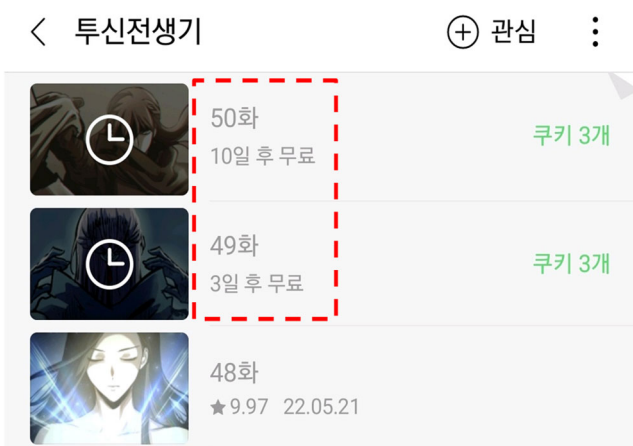
라인망가의 이용자당 월간 사용금액은 4,700원으로 추정되며 3년 사이 40% 이상 상승한 것으로 추정된다. 유료 이용자수의 비중이 높은 것으로 추정되는 픽코마의 경우 ARPU가 11,000원에 이르는 것으로 보이며 지난 3년 사이 4배 이상 급증한 것으로 추정된다. 콘텐츠의 유료 소비가 일반화된 미국 지역에서의 ARPU 급증도(90원→870원) 주목할 필요가 있다.

그림 56. 네이버웹툰, 픽코마 이용자당 월간 사용금액 추정(ARPU)



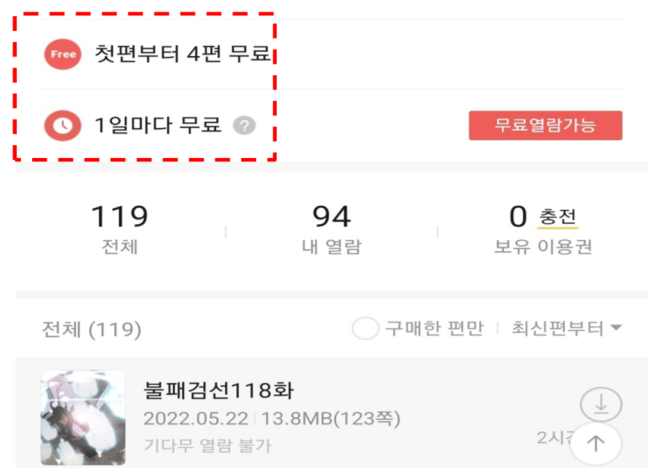
주: 위 ARPU 수치는 이용자당 수치로 유료 이용자당 수치인 ARPPU는 다르다.
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 57. 네이버웹툰 기다리면 무료 BM 예시



자료: 네이버웹툰, 미래에셋증권 리서치센터

그림 58. 카카오페이지 기다리면 무료 BM 예시

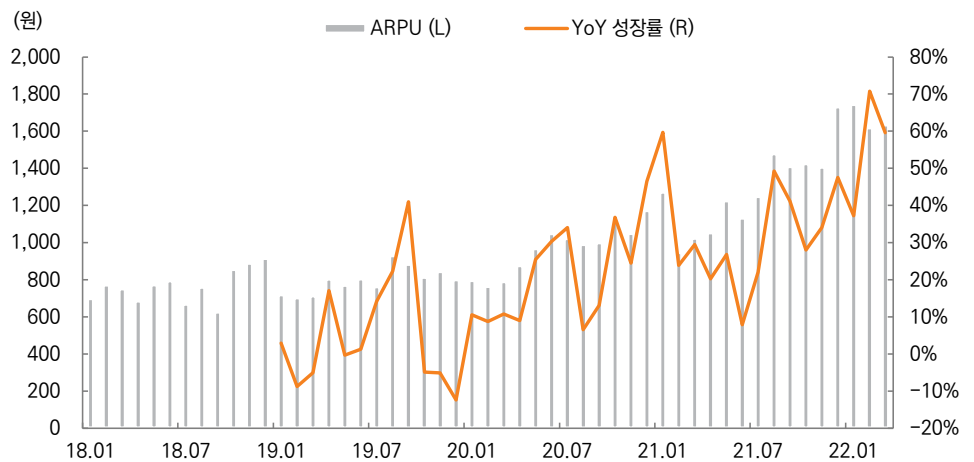


자료: 카카오페이지, 미래에셋증권 리서치센터

웹툰 산업에서 현재 일반적으로 사용되고 있는 부분 유료화 모델의 존재가 ARPU의 장기적인 상승을 이끌 것이다. 넷플릭스, 스포티파이 등 콘텐츠 스트리밍형 유료 모델들은 P의 인상 측면에서 한계가 존재한다. 정기적으로 지불되는 콘텐츠 구독 금액에 대한 이용자의 심리적 저항선이 존재하기 때문이다. 2만원을 넘어서는 구독 비즈니스를 거의 찾아볼 수 없는 것도 같은 이유이다.

부분 유료화 모델은 자신이 추가로 보고 싶은 콘텐츠에 대한 건당 결제를 가능하게 하기 때문에 콘텐츠 유료 결제에 대한 심리적 부담을 경감시킨다. 보고싶은 편에 한해서 2~300원을 내고 소비하는 것은 굉장히 합리적이고 경제적인 행위로 소비자에게 느껴지기 때문이다. 그 결과 스트리밍 형태의 구독 모델이었다면 끌어들이기 힘들었을 이용자들까지 유료 결제 경험을 하게 된다.

그림 59. 네이버웹툰 국내 ARPU, YoY 성장률 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

부분 유료화 모델은 유저들에게 새로운 방식의 콘텐츠 소비 경험을 만들어주고 사용금액을 점진적으로 증가시키는 결과를 낳는다. 국내의 경우 부분 유료화 모델이 보편화됨에 따라 ARPU 상승세도 점차 증가하는 모습을 보인다. 네이버웹툰의 국내 MAU 증가세는 둔화된 상황임에도 불구하고 거래액이 연 30% 이상씩 성장할 수 있는 이유기도 하다.

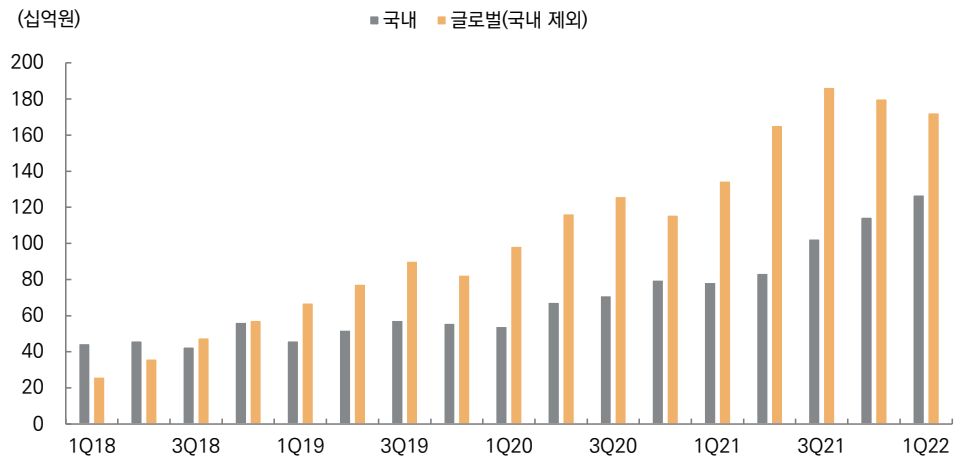
부분 유료화 모델은 2~300원에 불과한 건당 결제 금액이 쌓이는 방식이기 때문에 스트리밍 모델과는 달리 상방에 큰 제한이 없다. 웹툰 한 편당 시청에 소요되는 시간은 2~3분에 불과하다. 간단히 생각하면 분당 100원이다. 영화관에서 보는 영화의 분당 가격에 맞먹는 수준이다. 하루 20분씩 유료 결제로 웹툰을 본다고 생각하면 한 달이면 6만원을 소비하게 되는 것이다. 유저들이 익숙해진 이후에는 스트리밍 서비스들의 월 1~2만원 수준을 훨씬 상회하는 결제금액이 발생하게 된다.

3) 글로벌 스토리

콘텐츠 영역은 **양 사가 유일하게 성공적인 글로벌 스토리를 전개할 수 있는 영역**이다. 글로벌 시장에서의 성공은 높은 밸류에이션을 정당화해줄 수 있다. 전자상거래 시장, 광고 시장이 둔화되고 있기 상황 속에서 성장 사업부의 글로벌 공략이 절실해진 상황이다. 웹툰 산업은 한국이 종주국인 동시에 국내 업체가 확실하게 글로벌 1위를 하고 있는 몇 안되는 영역이기도 하다. 성장하는 글로벌 웹툰 산업을 지속적으로 선도할 수만 있다면 높은 멀티플 역시 정당화될 수 있다.

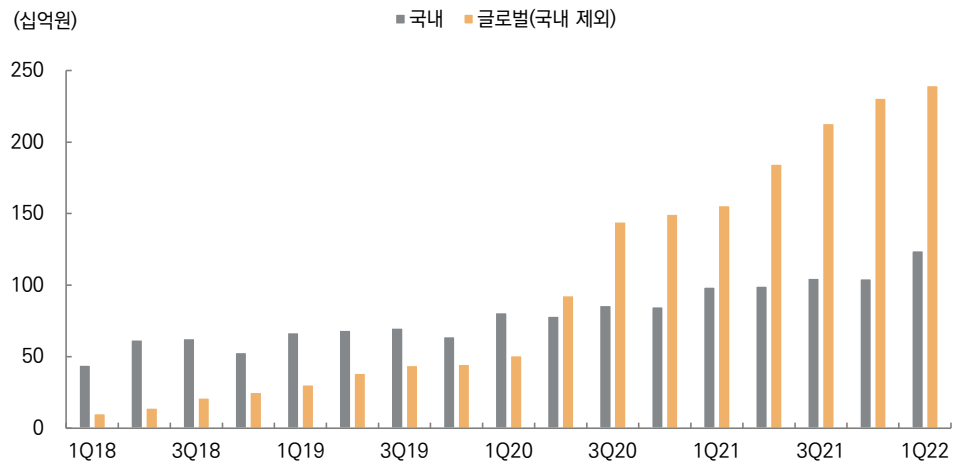
2018년 이후 글로벌 진출이 본격화됨에 따라 웹툰 전체 거래액 내 글로벌 비중도 가파르게 상승하고 있다. 네이버웹툰은 2018년 하반기, 카카오웹툰은 2020년 상반기에 글로벌(국내 제외) 거래액이 국내 거래액을 추월했다. 현재 네이버웹툰의 글로벌 비중은 58%, 카카오웹툰의 글로벌 비중은 66%로 추정된다. 2023년에는 양 사 모두 글로벌 거래액 비중이 70%를 상회할 것으로 전망한다. 웹툰 사업부를 글로벌 비즈니스 영역으로 보는 데 전혀 무리가 없다.

그림 60. 네이버웹툰 국내, 글로벌 거래액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 61. 카카오웹툰 국내, 글로벌 거래액 추이



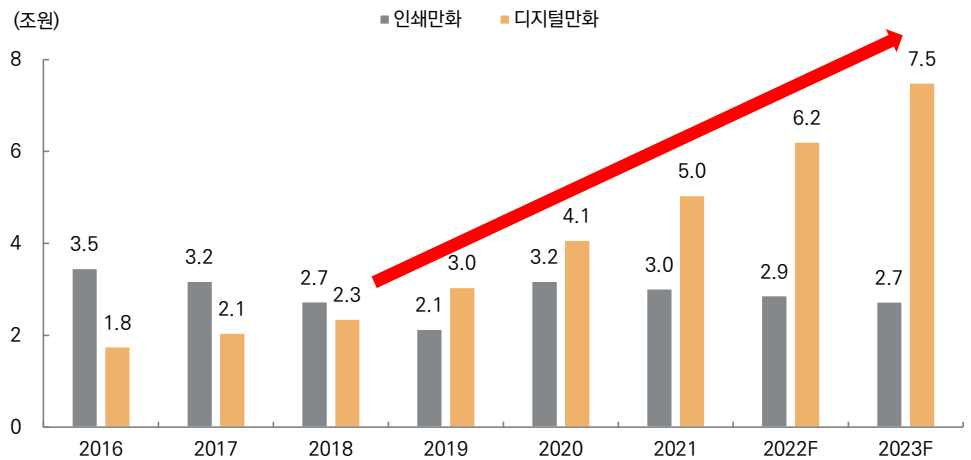
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

글로벌 전역에서 맞붙기 시작한 웹툰

1) 일본

글로벌 스토리에서 양 사에게 가장 중요한 지역은 일본으로 판단하며 일본에서의 승자가 올해 웹툰 산업의 주도권을 가져갈 전망이다. 일본 만화시장은 2021년 기준 8조원을 넘어선 것으로 추정되는 글로벌 최대의 만화시장이다. 픽코마, 라인망가로 대표되는 웹툰의 인기가 본격화되며 디지털 만화시장이 연 20% 이상 성장하고 있다. 만화책을 구입해서 즐기는 것이 익숙한 일본인들은 디지털 만화에서도 콘텐츠 사용료를 아낌없이 지불하고 있다.

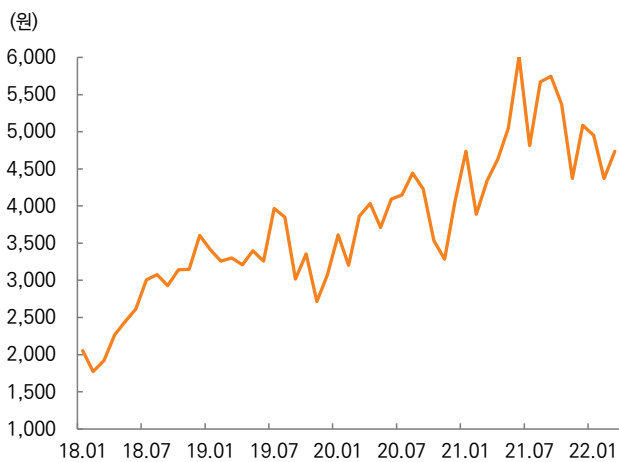
그림 62. 일본 인쇄만화, 디지털만화 시장 규모 추이



출처: PwC, 일본출판협회, 미래에셋증권 리서치센터 추정

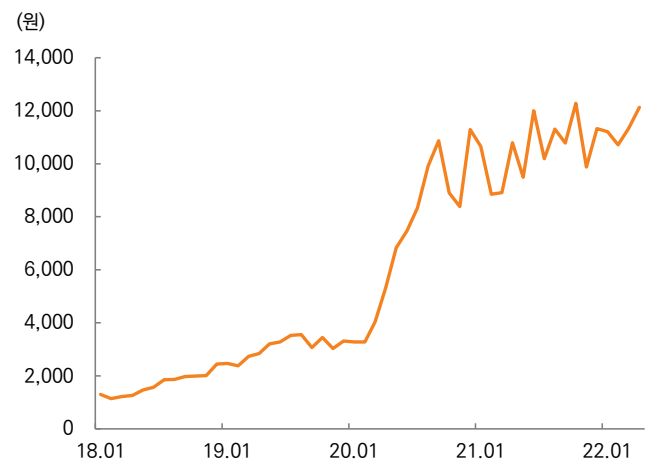
주목해야 하는 부분은 라인망가와 픽코마의 이용자당 월간 사용금액 추이가 지속적으로 상승하고 있다는 점이다. 라인망가의 ARPU는 3년간 40% 이상, 픽코마는 4배 이상 증가한 것으로 추정된다. 이는 부분 유료화 모델이 일본 이용자들에게도 보편화되고 있음을 의미한다. 만화를 즐기기 위해 기꺼이 만화책을 권 단위로 사던 일본 이용자들에게 편 당 결제는 전혀 부담스럽지 않다.

그림 63. 라인망가 이용자당 월간 사용금액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 64. 픽코마 이용자당 월간 사용금액 추이



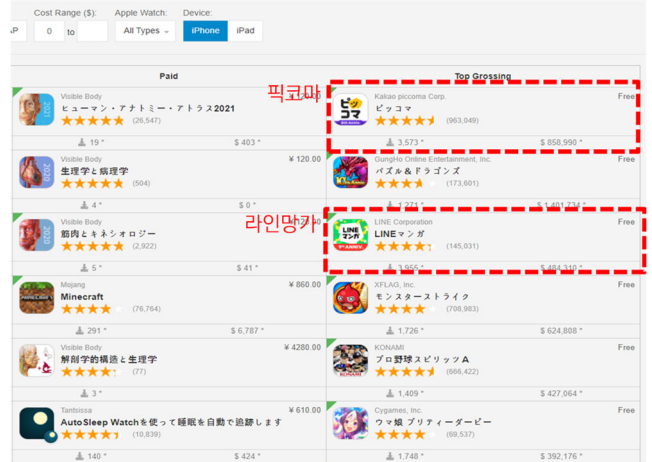
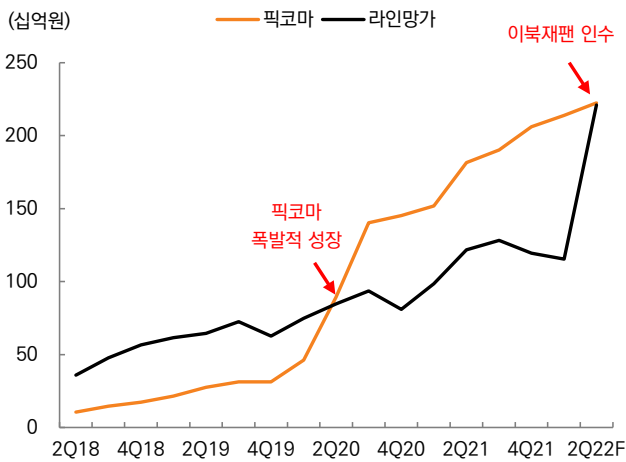
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

올해 일본 디지털 만화 시장에서는 라인망가(NAVER)과 픽코마(카카오) 사이의 진검승부가 펼쳐질 예정이다. 이번 라인망가와 픽코마의 정면 승부는 처음이 아니라 두번째다. 현재는 픽코마가 지배하고 있지만 2019년까지만 하더라도 라인망가가 일본 디지털 만화시장 1위였다. 2020년에 거래액이 3배 가까이 급성장한 픽코마가 라인망가를 꺾고 격차를 벌려오던 것이 최근의 상황이다.

올해는 라인망가가 1위를 탈환 할 가능성이 존재한다. 라인디지털프론티어가 최근 인수한 이북재팬이 라인망가에 합류되며 거래액 측면에서 거의 동일한 수준으로 올라온 것으로 판단된다. 이북재팬의 지난해 거래액은 4천억원 이상으로 추정된다. 2분기는 라인망가(이북재팬 포함)와 픽코마 모두 2천억원 초반대의 비슷한 거래액을 기록할 전망이다.

