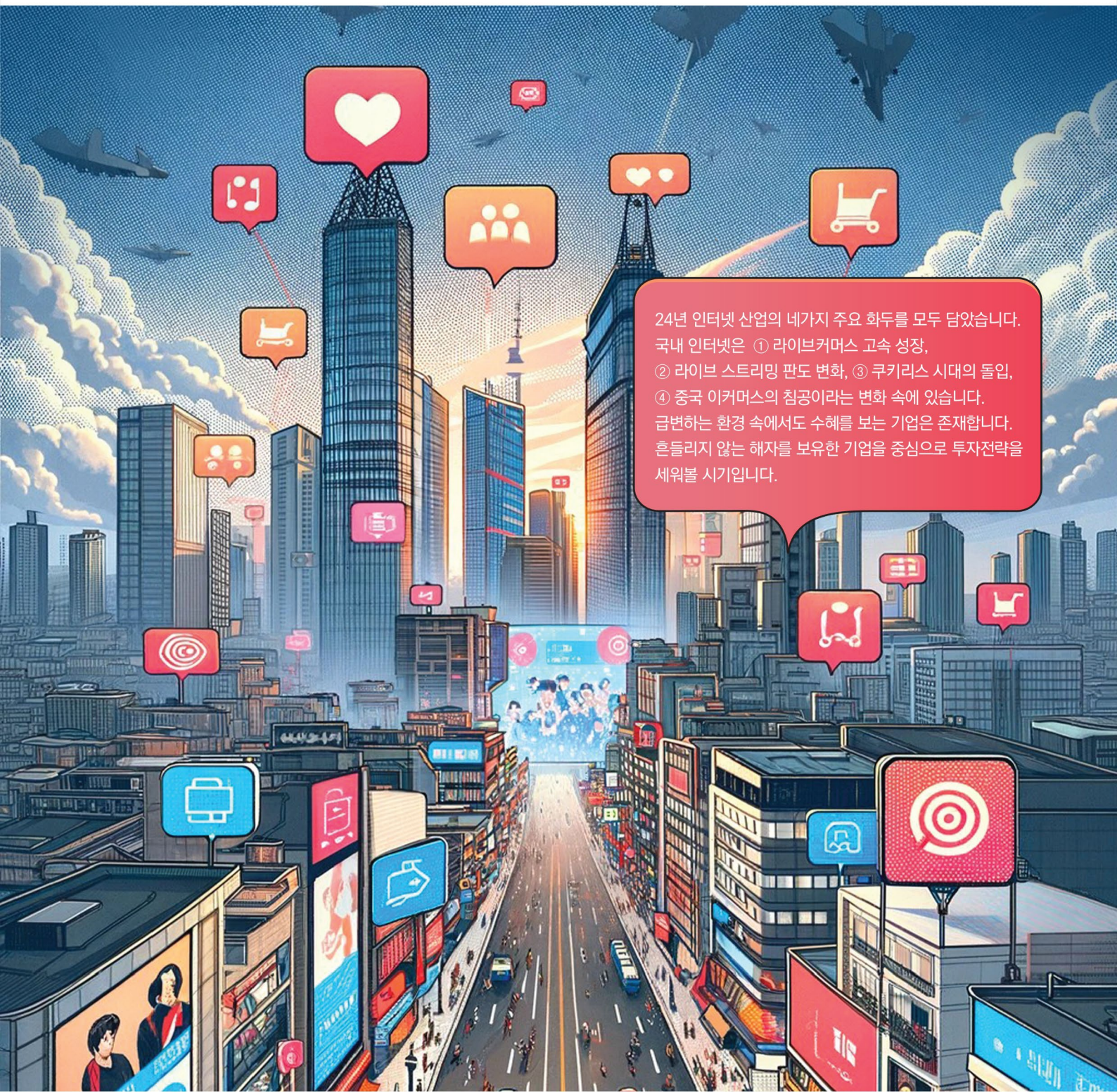


인터넷 (비중확대/유지)

라이브 시대의 도래와 커져가는 중국 커머스 위협

(Analyst) 임희석

heeseok.lim@miraeasset.com



CONTENTS

I. Investment Summary	3
II. 라이브커머스 시대의 도래	7
라이브커머스 시장 국내/글로벌 현황	7
패러다임의 변화: 영상 플랫폼, 숏폼 콘텐츠로의 전환	14
D2C 전략과 궁합이 좋은 라이브커머스	23
쿠키리스 시대 돌입에 따른 반사 수혜	25
AI가 가속시킬 라이브커머스 시대	29
III. 라이브 스트리밍 판도 변화	31
글로벌 스트리밍 시장 현황	31
국내, 트위치의 퇴장과 치지직의 등장	35
부각되기 시작할 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치	38
글로벌로의 확장 잠재력도 충분	40
IV. 중국 커머스의 침략	42
중국 직구 플랫폼의 약진	42
틱톡샵도 잠재적 경쟁자	44
장기적 현상이 될 가능성	45
침투율 어디까지 올라올까?	52
V. 밸류에이션	53
Global Company Analysis	57
NAVER	58
카카오	70
아프리카TV	79
카페24	88
엔비티	103
커넥트웨이브	113

I. Investment Summary

라이브커머스 고성장, 중국 커머스 침투율 증대

23년 국내 라이브커머스 시장규모는 3조원에서 26년 10조원까지 성장(+50% CAGR)할 전망이다. 라이브커머스 침투율은 동기간 1.3%에서 3.4%까지 상승할 것이다. 국내 중국 이커머스 규모는 23년 3.3조원에서 26년 19조원까지 성장(+79% CAGR)할 전망이다. 중국 이커머스 침투율은 동기간 1.4%에서 6.4%까지 증가할 것이다.

상반기 카카오가 NAVER 대비 상대 우위를 가져갈 전망이다. 23년 하반기 이후 무서운 속도로 성장 중인 중국 직구 플랫폼에 대한 우려가 당분간 지속될 가능성이 높기 때문이다. 선물하기 위주인 카카오는 중국 커머스 고성장 영향이 제한적이나 국내 최대 오픈마켓 사업자인 NAVER의 경우 위기가 불가피하다.

라이브 스트리밍은 긍정적: 아프리카TV 최선호

인터넷 중소형주 Top Pick으로 아프리카TV를 제시한다. 시장에서 우려하고 있는 치지직 성장에 따른 아프리카TV 유저 이탈 우려는 과도하다고 판단한다. 트래픽은 견조하게 유지되는 가운데 콘텐츠형 광고의 고성장이 24년에도 지속될 전망이다.

5월 글로벌에 선보일 SOOP을 통한 글로벌 확장 잠재력도 높다고 판단한다. 아프리카TV 다운로드의 절반 가까이는 이미 글로벌에서 나오고 있었다. 집중 타겟 지역인 동남아는 스트리밍 시장이 태동하고 있는 곳이며 절대 강자가 없는 시장이다. 현지에서 사업을 지속해온 동사가 게임 콘텐츠를 기반으로 앞서 나갈 것으로 예상된다.

24년 주목할 중소형주: 카페24, 엔비티, 커넥트웨이브

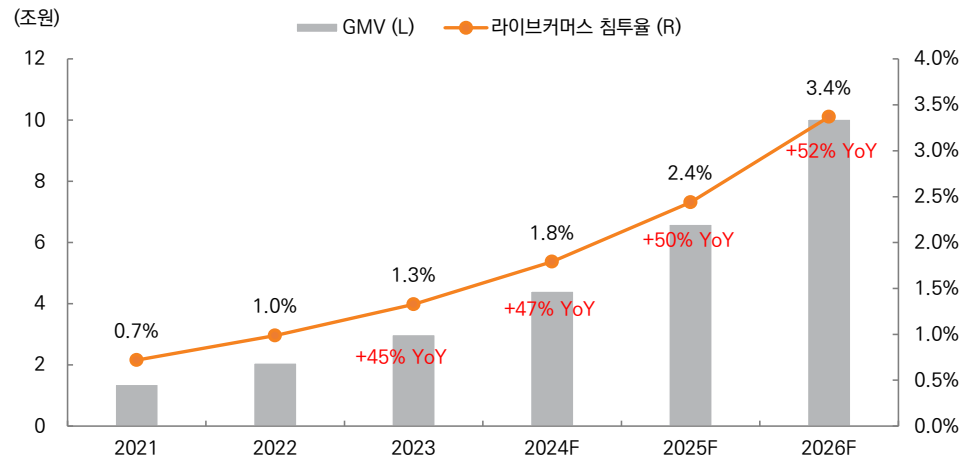
격변하는 인터넷 24년 업황 속 주목할 중소형주로 카페24, 엔비티, 커넥트웨이브를 제시한다. 카페24는 국내 라이브커머스 시장 개화의 가장 큰 수혜주가 될 가능성이 높다. 유튜브쇼핑 보편화와 함께 입점 쇼핑몰 수와 GMV가 급격히 상승할 것이다.

엔비티는 하반기 본격화될 쿠키리스 변화에 따른 수혜가 예상된다. 서드파티 쿠키 획득 불가에 따른 기존 온라인 매체들의 몰락은 광고주들의 퍼포먼스 광고 수요 증대로 이어질 가능성이 높다. 동사의 수혜가 예상되는 이유다.

커넥트웨이브는 중국 이커머스로 격화되는 국내 이커머스 경쟁 심화에 따른 수혜가 일부 가능할 전망이다. 알리익스프레스, 테무 등이 추후 연동되며 가격 비교 서비스를 제공해 중국 이커머스 플랫폼 성장의 일부를 공유할 수 있을 것이다.

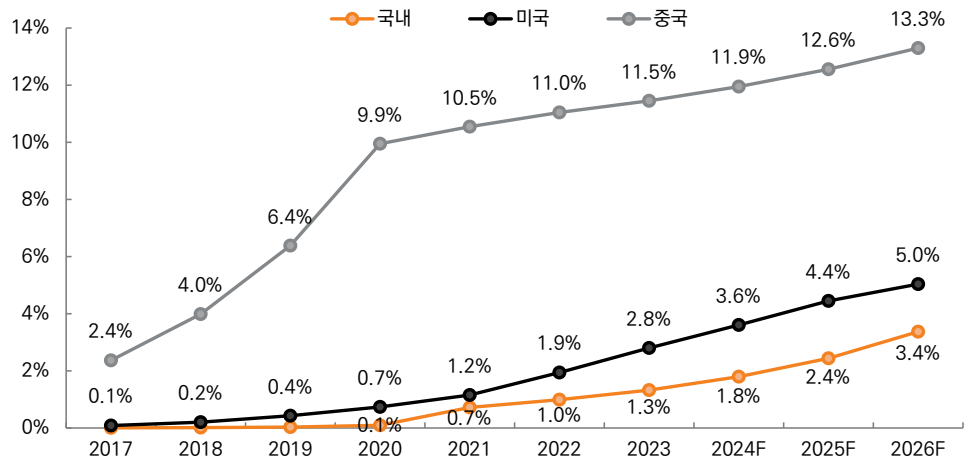
Key Chart

그림 1. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



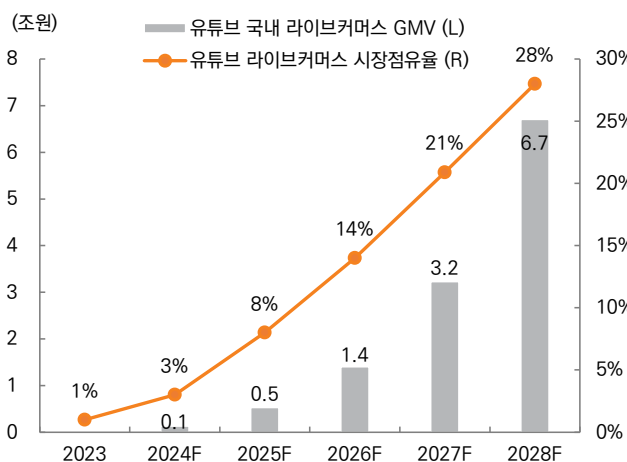
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 추이



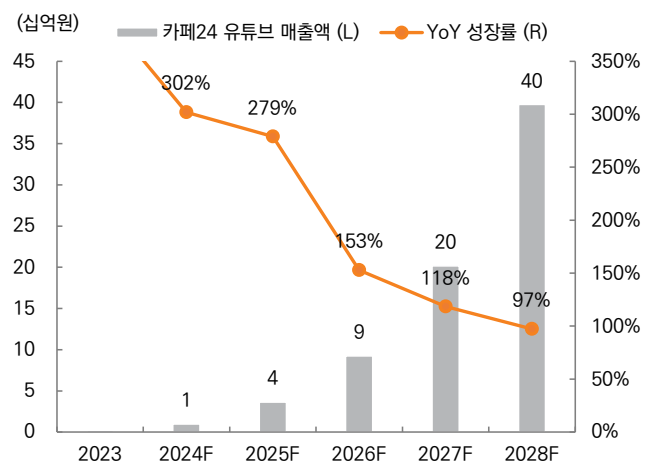
자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 3. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



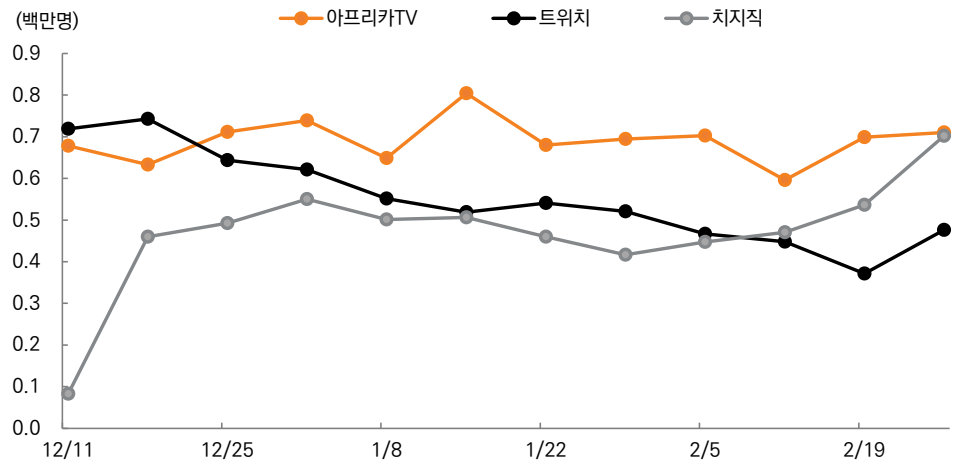
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. 카페24 유튜브 매출액 전망



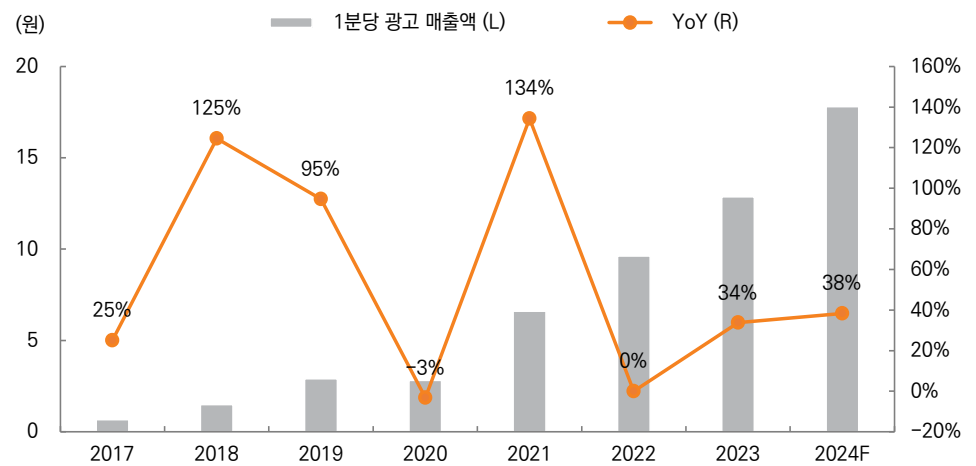
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 5. 아프리카TV, 트위치, 치지직 WAU(안드로이드)



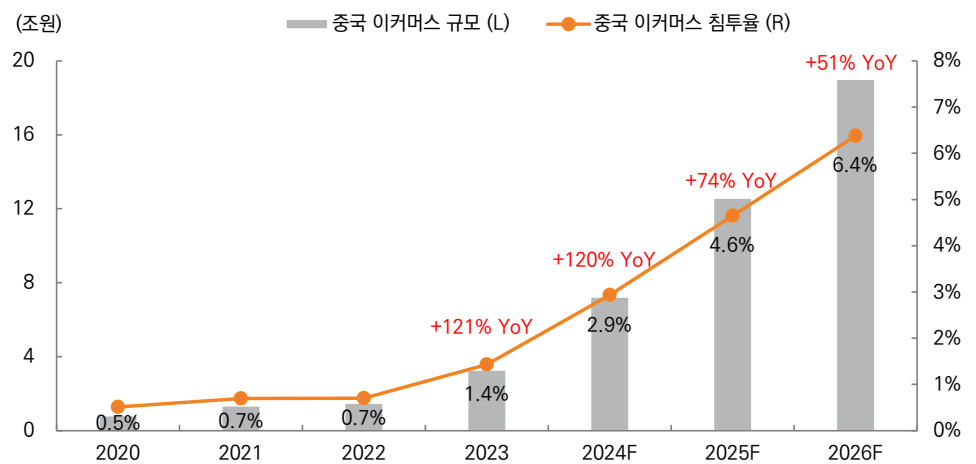
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 아프리카TV 체류시간 1분당 광고 매출액



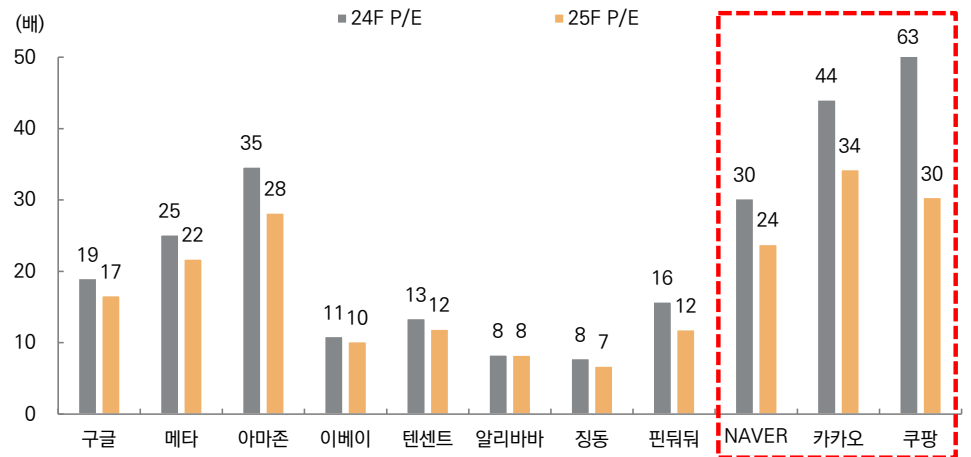
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 7. 국내 중국 이커머스 규모 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