그림 65. 픽코마, 라인망가 분기 거래액 추이

그림 66. 일본 전체 앱 매출 랭킹에서 1위(픽코마), 3위(라인망가) 차지

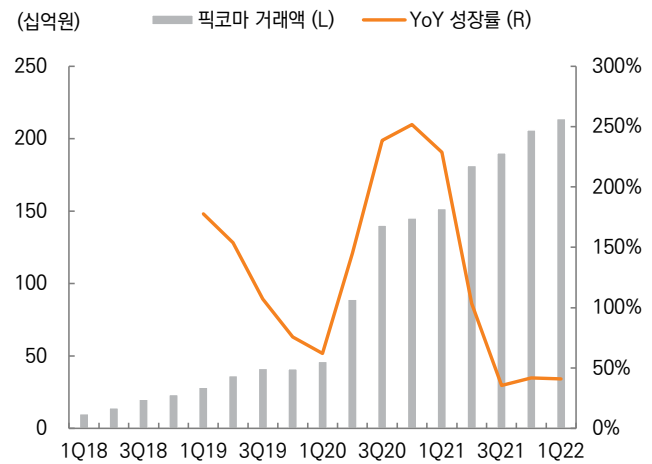
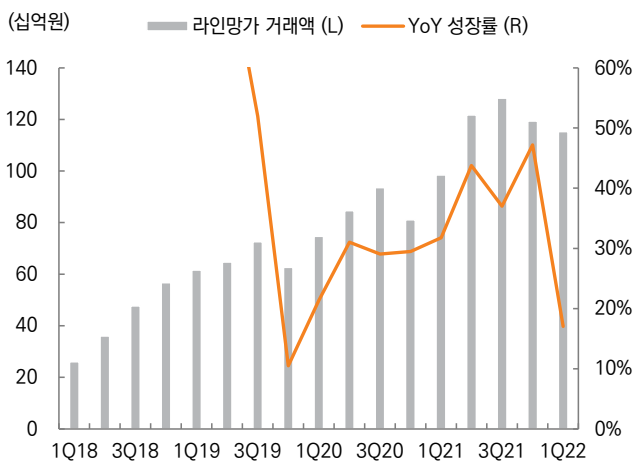


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 라인망가 거래액 추이

그림 68. 픽코마 거래액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

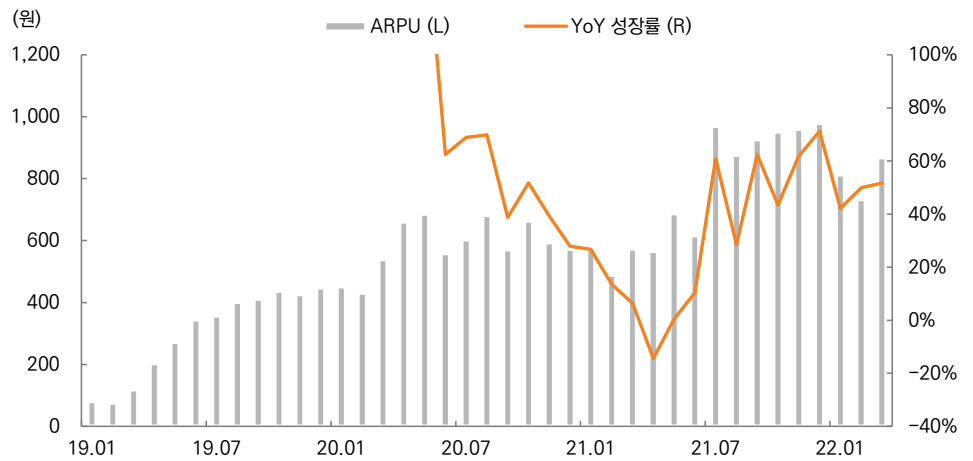
2) 미국

NAVER, 카카오 양 사의 공격적인 합병으로 인해 미국 웹툰 시장에서의 경쟁도 격화될 전망이다. NAVER는 최근 왓패드(웹소설 플랫폼)를, 카카오는 타파스(웹툰 플랫폼)와 래디쉬(웹소설 플랫폼)를 인수하며 몸집을 급격하게 키워나가고 있다.

미국 시장이 중요한 이유는 글로벌 최대 웹툰 시장으로 클 수 있는 잠재력을 보유하고 있기 때문이다. 콘텐츠 스트리밍 서비스에 익숙한 미국인들은 콘텐츠 유료 소비에 대한 심리적 장벽이 높지 않다. 부분 결제를 통한 콘텐츠 소비 경험을 한 이후에는 ARPU가 지속 상승할 가능성이 높다.

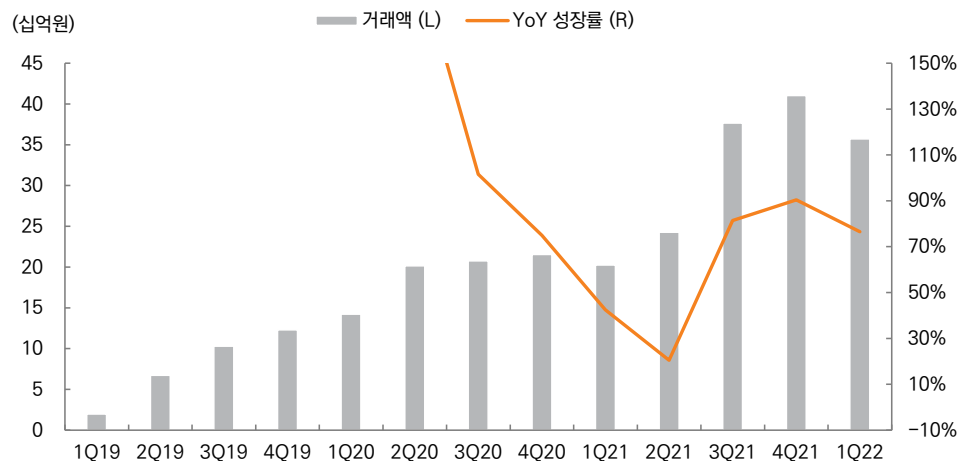
실제로 네이버웹툰의 미국 이용자당 월간 사용금액 추이를 보면 2019년 초 200원 수준에서 3년 만에 4배가 넘는 800원 이상으로 상승했다. 웹툰이 하나의 여가 생활로 대중화된다면 ARPU는 영상 스트리밍에 사용에 사용하는 월 1~2만원 수준 이상으로 장기 성장할 것으로 전망한다.

그림 69. 네이버웹툰 미국 이용자당 월간 사용금액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 70. 네이버웹툰 미국 분기 거래액 추이



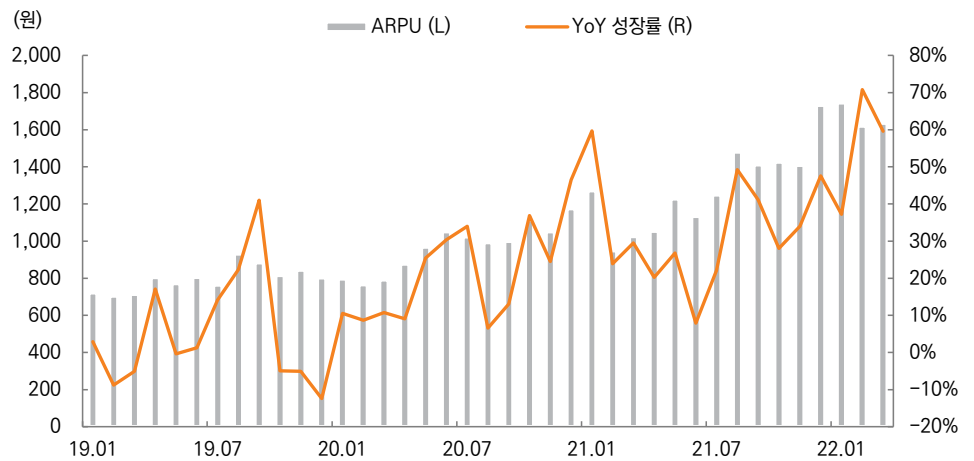
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

3) 국내

이미 성숙기에 접어든 국내 웹툰 시장은 이용자수의 증가세는 둔화되었지만 ARPU 상승세가 이어지며 거래액 성장도 가속화되고 있다. 1) 부분 유료화 모델이 이용자들에게 보편화됨에 따라 유료 결제 유저의 비중이 늘고 ARPU 상승으로 이어지고 있다. 2) 웹소설 기반 웹툰들이 많아지며 웹툰과 웹소설 사이의 시너지 효과가 발생해 ARPU 및 인당 체류 시간을 상승시키고 있다. 웹소설 기반의 재미있는 웹툰을 발견한다면 소설로 넘어가서 뒷 이야기를 결제하고 본다. 웹소설을 보고 시각적 이미지를 기대하고 웹툰으로 넘어오는 경우도 다수 존재한다.

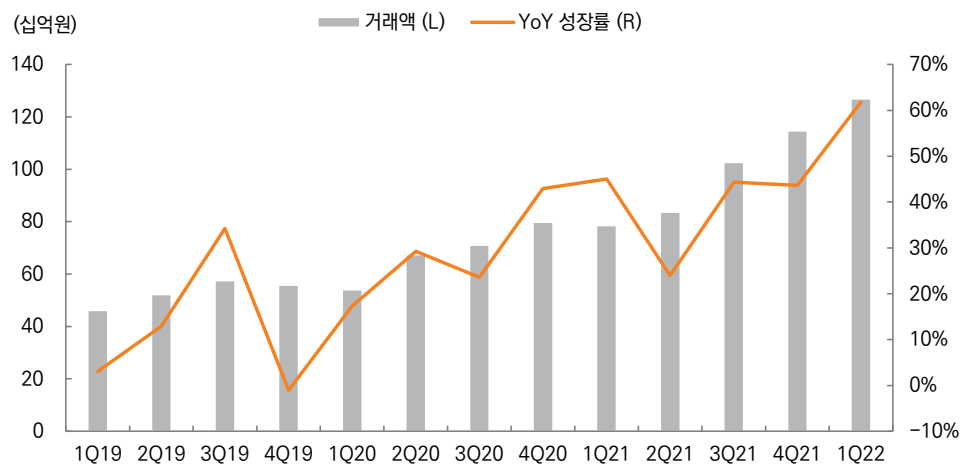
그리고 시장 성숙에 따른 마케팅 경쟁의 약화가 이익 개선으로 이어지고 있다. 네이버웹툰의 2021년 국내 마진율이 20% 이상으로 올라온 배경이기도 하다. 웹툰을 볼만한 사람들은 이미 대부분 NAVER와 카카오의 웹툰 서비스들을 이용하고 있기에 신규 이용자 모집이 쉽지 않다. 신규 유저 모객에 대한 마케팅 효율이 급감하게 된다. 플랫폼들이 출혈 마케팅을 지속할 유인이 없다.

그림 71. 네이버웹툰 국내 이용자당 월간 사용금액 추이



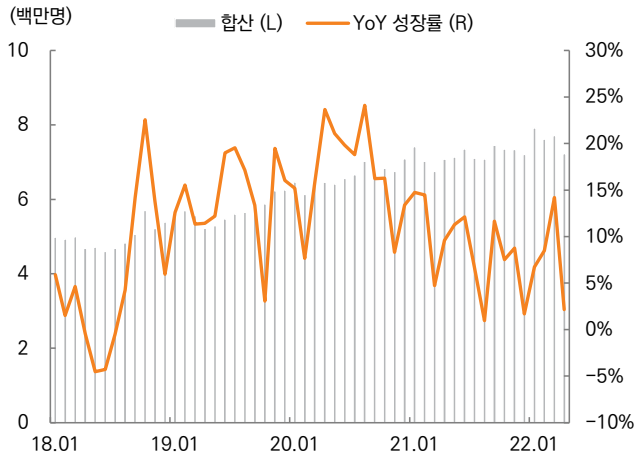
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 72. 네이버웹툰 국내 분기 거래액 추이



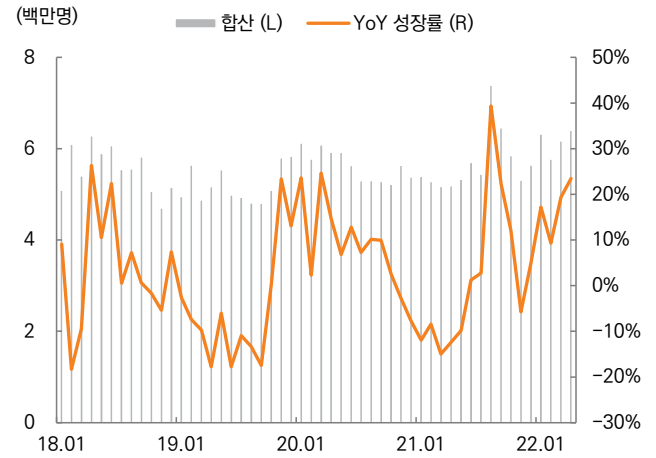
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 73. 네이버웹툰, 시리즈 앱 합산 월간 이용자수(안드로이드)



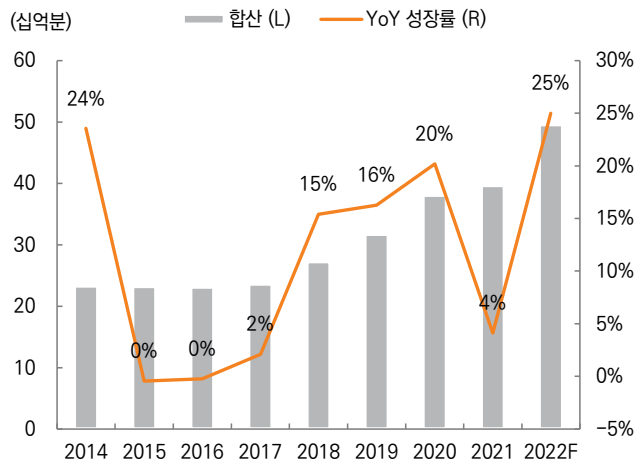
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 74. 카카오페이지, 카카오펀 앱 합산 월간 이용자수(안드로이드)



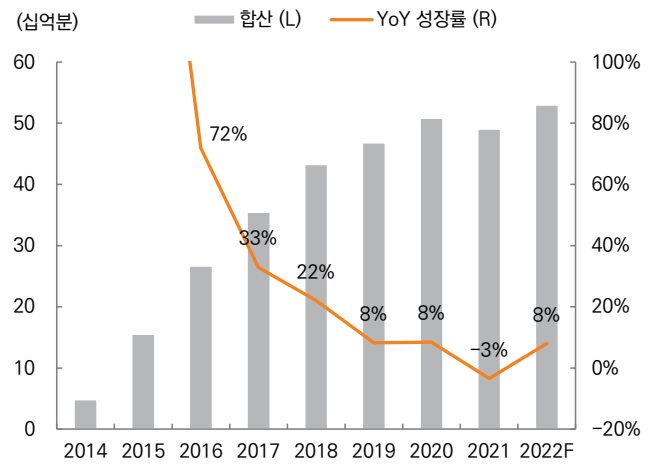
자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 75. 네이버웹툰, 시리즈 앱 합산 월간 이용시간(안드로이드)



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 카카오페이지, 카카오펀 앱 합산 월간 이용시간(안드로이드)



자료: 코리아 클릭, 미래에셋증권 리서치센터

Top Picks 및 관심종목

NAVER (035420/매수) 올해도 콘텐츠는 고속 성장

카카오 (035720/매수) 콘텐츠 고성장 기울기 유지 중

올해도 콘텐츠는 고속 성장

매수
(신규)

목표가: 380,000원
상승여력: 35.2%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 380,000원. 커버리지 개시

- 목표주가는 22년 예상 실적 기준 SOTP 가치평가 방식을 활용해 산출
- 사업 부문별 가치는 서치플랫폼 17조원, 커머스 24조원, 웹툰 5조원, 핀테크 4조원
- 총 기업가치는 62.3조원으로 산출. 현 시가총액 대비 35.2%의 상승여력 존재
- 2H21 이후 주가 약세는 탐라인 성장률 둔화와 마진 악화가 동시에 일어나고 있기 때문
- 고성장을 유지하고 있는 콘텐츠 사업부의 2Q 이후 기울기가 주가 향방 결정할 전망

투자포인트

P와 Q가 동반 고속 성장 중인 웹툰 산업

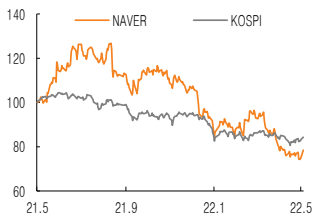
- 이커머스, 광고와 달리 리오프닝, 경기침체 등의 영향 없이 웹툰 산업은 고성장세 지속
 - 글로벌 인기로 네이버웹툰 MAU는 연 천만 명씩 성장 지속. 1Q22 기준 8,200만 돌파
 - 부분 유료화 모델이 보편화되며 ARPU 상승세. 전체 ARPU 3년 사이 65% 상승 추정
- 이북재팬 인수에 따른 일본 1위 탈환 가능성**
- 라인디지털프론티어가 3월 인수한 이북재팬 매출이 2분기부터 연결 편입 예정
 - 라인망가와 이북재팬의 합산 거래액은 21년 8천억원 이상 추정. 픽코마와 비슷한 수준
 - 웹서비스 중심의 이북재팬이 라인망가 앱과 합쳐짐에 따라 사용자 락인 효과 증가 기대

2022년 실적 전망

하반기 이후 마진 개선 기대

- 22년 매출액 8.3조원(+22.2% YoY), 영업이익 1.5조원(+13.9% YoY) 예상. 컨센 부합
- 커머스, 광고 사업부 매출은 컨센 하회 예상되나 콘텐츠 사업부 호조가 상쇄할 전망
- 비용 효율화에 나서면서 2분기 이후 OPM 지속 개선 전망(1Q 16.4%→4Q 19.4%)

Key data



현재주가(22/5/30, 원)	281,000	시가총액(십억원)	46,098
영업이익(22F, 십억원)	1,510	발행주식수(백만주)	164
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	1,517	유동주식비율(%)	81.9
EPS 성장률(22F, %)	-91.5	외국인 보유비중(%)	53.6
P/E(22F, x)	32.7	베타(12M) 일간수익률	1.26
MKT P/E(22F, x)	10.1	52주 최저가(원)	266,000
KOSPI	2,669.66	52주 최고가(원)	454,000

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.9	-26.2	-21.5
상대주가	-1.0	-21.6	-6.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	4,356	5,304	6,818	8,332	9,904	11,695
영업이익 (십억원)	1,155	1,215	1,325	1,510	2,020	2,456
영업이익률 (%)	26.5	22.9	19.4	18.1	20.4	21.0
순이익 (십억원)	583	1,002	16,490	1,408	1,918	2,320
EPS (원)	3,538	6,097	100,400	8,582	11,692	14,141
ROE (%)	10.6	15.2	106.7	5.8	7.4	8.3
P/E (배)	52.7	48.0	3.8	32.7	24.0	19.9
P/B (배)	4.3	5.6	2.5	1.8	1.7	1.5
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2

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

실적 전망

표 2. 분기 및 연간 실적 전망

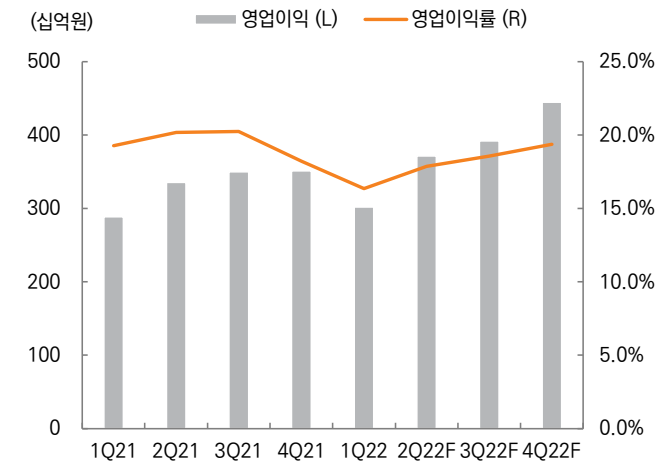
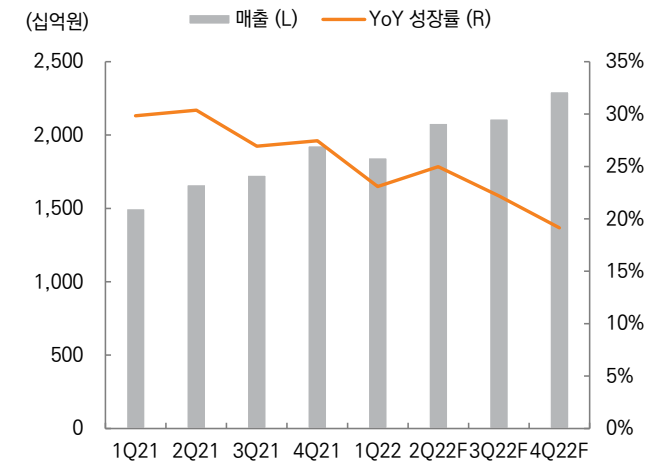
(십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출	1,499	1,664	1,727	1,928	1,845	2,079	2,111	2,296	5,304	6,818	8,332	9,904
(% YoY)	29.8%	30.4%	26.9%	27.4%	23.1%	25.0%	22.2%	19.1%	21.8%	28.5%	22.2%	18.9%
서치플랫폼	753	826	825	887	843	915	907	968	2,803	3,290	3,632	4,000
검색	570	603	601	629	623	654	649	676	2,155	2,403	2,602	2,810
디스플레이	183	223	224	258	220	261	257	292	648	888	1,030	1,190
커머스	324	365	380	405	416	461	473	490	1,090	1,475	1,840	2,279
핀테크	210	233	242	295	275	291	297	357	677	979	1,220	1,513
콘텐츠	131	145	184	233	217	303	323	358	460	693	1,201	1,602
클라우드	82	95	96	107	94	109	111	124	274	380	439	509
영업비용	1,210	1,328	1,377	1,576	1,543	1,708	1,719	1,852	4,089	5,492	6,822	7,883
개발/운영비용	374	400	389	466	448	503	509	551	1,197	1,629	2,011	2,327
파트너	510	582	609	715	698	769	772	831	1,797	2,415	3,071	3,565
인프라	155	171	178	183	175	196	199	217	550	687	787	872
마케팅	171	176	201	213	222	239	238	253	546	761	953	1,119
영업이익	289	336	350	351	302	371	392	445	1,215	1,325	1,510	2,020
(% YoY)	-1.0%	8.9%	19.9%	8.5%	4.5%	10.7%	12.0%	26.6%	5.2%	9.1%	13.9%	33.8%
영업이익률	19.3%	20.2%	20.3%	18.2%	16.4%	17.9%	18.6%	19.4%	22.9%	19.4%	18.1%	20.4%
지배주주순이익	15,310	528	332	256	171	367	404	465	1,002	16,490	1,408	1,918
NPM	-	31.7%	19.2%	13.3%	9.3%	17.7%	19.1%	20.3%	18.9%	241.9%	16.9%	19.4%

주: 2021년 순이익 급증은 라인-Z홀딩스 합병에 따른 중단 영업손익 일회성 반영 결과
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 77. 분기 매출 추이

그림 78. 분기 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

밸류에이션

SOTP 방식으로 산출한 적정 기업가치에 근거해 NAVER에 대한 매수 의견과 목표주가 380,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 총 기업가치는 62.3조원으로 현 시가총액 대비 35.2%의 상승여력이 있는 것으로 판단한다. 서치플랫폼 가치는 구글의 22F P/E를 적용하여 산출했다. 커머스 사업은 점유율이 고속 상승 중인 쿠팡의 22F EV/GMV 멀티플을 20% 할인 적용해 산출했다.