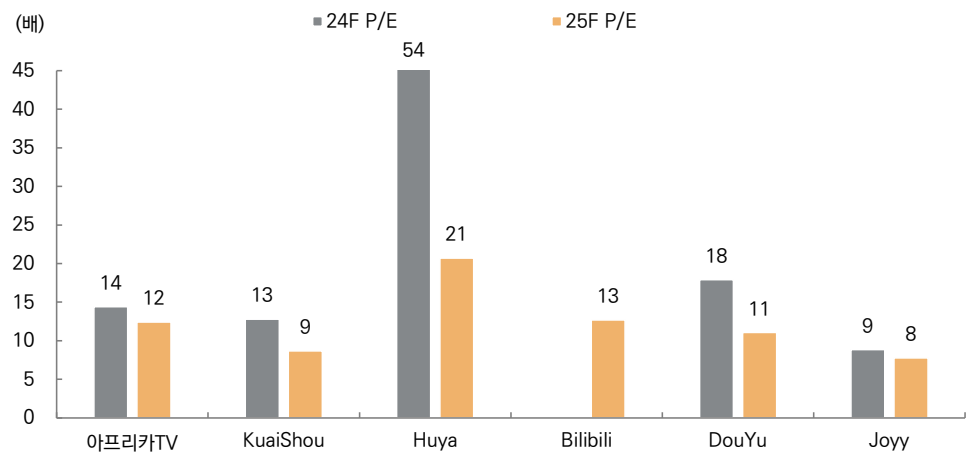
그림 8. 글로벌 주요 플랫폼 밸류에이션 현황



주: NAVER, 카카오는 당사 추정치

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

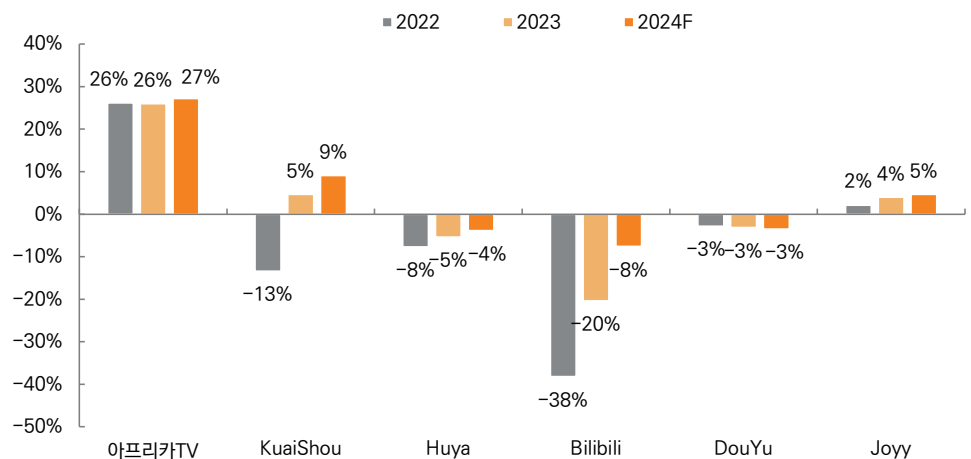
그림 9. 글로벌 주요 라이브 플랫폼 밸류에이션 현황



주: 아프리카TV는 당사 추정치

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 글로벌 주요 라이브 플랫폼 영업이익률 현황



주: 아프리카TV는 당사 추정치

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

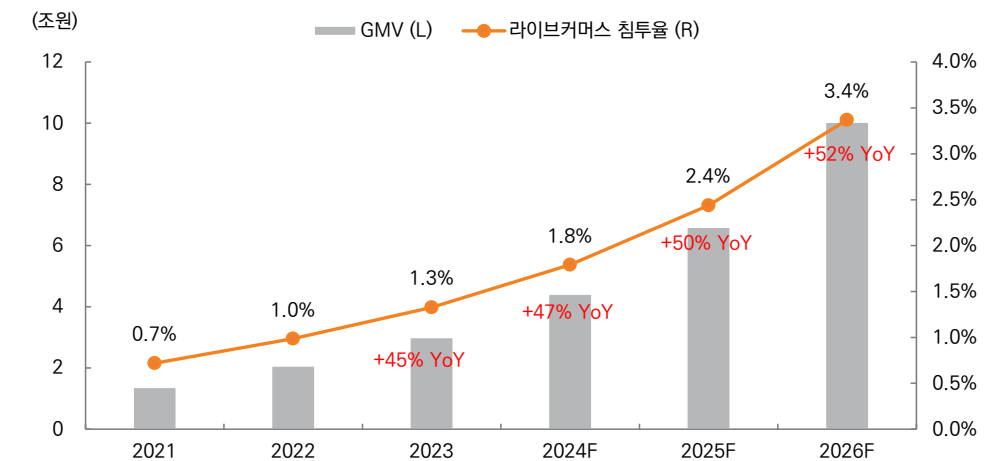
II. 라이브커머스 시대의 도래

라이브커머스 시장 국내/글로벌 현황

국내 라이브커머스 시장

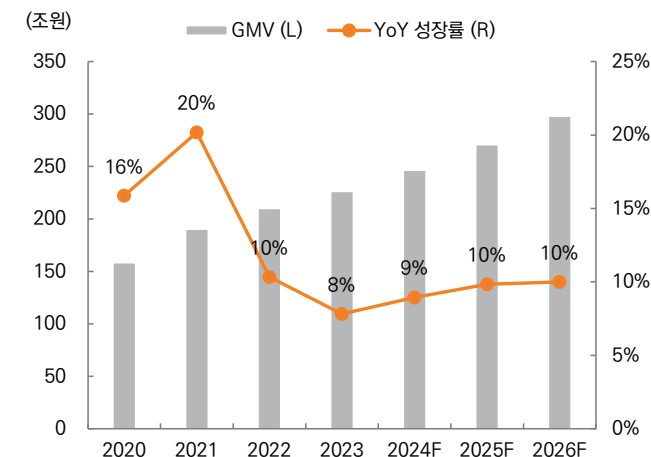
2023년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 2026년 10조원까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 50%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장은 확고한 1위 플랫폼 NAVER를 제외하고는 난전 양상을 보이고 있다. NAVER의 2023년 라이브커머스 GMV는 8천억원 수준(M/S 26%)으로 추정되며 2026년 2.8조원 규모까지 성장할 전망이다. 카카오가 48.5%의 지분을 갖고 있는 그룹의 GMV(M/S 10%)는 3천억원 수준으로 추정된다.

그림 11. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



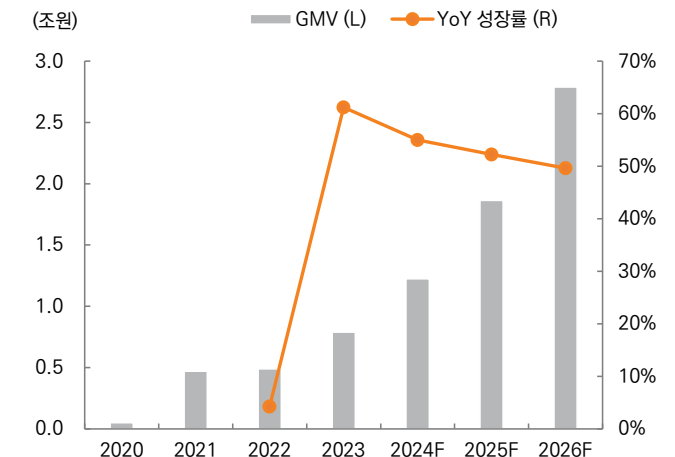
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 12. 국내 전자상거래 시장 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

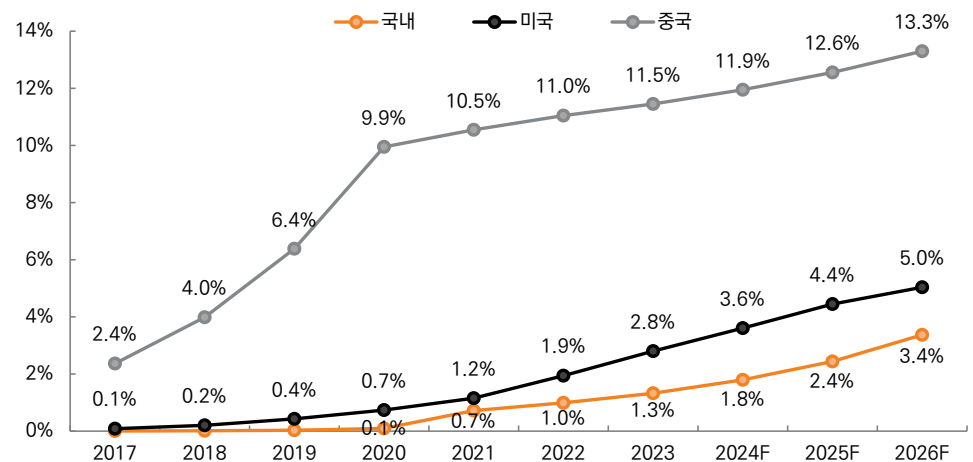
그림 13. NAVER 라이브커머스 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 전자상거래 시장 내 라이브커머스 침투율은 2023년 1.3%에서 2026년 3.4%까지 급격히 상승할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장 침투율 현황은 2021년 미국(침투율 1.2%)과 비슷한 상황이다. 국내 라이브커머스 시장의 성장은 이제 막 시작했을 뿐이다. 주요 브랜드들은 더 이상 TV가 아닌 영상 플랫폼으로 판매 장소를 옮기고 있으며, 유튜브·틱톡 등 국내 시장 내 주요 영상 플랫폼들은 이제서야 이커머스를 도입하는 단계에 있다. 머지않은 시기에 국내 라이브커머스 시장은 NAVER, 유튜브가 과점하게 될 전망이다.

그림 14. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 추이



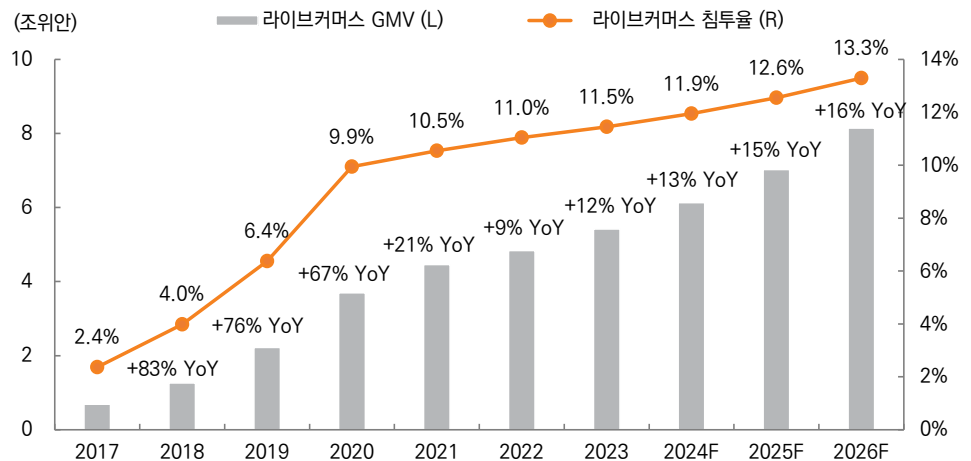
자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

중국 라이브커머스 시장

라이브커머스 시장이 가장 발달한 국가인 중국의 경우 2023년 라이브커머스 시장 규모가 5.4조위안, 전자상거래 시장 내 침투율은 11.5%에 달하는 것으로 추정된다. 2016년 모구지에, 타오바오, 징둥 등 이커머스 업체가 라이브 방송 기능을 도입하기 시작하며 라이브커머스가 처음 등장했다.

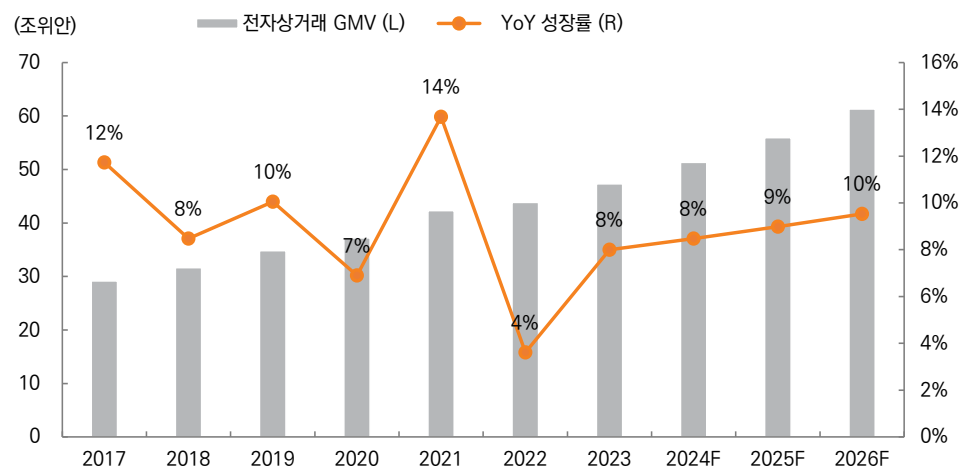
이후 인플루언서(중국말로 왕홍)와 이커머스가 결합하기 시작하며 왕홍경제가 형성되었으며 도우인, 콰이쇼우 등 숏폼 영상 플랫폼들이 인기를 끌기 시작하면서 2020년까지 YoY 60% 이상의 폭발적인 성장을 지속했다. 중국 라이브커머스 시장은 이커머스 플랫폼 타오바오와 소셜미디어 플랫폼 도우인, 콰이쇼우가 과점하고 있다.

그림 15. 중국 라이브커머스 시장, 침투율



자료: 중국 국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 16. 중국 전자상거래 시장 전망



자료: 중국 국가통계국, 미래에셋증권 리서치센터 추정

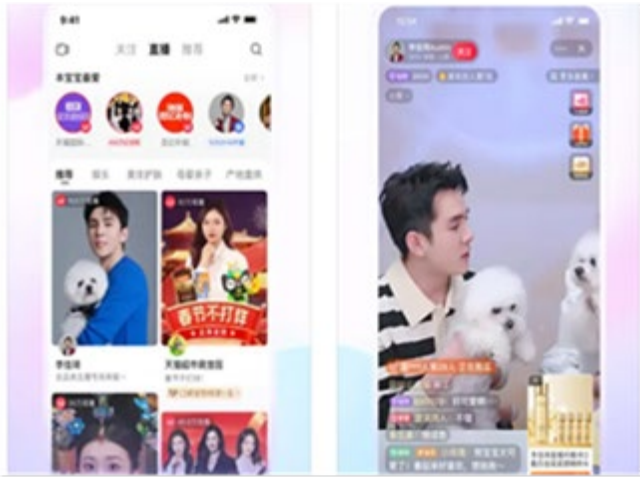
라이브커머스 규모가 커짐에 따라 기존 왕홍뿐만 아니라 연예인, 기업인, 가상인물까지 라이브커머스에 뛰어들어 활동하고 있다. 타오바오, 더우인, 콰이쇼우 등 라이브커머스 플랫폼에서 활동하고 있는 왕홍들의 경우 1) 광고 매출, 2) 라이브 상품 판매 수수료, 3) 라이브커머스 출연료, 4) 생방송 선물 등을 통해 수익을 올리고 있다. 라이브 상품 판매의 경우 왕홍의 영향력에 따라 천차만별이지만 일반적으로 10~20% 수준의 수수료를 가져가는 것으로 알려져 있다.

표 1. 중국 주요 라이브커머스 플랫폼 현황

플랫폼명	도입 연도	특징
Douyin (TikTok)	2017	- 중국에서 가장 인기 있는 숏클립 플랫폼으로, KOL이 많아 제품 홍보에 유리 - 23년 상반기 기준 음식, 패션·뷰티, 여행 분야 인기가 많았음 - 영상 플랫폼이기 때문에 영상, 라이브 콘텐츠를 통해 소비자의 잠재 니즈를 발견하여 검색, 구매로 전환하는 전략 - 인앱 결제 지급 시스템을 통해 시청자가 앱을 떠나지 않아도 쉽게 거래할 수 있음 - 최근 'Worth watching(值得看看)' 기능을 테스트하는 중으로, 시청자가 보던 영상을 멈추면 상품구매 페이지로 바로 연결 - Gucci, Dior, Lancome and Louis Vuitton 등 명품 브랜드 입점
Kuaishou	2016	- 세계에서 두번째로 규모가 큰 숏클립 콘텐츠 플랫폼 - Douyin과 달리 3선 이하의 하위계층 도시 및 농촌지역의 거주자가 주요 시청자 - 연령대는 주로 18~35세 분포. 특이한 점은 51세 이상 비율이 20% 이상으로 다른 플랫폼 대비 높은 편 - 영상 플랫폼이기 때문에 영상, 라이브 콘텐츠를 통해 소비자의 잠재 니즈를 발견하여 검색, 구매로 전환하는 전략 - 100위안 이내 저가 상품 위주로 판매, 구매전환율은 비교적 높은 편 - KOL, KOC를 따라하는 것을 좋아하여 킬링타임용 드라마 또는 엔터테인먼트 성질이 강함 - 老铁经济(homie economy) 문화가 있어, 시청자를 老铁(homies)라고 부르며 친밀도를 높임 - 2020년 콰이쇼우 라이브커머스는 GMV 3000억 위안 이상을 달성
Diantao (Taobao Live)	2016	- 중국 최대 쇼핑 플랫폼답게 상품, 공급망, MCN, 생방송 기지, 인플루언서 등 모든 요소를 직접 운영 - 人货场 전략(검색부터 구매까지 연결)을 기반으로 라이브 스트리밍을 시청하며 바로 물건 구매까지 연결 가능하도록 함 - 타오바오 내 모든 상품이 라이브 판매 대상. 가장 큰 거래 카테고리인 의류이며, 뷰티, 육아용품, 식품, 주얼리 등 - 플랫폼 이용자 대부분이 상품 구입에 목적이 있기 때문에 구매 전환율이 높은 편 (도우인, 콰이쇼우 등과 다른 점) - 타오바오 2019년 라이브커머스 매출액은 2,500억 위안에 달했는데, 이는 라이브커머스 전체시장의 57%를 차지 - 2020년 타오바오 라이브의 매출은 단 90분 만에 2억 8,000만 달러, 2020년 라이브커머스는 GMV 4000억 위안 이상을 달성
JD	2016	- 중국 전자상거래 시장 점유율 2위 기업으로 텐센트가 최대 주주 - JD는 풍부한 콘텐츠, 전문지식 및 구매링크를 통합하여 시청자에게 브랜드를 노출시키고 상품의 질에 대한 신뢰도를 높임 - 또한 팬 기반의 네트워크를 구축하여 큰 집단의 시청자뿐 아니라 소규모의 팬을 그룹화시켜 타겟팅 - 기존 전자 및 가전제품 카테고리 위주 플랫폼으로 자리함
Xiaohongshu	2020	- 중국판 인스타그램으로 불리는 중국 내 최대 블로그플랫폼 - 전자상거래 플랫폼이 아니기 때문에 이용자의 목적이 구매보다는 제품 리뷰·라이프스타일 등에 있음 - 샤오홍슈의 관심 페이지, 쇼호스트 페이지, 예고, 추천 피드 등 많은 화면에 라이브커머스 노출 - 사용자는 주로 구매력이 높은 1~2선 도시의 젊은 여성 (사용자의 약 80%가 여성, 과반수의 사용자가 1~2선 도시에 거주) - 다양한 게시물 작성을 통해 경험을 추천·공유하며 사용자의 구매에 영향을 끼치는 'Planting grass' 문화가 있음 - 이용자에게 브랜드 이미지를 만들어주고 검색기능을 결합하여 제품 구매를 촉진 - 사용자가 공유한 동영상 및 사진의 해시태그로 상품 구입 가능. 뷰티 인플루언서가 많은 편으로, 주로 뷰티 상품 판매 - Xiaohongshu는 2022년 플랫폼의 라이브 스트리머 수가 전년 대비 337% 증가했고 라이브 쇼 수가 214% 증가했다고 발표
Bilibili	2022	- 동영상 공유 플랫폼으로, 주로 의류·패션 브랜드 위주로 구성 - Perfect Diary, Shiseido, Lancôme, Louis Vuitton, Fendi와 같은 많은 명품브랜드의 공식 채널을 보유 - 자체운영 매장·타오바오·징둥닷컴의 제품 판매하며, 서드파티 공급업체(다이슨, 로레알 등) 외부페이지로 연결되어 있음 - 이 전략은 도우인, 콰이쇼우 역시 초기에 유통 공급 비용을 줄이기 위해 사용했음 - 라이브커머스 성장을 위해 라이브방송 기준을 낮췄는데, 18세 이상·1000명 이상의 팬·4년 이상의 방송기록을 보유해야 함
WeChat	2021	- 중국 최대 메신저 위챗과 라이브커머스가 결합. 위챗페이까지 쉽게 연동 - 23년 '618 라이브스트리밍 페스티벌'을 개최. 소매업자들에게 노출 기회를 늘리고 더 많은 트래픽을 확보할 수 있게 함 - 2023년, 텐센트는 위챗 비디오 채널이 '회사 전체의 희망'이라고 언급하며 핵심 전략 사업부에 해당한다고 발표 - 이미 고소득층, 부유층 고객을 상당히 확보하여 럭셔리 쇼핑 라이브 플랫폼의 발판을 마련했다는 점에서 타 플랫폼과 차별화됨
현황	-	- 타오바오, 더우인, 콰이쇼우가 주요 플랫폼(라이브커머스 거래액 비율 70%) - 라이브커머스 분야만 비교하자면 더우인 39.9%, 타오바오 31.1%, 콰이쇼우가 29.7%의 점유율 추정(2020년 말 기준) - 라이브커머스 플랫폼 시청자 비중은 더우인과 콰이쇼우가 85%에 달하고 타오바오는 20%에 불과 - 틱톡과 콰이쇼우의 이용자 평균 일일 사용 시간은 약 110분, 타오바오 이용자의 일일 사용 시간은 약 22분(퀘스트모바일)

자료: 미래셋증권 리서치센터

그림 17. 디엔타오(타오바오) 라이브커머스



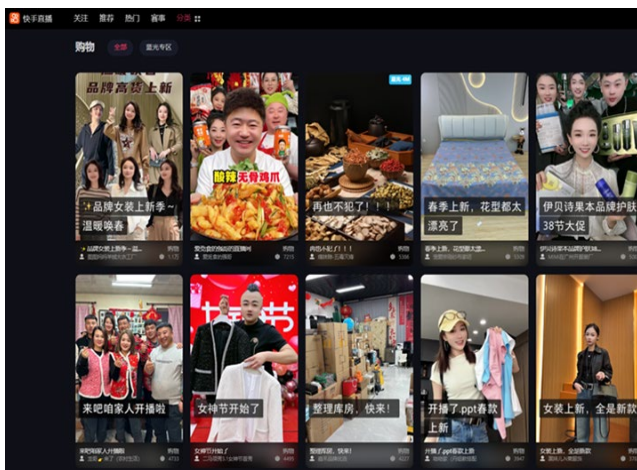
자료: 디엔타오, 미래에셋증권 리서치센터

그림 18. 도우인(틱톡) 라이브커머스



자료: 도우인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 19. 콰이쇼우 라이브커머스



자료: 콰이쇼우, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. 샤오홍슈 라이브커머스

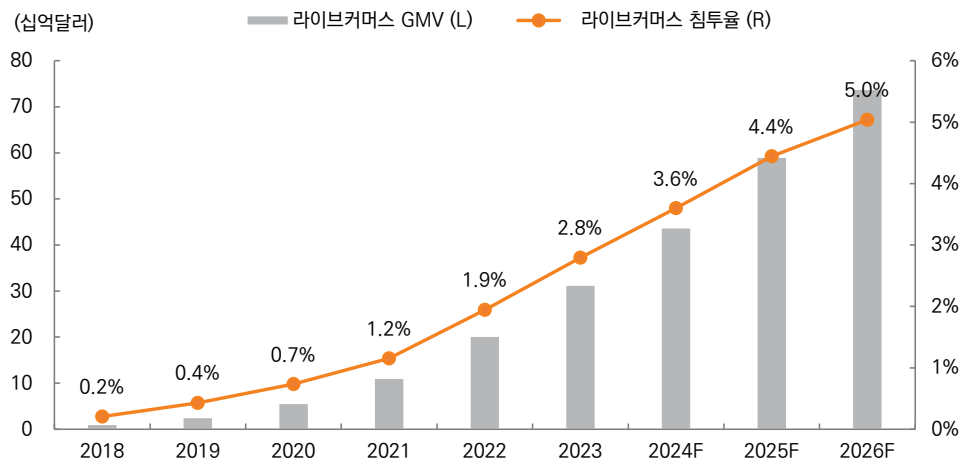


자료: 샤오홍슈, 미래에셋증권 리서치센터

미국 라이브커머스 시장

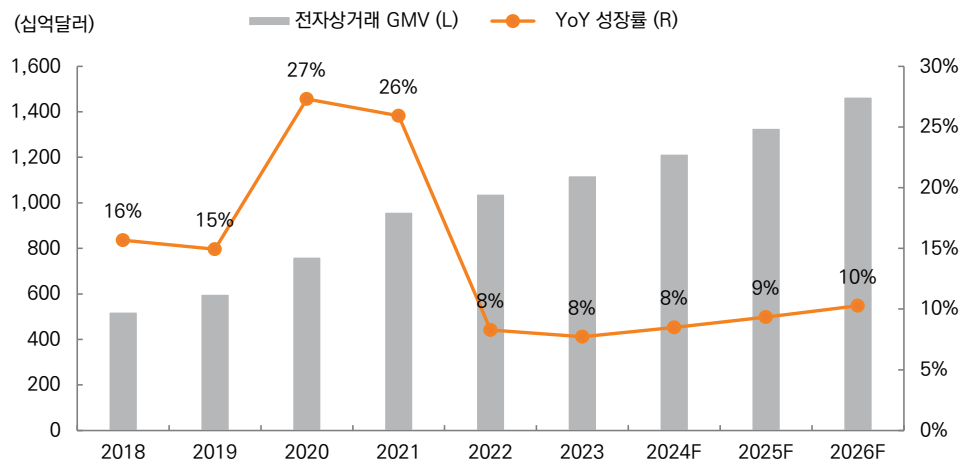
미국 라이브커머스 시장 규모는 2023년 310억달러에서 2026년 740억달러 규모로 성장(CAGR +33%)할 전망이다. 전자상거래 시장 내 라이브커머스 침투율은 2020년 0.7%에 불과했으나 2023년 2.8%까지 상승했고, 2026년 5.0%까지 높아질 전망이다. 2020년 이후의 급격한 침투율 상승은 코로나 이후 온라인으로 유입된 고객들을 유지하기 위해 기업들이 라이브커머스를 본격적으로 확대하기 시작한 데 기인한다. 10~20대가 라이브커머스 주 고객층이며 패션, 뷰티 상품 비중이 가장 높은 것으로 추정된다. 라이브커머스 주요 플랫폼으로는 페이스북, 인스타그램, 틱톡, 아마존이 존재한다.

그림 21. 미국 라이브커머스 시장, 침투율



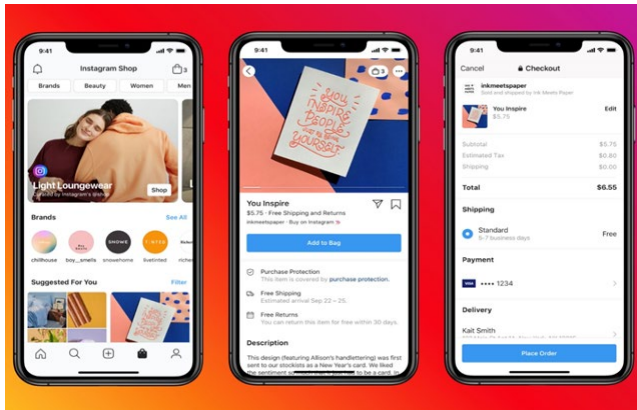
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 22. 미국 전자상거래 시장 전망



자료: 미국 상무부, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 23. 페이스북 라이브커머스



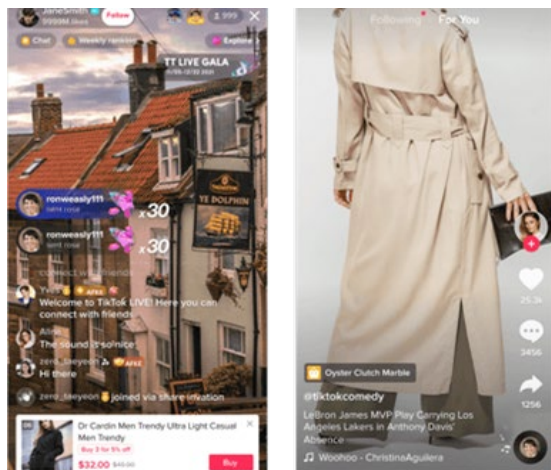
자료: 페이스북, 미래에셋증권 리서치센터

그림 24. 인스타그램 라이브커머스



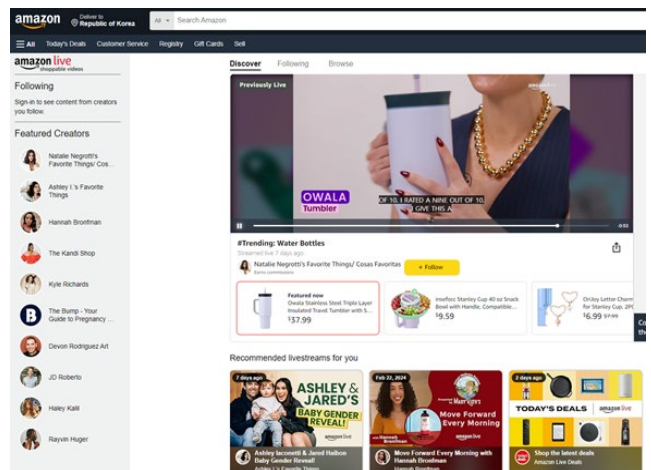
자료: 인스타그램, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 틱톡 라이브커머스



자료: 틱톡, 미래에셋증권 리서치센터

그림 26. 아마존 라이브커머스



자료: 아마존, 미래에셋증권 리서치센터

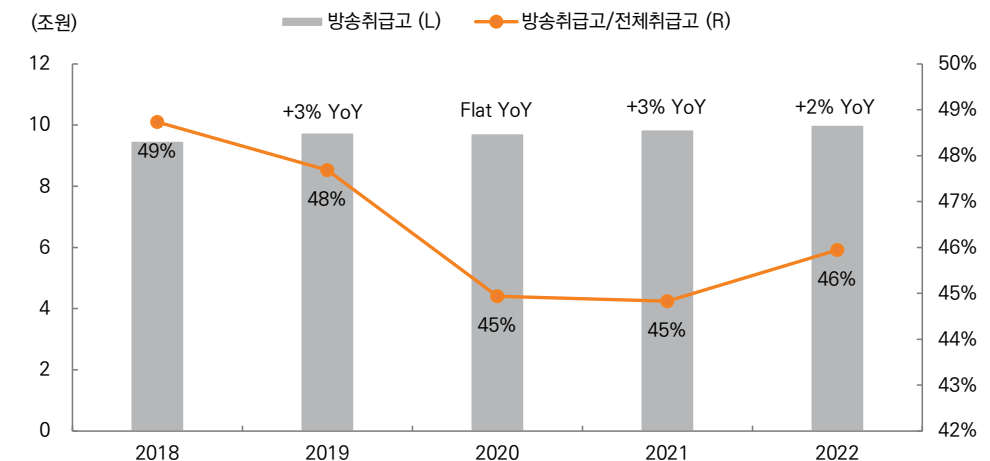
패러다임의 변화: 영상 플랫폼, 숏폼 콘텐츠로의 전환

모바일 전환과 TV홈쇼핑의 몰락

TV홈쇼핑의 몰락과 함께 라이브커머스 성장이 더욱 가속화될 전망이다. 고속 성장을 지속해온 전자상거래 시장과 달리 국내 TV홈쇼핑 방송취급고는 5년 동안 10조원 수준에 머물러있다. TV홈쇼핑 기업들의 방송 매출 비중은 2018년 61%에서 2022년 49%까지 감소했고 방송매출액 대비 송출수수료 비중은 46%에서 66%까지 증가했다.

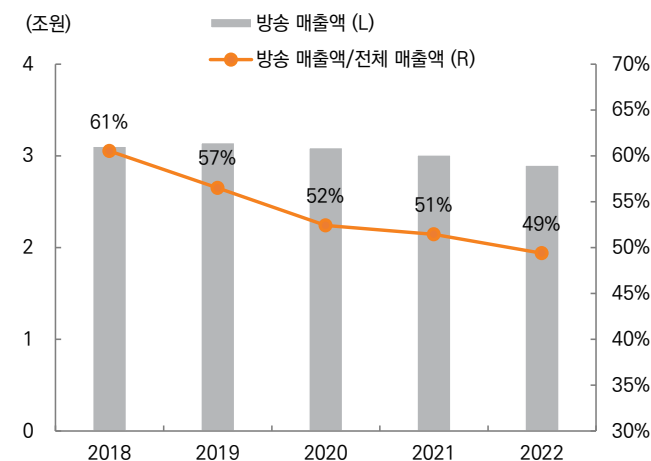
스마트폰의 등장 이후 사람들이 주로 머무르는 플랫폼이 모바일이 됨에 따라 TV홈쇼핑을 노출시킬 수 있는 절대적인 시청자 수(Q)가 급감하고 있다. 시청자에 대한 타겟팅이 실질적으로 불가능하다는 점도 치명적인 단점으로 여겨지고 있다. 라이브커머스는 TV홈쇼핑과 달리 메시지를 기반으로 상품 구매에 관심이 있을 유저들을 방송 시간에 맞춰 타겟팅을 하는 것이 가능하다.

그림 27. 국내 TV홈쇼핑 방송취급고 추이



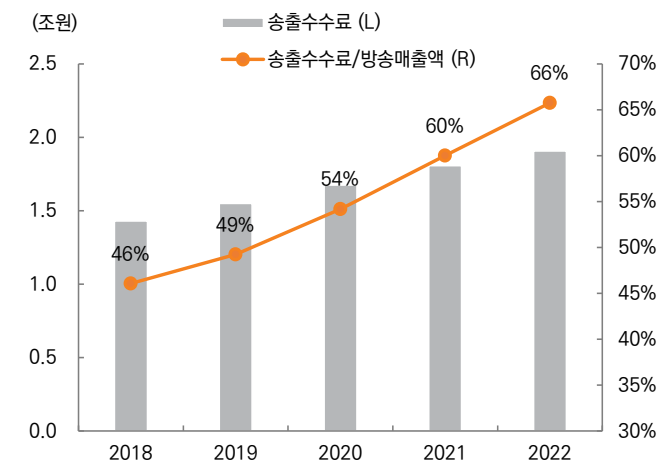
자료: 한국TV홈쇼핑협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 28. 국내 TV홈쇼핑사 방송 매출액 추이



자료: 한국TV홈쇼핑협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 29. 국내 TV홈쇼핑사 송출수수료 추이

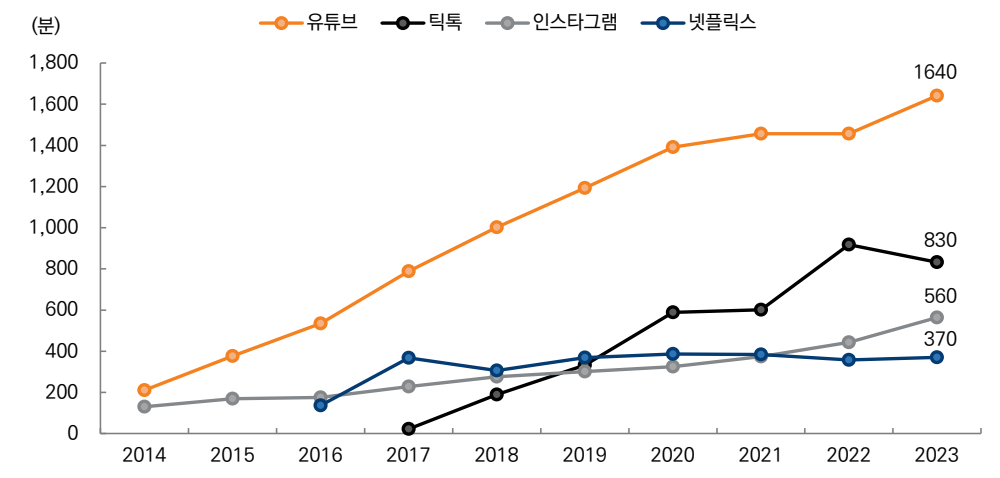


자료: 한국TV홈쇼핑협회, 미래에셋증권 리서치센터

주류가 된 영상플랫폼

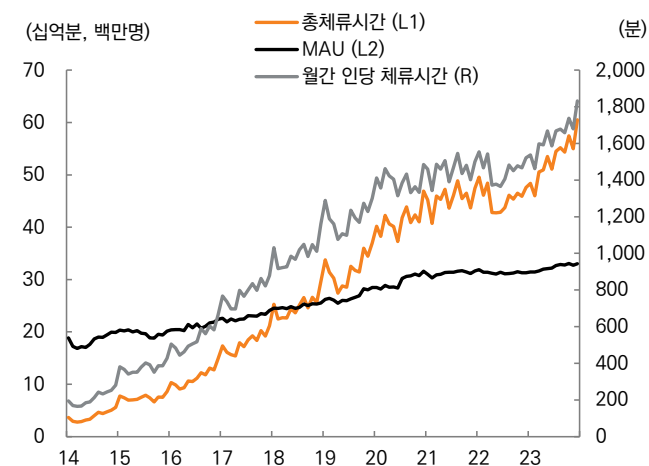
2010년대 이후 스마트폰 보급률이 상승하고 제품 고사양화가 이뤄지면서 TV나 PC가 아닌 폰으로 영상을 보며 여가를 즐기는 것이 일반화되었다. 1) 동영상 플랫폼(유튜브, 넷플릭스 등), SNS 영상 플랫폼(인스타그램, 틱톡 등)의 유저가 늘어남에 따라, 2) 광고 주들이 영상 플랫폼들로 유입되면서 콘텐츠 생산이 돈이 되기 시작하고, 3) 이에 따라 콘텐츠 공급자가 급증해 콘텐츠가 늘어나고, 4) 즐길 콘텐츠의 양과 질이 증가함에 따라 5) 유저가 다시 증가하는 선순환 구조가 완성되었다. 국내 유튜브 유저의 월평균 체류시간은 2014년 200분에서 2023년 1,600분 수준까지 상승했다.

그림 30. 국내 주요 영상 플랫폼 월평균 체류시간 추이



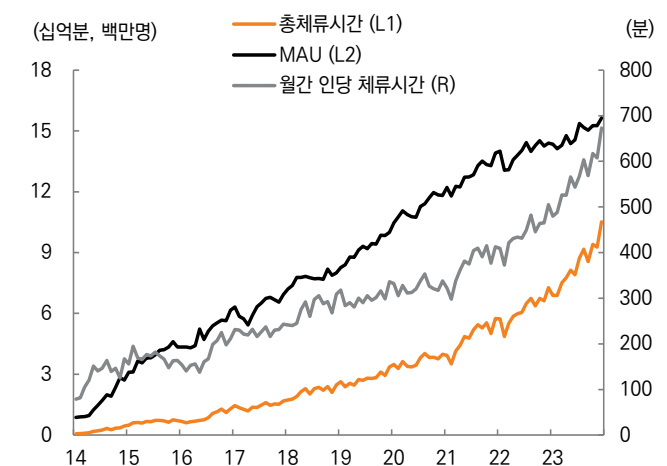
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 31. 국내 유튜브 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)



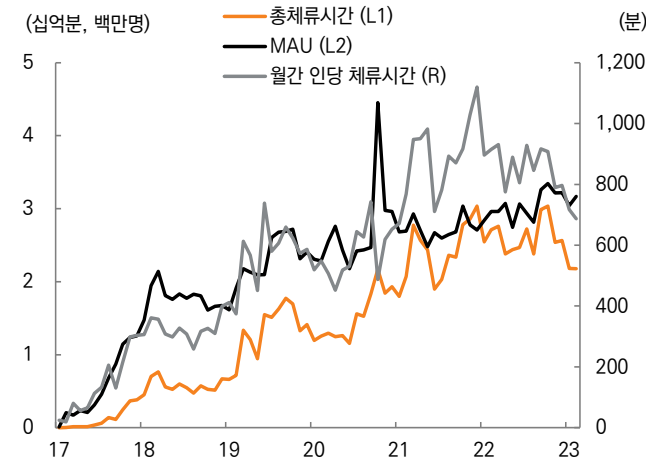
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 32. 국내 인스타 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)



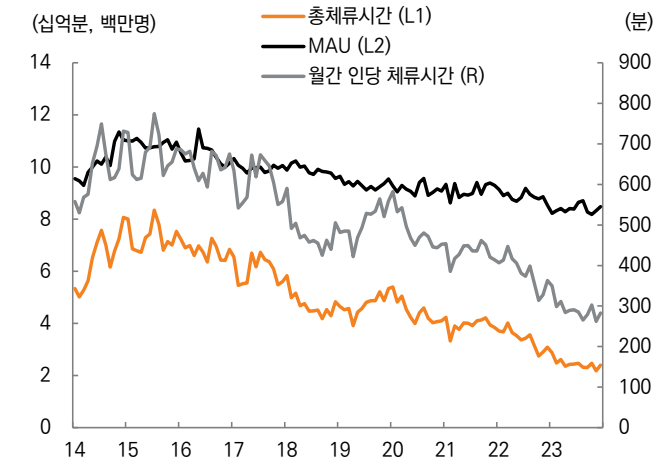
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 33. 국내 틱톡 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)



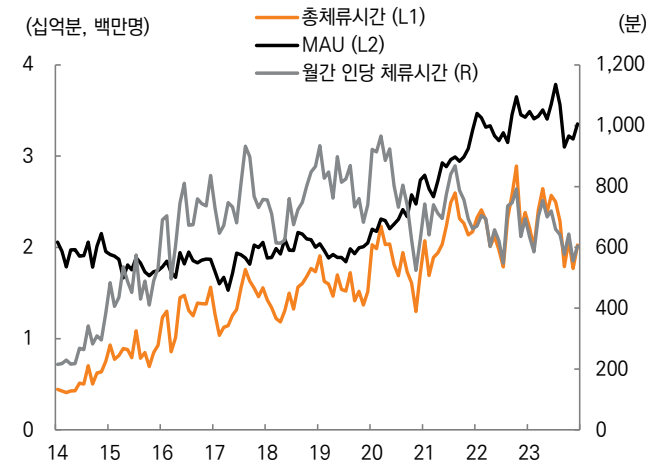
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 34. 국내 페이스북 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)