일회성 요인을 배제한 P/E 멀티플은 22F 35배, 23F 23배로 글로벌 인터넷 업종(아마존, 구글, 메타, 스냅, 이베이)의 22F 32배, 23F 18배 대비 10% 이상 높은 수준이지만 콘텐츠 사업부의 고성 장세를 고려한다면 정당화 가능한 밸류에이션으로 판단한다.

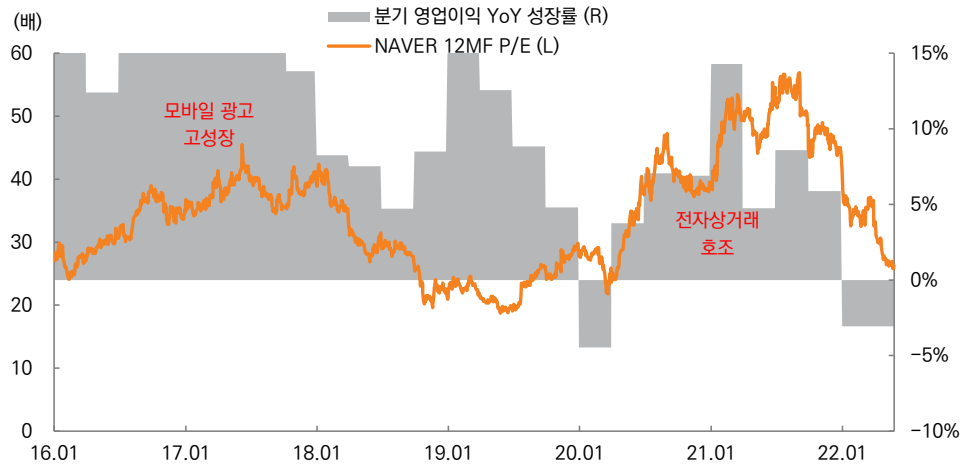
하반기 주가 향방은 콘텐츠 거래액 성장 기율기에 달려있다고 판단한다. 이는 카카오도 동일하게 해당되는 바지만 기율기 측면에서 올해 서프라이즈를 낼 가능성은 동사가 높을 것으로 판단한다. 최근 합병한 이북재팬과 라인망가의 시너지 효과가 기대되기 때문이다. 일본 시장 거래액 1위 탈환이 이루어진다면 글로벌 웹툰 산업에서의 확고한 주도권을 인정받을 것이다. 콘텐츠 사업부에 대한 더 높은 프리미엄을 부여 받을 것이며 이는 주가 모멘텀으로 이어질 수 있다.

표 3. NAVER SOTP 밸류에이션 (십억원)

구분	22F	비고
서치플랫폼	17,068	
22F 매출액	3,632	
22F 순이익	954	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target P/E	17.9	구글 22F P/E
커머스	24,533	
22F GMV	40,752	
Target EV/GMV	0.6	쿠팡 22F EV/GMV 20% 할인
핀테크	4,153	
22F TPV	49,439	
Target EV/TPV	0.12	카카오페이 22F EV/TPV 적용
지분율	70.0%	
웹툰	4,906	
22F GMV	1,883	
22F 매출액	921	
Target P/S	8.0	넷플릭스 글로벌 확장 시기 P/S 대입
지분율	66.6%	
클라우드	1,360	
22F 매출액	439	
Target P/S	3.1	아마존, 구글, MS 평균 22F P/S 50% 할인
Z홀딩스	7,139	
시가총액	31,188	5/30일 종가 기준
지분율	32.7%	
할인율	30.0%	
순현금	-140	
자사주	3,281	20% 할인
적정 기업가치	62,299	
발행주식수(천주)	164,049	
적정주가	379,759	
목표주가	380,000	
현재주가	281,000	
상승여력	35.2%	

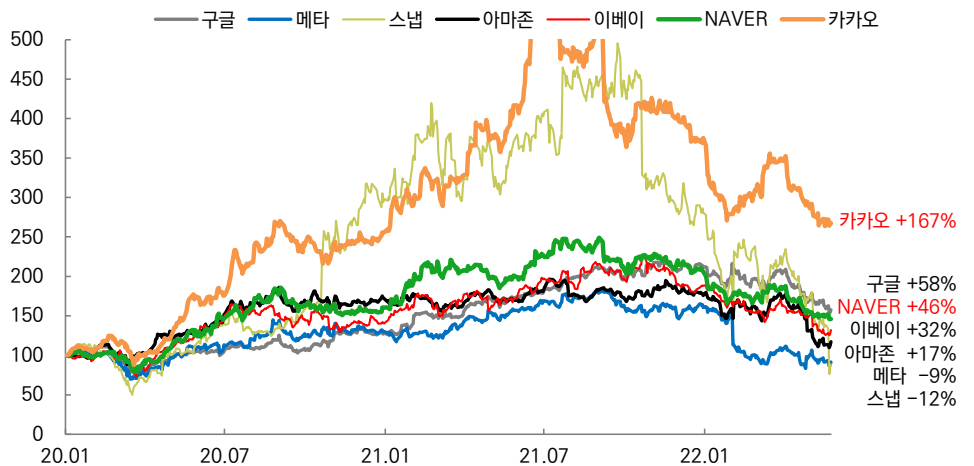
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 79. NAVER 12MF P/E 추이



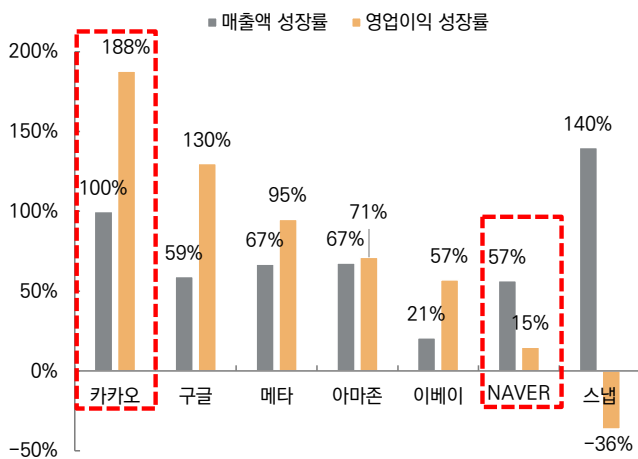
주: 일회성 요인을 제거하기 위해 지분법 이익을 제외한 영업외손익은 배제 후 추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 80. 글로벌 인터넷 기업 Vs. NAVER, 카카오 2020년 이후 상대 주가 추이



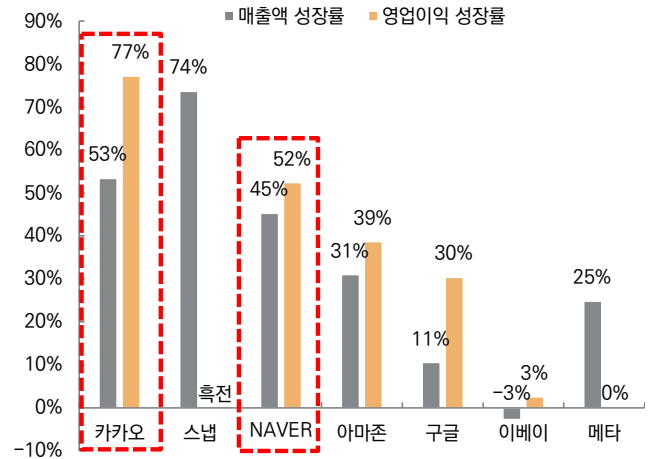
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 글로벌 인터넷 최근 2년 동안의 매출액, 영업이익 성장률



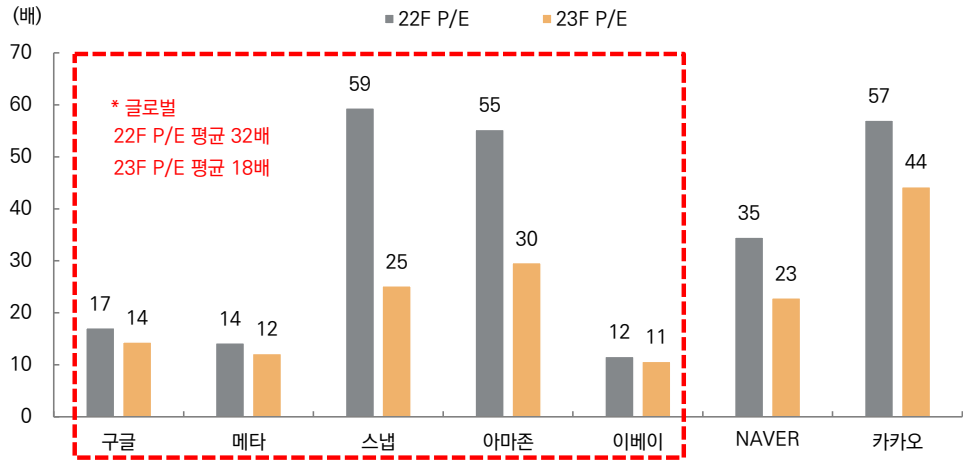
주: 위 수치는 21년도 실적을 19년도 실적과 비교한 것으로 YoY 수치는 아님.
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 82. 글로벌 인터넷 향후 2년 동안의 예상 매출액, 영업이익 성장률



주: 위 수치는 23년도 예상 실적을 21년도 실적과 비교한 것으로 YoY 수치는 아님.
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 83. 미국 인터넷 기업과의 22F P/E, 23F P/E 비교



주: 글로벌 기업은 블룸버그 컨센 기준. NAVER, 카카오는 일회성 요인을 제거하기 위해 자본법 이익을 제외한 영업외손익은 배제 후 추정
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 4. 글로벌 인터넷 Peer 밸류에이션

(십억원, 배, %)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PSR		EV/EBITDA		OPM	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
NAVER (KR)	44,293	8,289	9,859	1,476	1,863	1,456	1,901	29.6	22.9	5.3	4.5	22.1	18.6	17.8	18.9
카카오	36,282	7,782	9,442	842	1,182	1,617	1,098	22.9	32.9	4.7	3.8	28.1	22.0	10.8	12.5
쿠팡	29,547	27,949	34,093	-1,049	-440	-1,084	-481	-	-	1.1	0.9	-	691.2	-3.8	-1.3
Alphabet (US)	1,853,295	310,885	359,369	111,212	129,509	106,581	125,633	17.9	15.0	6.0	5.2	11.2	9.9	35.8	36.0
Amazon	1,464,622	664,482	776,993	21,274	43,813	28,628	52,308	57.3	30.7	2.2	1.9	16.4	12.4	3.2	5.6
Meta	660,191	159,735	185,460	50,363	59,029	42,902	49,465	14.6	12.6	4.2	3.6	8.6	7.2	31.5	31.8
Shopify	58,161	7,327	9,538	42	203	147	345	434.7	191.1	8.0	6.2	271.3	121.3	0.6	2.1
Twitter	38,376	7,512	9,151	659	953	1,300	1,197	41.2	37.9	5.2	4.3	18.4	16.4	8.8	10.4
eBay	34,169	12,306	12,795	3,604	3,784	2,891	2,900	12.2	11.2	2.8	2.7	8.7	8.2	29.3	29.6
Snap	31,871	6,612	8,997	205	1,022	467	1,088	65.5	27.0	4.9	3.6	43.7	20.1	3.1	11.4
Yahoo Japan (JP)	30,781	17,078	18,510	2,109	2,460	978	1,233	32.2	24.8	1.8	1.7	9.9	8.8	12.4	13.3
Rakuten	11,329	19,107	21,707	-1,924	-132	-1,676	-295	-	-	0.6	0.5	-	-	-10.1	-0.6
Mercari	3,050	1,486	1,743	-30	61	-74	8	-	351.7	2.1	1.8	-	21.5	-2.0	3.5
Tencent (CH)	523,276	112,184	128,250	30,466	35,674	22,937	28,092	23.4	19.2	4.7	4.1	17.1	14.5	27.2	27.8
Alibaba	316,574	175,998	199,019	17,762	22,143	25,011	29,902	14.5	12.6	1.8	1.6	8.2	6.7	10.1	11.1
JD.COM	104,807	203,878	241,815	2,061	3,886	3,268	4,914	34.8	23.0	0.5	0.4	20.7	13.8	1.0	1.6
Baidu	60,086	24,243	27,684	2,540	3,397	2,989	3,924	20.8	15.9	2.5	2.2	10.3	8.1	10.5	12.3
Weibo	6,506	2,955	3,212	916	1,044	815	916	8.3	7.4	2.2	2.0	6.3	5.5	31.0	32.5
MercadoLibre (AR)	51,105	12,942	16,937	732	1,241	441	783	122.1	66.3	4.0	3.0	43.2	27.5	5.7	7.3

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

컨텐츠

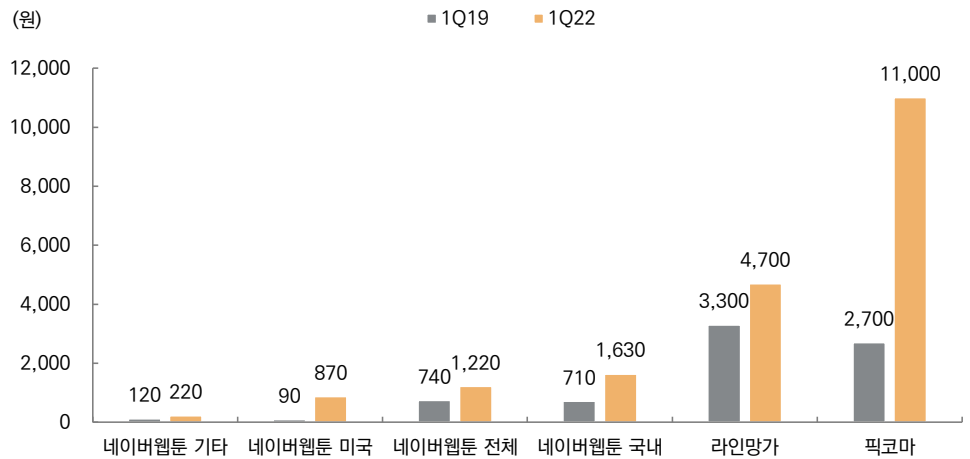
1) P와 Q의 동반 상승에 의한 고속 성장

컨텐츠 매출은 22년도에도 73%라는 초고속 성장세를 이어갈 전망이다. 21년도 컨텐츠 매출 YoY 성장률은 51%였다. 이복재팬의 매출액이 2분기부터 연결 편입 예정되어 있다. 이복재팬의 편입 효과를 제외한 기존 부문만 따지더라도 YoY 40% 성장이 예상된다.

네이버웹툰은 현재 글로벌 전역에서 인기를 끌면서 P와 Q의 동반 상승을 경험하고 있다. 네이버웹툰의 글로벌 MAU는 1분기 기준 8,200만명 수준으로 연간 천만 명씩 증가하고 있다. 국내 MAU는 정체된 상태임을 고려하면 대부분의 신규 유저들은 글로벌 이용자임을 알 수 있다. 왓패드르 포함한 스토리 IP 전체 MAU는 1.8억명을 돌파하였다.

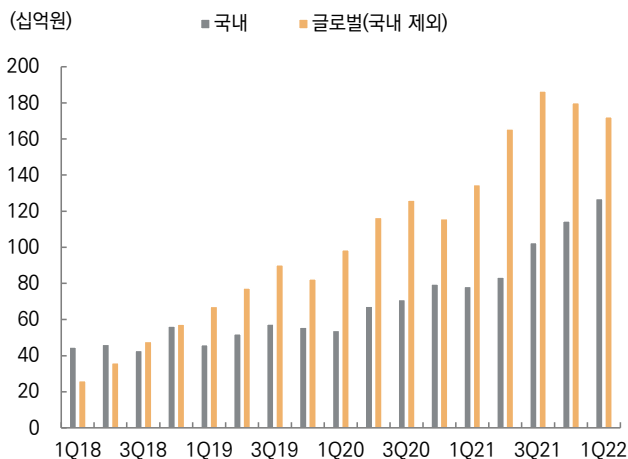
Q의 증가에 못지않게 P 역시도 급증하고 있다. 부분 유료화 모델이 글로벌 이용자에게 새로운 컨텐츠 소비 행태로 자리잡음에 따라 이용자당 월간 사용금액(ARPU)이 고속 상승하고 있다. 네이버웹툰 글로벌 전체 ARPU는 3년 전 740원에서 현재 1,220원으로 상승한 것으로 추정된다. 특히 만화책 구입이 일상화된 일본에서의 ARPU는 타 지역 대비 3배 이상 높은 모습이다.

그림 84. 네이버웹툰, 픽코마 이용자당 월간 사용금액 추정(ARPU)



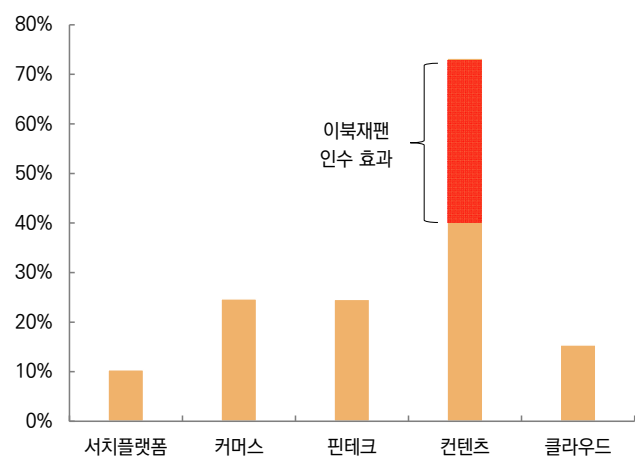
주: 위 ARPU 수치는 이용자당 수치로 유료이용자당 수치인 ARPPU는 다르다.
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 85. 네이버웹툰 국내, 글로벌 거래액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 86. NAVER 사업부별 22년 성장률 비교



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

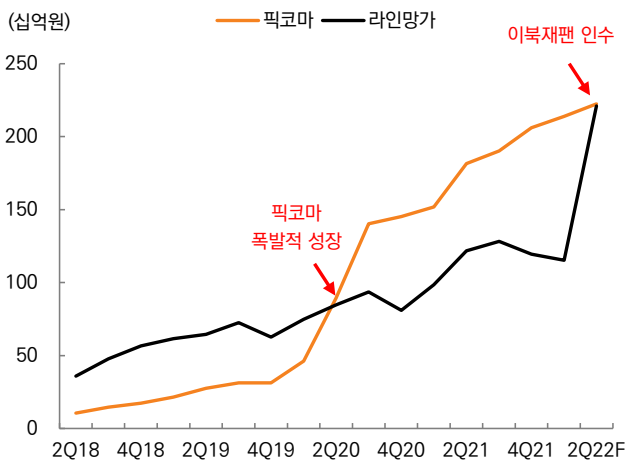
2) 일본: 다시 한 번 1위 등극에 도전

21년 기준 4천억원의 거래액 수준을 가진 **이북재팬의 인수 효과를 통해 올해 픽코마의 1위 자리를 위협할 것으로 전망**한다. 라인망가와 이북재팬의 합산 거래액은 21년 기준 8천억원을 넘어선다. 픽코마가 21년에 기록한 것과 비슷한 수준이다. 웹서비스 중심의 이북재팬이 라인망가 앱과 합쳐짐에 따라 사용자 락인 효과의 증대가 기대된다.