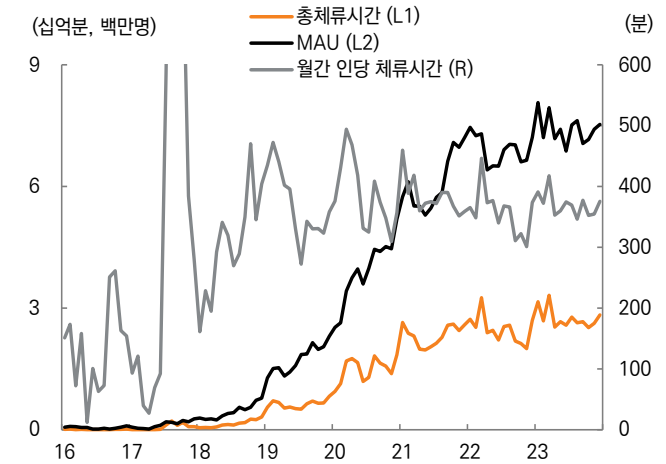
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 35. 국내 X(트위터) 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)



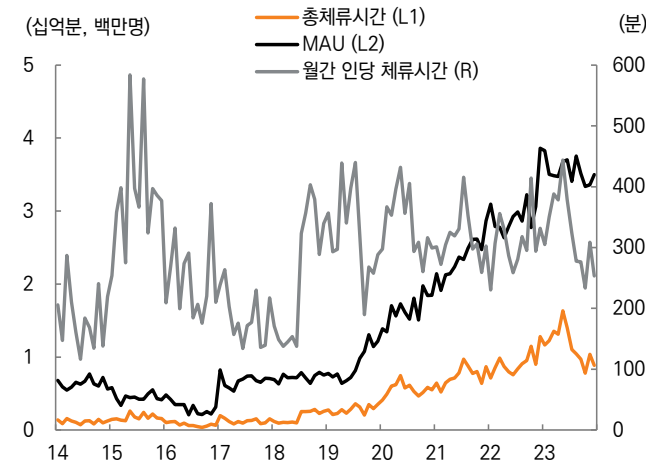
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 36. 국내 넷플릭스 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)



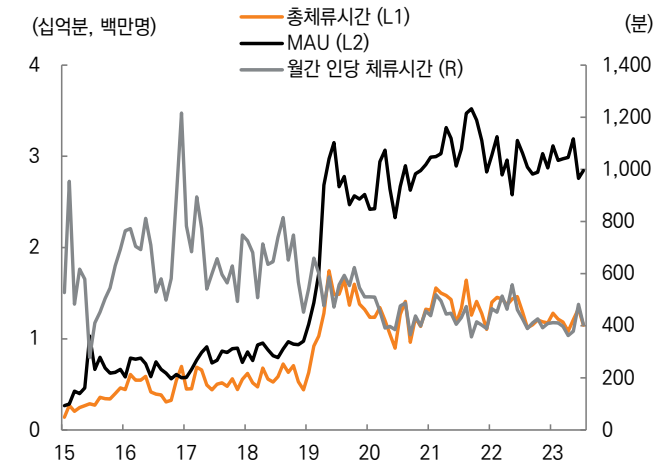
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 37. 국내 티빙 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)



자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 38. 국내 웨이브 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)



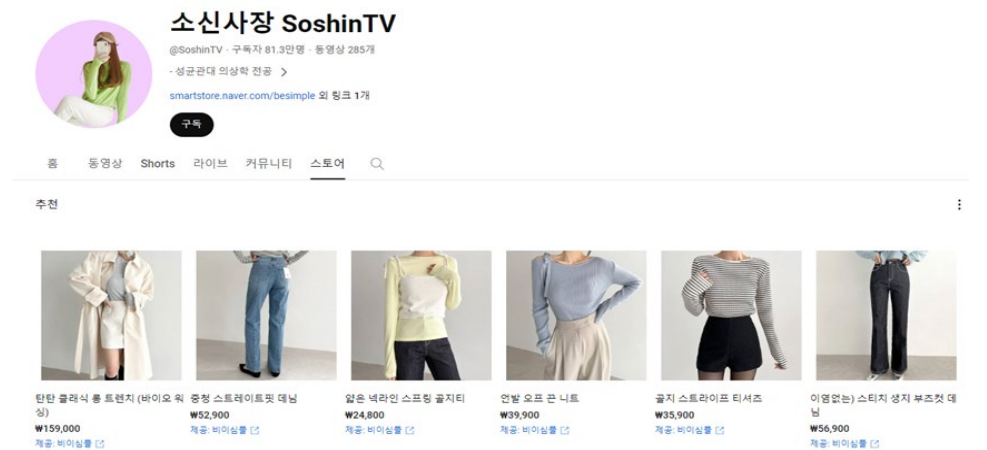
자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

영상 플랫폼 내 커머스 본격화

영상 플랫폼이 주류 플랫폼으로 떠오름에 따라 이커머스와의 결합이 본격화되고 있다. 라이브커머스는 시청자와의 쌍방향 대화로 정보를 주목받을 수 있어 구매전환율이 높다. 국내 라이브커머스 구매 전환율은 5~10% 수준으로 일반 전자상거래 구매 전환율(0.3%~1%)을 크게 상회한다.

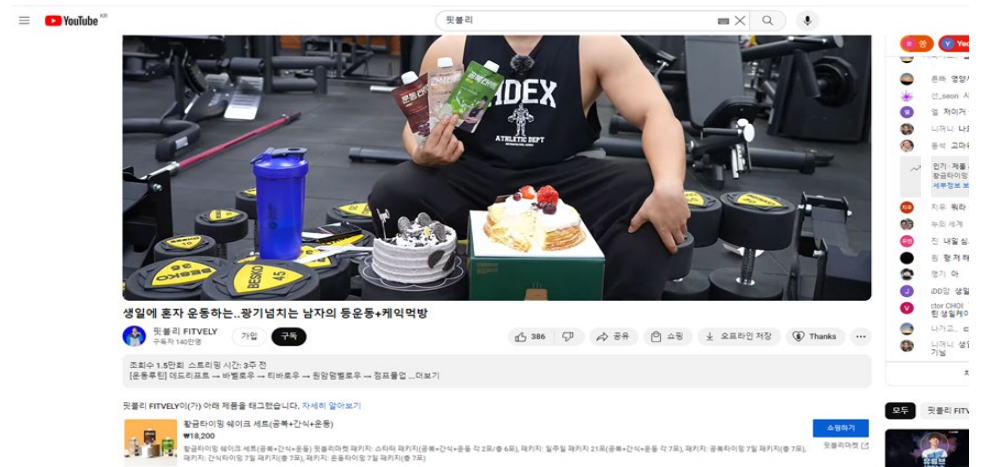
구글이 유튜브 쇼핑을 통해 유튜브를 커머스 플랫폼으로 변화시키는 시도를 하고 있는 점이 대표적이다. 유튜브 쇼핑은 크리에이터가 유튜브에서 손쉽게 본인의 스토어나 다른 브랜드의 제품을 홍보할 수 있게 해주는 기능이다. 유튜브 쇼핑을 이용하면 1) 본인 스토어를 유튜브에 연결해 콘텐츠에서 제품을 추천, 2) 콘텐츠에 다른 브랜드 제품을 태그, 3) 쇼핑 분석을 통해 태그된 제품의 실적을 확인할 수 있다. 일반 동영상, 쇼츠 동영상, 라이브 스트리밍 모두에서 가능하다.

그림 39. 소신사장 유튜브 자체 스토어 광고 (카페24 연동)



자료: 소신사장 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 40. 핏블리 유튜브 라이브쇼핑 예시 (카페24 연동)



자료: 핏블리 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

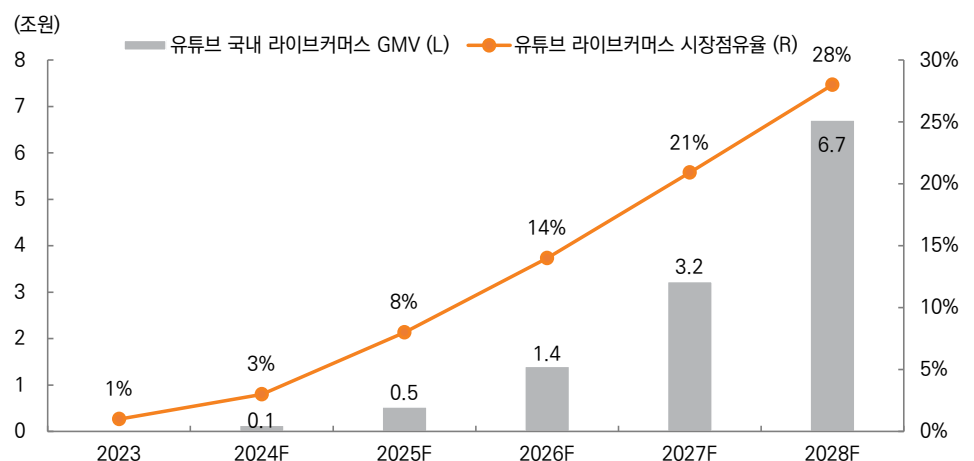
유튜브의 성장 잠재력은 얼마나 될까?

구글은 국내 이커머스 업체들과 파트너십을 맺고 사업을 본격화하고 있다. 22년 12월 시작된 카페24와의 협업이 대표적이다. 기존에는 쇼핑몰을 연결해서 유튜브 쇼핑으로 상품을 판매하는 경우 상품의 가격 변동이 있을 때 자체 쇼핑몰과 유튜브 쇼핑몰의 정보를 각각 수정해야 하는 불편함이 존재했다. 카페24는 두 쇼핑몰을 연동해 자체 쇼핑몰 상품 정보를 수정하면 변동 사항이 바로 유튜브 쇼핑 탭에 반영되게 하는 서비스를 제공하고 있다. 23년 12월에는 구글이 카페24를 상대로 260억원 규모의 전략적 투자를 단행하기도 했다.

카페24 유튜브쇼핑 연동 서비스는 D2C(소비자 대상 직접 판매)를 추구하는 쇼핑몰에 매력적인 선택지가 되고 있다. 유튜브 라이브와 영상 콘텐츠에서 채널 내 스토어 탭에 상품 사진, 가격 등 정보를 노출하면서 소비자를 D2C 쇼핑몰로 쉽게 유인할 수 있기 때문이다. 카페24는 지난 3분기 유튜브 쇼핑 연동 서비스를 사용한 쇼핑몰 수가 2분기 대비 59%, 1분기 대비 216% 증가했다고 밝힌 바 있다.

유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 28년 6.7조원에 이를 전망이다. 유튜브의 국내 라이브커머스 점유율은 28년 28%까지 증가해 선두인 NAVER의 아성을 위협할 것이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 28년 1.9% 수준까지 상승할 전망이다. 시장의 공격적인 기대치보다는 느린 침투율 상승이 예상되는데 이는 구글이 규제 등에 대한 이슈로 커머스에 대한 공격적인 드라이브를 걸지 않고 있기 때문이다.

그림 41. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

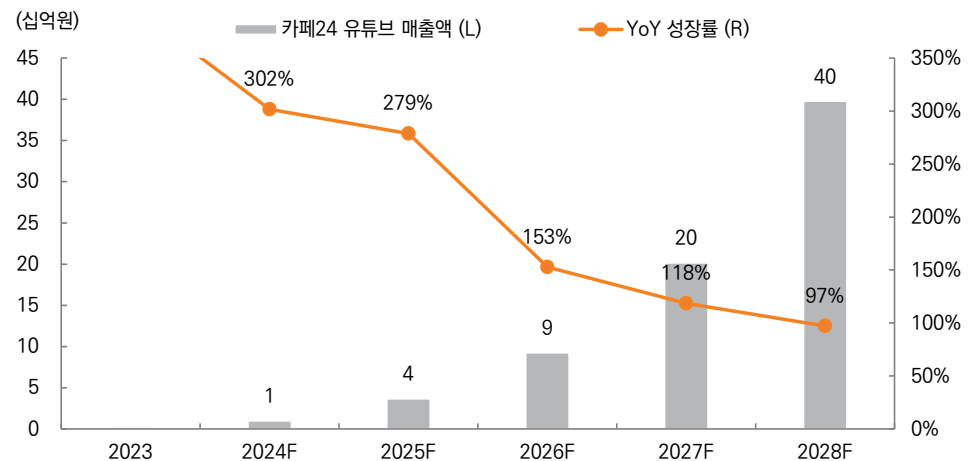
유투브쇼핑 성장의 최대 수혜주로 예상되는 카페24의 28년 유투브 GMV는 5조원, 매출액은 400억원이 예상된다. 카페24가 유투브쇼핑에 대해 독점 권한을 갖고 있는 것은 아니나 독과점에 가까운 지위를 유지할 것으로 보인다. 유투브 거래액 연동 매출은 0.8% 수준의 결제수수료가 존재(그 외는 미비)한다. 카페24 페이먼트 비중이 높아질 경우 매출인식률은 2% 수준으로 올라갈 수도 있으나 결제 지급수수료의 증가로 수익성 측면에서의 기여는 기존 PG사를 이용하는 경우와 비슷할 전망이다.

표 2. 유투브 라이브커머스 GMV, 카페24 유투브 매출액 전망

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
전자상거래 시장 GMV (조원)	226	247	271	298	328	361
YoY 성장률	7.8%	8.9%	9.8%	10.0%	10.1%	10.2%
라이브커머스 GMV (조원)	3.0	4.4	6.6	10.0	15.5	24.0
라이브커머스 침투율	1.3%	1.8%	2.4%	3.4%	4.7%	6.6%
YoY 성장률	45%	47%	50%	52%	54%	55%
유투브 국내 라이브커머스 GMV (조원)	0.0	0.1	0.5	1.4	3.2	6.7
라이브커머스 시장점유율	1%	3%	8%	14%	21%	28%
전자상거래 시장점유율	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	1.0%	1.9%
유투브 GMV YoY 성장률			299%	166%	130%	108%
카페24 유투브 GMV (조원)		0.1	0.5	1.2	2.5	5.0
유투브쇼핑 내 카페24 점유율		91%	86%	82%	78%	74%
카페24 유투브 매출액 (십억원)	0.2	1.0	3.7	9.2	20.2	39.8
YoY 성장률		302%	279%	153%	118%	97%

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 42. 카페24 유투브 매출액 전망



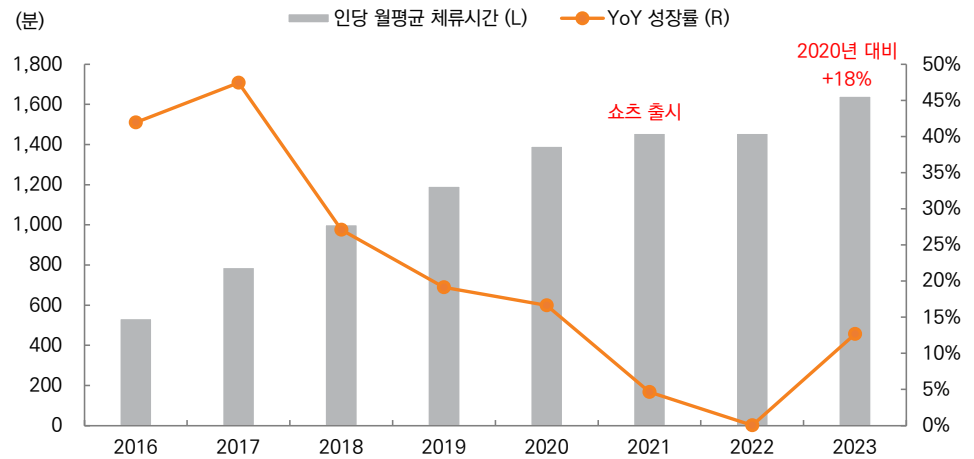
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

숏폼 인기 가속화. 라이브커머스도 숏폼이 대세

2020년 이후 영상 플랫폼 내 숏폼(1분 이내 짧은 영상)의 인기가 가속화되고 있다. 자극적인 콘텐츠를 빠르고 반복적으로 볼 수 있다 보니 롱폼 콘텐츠 대비 중독성이 높다. 숏폼의 인기는 성장세가 다소 둔화되었던 주요 영상 플랫폼들의 체류시간 증대로 이어지고 있다.

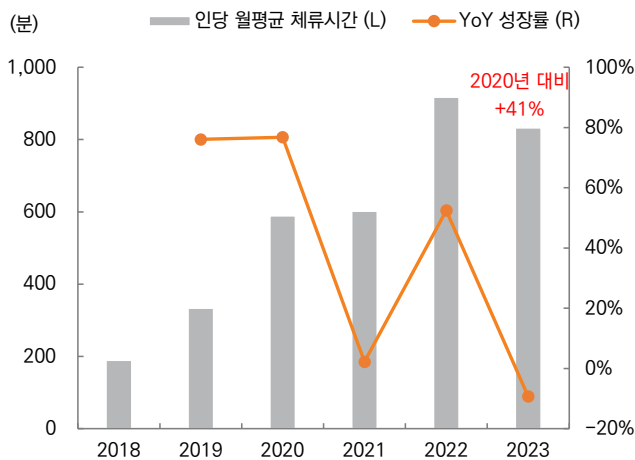
국내 유튜브 인당 월평균 체류시간은 쇼츠 정식 출시 이전인 2020년 대비 18% 증가했다. 체류시간 성장세가 둔화되고 있던 인스타그램은 2021년 릴스 출시 이후 급격한 체류시간 상승을 경험했다. 국내 인스타그램 인당 월평균 체류시간은 2020년 대비 71% 증가했다. 숏폼 특화 플랫폼인 틱톡 체류시간은 동기간 41% 증가했다.

그림 43. 유튜브 인당 월평균 체류시간(국내)



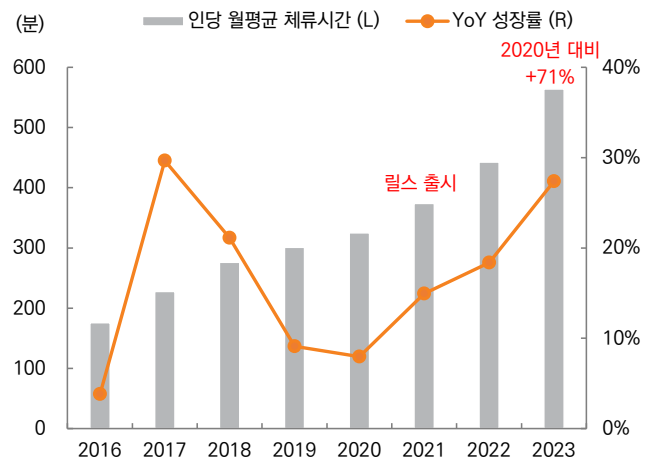
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 44. 틱톡 인당 월평균 체류시간(국내)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 45. 인스타그램 인당 월평균 체류시간(국내)

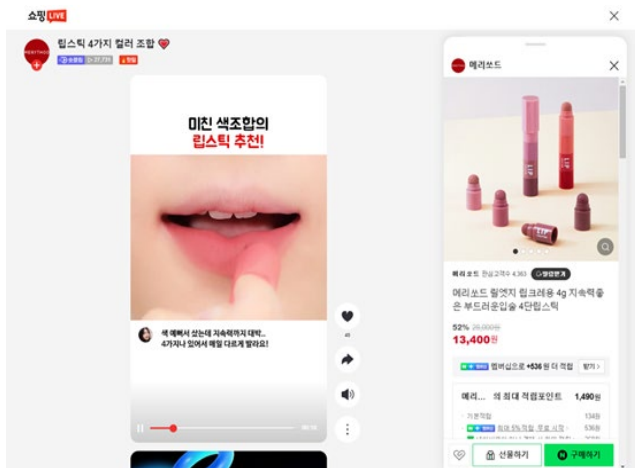


자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

숏폼이 영상 콘텐츠 내에서도 주류로 떠오르면서 이커머스와 결합이 본격화되고 있다. 틱톡, 인스타 릴스, 유튜브 쇼츠 등에서 크리에이터가 상품을 광고하고 구매를 유도하는 것을 보는 것이 더 이상 어렵지 않다. 인플루언서뿐만 아니라 일반인도 쇼츠를 활용한 상품 홍보에 뛰어들고 있다. 일반인들이 만든 쇼츠를 기업들이 보상을 주고 구매해 본인들의 마케팅에 활용하고 있다.