라인망가는 **ARPU의 지속적인 상승과 함께 장기적인 고속 성장을 지속할 전망이다**. 일본 시장은 21년 기준 8조원을 넘어선 글로벌 최대의 만화 시장이다. 웹툰의 인기가 시작된 지는 오래된 일이 아니며 디지털 만화 시장은 연 20% 이상 성장하고 있다. 만화책을 구입해서 즐기는 것이 익숙한 일본인들은 디지털 만화에서도 콘텐츠 사용료를 아낌없이 지불하고 있다.

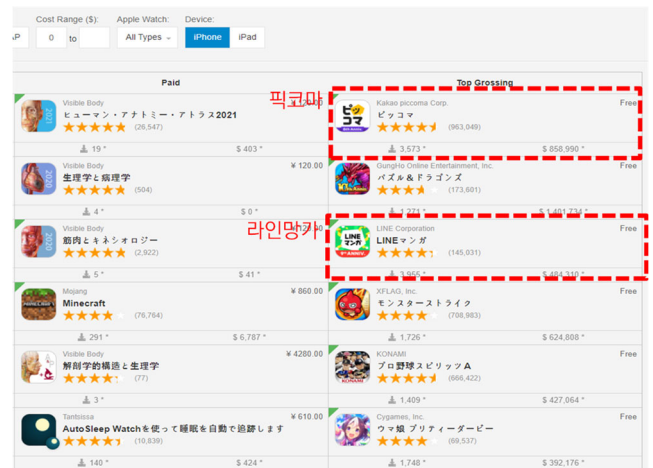
라인망가의 ARPU는 4,700원으로 추정되며 이는 11,000원으로 추정되는 픽코마의 ARPU 수준에 크게 미치지 못한다. 이유는 유료 결제자 비중이 상대적으로 낮기 때문으로 풀이된다. 낮은 ARPU 수준은 아직 열려있는 P 상승의 여지가 많다는 것을 의미하기도 한다. 이북재팬과의 시너지 효과 여부에 따라 ARPU가 급상승하며 전체 거래액의 고성장으로 이어질 가능성이 존재한다.

그림 87. 픽코마, 라인망가 분기 거래액 추이



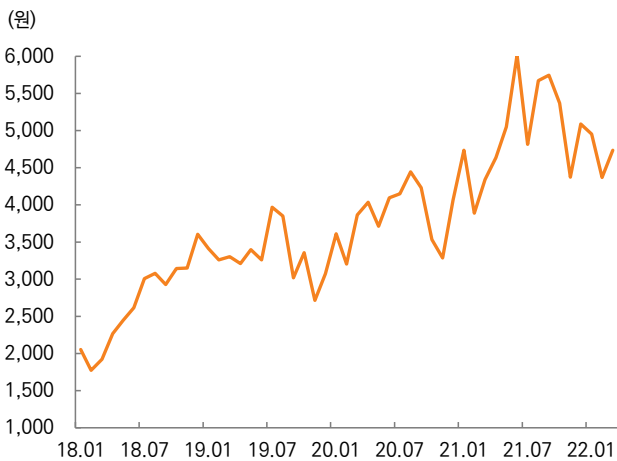
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 88. 일본 전체 앱 매출 랭킹에서 1위(픽코마), 3위(라인망가) 차지



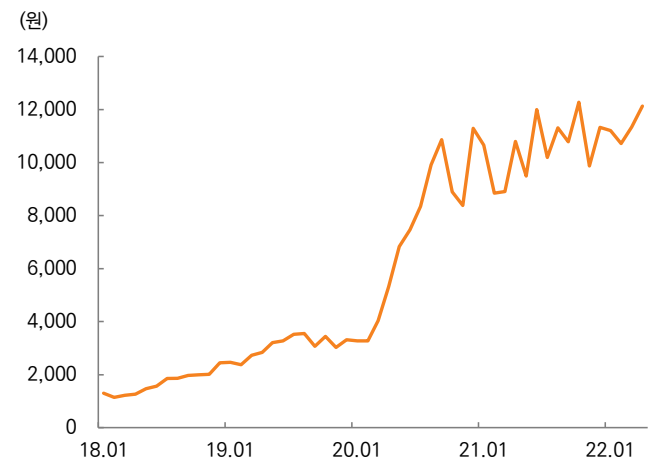
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 라인망가 이용자당 월간 사용금액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 90. 픽코마 이용자당 월간 사용금액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

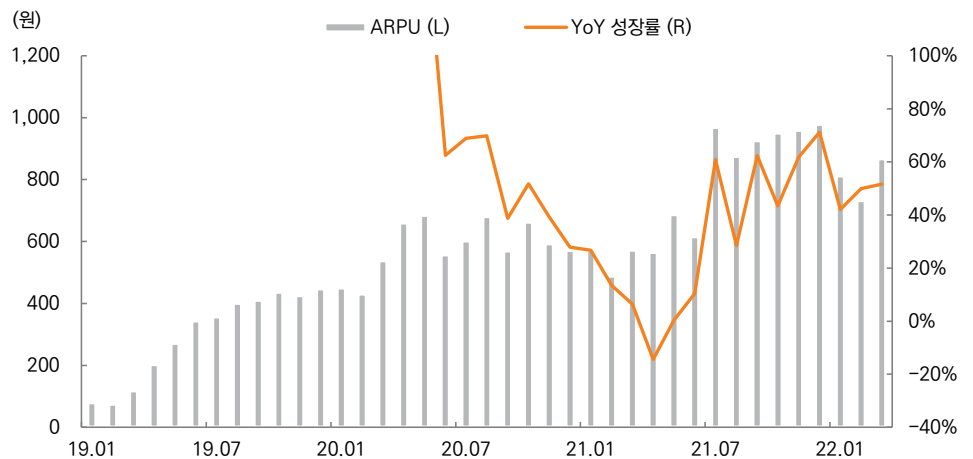
3) 미국: 웹툰 플랫폼 1위 지위 유지 중

네이버웹툰은 미국 시장에 일찌감치 진출해 웹툰 1위 플랫폼의 지위를 공고히 유지하고 있다. 1Q22 미국 지역 거래액은 360억원 수준으로 YoY 76% 성장한 것으로 추정된다. 지난해 인수한 웹소설 플랫폼 왓패드와의 시너지 효과가 본격화되면서 거래액 고성장세를 유지할 것으로 기대한다. 국내 역시 웹툰과 웹소설이 결합되면서 ARPU 증가가 가속화되고 있다.

미국 시장이 중요한 이유는 글로벌 최대 웹툰 시장으로 클 수 있는 잠재력을 보유하고 있기 때문이다. 콘텐츠 스트리밍 서비스에 익숙한 미국인들은 콘텐츠 유료 소비에 대한 심리적 장벽이 높지 않다. 부분 결제를 통한 콘텐츠 소비 경험을 한 이후에는 ARPU가 지속 상승할 가능성이 높다.

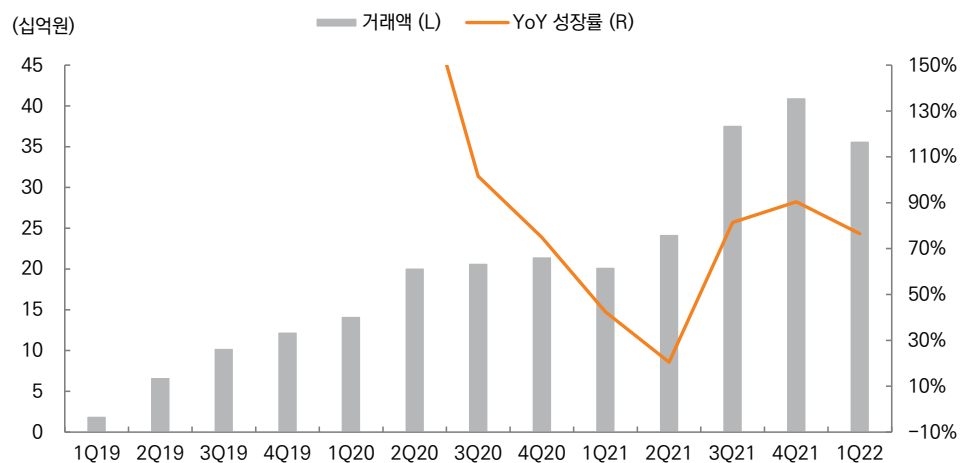
실제로 네이버웹툰의 미국 이용자당 월간 사용금액 추이를 보면 2019년 초 200원 수준에서 3년 만에 4배가 넘는 800원 이상으로 상승했다. 웹툰이 하나의 여가 생활로 대중화된다면 ARPU는 영상 스트리밍에 사용에 사용하는 월 1~2만원 수준 이상으로 장기 성장할 것으로 전망한다.

그림 91. 네이버웹툰 미국 이용자당 월간 사용금액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 92. 네이버웹툰 미국 분기 거래액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

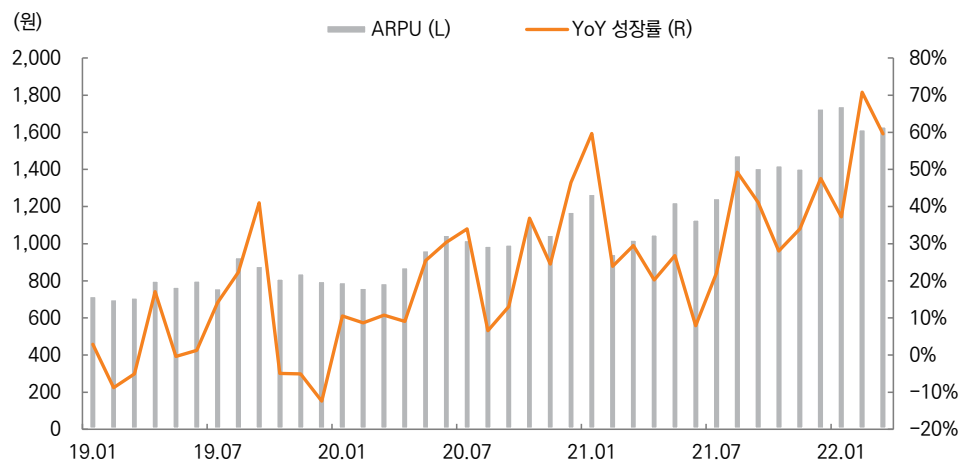
4) 국내: P의 상승으로 여전히 고속 성장

MAU 측면에서는 정체기에 접어든 국내 웹툰 시장이지만 거래액 증가세는 오히려 가속화되고 있다. 1Q22 국내 네이버웹툰 거래액은 YoY 62% 성장한 것으로 추정된다. 신규 이용자수 증가세는 둔화되었지만 ARPU 급상승세가 이어지고 있기 때문이다.

1) 부분 유료화 모델이 이용자들에게 보편화됨에 따라 유료 결제 유저의 비중이 늘고 ARPU 상승으로 이어지고 있다. 2) 웹소설 기반 웹툰들이 많아지며 웹툰과 웹소설 사이의 시너지 효과가 발생해 ARPU 및 인당 체류 시간을 상승시키고 있다. 웹소설 기반의 재미있는 웹툰을 발견한다면 소설로 넘어가서 뒷 이야기를 결제하고 본다. 웹소설을 보고 시각적 이미지를 기대하고 웹툰으로 넘어오는 경우도 다수 존재한다.

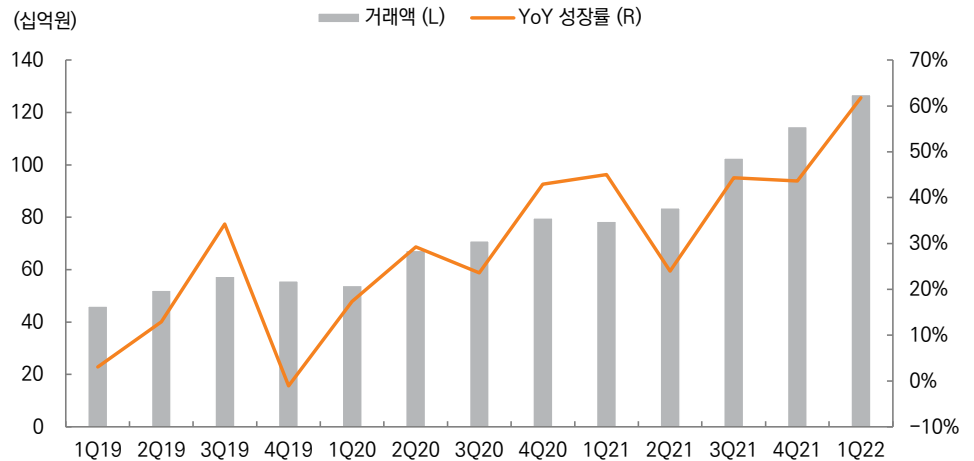
시장 성숙에 따른 마케팅 경쟁의 약화가 이익 개선으로 이어지고 있다. 네이버웹툰 2021년 국내 마진율이 20% 이상으로 올라온 배경이기도 하다. 웹툰을 볼만한 사람들은 이미 대부분 NAVER와 카카오의 웹툰 서비스들을 이용하고 있기에 신규 이용자 모집이 쉽지 않다. 신규 사용자 모객에 대한 마케팅 효율이 급감하게 된다. 플랫폼들이 출혈 마케팅을 지속할 유인이 없다.

그림 93. 네이버웹툰 국내 이용자당 월간 사용금액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 94. 네이버웹툰 국내 분기 거래액 추이



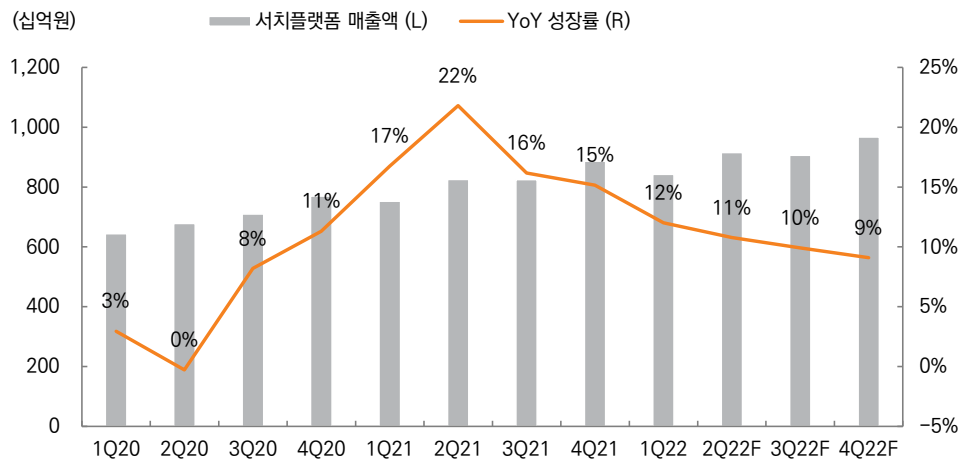
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

광고

광고 부문은 이커머스 시장 성장 둔화 및 경기 침체 영향으로 성장률이 둔화될 것으로 전망한다. 22년 서치플랫폼 매출액은 3.6조원으로 YoY 10.4% 성장이 예상된다. 21년 서치플랫폼 매출 성장률은 17.4%였다. 이커머스 시장의 둔화는 커머스 광고 성장의 둔화로 직결된다. 실제로 NAVER 커머스 광고 매출액의 YoY 성장률은 22년 1분기 27.5%로 네 분기 연속 하락했다.

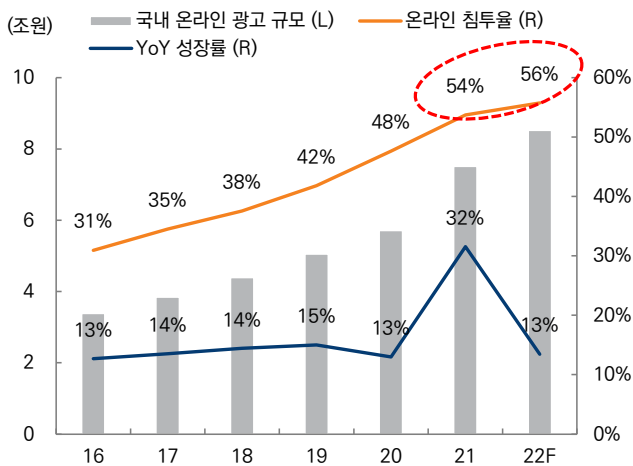
매크로 요인이 회복되더라도 이전과 같은 광고 시장의 고성장을 기대하기는 힘들 것으로 예상된다. 광고 시장 내 온라인 침투율은 21년 기준 54%로 이미 크게 올라온 상황이다. 국내와 글로벌 광고 시장 모두 2016~2020년 급격한 온라인 침투율 상승을 경험했지만 그 이후로는 둔화된 모습을 보이고 있다. 22년 국내 온라인 광고 침투율은 56%까지 상승하는 데 그칠 전망이다.

그림 95. 서치플랫폼 분기 매출 추이



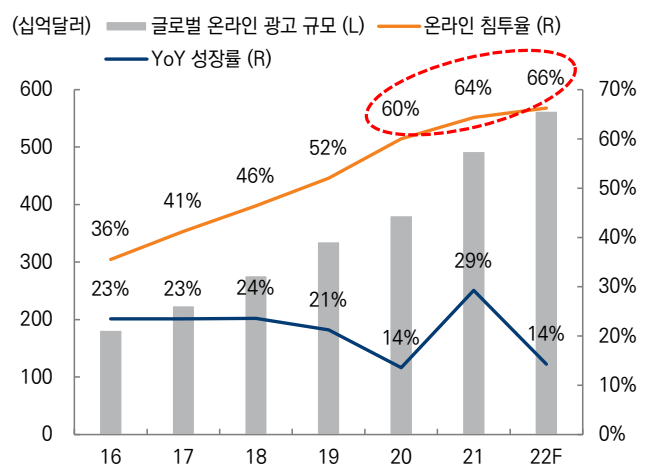
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 96. 국내 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



자료: 제일기획, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 97. 글로벌 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



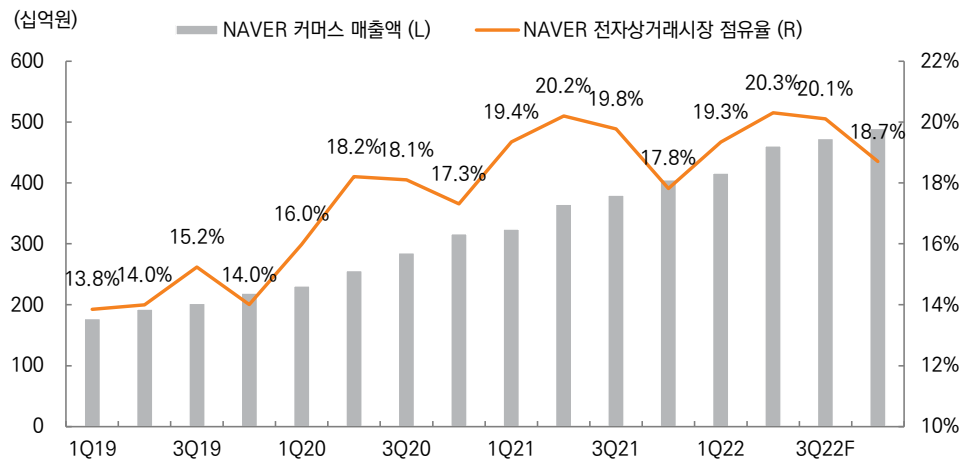
자료: GroupM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

커머스

국내 이커머스 시장 성장의 둔화가 동사 커머스 부문의 성장률 하락으로 이어질 전망이다. 22년 NAVER 커머스 매출액은 1조 8,400억원으로 YoY 24.7% 성장할 것으로 예상된다. 21년 커머스 매출 성장률은 35.4%였다. 동사의 올해 전자상거래 GMV는 41조원으로 기록하며 YoY 14.0% 성장할 전망이다. 22년 전자상거래 시장 내 점유율은 19.6%까지 증가할 것으로 예상된다. 21년 전자상거래 시장 점유율은 19.2%였다.

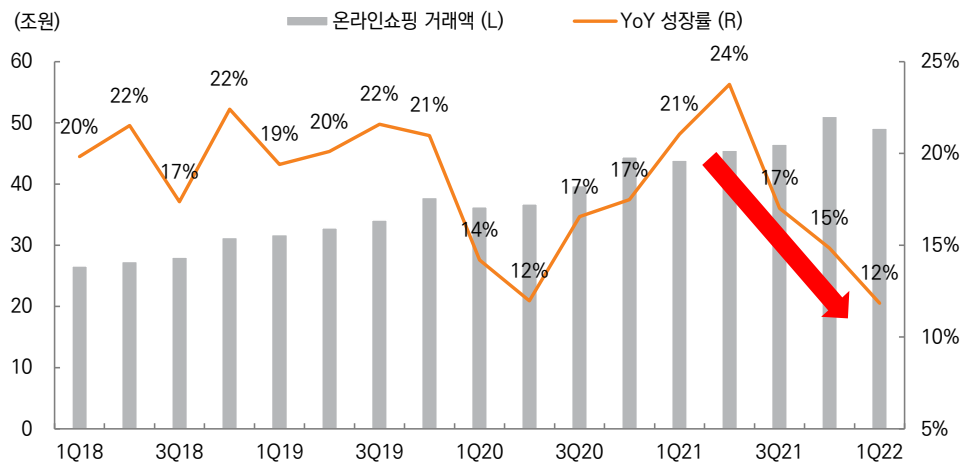
국내 전자상거래 시장 둔화에 따른 추가적인 성장률 감소 가능성은 존재한다. 2022년 국내 전자상거래 시장은 12% 성장해 2018년 이래 처음으로 10%대 초반 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 하반기 이후 경기 침체가 장기화 될 경우 10%대의 성장률을 지키지 못할 가능성도 염두에 둘 필요가 있다. 1분기 국내 온라인쇼핑 분기 거래액은 49.1조원을 기록하였는데 이는 YoY 11.8% 증가한 수치다. 3월 온라인 쇼핑 거래액도 YoY 11.1%에 그치며 하향세를 나타내고 있다.

그림 98. NAVER 커머스 매출액, 전자상거래 시장 점유율 추이



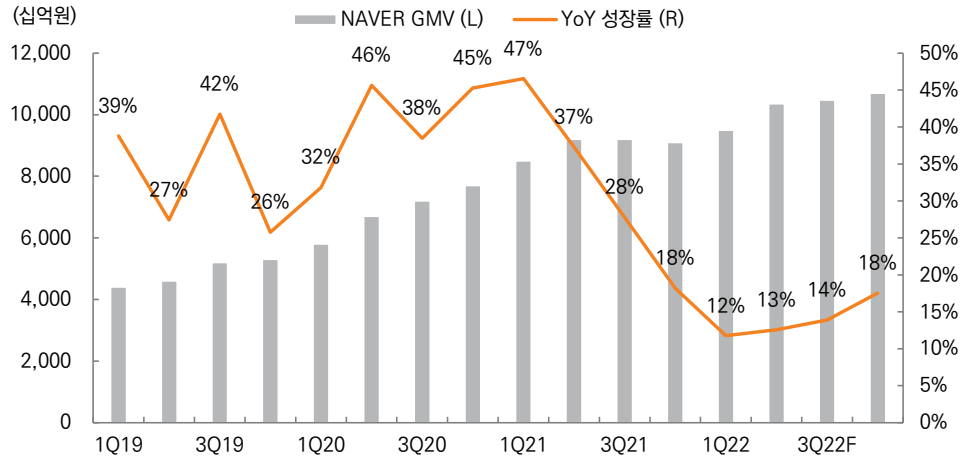
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 99. 국내 온라인쇼핑 분기 거래액, YoY 성장률



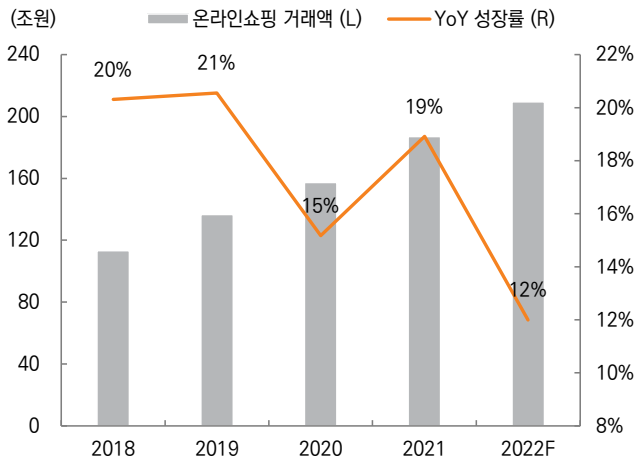
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 100. NAVER 분기 GMV 전망



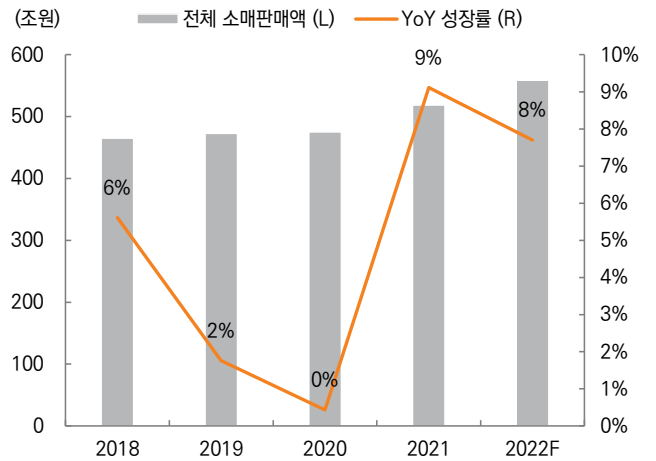
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 101. 국내 온라인쇼핑 연간 거래액, YoY 성장률



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 102. 국내 소매판매액, YoY 성장률

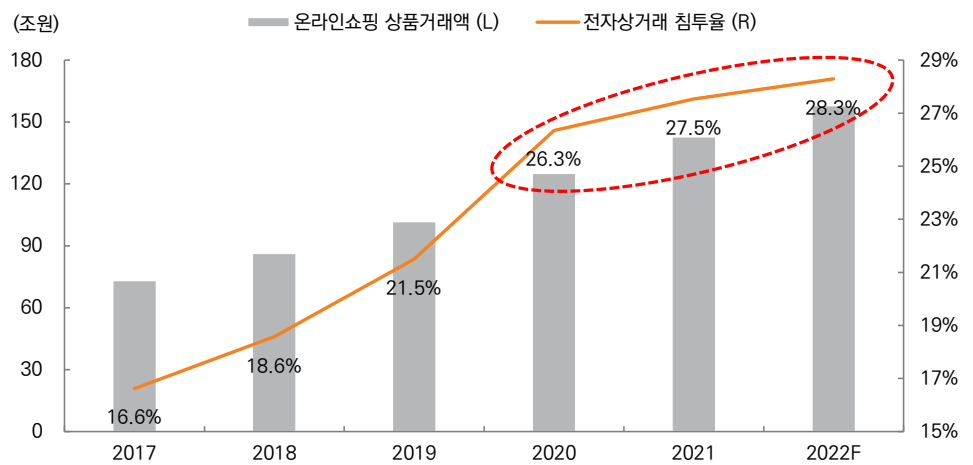


자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

최근 몇 년간 급격하게 상승한 국내 전자상거래 시장 침투율이 이커머스 시장 성장세를 둔화시킬 것으로 판단한다. 2017년부터 2020년까지 국내 전자상거래 시장은 온라인 쇼핑의 대중화와 함께 급격한 성장을 경험했다. 2017년 16.6%에 불과했던 전자상거래 침투율은 4년만인 2020년 26.3%까지 상승했다. 2020년에는 코로나의 영향으로 언택트 문화가 확산되며 전자상거래 침투율 상승이 가속화되었다.

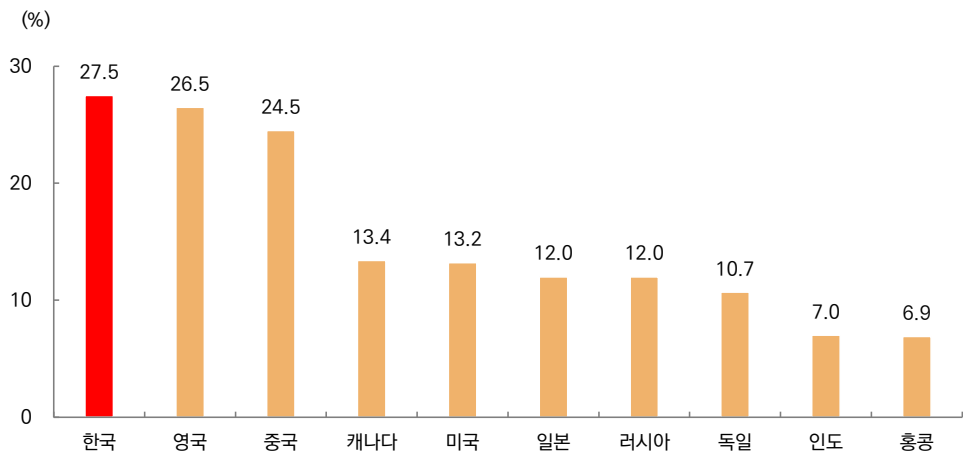
2020년까지 이어진 국내 전자상거래 침투율의 고속 상승세도 둔화되는 모습을 보이고 있다. 2021년 기준 국내 이커머스 침투율은 27.5%로 글로벌에서 가장 높은 수준에 이미 도달한 상태다. 코로나라는 강제적인 외부 요인이 존재로 손쉽게 온라인 쇼핑으로 전환할 사람들은 이미 대부분 전환하였다고 판단한다. 향후 전자상거래 침투율은 연간 1%p 남짓으로 상승할 것으로 전망한다.

그림 103. 국내 온라인쇼핑 상품 거래액, 전자상거래 침투율



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 104. 2021년 글로벌 전자상거래 침투율



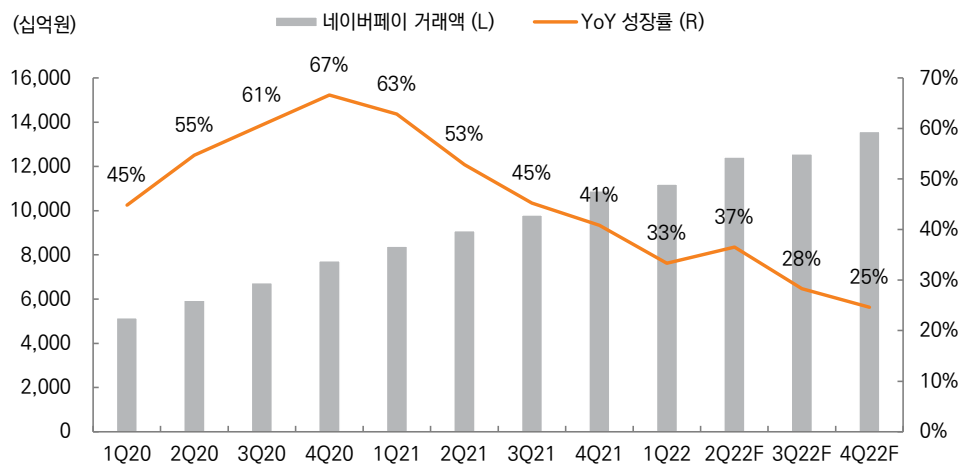
자료: 각 국 통계청, eMarketer, GroupM, Digital Commerce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

핀테크

전자상거래 시장 성장 둔화가 핀테크 부문의 성장률 둔화로 이어질 전망이다. 네이버페이 결제액의 대부분이 네이버쇼핑 결제액이기에 동사의 전자상거래 GMV는 페이 결제액과 연동된다. NAVER 전자상거래 GMV는 전년도 31% 성장률에서 올해 14%로 감소할 것으로 전망된다. 이에 따라 네이버페이 결제액 성장률 역시 49%에서 30%로 감소할 것으로 예상된다.

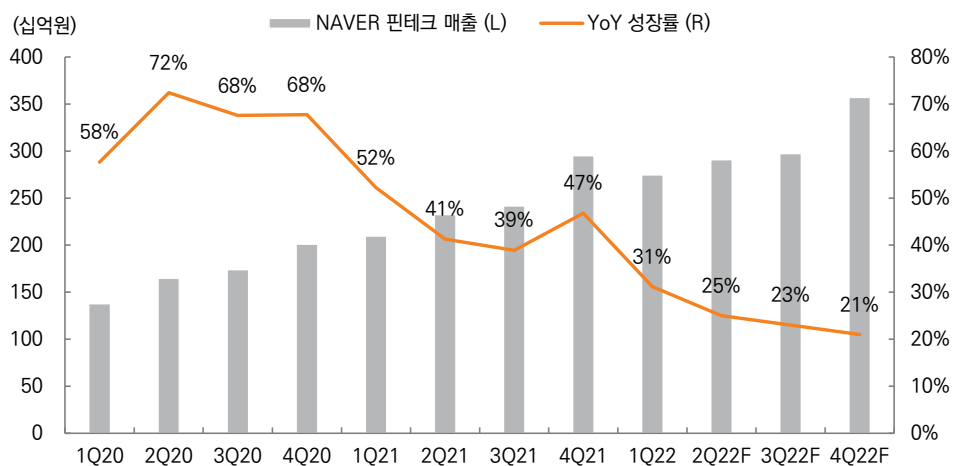
22년 NAVER 핀테크 부문 매출액은 1.2조원으로 YoY 24.6% 성장할 것으로 예상된다. 전년도 성장률 44.5%에는 크게 미치지 못하는 수치다. 핀테크 부문 성장률이 네이버페이 결제액 성장률 30%를 하회하는 이유는 네이버페이 수수료율 인하에 따라 결제액 대비 매출 인식률이 올해 감소했기 때문이다. 연간 매출 인식률은 21년 2.7%에서 2.4% 수준으로 감소할 것으로 전망한다.

그림 105. 네이버페이 분기 거래액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 106. NAVER 핀테크 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,818	8,332	9,904	11,695
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	6,818	8,332	9,904	11,695
판매비와관리비	5,492	6,822	7,883	9,239
조정영업이익	1,325	1,510	2,020	2,456
영업이익	1,325	1,510	2,020	2,456
비영업손익	801	323	436	542
금융손익	-25	-45	-32	-16
관계기업등 투자손익	545	198	450	550
세전계속사업손익	2,126	1,833	2,456	2,998
계속사업법인세비용	649	531	663	809
계속사업이익	1,478	1,302	1,793	2,189
중단사업이익	15,000	0	0	0
당기순이익	16,478	1,302	1,793	2,189
지배주주	16,490	1,408	1,918	2,320
비지배주주	-12	-106	-125	-131
총포괄이익	16,225	1,302	1,793	2,189
지배주주	16,233	1,303	1,794	2,190
비지배주주	-8	-1	-1	-1
EBITDA	1,759	1,928	2,452	2,911
FCF	626	2,089	2,661	3,165
EBITDA 마진율 (%)	25.8	23.1	24.8	24.9
영업이익률 (%)	19.4	18.1	20.4	21.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	241.9	16.9	19.4	19.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	5,528	7,813	10,599	13,956
현금 및 현금성자산	2,781	4,565	6,829	9,593
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	6	8	9	11
기타유동자산	2,741	3,240	3,761	4,352
비유동자산	28,163	28,162	28,307	28,438
관계기업투자등	20,090	19,990	20,030	20,010
유형자산	2,111	2,177	2,199	2,239
무형자산	932	962	1,042	1,149
자산총계	33,691	35,975	38,905	42,394
유동부채	3,923	4,573	5,372	6,281
매입채무 및 기타채무	631	771	917	1,082
단기금융부채	567	472	496	524
기타유동부채	2,725	3,330	3,959	4,675
비유동부채	5,740	6,148	6,572	7,054
장기금융부채	3,395	3,903	3,903	3,903
기타비유동부채	2,345	2,245	2,669	3,151
부채총계	9,664	10,722	11,943	13,335
지배주주지분	23,535	24,867	26,701	28,929
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,490	1,490	1,490	1,490
이익잉여금	23,080	24,412	26,246	28,474
비지배주주지분	492	386	261	129
자본총계	24,027	25,253	26,962	29,058

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,380	2,550	3,086	3,624
당기순이익	16,478	1,302	1,793	2,189
비현금수익비용가감	-14,398	940	1,072	1,226
유형자산감가상각비	412	395	403	419
무형자산상각비	21	23	29	36
기타	-14,831	522	640	771
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	829	861	981
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-40	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-1	-1	-2
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	76	0	0	0
법인세납부	-713	-531	-663	-809
투자활동으로 인한 현금흐름	-13,999	-695	-722	-816
유형자산처분(취득)	-747	-461	-425	-459
무형자산감소(증가)	-52	-53	-109	-143
장단기금융자산의 감소(증가)	-507	-181	-188	-214
기타투자활동	-12,693	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	11,642	-172	-60	-65
장단기금융부채의 증가(감소)	3,089	-95	24	28
자본의 증가(감소)	-303	0	0	0
배당금의 지급	-60	-76	-84	-92
기타재무활동	8,916	-1	0	-1
현금의 증가	-1,064	1,784	2,264	2,764
기초현금	3,846	2,781	4,565	6,829
기말현금	2,781	4,565	6,829	9,593

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	3.8	32.7	24.0	19.9
P/CF (x)	29.9	20.6	16.1	13.5
P/B (x)	2.5	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	35.8	23.3	17.2	13.5
EPS (원)	100,400	8,582	11,692	14,141
CFPS (원)	12,665	13,665	17,463	20,815
BPS (원)	149,967	158,083	169,264	182,842
DPS (원)	511	562	618	680
배당성향 (%)	0.5	6.4	5.2	4.6
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	28.5	22.2	18.9	18.1
EBITDA증가율 (%)	2.8	9.6	27.2	18.7
조정영업이익증가율 (%)	9.1	14.0	33.8	21.6
EPS증가율 (%)	1,546.7	-91.5	36.2	20.9
매출채권 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전을 (회)	1,300.5	1,221.3	1,206.1	1,202.5
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	65.0	3.7	4.8	5.4
ROE (%)	106.7	5.8	7.4	8.3
ROIC (%)	45.2	94.9	162.4	287.0
부채비율 (%)	40.2	42.5	44.3	45.9
유동비율 (%)	140.9	170.8	197.3	222.2
순차입금/자기자본 (%)	1.6	-6.5	-15.1	-24.2
조정영업이익/금융비용 (x)	29.3	20.3	27.4	33.1

컨텐츠 고성장 기율기 유지 중

매수
(신규)

목표가: 105,000원
상승여력: 25.1%

임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

밸류에이션

투자의견 매수, 목표주가 105,000원. 커버리지 개시

- 목표주가는 22년 예상 실적 기준 SOTP 가치평가 방식을 활용해 산출
- 부문별 가치는 광고 8.3조원, 커머스 5.7조원, 컨텐츠 16.8조원, 금융 8.5조원 추정
- 총 기업가치는 46.6조원으로 현 시가총액 대비 25.1% 상승여력이 있는 것으로 판단
- 일회성 요인을 배제한 P/E 멀티플은 22F 57배, 23F 44배로 글로벌 인터넷 업종(32배, 18배) 대비 높은 수준인 것은 사실이나 동사는 업종 내 가장 높은 성장률을 지속 중
- 주요 사업부 고성장세가 유지된다는 가정 하에 정당화될 수 있는 밸류에이션으로 판단

투자포인트

픽코마 모델을 기반으로 한 글로벌 웹툰 시장 공략 가속화

- 올해는 카카오웹툰 북미/유럽 지역 확장 원년. 거래액 글로벌 비중 70%로 상승 전망
- 22년 카카오웹툰의 글로벌 전체 거래액 1.6조원으로 YoY 38% 증가 예상
- 일본에서도 P의 증가로 고성장세 유지. 픽코마 ARPU 3년 사이 4배 이상 상승 추정

웹툰 뿐만 아니라 게임 영역에서도 고성장

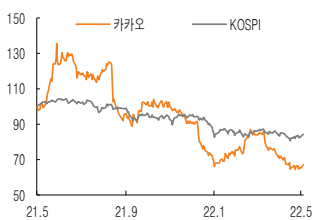
- 게임 부문도 대만 등 글로벌 공략 본격화되며 고성장세(+69% YoY) 유지 전망
- 게임은 경쟁사 NAVER에는 없고 동사에만 있는 컨텐츠 사업 차별화의 핵심 키
- 글로벌 인기 스토리 IP가 쌓여갈수록 게임 사업부와의 시너지 효과 극대화될 전망

2022년 실적 전망

컨텐츠 매출 호조 예상되나 광고 매출은 부진 전망

- 22년 매출액 7.8조원(+27% YoY), 영업이익 8,360억원(+41% YoY) 예상. 컨센 부합
- 게임, 웹툰 사업 호조로 컨텐츠 매출(3.9조원) 고성장세 지속 가능 전망(+35% YoY)
- 커머스, 광고 시장 둔화로 특비즈 매출 성장률 둔화 예상(21년 43%→22년 24%)

Key data



현재주가(22/5/30, 원)	83,900	시가총액(십억원)	37,259
영업이익(22F, 십억원)	836	발행주식수(백만주)	444
Consensus 영업이익(22F, 십억원)	841	유동주식비율(%)	73.7
EPS 성장률(22F, %)	32.1	외국인 보유비중(%)	28.5
P/E(22F, x)	20.3	베타(12M) 일간수익률	1.03
MKT P/E(22F, x)	10.1	52주 최저가(원)	80,400
KOSPI	2,669.66	52주 최고가(원)	169,500