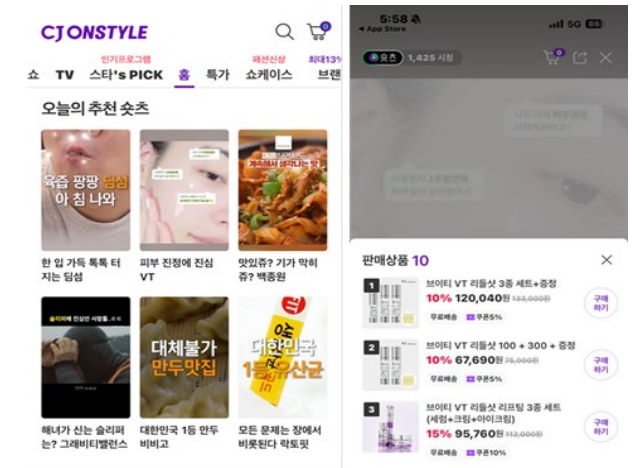
기존 이커머스 업체들은 숏폼을 직접 제작하여 상품에 대한 집중도를 높이는 마케팅 전략을 본격화하고 있다. 라이브커머스 방송을 짧게 편집하는 영상뿐만 아니라 브랜드와 상품 특징을 설명하는 영상도 별도 제작하는 식이다. CJ온스타일, GS샵, 롯데홈쇼핑, 11번가, 티몬 등이 이미 숏폼 콘텐츠를 통한 마케팅을 전개하고 있다.

그림 46. 네이버쇼핑 숏폼 예시



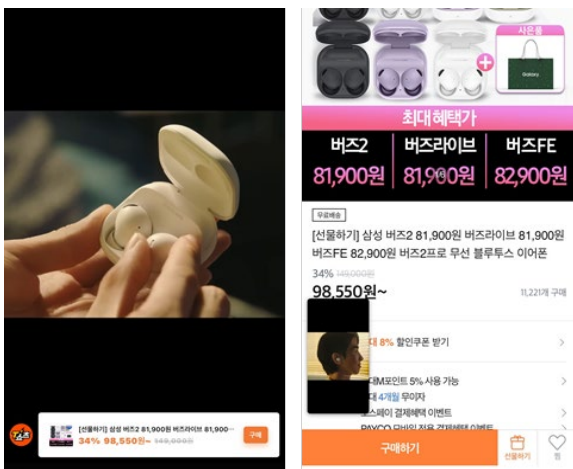
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 47. CJ온스타일 숏폼 예시



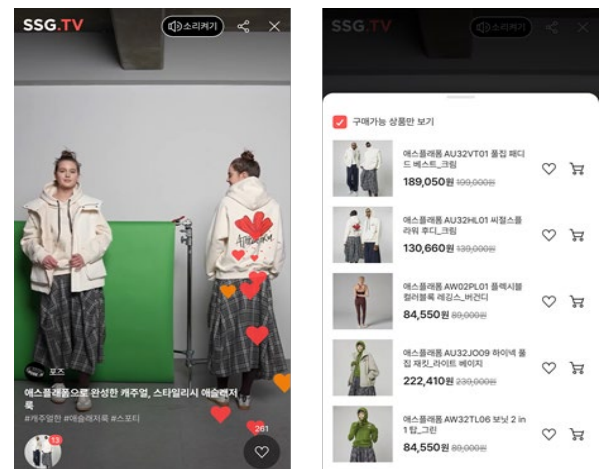
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 티몬 숏폼 예시



자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. SSG닷컴 숏폼 예시



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 국내 커머스사 숏폼 현황

커머스사	숏폼 콘텐츠명	특징
네이버쇼핑라이브	숏클립	- 라이브나 동영상 10초~2분 길이의 영상으로 재편집하여 제공 - 라이브를 진행하지 않아도 숏폼 콘텐츠 업로드 가능 - 직접 제작도 가능하고, 네이버의 이미지 분석 기술로 상품구간 자동 추출도 가능 - 네이버 쇼핑라이브의 평균 체류시간이 2분이기 때문에 약 2분 동안 반복재생
네이버쇼핑라이브	맛보기숏폼	- 본방송 시작전, 판매자가 실시간 문답형식으로 빠르게 제품을 설명하는 라이브커머스 서비스 - 러닝타임은 기존 라방의 1/6밖에 안되는 10분 내외로 마감, 전문 쇼호스트가 아닌 '틱톡커'가 진행 - 콘텐츠의 즐거움을 함께 제공해 판매 효율 상승, 소비자 유입, 이탈 방지 효과를 노림
GS샵	숏픽	- GS샵이 보유한 채널에서 송출된 상품 판매 영상을 1분 내외로 편집해 보여주는 숏폼 콘텐츠 - 패션, 뷰티, 식품 등 주목도가 높은 상품군으로 약 1000개 콘텐츠를 선별해 앱의 첫 화면에 노출 - 시청 데이터와 고객 구매 데이터를 제공하고 고객이 직접 숏픽을 만들어 공유할 수 있게 할 계획
CJ온스타일	추천 숏츠	- 10~30초 가량의 숏폼 영상과 상품 구매 페이지가 연결 - 식품 탭을 시범 운영했고, 올해 패션, 뷰티, 라이프스타일 등 카테고리별 확장해 AB 테스트를 진행 - 2025년까지 숏폼과 TV, 모바일 라이브커머스, 유튜브 등을 연계해 영상 콘텐츠 확장할 계획
SSG닷컴	썩티비	- 상품 영상 큐레이션 서비스로, 현재 포즈 등에 숏폼을 도입하여 운영 중 - 15초 단위의 숏폼 콘텐츠를 좌우로 넘기며 볼 수 있고, 원하는 상품을 소개로 빠른 이동 가능 - 시청 도중 연관 상품이 노출되면 구매까지 바로 연결 가능
11번가	플레이	- 올해 1월 24일 출시된 숏폼 서비스로 상품페이지 직접 연결 및 구매 가능 - 제품 사용 후기, 추천상품, 활용법 등 쇼핑 관련 콘텐츠와 여행, 생활꿀팁 등 다양한 콘텐츠를 제공 - 전문 콘텐츠 제작자 영상, 11번가 판매자 영상, 11번가 자체 영상 등 여러 영상으로 구성 - 콘텐츠 제작 계약을 맺은 '11크리에이터'를 100명에서 향후 500명으로 확대할 계획
롯데홈쇼핑	엘라이브	- 판매채널 다각화를 시도하며 모바일라이브에 엘라이브 숏클립 콘텐츠 업로드 - 공식 유튜브 채널 '롯데홈'에 매일 숏폼 콘텐츠를 업로드하며 신규 고객 유입 시도 중
무신사	숏TV	- 10~30초 길이의 영상으로 브랜드의 신상품, 이벤트 정보 등을 공유하는 큐레이션 영상 서비스 - 소비자에게 특정 제품, 브랜드를 소개하며 컨셉별 코드 제안이나 패션 제품 연출팁 등도 공유
티몬	티몬플레이	- 라이브커머스 편집 영상은 물론, 언박싱, 생활 정보, 일반 흥미 중심의 숏폼 콘텐츠 비중도 확대 - '티비온'에서 숏폼 콘텐츠, 개방형 라이브까지 아우르는 플랫폼으로 변환하며 '티몬플레이'로 리뉴얼
플룩스	페퍼로니(PPM)	- 1~3분 내외의 숏비디오 영상으로 구매결정에 결정적인 정보들만 축약 제공 - 재시청과 공유가 용이하여 각종 SNS 활용도가 높음 - 영상제작 경험이 없는 브랜드를 위하여 페퍼로니 편집팀이 숏폼 형태로 제작해주는 서비스도 제공
WEGGLE	WEGGLE	- 숏폼영상에 커머스를 접목한 플랫폼으로 30초내의 짧은 제품 동영상을 보고 구매 가능 - 숏폼 구매리뷰 작성 시 리뷰를 통해 발생한 판매수익을 리워드형태로 유저가 받을 수 있게 함 - 23년 11월 '퍼스널 커머스관'을 오픈하여 인플루언서의 개성을 살린 숏폼 영상을 활용할 수 있게 함

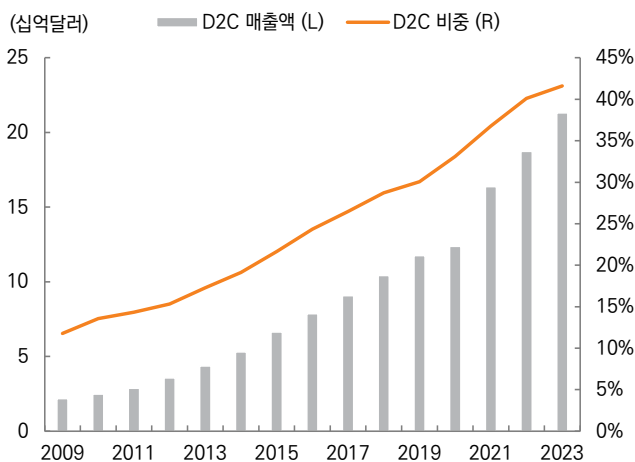
자료: 미래에셋증권 리서치센터

D2C 전략과 궁합이 좋은 라이브커머스

브랜드들이 궁극적으로 추구하고자 하는 판매 방식은 D2C(Direct to Consumer, 소비자 직접 판매) 방식이다. 현재 글로벌에서 보편화된 전자상거래 판매 방식은 중개 플랫폼을 거친 판매 방식이다. 국내 쿠팡/NAVER, 미국 아마존/월마트/이베이, 일본 라쿠텐/아마존, 중국 알리바바/징둥 등 주요 국가들 모두 플랫폼 사업자가 전자상거래 시장을 지배하고 있다. 중개 역할을 하는 플랫폼이 직매입을 통한 판매를 하는지, 오픈마켓을 통한 판매를 하는지 정도의 차이만 있을 뿐이다.

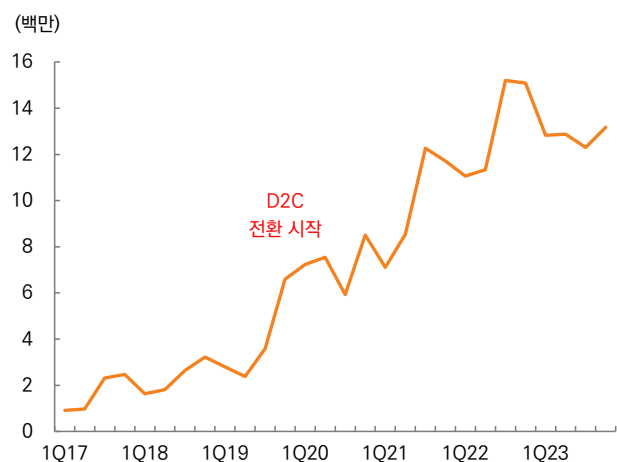
브랜드들이 D2C 방식의 판매를 한다면 유통 단계가 단순화됨에 따라 유통 단계에서의 수수료는 절감될 수 있으나 재고 관리에서의 어려움도 동시에 발생하게 된다. 2019년 오픈마켓이 아닌 자사몰에서의 판매로 유통 경로를 전환하기 시작했던 나이키가 대표적인 케이스다. 나이키의 D2C 판매 비중이 꾸준히 상승하고 있지만 자체몰 고객 관리 및 재고 관리에서 어려움을 겪으면서 유의미한 수준의 수익성 개선이 이루어지지 않았다. 이는 D2C 전략을 성공하기 위해서는 자체몰에 대한 지속적인 신규 이용자 유입 및 높은 수준의 유저 리텐션이 유지되어야 함을 시사한다.

그림 50. 나이키 연도별 D2C 매출 비중 추이



자료: 나이키, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 나이키 앱 분기 다운로드 추이

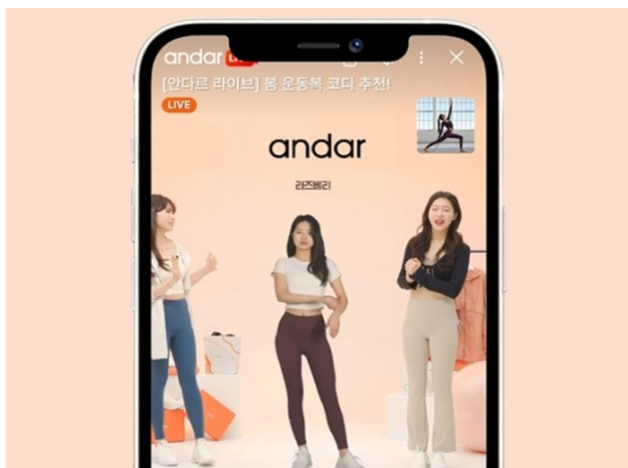


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스는 D2C 전략의 성공을 위한 지속적인 신규 이용자 유입과 유저 리텐션의 유지에 도움을 줄 수 있다. 라이브커머스를 통하면 브랜드와 소비자들과의 직접적인 접점이 늘어나고 소통이 쉬워지기 때문이다. 국내 브랜드 중에서는 안다르 케이스가 대표적이다. 안다르는 2023년 2월 '안다르 라이브'를 론칭하고 소비자의 직접 소통을 강화하고 있다. 이와 동시에 오프라인을 제외한 기존 온라인 유통 채널에 대한 프로모션 의존도는 대폭 낮춰 자사몰로의 유입을 유도하고 있다.

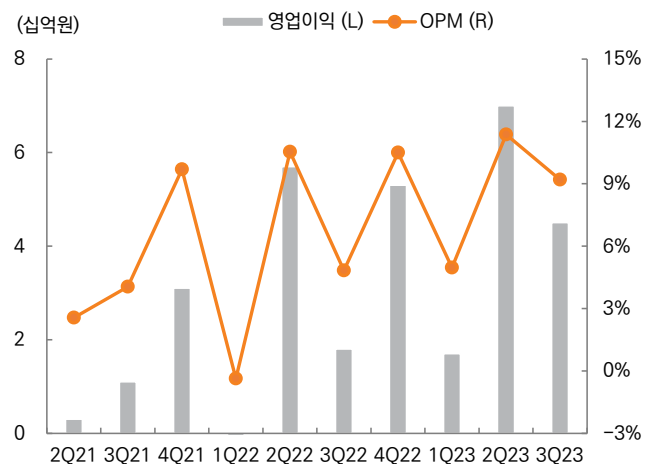
라이브커머스는 대형 브랜드뿐만 아니라 중소기업인의 D2C 전환도 가속화시킬 전망이다. 판매 제품군에 대한 영향력이 높은 크리에이터를 보유했을 경우 D2C 전환 효과를 볼 것이다. 80만 패션 유튜버 소신사장이 운영하는 쇼핑몰 비이심플의 경우 유튜브 쇼핑을 연동한 이후 급격한 매출 상승 및 트래픽 증가를 경험하고 있다. 작년 말 라이브 방송 접속자 수는 4천명에 달했으며, 방송 이후 나흘간 매출이 18배 가까이 상승하기도 했다.

그림 52. 안다르 라이브



자료: 안다르, 미래에셋증권 리서치센터

그림 53. 안다르 분기 영업이익, OPM 추이



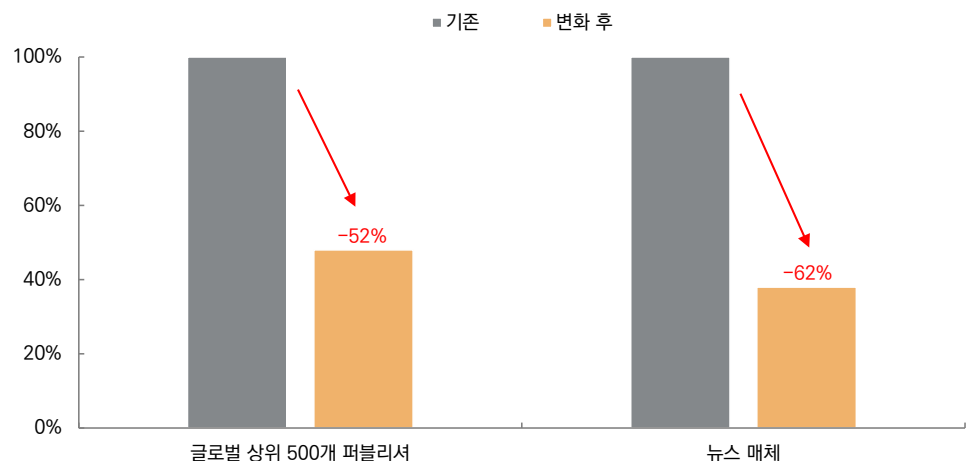
자료: 에코마케팅, 미래에셋증권 리서치센터

쿠키리스 시대 돌입에 따른 반사 수혜

쿠키리스 시대로의 돌입은 라이브커머스 시장 성장을 가속화할 가능성이 높다. 1위 웹 브라우저 플랫폼 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원을 중단함에 따라 언론사를 비롯한 전반적인 매체들의 광고 타격이 본격화될 전망이다. 구글 크롬의 웹브라우저 시장 점유율은 65% 이상에 달하는 것으로 추정된다. 구글이 2019년 글로벌 상위 500개 퍼블리셔를 대상으로 조사한 결과 쿠키 제공이 사라질 시 매체당 평균 광고 수익은 52% 감소, 그 중에서도 뉴스 매체는 62% 감소할 것으로 추정되었다.

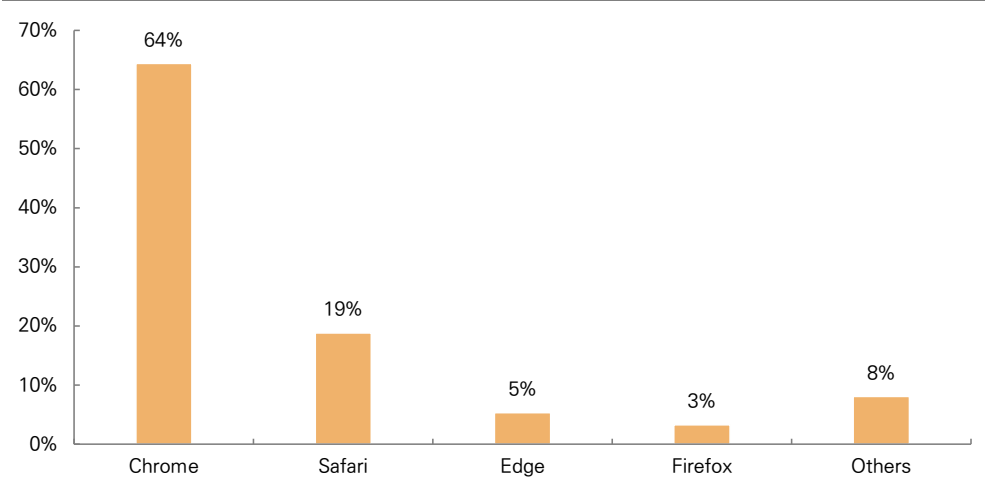
경쟁 웹 브라우저를 운영하는 애플은 2017년부터 일찌감치 ITP(Intelligent Tracking Prevention, 지능형 추적 방지)를 도입해 서드파티 쿠키를 삭제해오고 있다. 2021년에는 ATT(App Tracking Transparency, 앱 추적 투명성)를 도입해 사용자의 승인 없이 개인정보를 추적하는 것을 금지시켰다. 기존에 동의였던 기본값이었던 개인정보 추적 기능 설정을 부동의로 전환한 것이다.