Share performance

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.7	-31.2	-31.2
상대주가	-5.8	-26.9	-17.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출액 (십억원)	3,070	4,157	6,137	7,819	9,412	11,059
영업이익 (십억원)	207	456	595	836	1,054	1,327
영업이익률 (%)	6.7	11.0	9.7	10.7	11.2	12.0
순이익 (십억원)	-301	156	1,392	1,840	803	1,007
EPS (원)	-717	355	3,132	4,138	1,808	2,268
ROE (%)	-5.8	2.7	17.1	16.9	6.6	7.7
P/E (배)	-	219.3	35.9	20.3	46.4	37.0
P/B (배)	2.5	5.5	5.0	3.2	3.0	2.7
배당수익률 (%)	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

실적 전망

표 5. 분기 및 연간 실적 전망

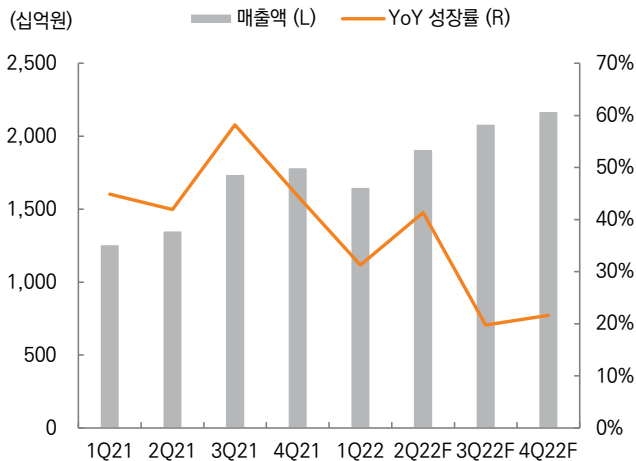
(십억원)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,258	1,352	1,741	1,786	1,652	1,911	2,084	2,171	4,157	6,137	7,819	9,412
(% YoY)	44.9%	41.9%	58.2%	44.6%	31.3%	41.4%	19.7%	21.6%	35.4%	47.6%	27.4%	20.4%
플랫폼부문	696	762	779	1,005	886	943	973	1,108	2,248	3,241	3,911	4,709
1) 독비즈	374	390	405	475	461	487	511	576	1,149	1,644	2,035	2,533
2) 포털비즈	117	125	119	131	114	124	118	129	478	493	485	480
3) 플랫폼 기타	205	246	255	399	311	332	344	403	621	1,104	1,390	1,696
콘텐츠부문	562	590	962	781	766	968	1,111	1,063	1,909	2,896	3,908	4,703
1) 뮤직	185	188	197	203	204	205	207	210	705	773	826	868
2) 스토리	175	186	219	212	240	253	284	273	528	792	1,051	1,361
3) 게임	130	129	463	277	246	421	530	486	495	999	1,683	2,074
4) 미디어	73	87	83	89	75	89	91	94	180	333	349	401
영업비용	1,100	1,190	1,573	1,679	1,493	1,713	1,846	1,931	3,701	5,542	6,983	8,358
인건비	293	301	307	516	420	432	446	484	920	1,417	1,782	2,212
매출연동비	493	530	806	648	585	698	771	799	1,746	2,477	2,853	3,388
외주/인프라비	144	165	198	234	205	243	265	276	458	741	988	1,129
마케팅비	67	91	148	129	114	143	148	148	232	435	553	659
상각비	79	79	89	120	131	153	167	174	265	367	624	753
기타	24	23	25	33	39	45	49	51	79	105	183	216
영업이익	158	163	168	107	159	198	239	240	456	595	836	1,054
(% YoY)	78.6%	66.3%	39.9%	-28.8%	0.7%	21.8%	42.0%	125.3%	120.4%	30.5%	40.5%	26.1%
영업이익률	12.5%	12.0%	9.7%	6.0%	9.6%	10.4%	11.5%	11.1%	11.0%	9.7%	10.7%	11.2%
지배주주순이익	225	312	779	77	1,302	157	189	192	156	1,392	1,840	803
NPM	17.8%	23.0%	44.8%	4.3%	78.8%	8.2%	9.1%	8.8%	3.7%	22.7%	23.5%	8.5%

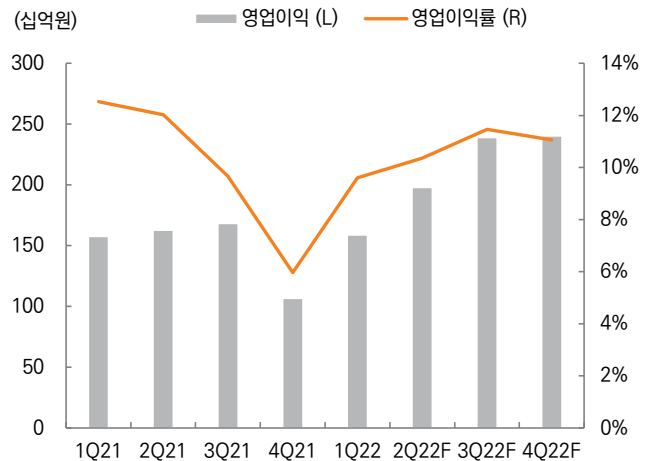
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 107. 분기 매출 추이

그림 108. 분기 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

밸류에이션

SOTP 방식으로 산출한 적정 기업가치에 근거해 카카오에 대한 매수 의견과 목표주가 105,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 총 기업가치는 46.6조원으로 현 시가총액 대비 25.1%의 상승 여력이 있는 것으로 판단한다. 광고 사업 가치는 적용에 있어서 특비즈 광고의 고성장세를 고려해 구글과, 메타의 22F P/E를 20% 할증 적용해 산출하였다. 커머스 사업은 점유율 고속 상승 중인 쿠팡의 22F EV/GMV 멀티플을 20% 할인 적용해 산출하였다.

표 6. 카카오 SOTP 밸류에이션

(십억원)

구분	22F	비고
광고	8,283	
22F 매출액	1,620	
22F 순이익	425	OPM 35%, 유효법인세율 25%
Target P/E	19.5	구글, 메타 22F P/E 평균 20% 할증
커머스	5,708	
22F GMV	9,513	
Target EV/GMV	0.6	쿠팡 22F EV/GMV 20% 할인
카카오페이	4,759	
시가총액	14,374	5/30일 증가 기준
지분율	47.3%	
할인율	30.0%	상장사 지분율 할인
카카오뱅크	3,759	
시가총액	19,669	5/30일 증가 기준
지분율	27.3%	
할인율	30.0%	상장사 지분율 할인
카카오게임즈	1,474	
시가총액	4,829	5/30일 증가 기준
지분율	43.6%	
할인율	30.0%	상장사 지분율 할인
카카오엔터테인먼트	7,360	
기업가치	10,000	21년 10월 3자배정 유상증자 당시 기업가치
지분율	73.6%	
카카오재팬	8,017	
기업가치	8,800	21년 5월 앵커PE 투자 당시 기업가치
지분율	91.1%	
카카오모빌리티	2,880	
기업가치	5,000	21년 12월 GS리테일 투자 당시 기업가치
지분율	57.6%	
카카오엔터프라이즈	984	
기업가치	1,130	21년 1월 산업은행 투자 당시 기업가치
지분율	87.1%	
두나무	2,086	
기업가치	20,000	21년 11월 하이브 투자 당시 기업가치
지분율	14.9%	
할인율	30.0%	
순현금	1,294	
적정 기업가치	46,604	
발행주식수(천주)	444,088	
적정주가	104,943	
목표주가	105,000	
현재주가	83,900	
상승여력	25.1%	

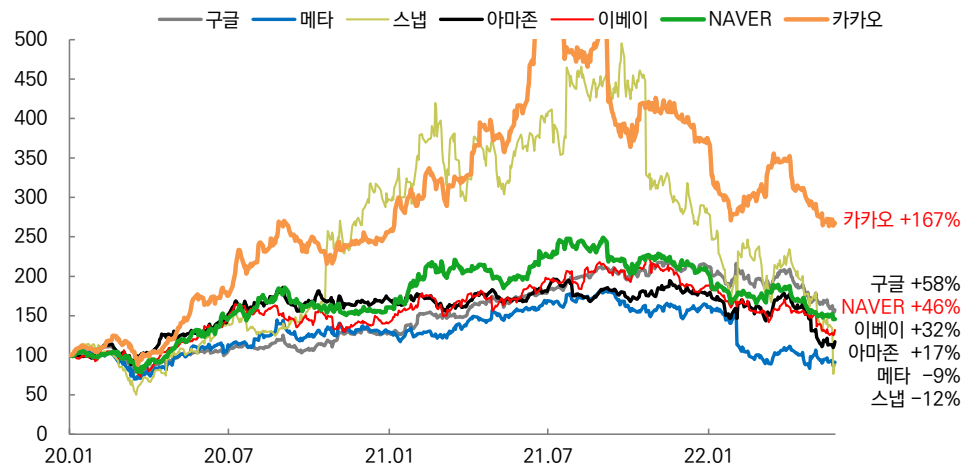
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

일회성 요인을 배제한 P/E 멀티플은 22F 57배, 23F 44배로 글로벌 인터넷 업종(아마존, 구글, 메타, 스냅, 이베이)의 22F 32배, 23F 18배 대비 월등히 높은 수준이다. 동사의 주가가 21년 하반기 이후 큰 폭의 조정을 받았지만 20년 초 이후로 따지면 여전히 167% 상승폭을 기록하고 있다. 글로벌 인터넷 대표업체들인 아마존, 구글, 메타, 스냅, 이베이 등의 상승폭을 가늠히 넘어선다.

그러나 주요 사업부 고성장이 유지된다는 가정 하에서는 정당화될 수 있는 밸류에이션으로 판단한다. 카카오의 강력한 주가상승은 압도적인 실적 성장이 뒷받침된 결과다. 19년 대비 21년 매출액 성장률은 100%, 영업이익은 188%를 기록하며 글로벌 기준에서도 손꼽히는 성장률을 보여주었다. 그리고 향후 2년을 보더라도 매출액 53%, 영업이익 77%의 고속 성장세가 예상된다.

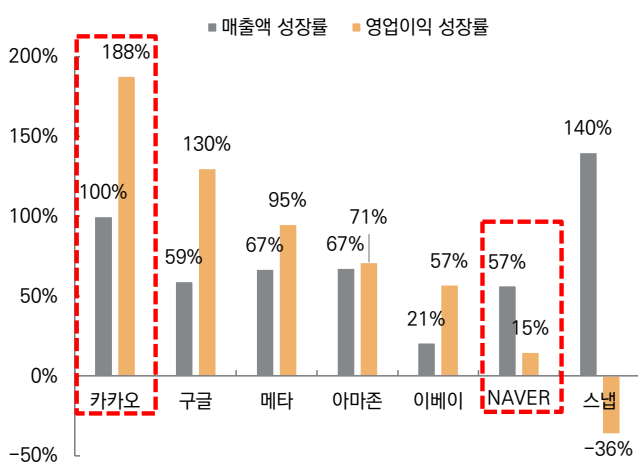
동사 주가의 향방은 2분기 이후 콘텐츠 사업의 성장 기율기에 달려있다고 판단한다. 시장 둔화의 영향으로 광고와 커머스 사업부는 기대치를 뛰어넘는 성과를 올해 기대하기 힘들기 때문이다. 콘텐츠 사업부 내 가장 중요한 부문은 글로벌 스토리를 성공적으로 전개하고 있는 스토리 부문이며 YoY 성장률 30% 이상을 유지해줘야 시장 기대치를 충족시킬 수 있을 전망이다.

그림 109. 글로벌 인터넷 기업 Vs. NAVER, 카카오 2020년 이후 상대 주가 추이



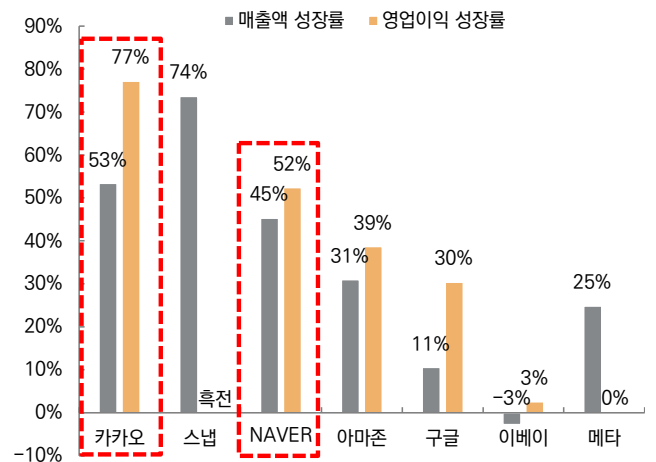
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 110. 글로벌 인터넷 최근 2년 동안의 매출액, 영업이익 성장률



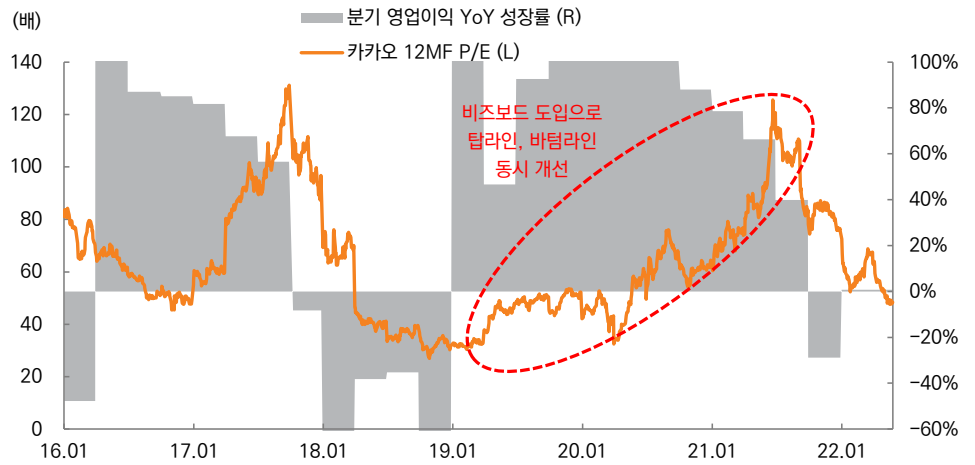
주: 위 수치는 21년도 실적을 19년도 실적과 비교한 것으로 YoY 수치는 아님.
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 111. 글로벌 인터넷 향후 2년 동안의 예상 매출액, 영업이익 성장률



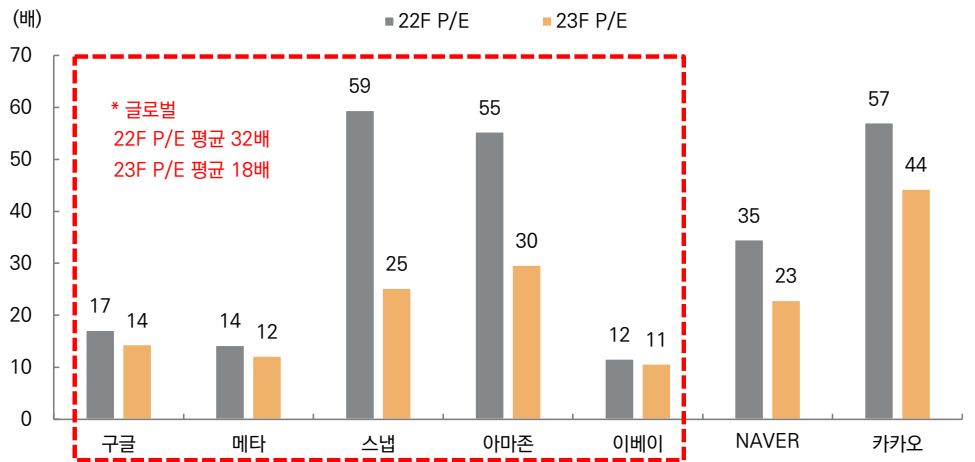
주: 위 수치는 23년도 예상 실적을 21년도 실적과 비교한 것으로 YoY 수치는 아님.
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 112. 카카오 12MF P/E 추이



주: 일회성 요인을 제거하기 위해 지분법 이익을 제외한 영업외손익은 배제 후 추정
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 113. 미국 인터넷 기업과의 22F P/E, 23F P/E 비교



주: 글로벌 기업은 블룸버그 컨센 기준. NAVER, 카카오는 일회성 요인을 제거하기 위해 지분법 이익을 제외한 영업외손익은 배제 후 추정
 자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 7. 글로벌 인터넷 Peer 밸류에이션

(십억원, 배, %)

	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER		PSR		EV/EBITDA		OPM	
		22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
NAVER (KR)	44,293	8,289	9,859	1,476	1,863	1,456	1,901	29.6	22.9	5.3	4.5	22.1	18.6	17.8	18.9
카카오	36,282	7,782	9,442	842	1,182	1,617	1,098	22.9	32.9	4.7	3.8	28.1	22.0	10.8	12.5
쿠팡	29,547	27,949	34,093	-1,049	-440	-1,084	-481	-	-	1.1	0.9	-	691.2	-3.8	-1.3
Alphabet (US)	1,853,295	310,885	359,369	111,212	129,509	106,581	125,633	17.9	15.0	6.0	5.2	11.2	9.9	35.8	36.0
Amazon	1,464,622	664,482	776,993	21,274	43,813	28,628	52,308	57.3	30.7	2.2	1.9	16.4	12.4	3.2	5.6
Meta	660,191	159,735	185,460	50,363	59,029	42,902	49,465	14.6	12.6	4.2	3.6	8.6	7.2	31.5	31.8
Shopify	58,161	7,327	9,538	42	203	147	345	434.7	191.1	8.0	6.2	271.3	121.3	0.6	2.1
Twitter	38,376	7,512	9,151	659	953	1,300	1,197	41.2	37.9	5.2	4.3	18.4	16.4	8.8	10.4
eBay	34,169	12,306	12,795	3,604	3,784	2,891	2,900	12.2	11.2	2.8	2.7	8.7	8.2	29.3	29.6
Snap	31,871	6,612	8,997	205	1,022	467	1,088	65.5	27.0	4.9	3.6	43.7	20.1	3.1	11.4
Yahoo Japan (JP)	30,781	17,078	18,510	2,109	2,460	978	1,233	32.2	24.8	1.8	1.7	9.9	8.8	12.4	13.3
Rakuten	11,329	19,107	21,707	-1,924	-132	-1,676	-295	-	-	0.6	0.5	-	-	-10.1	-0.6
Mercari	3,050	1,486	1,743	-30	61	-74	8	-	351.7	2.1	1.8	-	21.5	-2.0	3.5
Tencent (CH)	523,276	112,184	128,250	30,466	35,674	22,937	28,092	23.4	19.2	4.7	4.1	17.1	14.5	27.2	27.8
Alibaba	316,574	175,998	199,019	17,762	22,143	25,011	29,902	14.5	12.6	1.8	1.6	8.2	6.7	10.1	11.1
JD.COM	104,807	203,878	241,815	2,061	3,886	3,268	4,914	34.8	23.0	0.5	0.4	20.7	13.8	1.0	1.6
Baidu	60,086	24,243	27,684	2,540	3,397	2,989	3,924	20.8	15.9	2.5	2.2	10.3	8.1	10.5	12.3
Weibo	6,506	2,955	3,212	916	1,044	815	916	8.3	7.4	2.2	2.0	6.3	5.5	31.0	32.5
MercadoLibre (AR)	51,105	12,942	16,937	732	1,241	441	783	122.1	66.3	4.0	3.0	43.2	27.5	5.7	7.3

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

컨텐츠

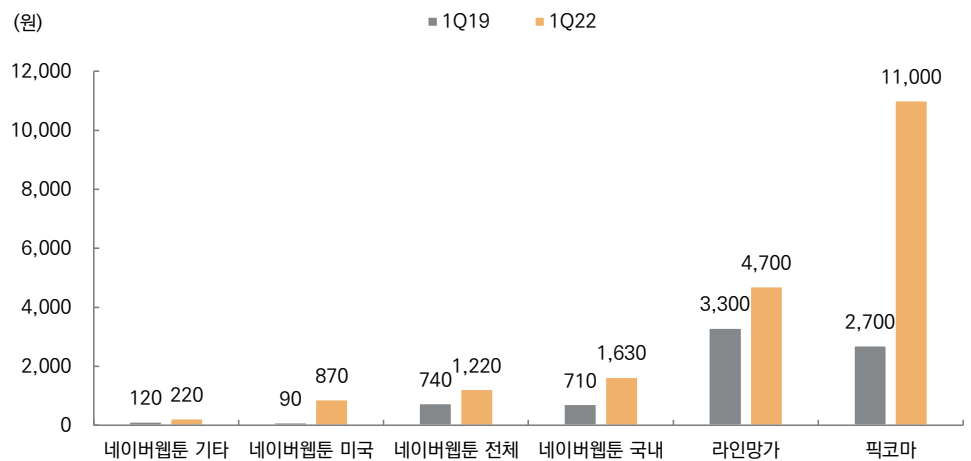
1) 웹툰

올해는 북미/유럽 확장의 원년으로 22년 카카오웹툰의 글로벌 전체 거래액 1.6조원으로 YoY 38% 증가할 것으로 예상된다. 21년 글로벌 거래액 증가율은 51%로 추정된다. 웹툰 거래액 글로벌 비중은 21년 65%에서 올해 70%까지 상승할 전망이다.