그림 54. 쿠키 제공 중단에 따른 온라인 매체 수익 변화 예상(구글 조사)



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 55. 웹브라우저 점유율 현황 (23년 1월 기준)



자료: Statcounter, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 애플, 구글 쿠키 정책 타임라인

구분	시기	내용
구글	2020.02	크롬에서 2년 내 써드파티 쿠키 지원 중단 발표
	2021.03	쿠키를 대신할 신기술 '플록'의 개발자용 평가판을 크롬에서 출시
	2021.06	크롬의 쿠키 퇴출 시기 2년 연기
	2022.01	쿠키 대안 '플록'을 대체할 새로운 관심기반광고시스템 '토픽API' 공개 & '플록' 프로젝트 종료
	2023.12	크롬 브라우저에 웹사이트의 써드파티 쿠키 접근을 차단하는 '추적보호' 기능 도입
	2024.01	크롬 사용자 일부(1%)가 생성하는 쿠키의 수집 제한
애플	2017.06	인텔리전트 트래킹 프리벤션 기능 출시 (서드파티 쿠키 차단 위해)
	2019.05	크롬에 서드파티 쿠키 차단 기능 기본 탑재 발표
	2020.03	사파리 13.1 업그레이드, 기본적으로 모든 서드 파티 쿠키 완전 차단
	2020.06	개인 정보 보호 정책 새로 발표 - 유저 트래킹 정보 더는 기본 제공하지 않음
	2021.04	애플 IOS 14.5버전 업데이트 - 앱 추적 투명성(ATT) 정책을 통해 광고식별자(IDFA) 제한

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 제로/퍼스트/세컨드/서드파티 데이터 구분

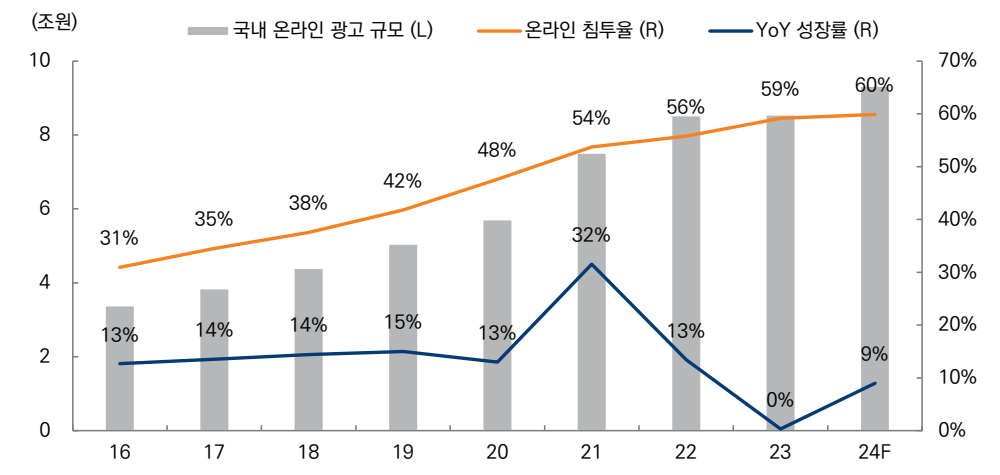
종류	특징	장점/단점
제로파티 데이터	- 고객이 자발적으로 기업에 제공하는 데이터 - 설문조사 혹은 고객 가입 정보를 의미 - 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없는 정보	- 장점: 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없다는 점에서 희소성 - 고객이 직접 제공하기 때문에 정확도와 관련성이 매우 높음 - 단점: 자발적으로 정보를 제공하는 고객을 확보하는 데 어려움 존재
퍼스트파티 데이터	- 기업이 고객의 동의를 구한 후 직접 수집한 고객의 데이터 - 자사 플랫폼을 통해 수집된 고객의 행동 혹은 관심 데이터 - CRM 마케팅에 활용	- 장점: 높은 정확성과 신뢰성 보장 - 이메일, 구매 이력, 전화번호 등 가치가 높고 브랜드와 관련성도 높음 - 단점: 데이터의 양이 제한적이며 고객 풀이 한정적임
세컨드파티 데이터	- 타 기업의 퍼스트파티 데이터를 직접 구매하거나 공유받은 데이터 - 수집된 정보의 출처가 명확하여 신뢰할 수 있는 편 - 비슷한 타겟층을 가진 기업들이 공유하는 경우들이 해당	- 장점: 데이터 출처가 명확하여 높은 품질과 신뢰성 보유 - 단점: 타 사의 데이터 수집 기준에 맞춰진 데이터로 한계 존재 - 프라이버시 침해에 관한 리스크 일부 존재
서드파티 데이터	- 기업과 고객의 직접적인 관계없이 수집되는 데이터 - 인터넷의 다양한 정보 및 소스로부터 수집. 주로 쿠키 사용 - 프라이버시 침해에 대한 이슈가 지속적으로 발생	- 장점: 더 다양하고 방대한 데이터에 접근 가능 - 단점: 세부 정확도 및 신뢰도가 낮음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이번 변화에서 중요한 부분은 쿠키리스로 인해 언론사를 비롯한 여러 온라인 매체의 광고 플랫폼으로서의 매력도가 떨어진다고 했을 때 광고주들이 어디로 이동할 것인가에 대한 부분이다. 광고주들 앞에는 1) 새로운 온라인 플랫폼으로 이동, 2) 오프라인 광고(옥외, TV 등) 비중 확대라는 두 가지 선택지가 존재한다.

최근 수년간 꾸준히 증가해온 국내 온라인 광고 침투율은 오프라인 광고의 떨어지는 타겟팅 능력에 대한 광고주들의 불만이 큼을 시사한다. 즉 광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 타겟팅 고도화가 가능한 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다.

그림 56. 국내 온라인 광고 시장 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

기존 온라인 매체로부터의 광고주 이탈에 따른 수혜는 라이브커머스도 보게 될 전망이다. 서드파티 데이터 획득이 불가능해짐에 따라 고객이 직접 데이터를 제공하는 제로파티 데이터와 웹사이트에서 방문자의 행동을 분석해 생성하는 퍼스트파티 데이터를 얻을 수 있는 플랫폼이 중요해지는데 라이브커머스가 이에 해당된다.

라이브커머스 플랫폼의 경우 유저의 장바구니 데이터(추가, 조회, 삭제 등), 구매 데이터(재구매 여부, 주기, 조회수), 경로 데이터(유입, 방문), 인적 데이터(성별, 연령) 수집이 가능하다. 즉 고객의 행동 데이터를 기반으로 관심사와, 유입 경로를 파악해 고도화된 타겟팅 광고가 가능해 광고주들에 매력적인 대안이 될 가능성이 높다.

표 6. 네이버 쇼핑라이브 제공 데이터

항목	내용
라이브 개요	상품조회수, 비로그인 지표, 상세 유입 분류, 성 연령별 시청/구매 지표
라이브 평균 통계	평균 시청 수, 평균 채팅 수, 평균 결제자 수, 평균 결제상품 수, 평균 결제금액
결제 통계	결제 금액, 상품 조회수, 결제자 수, 결제 상품 수, 전체 결제에서 선물하기 비중
시청 알림 통계	시청 수(전체, 로그인, 비로그인 구분), 최고 동접자 수, 전체 알림설정 수, 신규 알림설정 수
시청/구매 데모그래피	성별/연령별 시청자 대비 구매자 수 확인 가능
유입경로별 뷰 수	전체 유입 뷰 수, 로그인 유입 뷰 수, 비로그인 유입 뷰 수, 알림설정 (로그인) 수

자료: 미래에셋증권 리서치센터

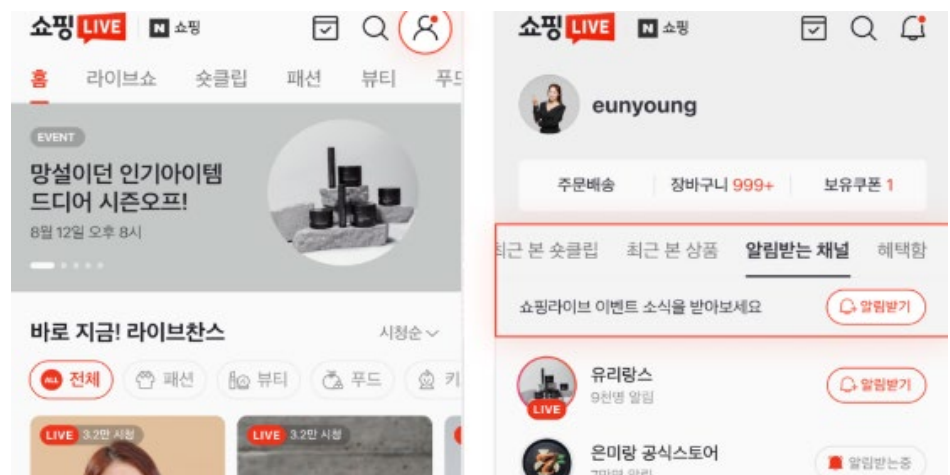
라이브커머스의 경우 메시지 형태로 적극적인 마케팅까지 가능하다. 해당 브랜드 또는 상품에 관심을 표한 구매 전환율이 높을 것으로 추정되는 고객을 데려올 수 있다는 점은 대부분의 브랜드 광고주들에게 매력적으로 다가올 수밖에 없다. 구매 전환율 관점에서 라이브커머스(5~10%)는 일반 이커머스(0.3~1%) 대비 월등히 높은 수준이다.

AI가 가속시킬 라이브커머스 시대

생성 AI의 도입은 라이브커머스 시장의 성장을 가속화할 전망이다. 생성 AI의 도입으로 1) 특정 품목에 관심이 있을 잠재 고객을 타겟팅 할 수 있게 되고, 2) 대본 생성을 통한 판매자 생산성이 향상되며, 3) AI 휴먼 라이브 방송이 가능해지고, 4) 다국어 라이브 스트리밍이 가능해질 전망이다.

AI 기반 유저 타겟팅이 고도화되면 될수록 TV홈쇼핑 시장의 붐기는 가속화되고 라이브 커머스 침투율이 올라갈 것이다. AI 기반 메시지 마케팅은 특정 상품을 사길 원하는 구매 의지가 높은 고객을 해당 방송 시간에 맞춰 데려올 수 있다. 그 결과 판매자의 판매 효율과, 구매자의 시간 및 구매 효율성 모두가 향상된다.

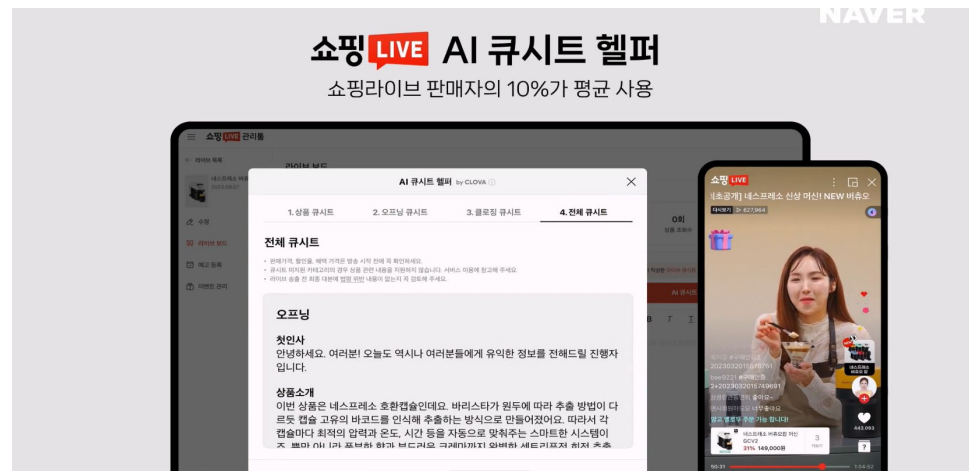
그림 57. NAVER 쇼핑라이브 알림 기능



자료: 네이버쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

생성 AI의 도입은 라이브커머스를 위한 대본 준비의 부담도 완화시켜 판매자 측면에서의 확장도 가속화되고 있다. 기존 홈쇼핑에서는 대본 작성에 대한 부담, 실시간 의견 취합 등의 이슈로 브랜드 규모가 있는 곳이 주로 서비스를 이용했다. 생성 AI의 도입을 통해 방송 부담이 경감됨에 따라 라이브커머스의 기회가 중소기업인에게도 열리고 있다. NAVER의 AI 큐시트 헬퍼의 경우 상품 특징, 고객 리뷰 등을 바탕으로 전문 쇼호스트나 인플루언서의 화법이 반영된 대본을 작성해준다. AI 큐시트 헬퍼 침투율은 쇼핑 라이브 판매자의 10%를 넘어섰다.

그림 58. 네이버 쇼핑라이브 AI 큐시트 헬퍼



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

생성 AI 도입으로 AI 휴먼 보급도 보편화되면 직접 출연에 대한 부담 또는 쇼호스트 고용 비용 부담이 완화돼 라이브커머스 판매자 증가가 가속화될 것이다. 라이브커머스가 활성화된 중국에서도 무인 전자상거래 서비스 도입을 위해 AI 휴먼 개발에 박차를 가하고 있다. AI 휴먼 호스트 시대의 도래도 머지않은 것으로 판단한다.

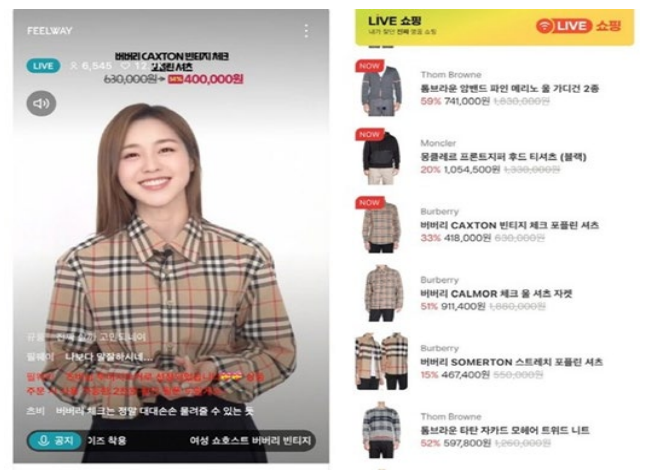
생성 AI를 통해 급격히 올라오고 있는 실시간 통번역 능력은 다국어 라이브 스트리밍 서비스가 가능하게 만들 것이다. 이전 스트리밍 서비스는 국가간 경계가 확실했지만 빠른 속도로 허물어질 전망이다. 글로벌 라이브커머스 솔루션 업체 라라스테이션은 실시간 번역 서비스를 적용해 다국어 라이브 스트리밍 서비스를 보여주고 있기도 하다.

그림 59. 펠스나인 AI 호스트 반자민 (네이버쇼핑라이브)



자료: 펠스나인, 미래에셋증권 리서치센터

그림 60. 펠스나인 AI 호스트 제인 (필웨이 라이브쇼핑)



자료: 펠스나인, 미래에셋증권 리서치센터

III. 라이브 스트리밍 판도 변화

글로벌 스트리밍 시장 현황

글로벌 라이브 스트리밍 시장은 2023년 72억달러 규모에서 연평균 13%씩 성장해 2028년 135억달러(시장 조사기관 TechNavio 추정)에 이를 것으로 전망된다. 해당 기간 APAC 지역이 전체 시장 성장의 절반 가량을 담당할 것으로 예상된다. APAC 지역의 경우 고속 인터넷이 보급되고 광대역 네트워크로 확장되면서 스트리밍 서비스 침투율이 가속화될 것이다. Bigo Live, Twitch, Kick 등 글로벌 최대 규모 라이브 스트리밍 플랫폼들의 지역 비중도 다변화되고 있음이 다운로드 트래픽에서 관찰되고 있다.

그림 61. 글로벌 라이브 스트리밍 시장 전망

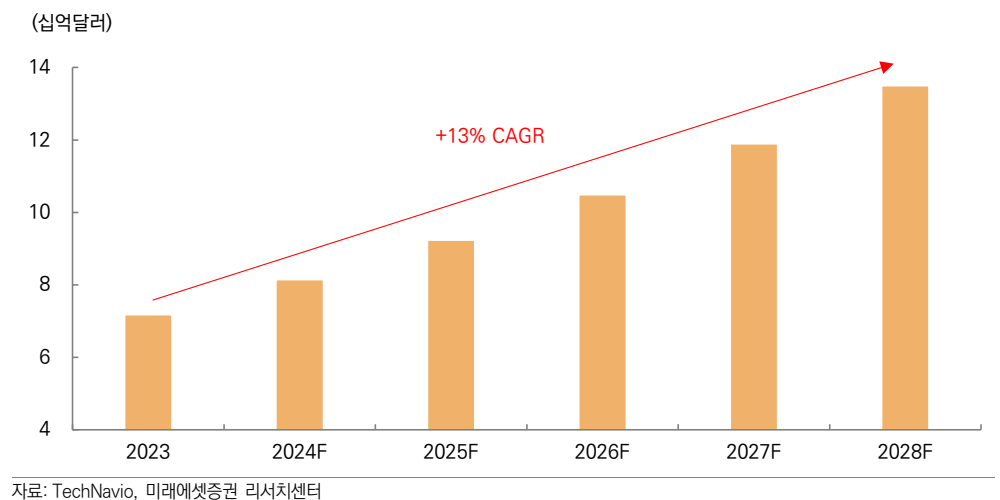


그림 62. 글로벌 주요 라이브 스트리밍 플랫폼 월간 다운로드 수(24년 2월)

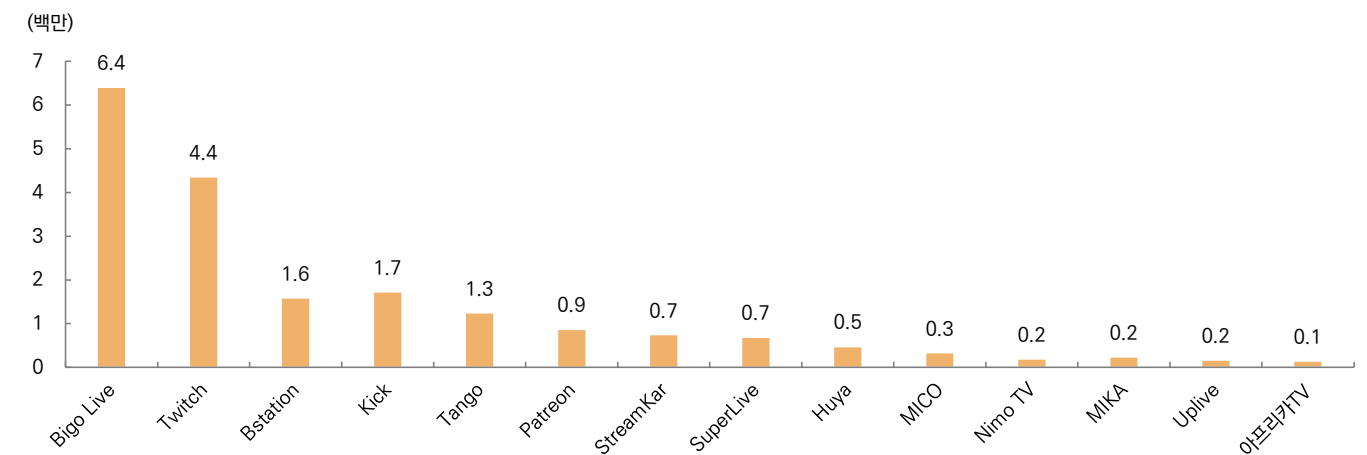
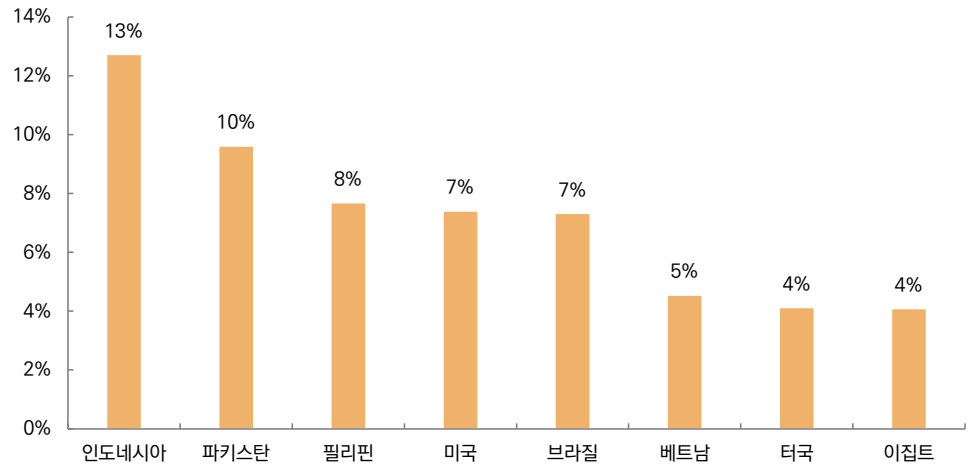
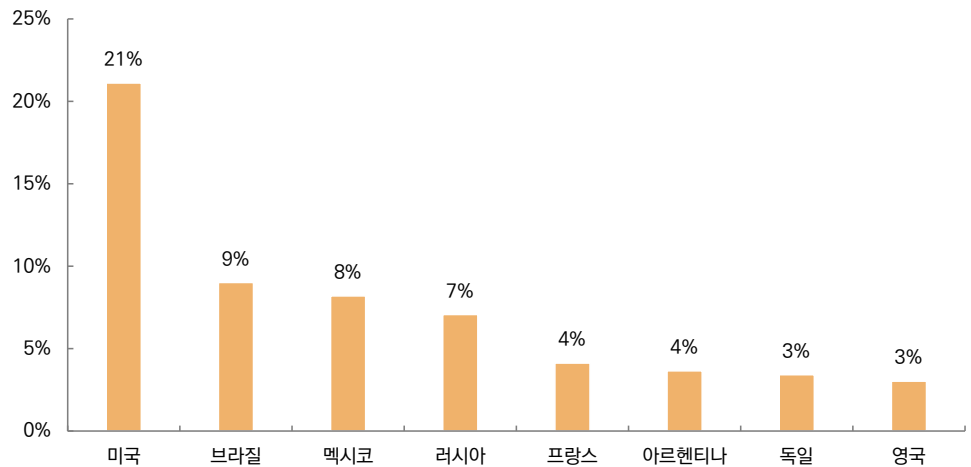


그림 63. Bigo Live 다운로드 상위 국가 다운로드 비중(24년 2월)



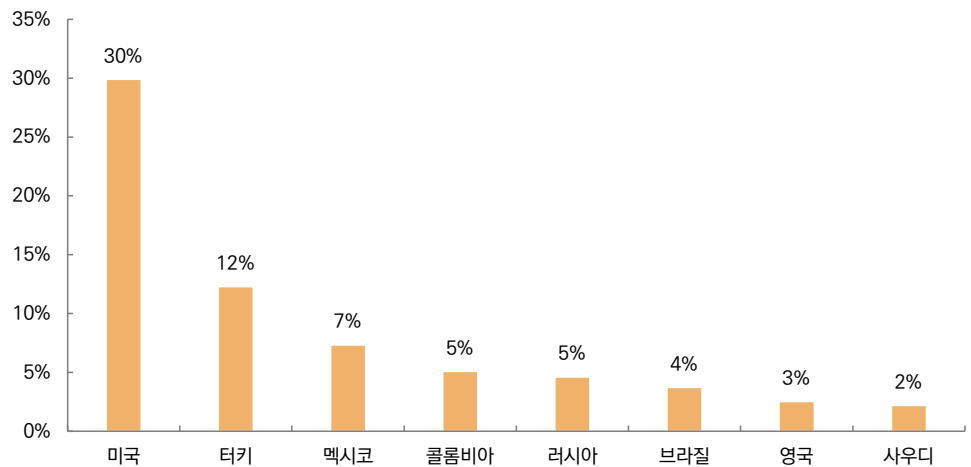
자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 64. Twitch 다운로드 상위 국가 다운로드 비중(24년 2월)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 65. Kick 다운로드 상위 국가 다운로드 비중(24년 2월)



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 미국 주요 라이브 스트리밍 플랫폼

플랫폼명	특징
Twitch	- 게임 라이브 스트리밍 특화 플랫폼으로, 비게임 콘텐츠에 대한 유연성은 부족 - 주로 광고, 구독 및 도네이션을 통한 수익창출 - 모바일, PC뿐만 아니라 PS4, Xbox 등에서도 액세스 가능
Youtube Live	- 유튜브의 동영상 수익 창출 기능이 통합되어 있어 다양한 방법으로 수익을 창출 가능 - 스트리밍 시작 시 유튜브 구독자에게 알림을 보내며, 채널 검색에 용이함 - 콘텐츠 정책 및 저작권 보호 관리가 엄격하며 송출을 위한 자격요건(구독자수, 조회수 등) 존재
Facebook Live	- 모바일, 태블릿, 데스크톱 모두 지원하며 사전녹화 콘텐츠를 스트리밍하는 것도 가능 - 스트리밍 시작 시 팔로워에게 푸쉬알림 발송, 게스트 추가 버튼을 통해 게스트 초대도 가능 - 라이브 스트리밍은 한번에 최대 12시간까지만 가능, 12시간 초과시 스트리밍 자동 종료
Instagram Live	- 모바일 디바이스만 지원되며, 스트리밍은 한번에 최대 1시간으로 제한시간 짧은 편 - 콘텐츠 검색이 어렵다는 단점이 있지만, 스트리밍 시작 시 메인화면의 스토리영역 제일 앞에 표시되어 팔로워 접근성을 높임
Bigo Live	- 2016년 싱가포르에서 출시, 현재 약 150개 국가에서 서비스하며 4억명 이상의 사용자를 확보한 플랫폼 - 주로 게임, 코미디, 노래 콘텐츠 등이 주류. 주로 광고와 'Bean'이라는 인앱 가상선물을 통해 수익창출 - 최대 12명까지 멀티 게스트 초대 가능하며, 버추얼 라이브, 오디오 라이브도 지원함 - 일반 사람들은 월 평균 320달러를 벌고 있음
Nimo TV	- HUYA 후야의 글로벌 앱. 게임 스트리밍 어플 - 브라질, 인도네시아, 베트남 등 여러 국가에서 가장 많이 사용되는 스트리밍 플랫폼 - 23년 상반기, 중동 및 동남아 시장 위주로 글로벌 확장을 가속할 것을 밝힘

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 8. 중국 주요 라이브 스트리밍 플랫폼

플랫폼명	특징
HUYA	- 중국 게임 라이브 스트리밍 플랫폼. 주요 게임사들과 협력하여 E스포츠도 활발히 개최 - 21년 기준 235만명의 게임 스트리머 보유, 게임 라이브스트리밍 시장 점유율 40%(1위) 기록 - AI 생성 콘텐츠 (AI 채팅, 팬 소통, 게임 분석, 미니게임 위젯 등, 개인화 디지털아바타) 활발히 활용중
DouYu	- 중국 게임 라이브 스트리밍 플랫폼. PC, 모바일 모두 운영되며 게임, 엔터테인먼트 콘텐츠 비율이 높음 - 게임 라이브스트리밍 시장 점유율 30%(2위) 기록 - 최근 (24년 2월) 후야와 합병한다는 소문에 부인했으나, 일부 분야에서 협력하고 있음은 인정
Kuaishou	- 중국 1위 라이브스트리밍 플랫폼. 생활과 관련된 콘텐츠가 인기가 많으며, 뷰티/패션·유머·드라마·게임 콘텐츠 비율이 높음 - 주요 매출이 라이브스트리밍에서 나옴. 유저가 인앱 선물을 구매하여 스트리머에게 선물하면 수수료를 떼가는 구조 - Douyin과 달리, 하위계층 3-4선 도시 및 농촌지역의 거주자가 주요 시청자, 연령대는 주로 18-35세 분포 - KOL, KOC를 따라하는 것을 좋아하여 킬링타임용 드라마 또는 엔터테인먼트 성질이 강한 편
DouYin	- 창의적인 콘텐츠가 매우 다양하게 생성되는데, 주로 문화, 음악을 포괄하고 있어 내용이 상대적으로 젊은 편 - 1-2선 대도시 젊은층이 주요 시청자, 연령대는 주로 90년대생부터 10년대생이 시청 - 라이브스타일 분야에서 강세를 보이며 영화, tv, 여행, 게임 분야 팬의 증가가 관련 상품의 구매로까지 이어짐
BiliBili (Bstation)	- 중국판 유튜브로, Z세대 중심으로 큰 인기를 끌고 있는 스트리밍 플랫폼. 주로 게임, 생활, 엔터테인먼트 콘텐츠 비율이 높음 - 시청자의 댓글이 영상 위 자막으로 나타나는 탄막(弹幕) 자막시스템, 트렌드 반영 주류콘텐츠도 송출하여 인기가 많음 - 영상 중간 송출 광고가 없어 광고가 적은 편이고, 광고 카테고리가 따로 있어 광고 후 바로 타오바오 등 판매 사이트로 연결됨

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 일본 주요 라이브 스트리밍 플랫폼

플랫폼명	특징
Bigo Live	- 전세계 150개 이상 국가, 약 4억명의 이용자, 글로벌 MAU 2,300만명, 일본 MAU 30만명 추정
Niconico Live	- 일본 MAU 70만명 추정, 서브컬처 마니아 사이에서 유행 - Vocaloid, Sang_it, Danced_it, Played_it and Let's Play 등 노래/춤 등의 콘텐츠가 주를 이룸 - 방송 한번 당 30분간 할 수 있으며, 포인트를 지불하면 30분 연장 가능. 최대 6시간까지 방송 가능 - 다른 방송과의 차이점으로, 화면 위에 시청자 댓글이 노출됨 (중국의 탄막 시스템과 유사)
Pococha	- 2017년 출시된 앱으로, 다양한 주제의 라이브가 진행되며, 일본 MAU 50만명 이상 - 연예인 등 유명인들이 라이브 방송을 통해 팬들과 소통하기 위해 많이 사용 - 시간당 페이를 지불하기 때문에 덜 알려진 스트리머도 돈을 벌 수 있어 인기가 많음 - 따뜻하고 가족같은 분위기의 방송이 많이 진행되며, 댓글 또한 훈훈하고 친절하다고 많이 알려져
Youtube Live	- 전세계 유튜브 라이브 채널 상위 20개 중 다수가 일본 채널, 특히 버추얼 유튜버가 대다수
17LIVE	- 아시아에서 가장 큰 규모의 플랫폼 중 하나로, 글로벌 유저 약 6천만명, 독점 콘텐츠 제작자 약 3.2만명 확보 - 일본 MAU 약 63만명. 많은 일본인이 부업으로 스트리밍을 시작할 때 많이 찾음 - 엔터회사들과 자주 콜라보 진행하여 행사 및 오디션 개최
WhoWatch	- 2015년 출시된 일본 플랫폼으로, 인기 라이브스트리밍 플랫폼인 니코니코와 유사. 니코니코 스트리머가 많이 이적함 - 스트리머들은 순위에 따라 포인트를 적립하며, 포인트는 아마존 재팬 상품권 또는 현금으로 교환 가능 - 시청자는 가입 없이 익명 댓글을 남길 수 있음
Hakuna Live	- 일본 MAU 350만명, 다양한 콘텐츠 제공, 얼굴을 노출할 필요가 없어 라디오와 같은 경험 제공 - 다중 게스트 라이브스트리밍을 제공하여 최대 3명의 게스트까지 합방 가능
Mildom	- DouYu Japan이 운영하는 게임 방송 특화 플랫폼, 2019년 출시 - 스트리머는 시간당 임금을 받고, 기준에 따라 13개 등급으로 나누어 지급. 시청자로부터 받는 인앱재화, 선물도 존재 - DouYu Japan과 직접 계약을 맺은 인증된 스트리머 시스템을 보유
Twitcasting	- 2013년 출시, 일본 MAU 230만명, 이용자 3천만명 이상, 사용자 상당수가 10대 - 트위터와 파트너십을 맺고 있어 트위터 계정으로 스트리밍 진행 가능, 팔로워가 스트리밍 시청자로 쉽게 전환됨
Iriam	- 버추얼 라이브스트리밍 플랫폼. 일본을 중심으로 큰 인기를 끌었음 - 단순 선물 및 이벤트뿐만 아니라, 시간당 코멘트의 개수가 스트리머 랭크와 수익에 영향을 미침 - 이러한 시스템 때문에 스트리머와 시청자간 소통이 매우 활발 - 단일 이미지 업로드 시 AI 기술을 활용하여 캐릭터가 무제한 생성됨

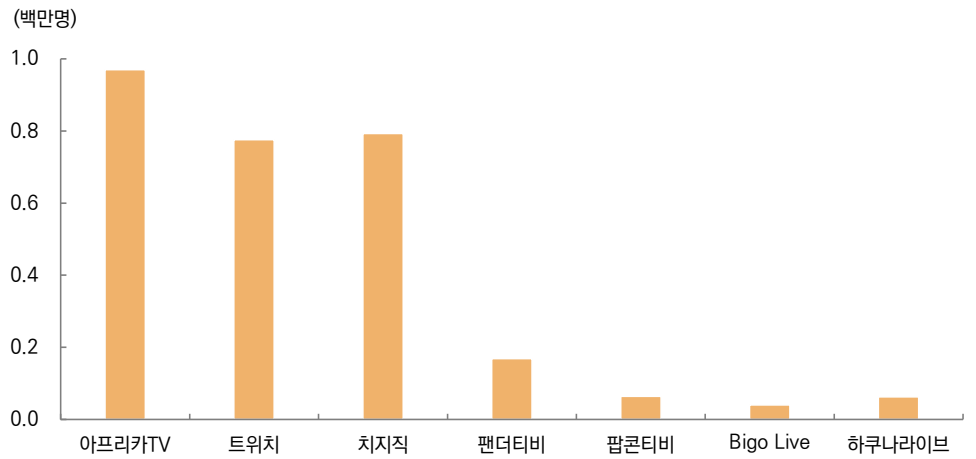
자료: 미래에셋증권 리서치센터

국내, 트위치의 퇴장과 치지직의 등장

국내 스트리밍 시장 현황

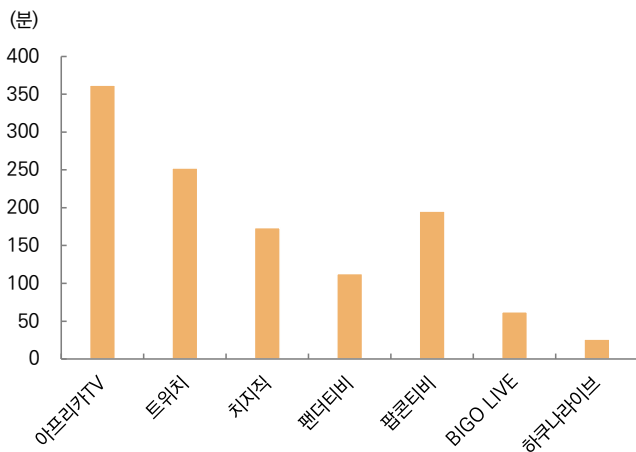
국내 스트리밍 시장은 아프리카TV와 트위치가 오랜기간 양분해왔으나 트위치가 2월 말 퇴장하고 NAVER의 치지직이 등장하면서 아프리카TV와 치지직 양강 구도로 재편되고 있다. MAU 기준으로 본다면 아프리카TV, 트위치, 치지직 뒤를 팬더티비, 팝콘티비, Bigo Live, 하쿠나라이브 등이 있고 있다. 이용자당 월평균 이용시간을 기준으로 보면 아프리카TV(360분), 트위치(250분), 팝콘티비(190분), 치지직(170분), 팬더티비(110분) 순이다.

그림 66. 주요 라이브 스트리밍 플랫폼 2월 MAU(국내, 안드로이드)



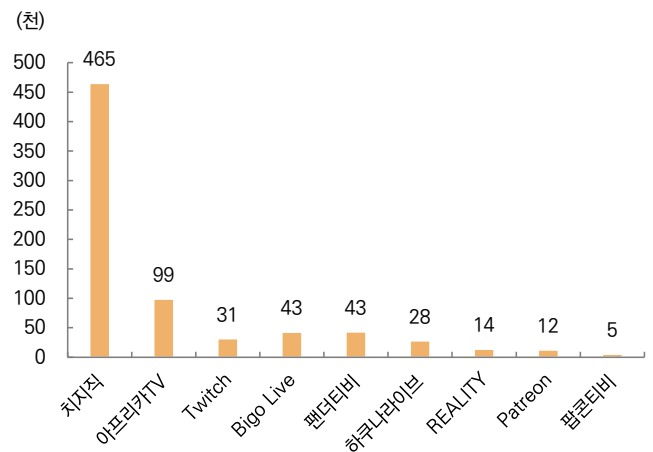
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 67. 주요 라이브 스트리밍 플랫폼 월평균 이용시간(국내)



주: 최근 6개월 월간 이용시간 평균으로 계산. 치지직은 12월 이후만 반영
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 68. 주요 라이브 스트리밍 플랫폼 2월 다운로드 수(국내)

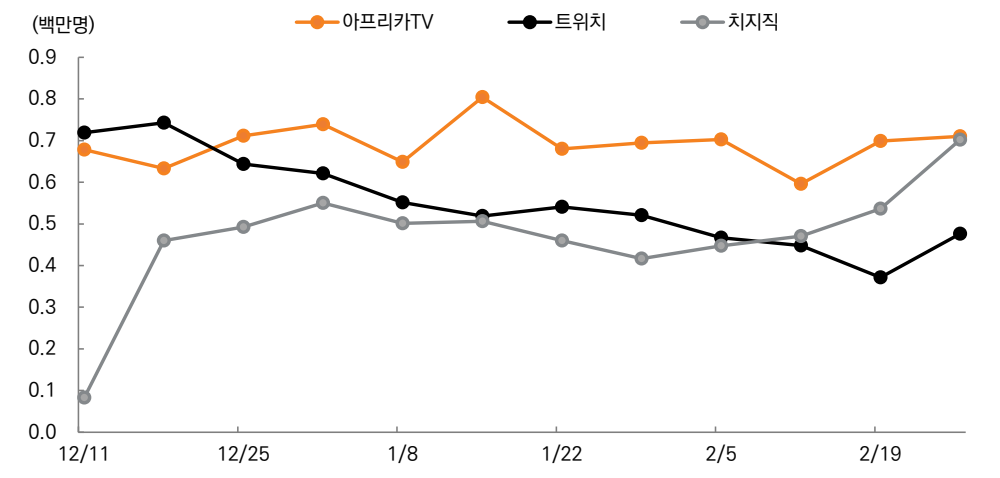


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

트위치 퇴장 효과는 어디로?

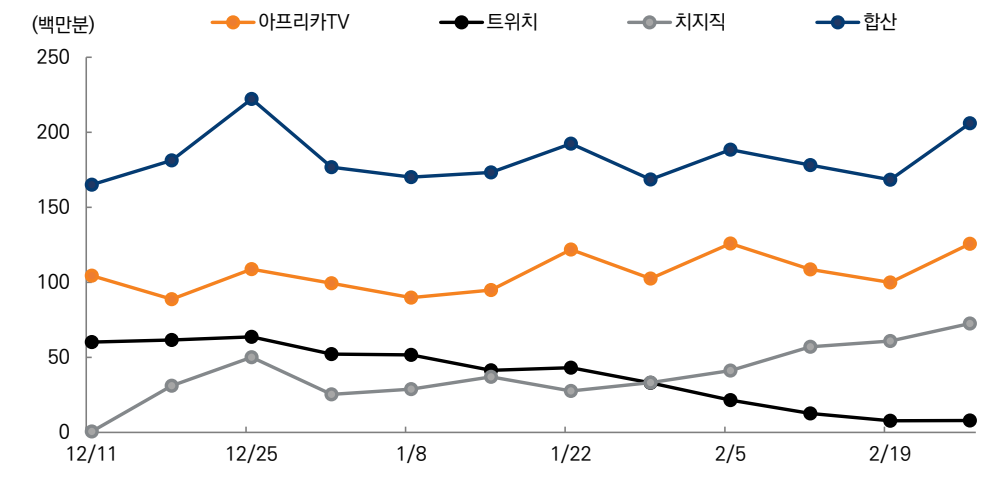
아프리카TV, 트위치, 치지직 3사 합산 주간 총이용시간 12월 이후 큰 변화없이 유지되고 있어 트위치 유저들의 국내 스트리밍 시장에 대한 이탈은 나타나고 있지 않은 것으로 보인다. 다만 트위치 퇴장에 따른 트래픽 수혜의 상당 부분은 치지직이 가져가고 있는 것으로 추정된다. 주간 이용자수 기준(안드로이드)으로 보면 치지직은 트위치가 기존에 유지했던 70만명 수준에 이미 도달해 아프리카TV와 선두를 다투고 있는 상황이다. 이용자수는 비슷하지만 인당 체류시간은 아프리카TV가 70% 가량 높다.