동사의 유럽/북미 진출에 주목해야 하는 이유는 일본에서 강력한 유료 모델로 증명된 픽코마 모델의 글로벌 확장을 의미하기 때문이다. 카카오웹툰의 21년 글로벌 전체 거래액은 1조원 초반으로 네이버웹툰에 필적하는 거래액을 올린 것으로 추정된다. 네이버웹툰이 글로벌에서 골고루 거래액을 기록했다면 카카오의 글로벌 거래액은 대부분 일본에서 발생하였다.

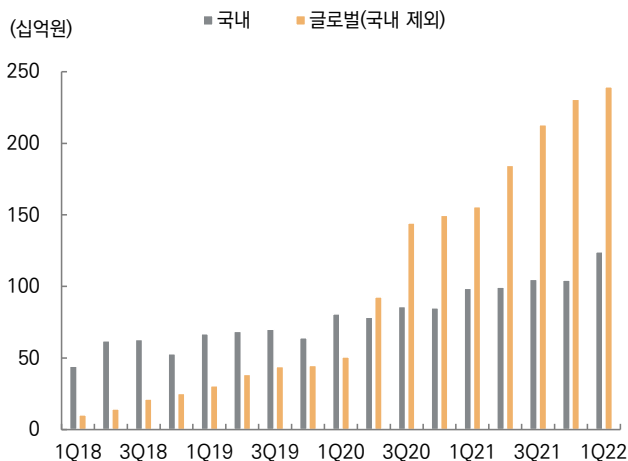
카카오가 일본에서 성공한 픽코마 모델을 글로벌로 이식에 성공할 수만 있다면 24년까지 글로벌 거래액이 3배 증가도 가능한 시나리오로 판단한다. 아래 그림에서 볼 수 있듯 픽코마의 ARPU는 1Q22 기준 11,000원 수준으로 추정되며 경쟁사 대비 압도적인 금액을 기록하고 있다.

그림 114. 네이버웹툰, 픽코마 이용자당 월간 사용금액 추정(ARPU)



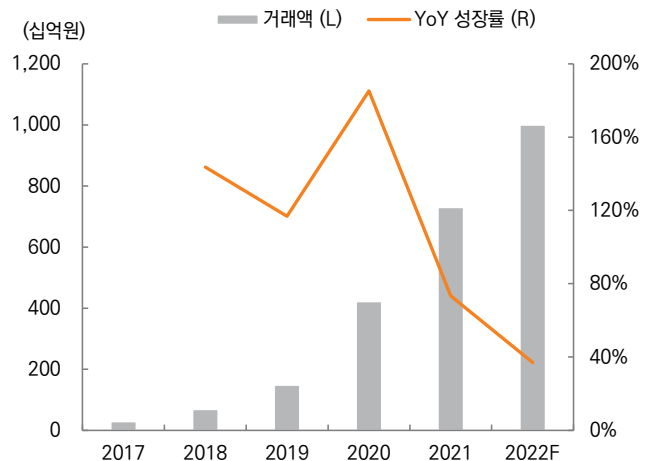
주: 위 ARPU 수치는 이용자당 수치로 유료이용자당 수치인 ARPPU는 다르다.
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 115. 카카오웹툰 국내, 글로벌 거래액 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 116. 픽코마 연간 거래액 추이



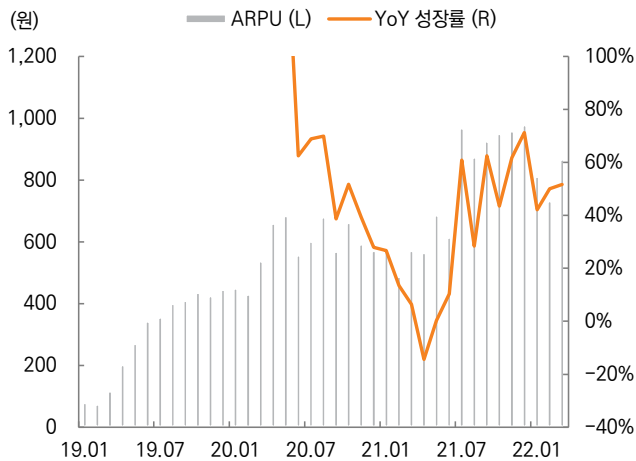
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오웹툰에 글로벌 확장에 있어서 가장 중요한 지역은 미국이 될 전망이다. 카카오는 타파스(웹툰 플랫폼)와 래디쉬(웹소설 플랫폼)를 인수하며 북미 지역에서 몸집을 급격하게 키워나가고 있다. 두 플랫폼의 시너지 효과를 위해 최근 합병을 단행하기도 했다. 카카오웹툰은 2024년까지 글로벌 거래액을 3배, 북미 거래액은 5천억원까지 늘리겠다는 목표를 천명한 상황이다.

미국 시장이 중요한 이유는 최대 웹툰 시장으로 클 수 있는 잠재력을 보유하고 있기 때문이다. 콘텐츠 스트리밍에 익숙한 미국인들은 콘텐츠 유료 소비에 대한 심리적 장벽이 낮다. 부분 결제를 통한 콘텐츠 소비 경험을 한 이후에는 ARPU가 지속 상승할 가능성이 높다. 먼저 진출한 네이버웹툰의 미국 ARPU는 2019년 초 200원 수준에서 3년만에 4배가 넘는 800원 이상으로 상승했다.

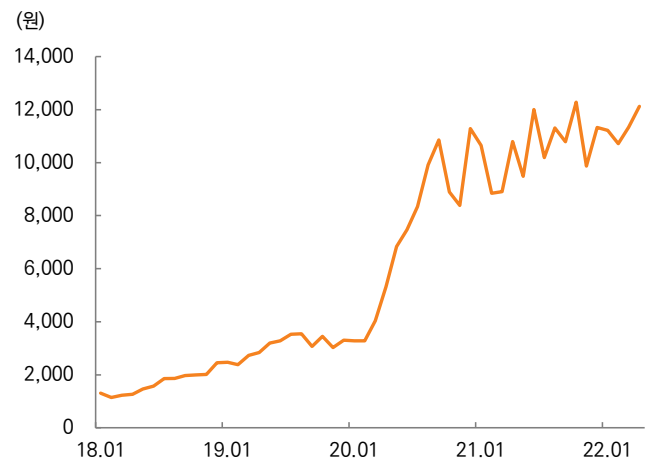
개인화된 추천 알고리즘이 강력한 픽코마 모델은 미국에서 네이버웹툰보다도 빠른 ARPU 상승을 경험할 가능성이 높다. 픽코마는 일본에서 3년만에 ARPU를 4배 수준으로 상승시키는 모습을 보여준 바 있는데 동기간 라인망가의 상승률은 42%에 불과했다. 웹툰이 대중화된다면 미국 지역의 ARPU는 영상 플랫폼에 사용하는 월 1~2만원 수준으로 지속 상승할 것이다.

그림 117. 네이버웹툰 미국 이용자당 월간 사용금액 추이



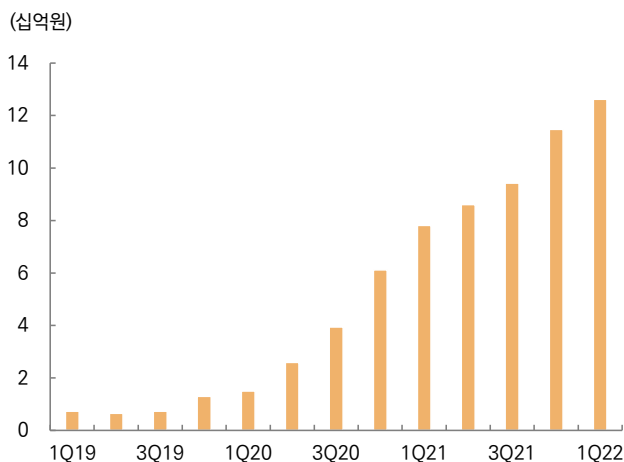
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 118. 픽코마 이용자당 월간 사용금액 추이



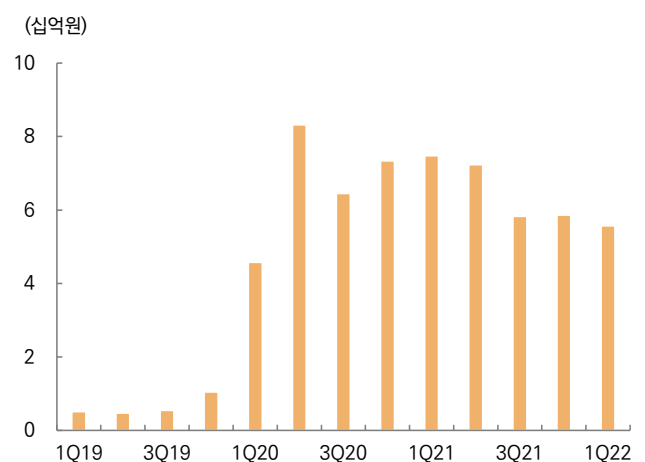
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 119. 타파스 분기 거래액 추정



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 120. 래디쉬 분기 거래액 추정



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

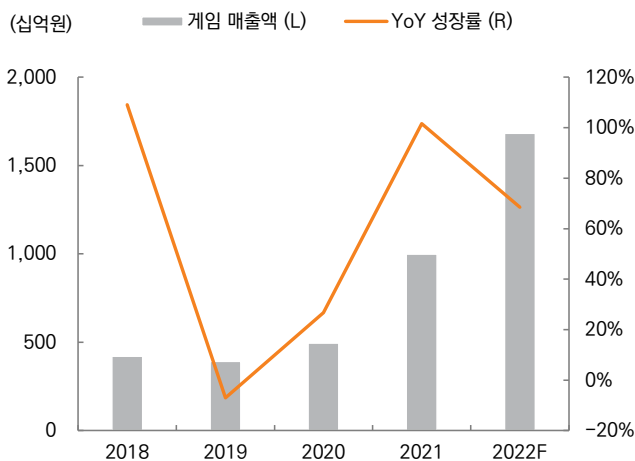
2) 카카오게임즈

게임 부문도 대만 등 글로벌 공략 본격화하며 고성장세를 유지할 것으로 전망한다. 22년 게임 사업부의 매출은 1.7조원으로 YoY 69% 증가할 전망이다. 3월 출시한 오딘 대만 버전이 초기 30일 매출액 500억원을 기록하는 등 높은 성과를 보여주며 매출 성장을 이끌고 있다. 6월 20일 출시되는 기대작 우마무스메, 하반기 예정 6종의 신작이 출시되면서 매출 성장을 가속화할 전망이다.

게임은 경쟁사 NAVER에는 없고 동사에만 있는 콘텐츠 사업 차별화의 핵심 요소라고 할 수 있다. 지금은 웹툰, 웹소설 산업 초기 성장 국면으로 직접적인 콘텐츠 부분 유료 결제가 네이버웹툰과 카카오웹툰의 메인 수익 모델이다. 그러나 시장이 성숙화된 이후는 스토리 IP의 2차 창작물이 메인으로 떠오를 것이다. 게임은 스토리 IP를 활용하기 좋은 영역이기에 글로벌 인기를 얻는 스토리 IP가 증가할수록 게임과 웹툰 사업부 간의 시너지 효과가 극대화될 것이다.

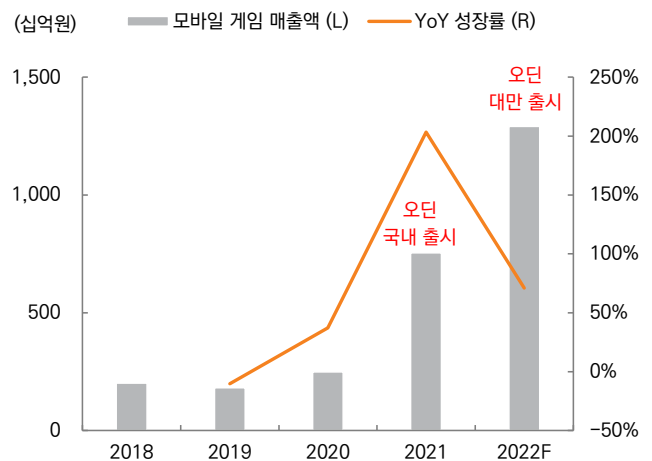
웹소설 기반 달빛조각사 게임은 글로벌에서 롱런에 성공하며 스토리 IP의 잠재력을 이미 보여주고 있다. 콘텐츠 부문과의 시너지 효과는 오픈을 앞두고 있는 BORA 플랫폼에서도 발휘될 것으로 예상된다. 카카오게임즈와 카카오엔터테인먼트는 보라 플랫폼의 주요 파트너사로 참여 중이다.

그림 121. 게임 사업부 매출액 추이



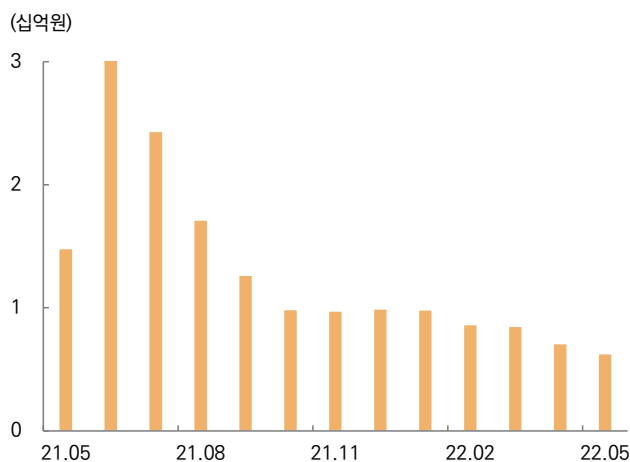
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 122. 모바일 게임 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 123. 달빛조각사 국내 제외 글로벌 월매출 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 124. 2분기 정식 오픈하는 BORA 포털



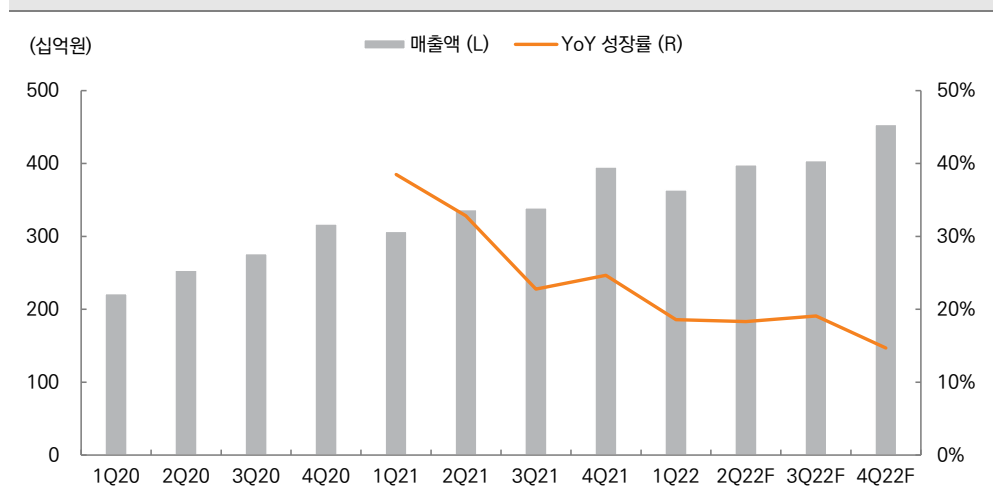
자료: 카카오게임즈, 미래에셋증권 리서치센터

광고

광고 부문은 이커머스 시장 성장 둔화 및 경기 침체 영향으로 성장률이 둔화될 것으로 전망한다. 22년 특비즈 광고 매출은 1조 4,500억원으로 YoY 28.0% 성장이 예상된다. 1Q22 특비즈 광고 매출은 YoY 31.9% 상승했지만 QoQ 5.6% 하락하며 처음으로 분기 감소 기록하였다. 이커머스 시장의 둔화와 경기 침체가 광고 집행비 감소로 이어지는 모습이다.

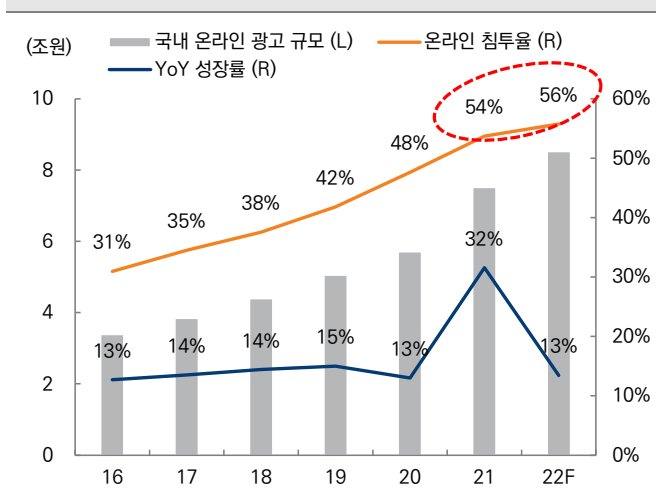
매크로 요인이 회복되더라도 이전과 같은 광고 시장의 고성장을 기대하기는 힘들 것으로 예상된다. 광고 시장 내 온라인 침투율은 21년 기준 54%로 이미 크게 올라온 상황이다. 국내와 글로벌 광고 시장 모두 2016~2020년 급격한 온라인 침투율 상승을 경험했지만 그 이후로는 둔화된 모습을 보이고 있다. 22년 국내 온라인 광고 침투율은 56%까지 상승하는 데 그칠 전망이다.

그림 125. 카카오 분기 광고 매출 추정



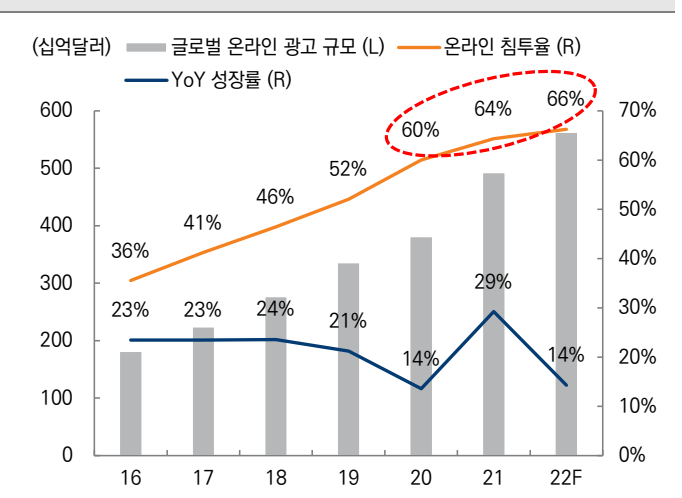
주: 광고형 특비즈 매출과 포털비즈 매출의 합산으로 추정
 자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 126. 국내 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



자료: 제일기획, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 127. 글로벌 온라인 광고 규모, 온라인 침투율



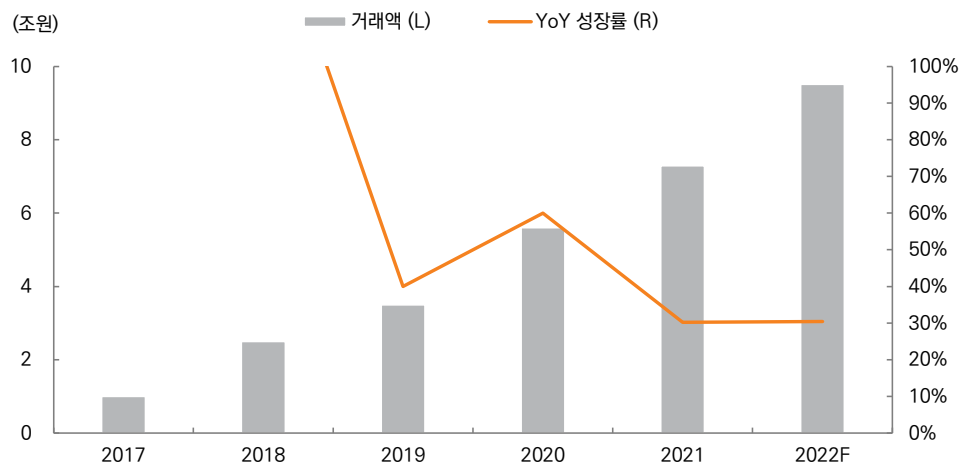
자료: GroupM, 미래에셋증권 리서치센터 추정

커머스

22년 카카오 커머스 거래액은 YoY 30% 상승한 9.5조원을 기록할 것으로 전망한다. 10조원 이상의 거래액을 금년도 목표로 하고 있으나 전자상거래 시장 둔화의 영향에서 자유롭지는 않을 것으로 판단한다. 1Q22 거래형 특비즈 매출은 2,110억원 수준으로 YoY 14.6% 성장하였다. 이전 분기까지 20% 이상을 유지하던 성장률이 10%대로 하락하였다.

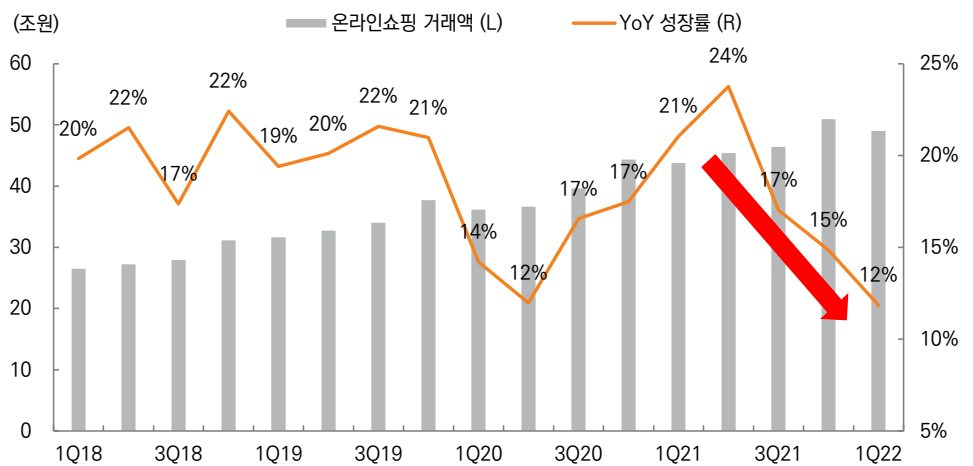
국내 전자상거래 시장 성장률의 둔화가 예상보다 급격하게 나타나고 있다. 2022년 국내 전자상거래 시장은 12% 성장해 2018년 이래 처음으로 10%대 초반 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 1분기 국내 온라인쇼핑 분기 거래액은 49.1조원을 기록하였는데 이는 YoY 11.8% 증가한 수치다. 3월 온라인 쇼핑 거래액도 YoY 11.1%에 그치며 하향세를 나타내고 있다.

그림 128. 카카오 커머스 거래액 추이



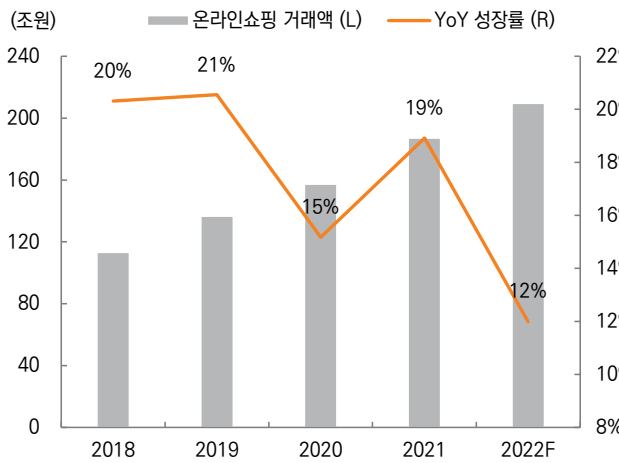
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 129. 국내 온라인쇼핑 분기 거래액, YoY 성장률



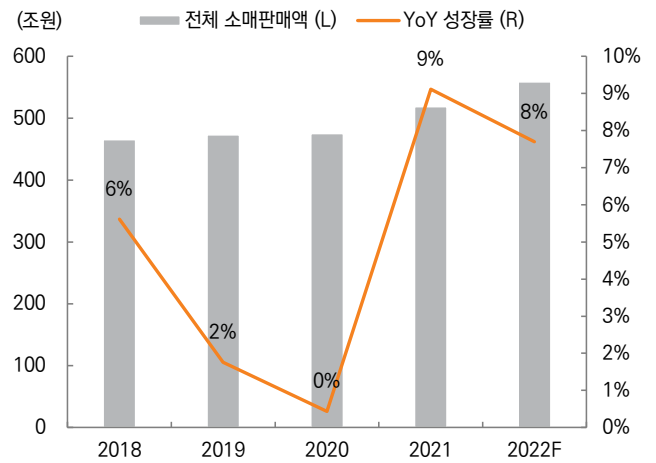
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 국내 온라인쇼핑 연간 거래액, YoY 성장률



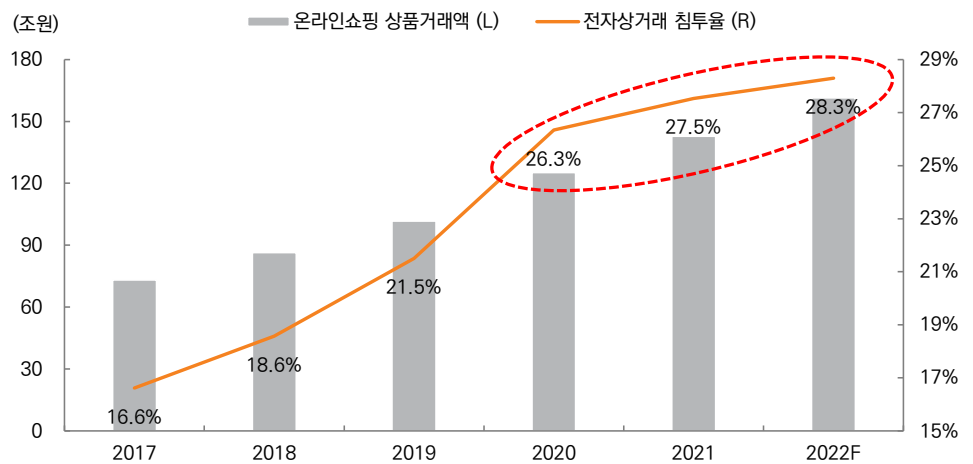
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 131. 국내 소매판매액, YoY 성장률



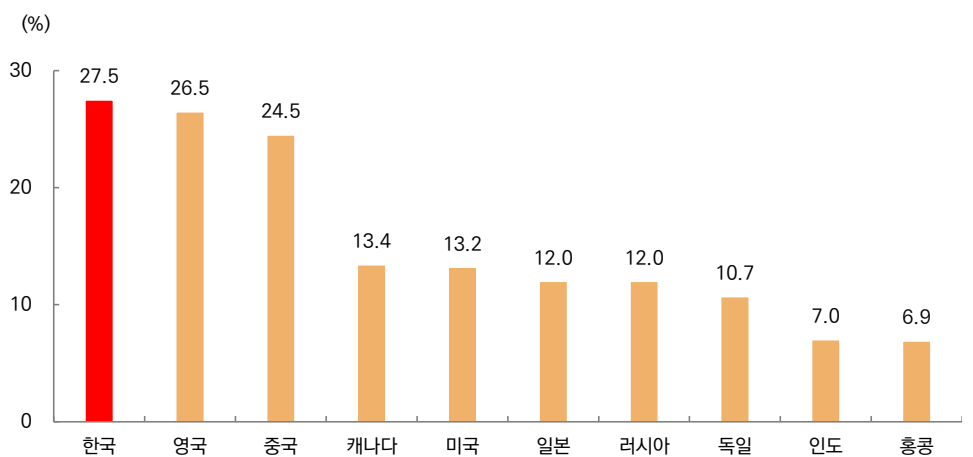
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 132. 국내 온라인쇼핑 상품 거래액, 전자상거래 침투율



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

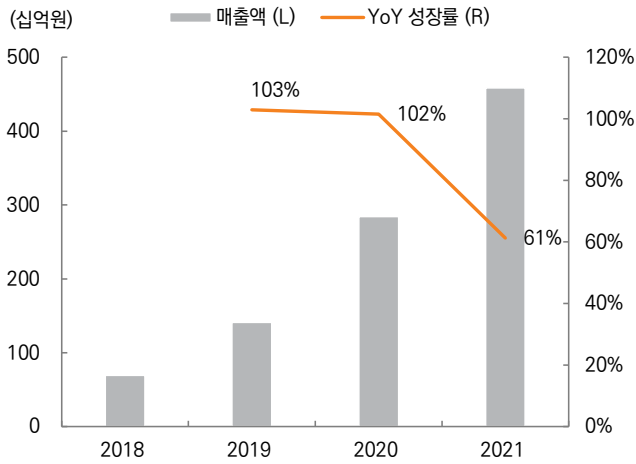
그림 133. 2021년 글로벌 전자상거래 침투율



자료: 각 국 통계청, eMarketer, GroupM, Digital Commerce, 미래에셋증권 리서치센터 추정

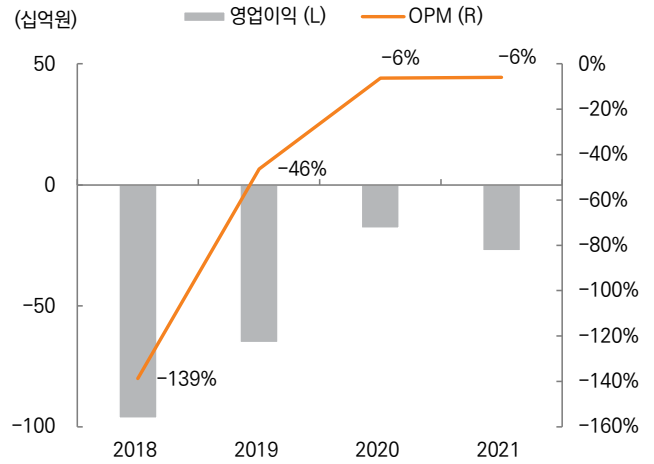
페이, 모빌리티 주요 지표

그림 134. 카카오페이 매출액 추이



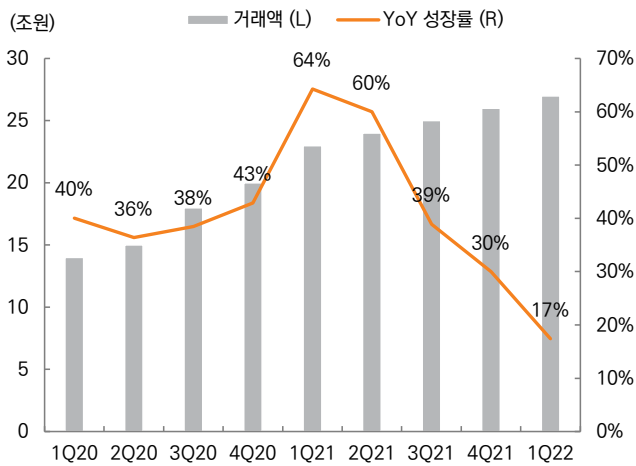
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 135. 카카오페이 영업이익 추이



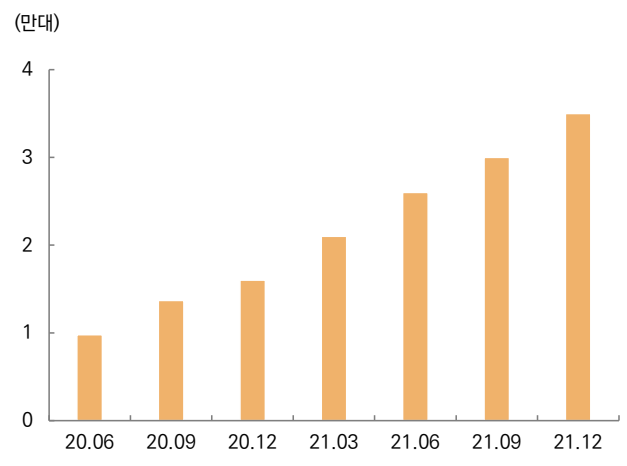
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 136. 카카오페이 거래액 추이



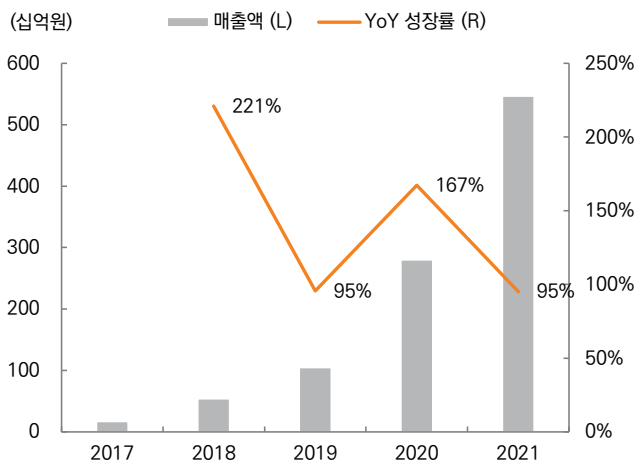
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 137. 카카오프블루 기맹택시 현황



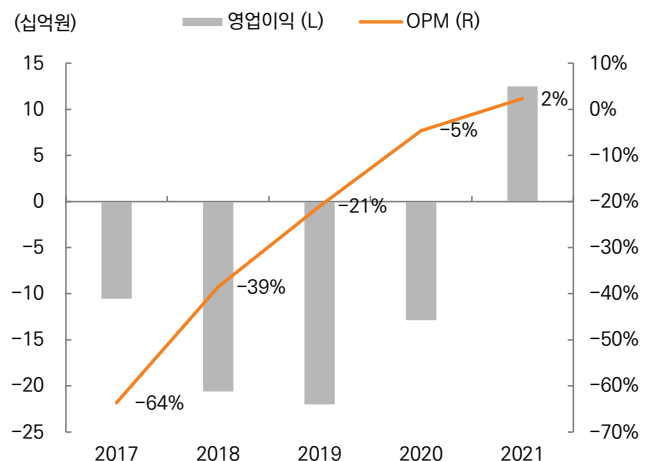
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 138. 카카오모빌리티 매출액 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 139. 카카오모빌리티 영업이익 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	6,137	7,819	9,412	11,059
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	6,137	7,819	9,412	11,059
판매비와관리비	5,542	6,983	8,358	9,732
조정영업이익	595	836	1,054	1,327
영업이익	595	836	1,054	1,327
비영업손익	1,699	1,649	27	30
금융손익	-3	-5	10	21
관계기업등 투자손익	510	44	48	53
세전계속사업손익	2,294	2,485	1,081	1,357
계속사업법인세비용	648	620	270	339
계속사업이익	1,646	1,865	811	1,018
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,646	1,865	811	1,018
지배주주	1,392	1,840	803	1,007
비지배주주	254	24	8	10
총포괄이익	2,078	1,865	811	1,018
지배주주	1,691	1,518	660	828
비지배주주	387	347	151	189
EBITDA	968	1,206	1,427	1,707
FCF	1,090	2,921	1,793	2,024
EBITDA 마진율 (%)	15.8	15.4	15.2	15.4
영업이익률 (%)	9.7	10.7	11.2	12.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	22.7	23.5	8.5	9.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
유동자산	8,102	11,231	13,144	15,256
현금 및 현금성자산	5,232	8,046	9,635	11,412
매출채권 및 기타채권	652	806	971	1,141
재고자산	92	117	141	165
기타유동자산	2,126	2,262	2,397	2,538
비유동자산	13,712	13,652	13,685	13,758
관계기업투자등	3,216	3,209	3,248	3,293
유형자산	555	565	577	593
무형자산	6,348	6,253	6,206	6,189
자산총계	22,780	25,848	27,794	29,980
유동부채	5,246	6,195	7,094	8,024
매입채무 및 기타채무	684	871	1,049	1,233
단기금융부채	1,440	2,038	2,090	2,143
기타유동부채	3,122	3,286	3,955	4,648
비유동부채	2,885	3,163	3,426	3,698
장기금융부채	1,871	1,871	1,871	1,871
기타비유동부채	1,014	1,292	1,555	1,827
부채총계	9,190	10,417	11,579	12,781
지배주주지분	9,984	11,802	12,577	13,551
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	7,781	7,781	7,781	7,781
이익잉여금	1,710	3,527	4,302	5,276
비지배주주지분	3,606	3,630	3,638	3,648
자본총계	13,590	15,432	16,215	17,199

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2021	2022F	2023F	2024F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,307	3,175	2,056	2,299
당기순이익	1,646	1,865	811	1,018
비현금수익비용가감	-597	953	591	656
유형자산감가상각비	238	244	251	260
무형자산상각비	135	127	122	120
기타	-970	582	218	276
영업활동으로인한자산및부채의변동	-209	940	872	901
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-20	-109	-103	-107
재고자산 감소(증가)	-11	-25	-24	-25
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	458	19	18	19
법인세납부	-227	-620	-270	-339
투자활동으로 인한 현금흐름	-3,341	-398	-453	-498
유형자산처분(취득)	-213	-254	-263	-275
무형자산감소(증가)	-76	-32	-75	-103
장단기금융자산의 감소(증가)	-952	-112	-115	-120
기타투자활동	-2,100	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	4,441	32	24	20
장단기금융부채의 증가(감소)	2,323	55	52	54
자본의 증가(감소)	1,948	0	0	0
배당금의 지급	-69	-23	-28	-33
기타재무활동	239	0	0	-1
현금의 증가	2,431	2,721	1,589	1,776
기초현금	2,894	5,326	8,046	9,635
기말현금	5,326	8,046	9,635	11,412

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

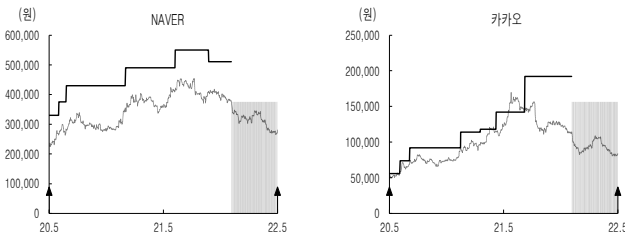
	2021	2022F	2023F	2024F
P/E (x)	35.9	20.3	46.4	37.0
P/CF (x)	47.7	13.2	26.6	22.3
P/B (x)	5.0	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA (x)	51.9	28.8	23.2	18.3
EPS (원)	3,132	4,138	1,808	2,268
CFPS (원)	2,361	6,336	3,158	3,769
BPS (원)	22,394	26,578	28,323	30,516
DPS (원)	53	64	76	92
배당성향 (%)	1.4	1.5	4.1	3.9
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	47.6	27.4	20.4	17.5
EBITDA증가율 (%)	34.1	24.6	18.3	19.6
조정영업이익증가율 (%)	30.5	40.5	26.1	25.9
EPS증가율 (%)	782.3	32.1	-56.3	25.4
매출채권 회전을 (회)	19.0	17.3	16.8	16.7
재고자산 회전을 (회)	89.2	74.9	73.0	72.2
매입채무 회전을 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	9.5	7.7	3.0	3.5
ROE (%)	17.1	16.9	6.6	7.7
ROIC (%)	9.4	13.9	18.6	25.6
부채비율 (%)	67.6	67.5	71.4	74.3
유동비율 (%)	154.4	181.3	185.3	190.1
순차입금/자기자본 (%)	-26.1	-39.9	-47.9	-55.7
조정영업이익/금융비용 (x)	15.1	13.2	16.5	20.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2022.05.31	매수	105,000	-	-
2022.05.31	매수	380,000	-	-	2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2021.08.06	매수	192,000	-33.37	-18.49
2021.10.22	매수	510,000	-22.15	-18.14	2021.05.06	매수	142,000	-0.85	19.37
2021.07.07	매수	550,000	-23.41	-17.45	2021.03.17	매수	118,000	-7.54	2.97
2021.01.29	매수	490,000	-22.82	-13.57	2021.01.13	매수	114,000	-17.64	-9.82
2020.07.24	매수	430,000	-30.25	-17.44	2020.08.03	매수	92,000	-18.93	-0.54
2020.06.30	매수	375,000	-25.33	-20.27	2020.07.03	매수	74,000	-10.94	-3.92
2020.05.25	매수	330,000	-25.47	-15.45	2020.05.08	매수	56,000	-9.02	1.96

카카오 (035720)

* 과리율 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 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
82.90%	8.50%	7.80%	0.80%

* 2022년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

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