그림 69. 아프리카TV, 트위치, 치지직 WAU(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 70. 아프리카TV, 트위치, 치지직 주간 총이용시간 추이(안드로이드)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 트위치 주요 스트리머 이적 현황

아프리카TV 이적		치지직 이적	
스트리머	구독자 수	스트리머	구독자 수
우왁굳의 게임방송	166만	양띵 유튜브	168만
악어 유튜브	125만	랄로	123만
장지수	122만	괴물쥐 유튜브	113만
왓타버스	66만	브허	108만
우정잉	64만	랄카	104만
문호준	58만	군림보	99만
보구미	54만	러너꽃빈	68만
최케빈	49만	레바스튜디오	66만
고세구	49만	강 지	65만
견자희 스튜디오	47만	빅헤드	61만
아프리카TV, 치지직 동시 송출			
스트리머	구독자 수	스트리머	구독자 수
슈카월드	307만	코렛트	17만
침착맨	237만	미야24	12만
채널 명예훈장	43만	카라미학원	11만

자료: 미래에셋증권 리서치센터

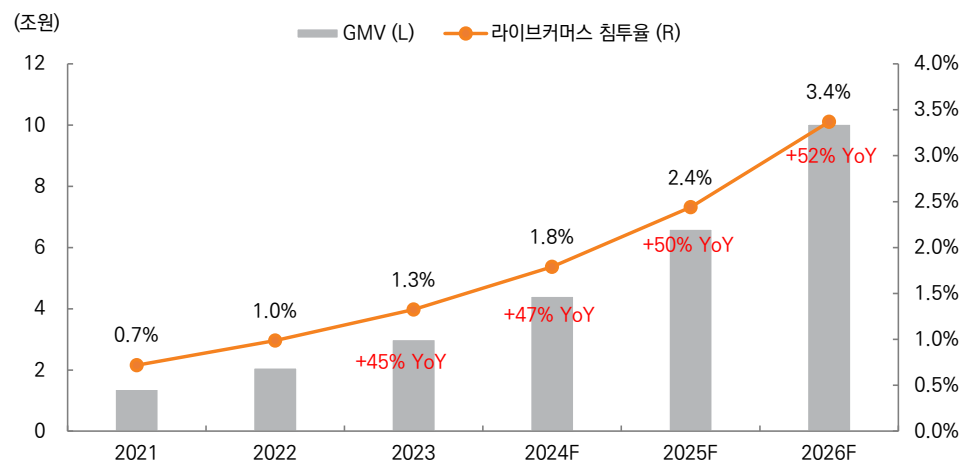
부각되기 시작할 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치

라이브커머스 시장 성장 수혜

라이브커머스 시장이 본격 성장하기 시작하면서 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치 또한 우상향하게 될 것이다. 이커머스 전문 플랫폼(네이버쇼핑, 쿠팡 등), 라이브커머스 전문 플랫폼(그립 등), 브랜드(안다르 등) 등이 라이브커머스의 주요 채널들로 부상하고 있으나 라이브 스트리밍의 잠재력 역시 높은 상황이다.

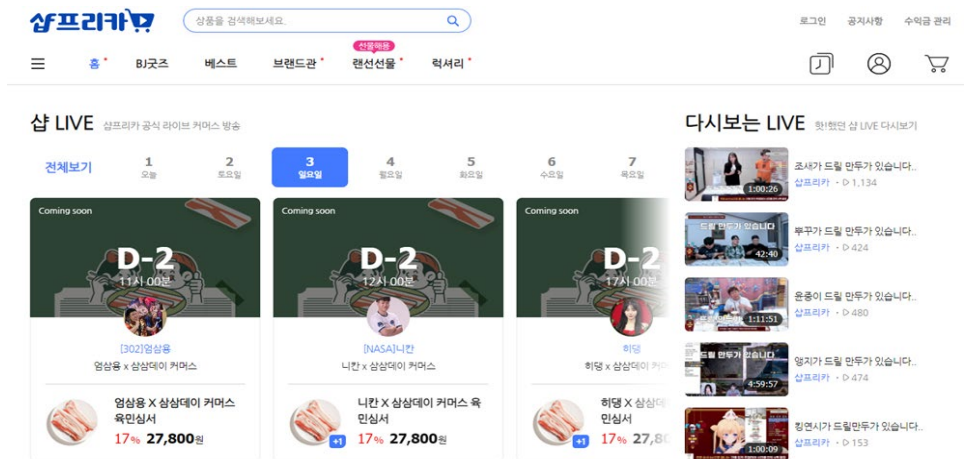
라이브커머스가 가장 발달한 중국의 경우 시장을 삼분하고 있는 세 업체(타오바오, 틱톡, 콰이쇼우) 중 두 곳(틱톡, 콰이쇼우)이 콘텐츠 플랫폼임을 상기할 필요가 있다. 인플루언서 기반의 콘텐츠 커머스가 보편화되기 시작하면서 라이브 스트리밍 플랫폼들의 라이브커머스 GMV 역시 급격히 올라올 가능성이 높다.

그림 71. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 72. 아프리카TV 라이브커머스(샵프리카)



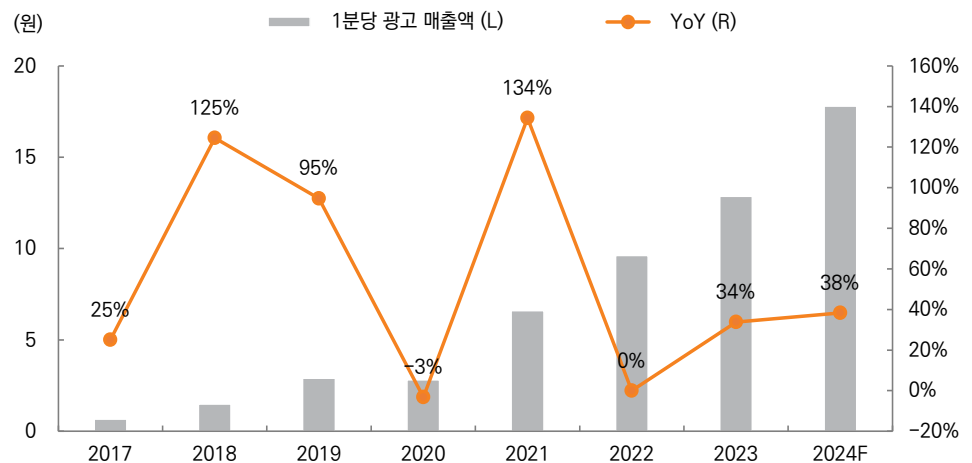
자료: 아프리카TV, 미래에셋증권 리서치센터

광고 매력도 지속 상승 전망

라이브 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치가 올라가면서 광고 가치 또한 올라가게 될 것이다. 광고주들 입장에서는 트래픽도 중요하지만 광고를 집행하는 플랫폼이 갖고 있는 커머스 가치(유저들의 구매 욕구, 전환율 등)가 가장 중요하기 때문이다. 아프리카TV가 트래픽 증가가 없었음에도 2023년 34%에 달하는 체류시간당 광고 매출액 성장세를 보여줬는데 이는 플랫폼 내 콘텐츠 광고 매출 급증에 기인한다.

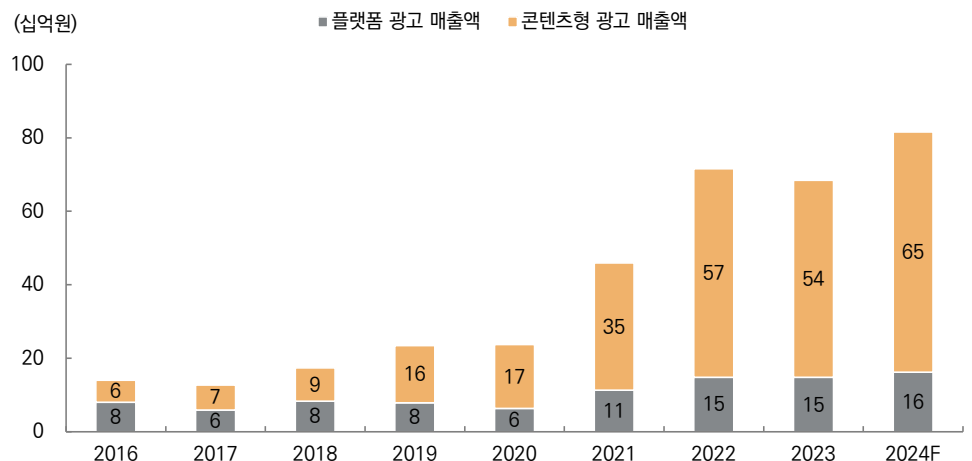
하반기 이후 도래할 쿠키리스 시대에서 라이브 스트리밍 플랫폼의 상대적인 광고 매력도 또한 증가할 것이다. 구글이 기존에 제공하던 서드파티 쿠키의 미제공은 기존 온라인 매체들(온라인 언론사가 대표적)의 광고 매력도를 급감시킬 것이며 제로 파티, 퍼스트 파티 데이터 갖고 있는 플랫폼의 광고 매력도를 상승시킬 것이다. 라이브 스트리밍 플랫폼은 유저의 기본 데이터, 행동 데이터를 모두 갖고 있는 플랫폼이다.

그림 73. 아프리카TV 체류시간 1분당 광고 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 74. 아프리카TV 플랫폼, 콘텐츠형 광고 매출 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

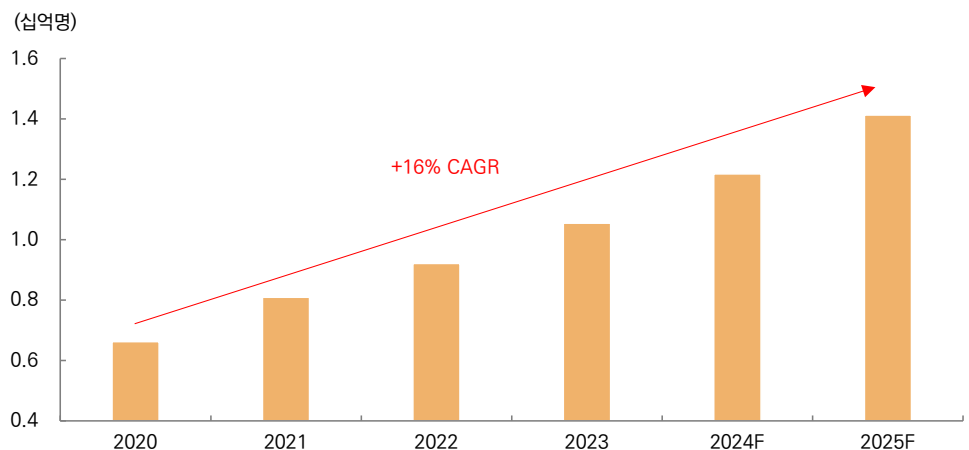
글로벌로의 확장 잠재력도 충분

게임 스트리밍 강점

글로벌 게임 라이브 스트리밍 시장의 고속 성장은 국내 스트리밍 플랫폼의 성공적인 글로벌 진출을 기대케 한다. 글로벌 게임 스트리밍 유저는 2020년 7억명 수준에서 2025년 14억명까지 증가(CAGR +16%)할 것으로 전망된다. 특히 20~30대 인구가 가파르게 증가하고 있는 동남아에서의 게임 스트리밍 유저가 급격히 증가할 것이다. 동남아 이스포츠 시장 성장세는 글로벌의 두 배 수준인 20%에 달하는 것으로 추정된다.

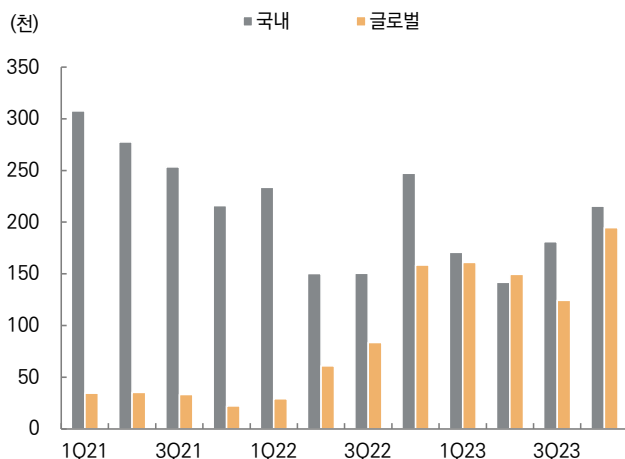
게임이 견인할 것으로 예상되는 동남아 시장에서의 성과가 올해부터 기대되는 곳은 아프리카TV다. 아프리카TV는 게임 콘텐츠 트래픽 비중이 65%에 달할 정도로 게임에 특화된 플랫폼이기 때문이다. 글로벌 사업을 본격화한 2022년 이후 베트남, 태국, 인도네시아에서의 다운로드가 급증함에 따라 글로벌 다운로드 수가 국내에 버금가는 상황이다. 5월 출시가 예고된 글로벌 플랫폼 SOOP(쑈) 출시가 기대되는 이유다.

그림 75. 글로벌 게임 라이브 스트리밍 유저 전망



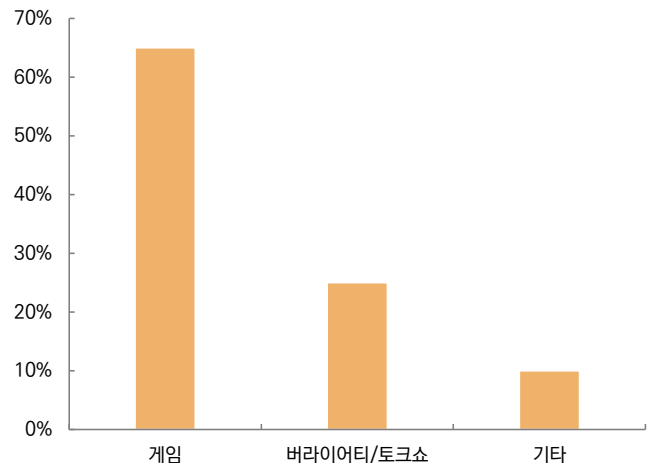
자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

그림 76. 아프리카TV 분기 다운로드 국내/해외 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 77. 아프리카TV 콘텐츠별 트래픽 비중(추정)



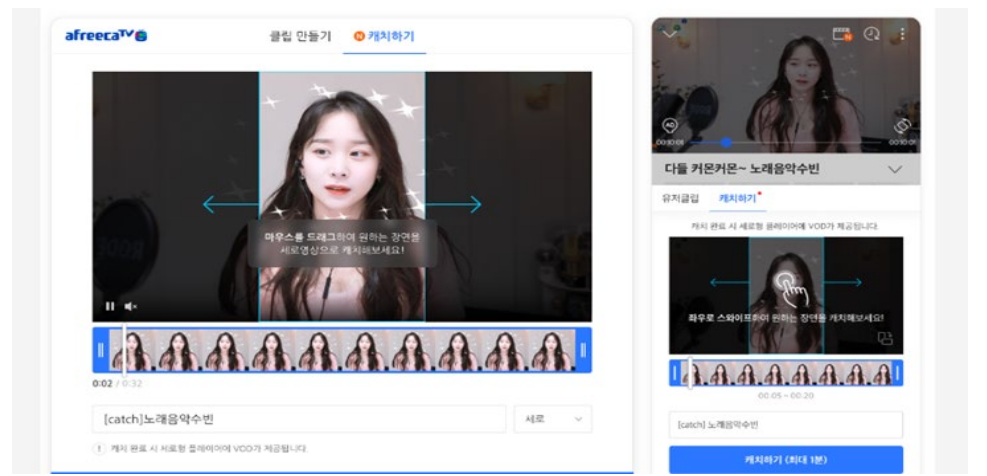
자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI가 가속화할 글로벌 확장

AI 기반 실시간 통역 기술의 도입은 국내 스트리머와 해외 유저 간 가장 큰 걸림돌이었던 언어 장벽을 허물 것이다. 남자 스트리머 중심의 게임 콘텐츠뿐만 아니라 여자 스트리머 중심의 버라이어티/토크쇼에 대한 해외 수요도 항상 존재해왔다. AI 기반 실시간 자막이 붙어 나가기만 해도 해외 유저 모객에 큰 도움이 될 것이다. 상상을 좀 더 해보자면 목소리를 학습시켜 해당 인물의 AI 보이스를 구현하는 기술도 도입된다면 스트리밍 방송과 함께 현지 언어들로 동시 송출하는 것도 가능해질 것이다.

AI 기반 숏폼 생성 기술 또한 글로벌 확장의 키가 될 것으로 예상된다. 국내 라이브 스트리밍 플랫폼에 넘치는 콘텐츠들이 있지만 편집 인력의 한계로 할 수 없었던 글로벌 콘텐츠로의 가공 및 송출이 자동화될 것이다. 아프리카TV는 AI가 방송의 흐름에 중요한 구간을 직접 선별하여 숏폼으로 만들어주는 'Catch 스토리'를 제공 중이다. 다개국어 스트리밍이 가능해진다면 라이브커머스의 글로벌 확장도 가능해질 것이며 이는 스트리밍 플랫폼의 콘텐츠 광고 단가 상승으로 이어질 전망이다.

그림 78. 아프리카TV 'Catch 스토리': AI 기반 숏폼 자동 생성 기술



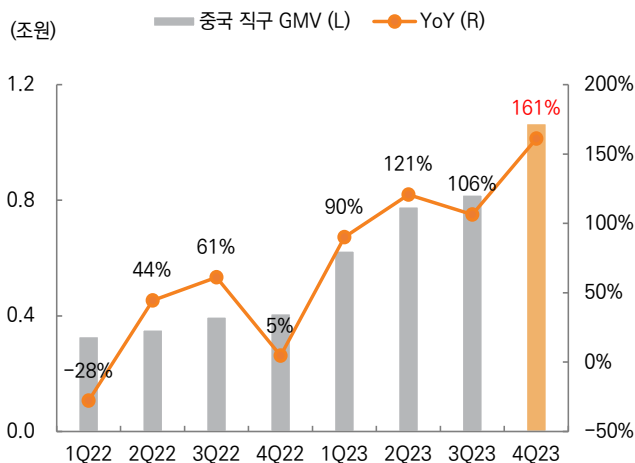
자료: 아프리카TV, 미래에셋증권 리서치센터

IV. 중국 커머스의 침략

중국 직구 플랫폼의 약진

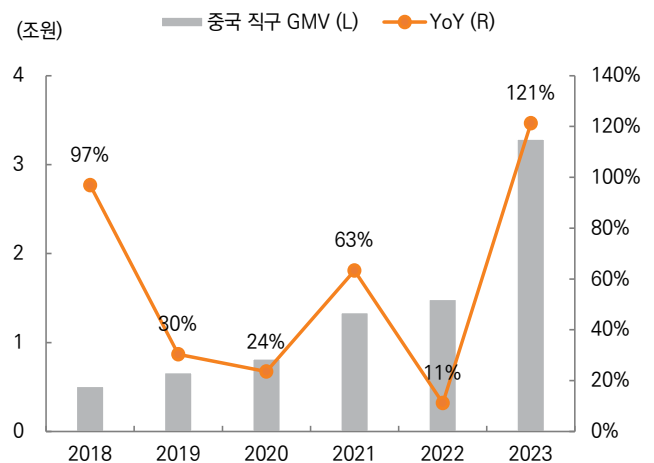
알리익스프레스, 테무를 필두로 한 중국 직구 플랫폼들의 국내 침략이 본격화되고 있다. 작년 7월 테무가 국내 정식 서비스를 시작하고 배송비 무료 등 공격적인 프로모션을 전개함에 따라 중국 직구 플랫폼에 대한 폭발적인 관심이 나타나기 시작했다. 기존 사업자인 알리익스프레스 역시 이용자가 전년 대비 2배 수준으로 폭증했다. 통계청에 따르면 23년 4분기 중국 직구 거래액이 1.07조원을 기록하며 폭발적인 성장세를 이어 나갔다. 분기 거래액 YoY 성장세는 161%까지 상승(3Q: 106%)했다.

그림 79. 중국 직구 분기 GMV



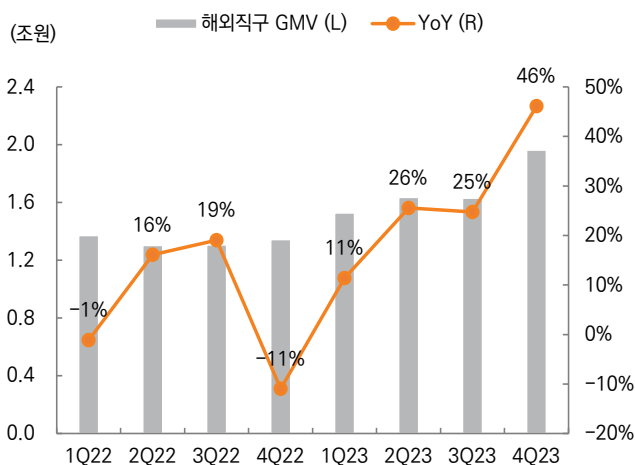
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 80. 중국 직구 연간 GMV



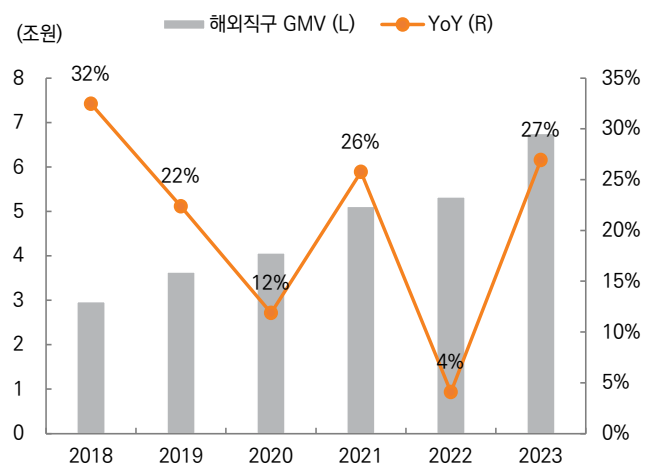
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 81. 해외직구 분기 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

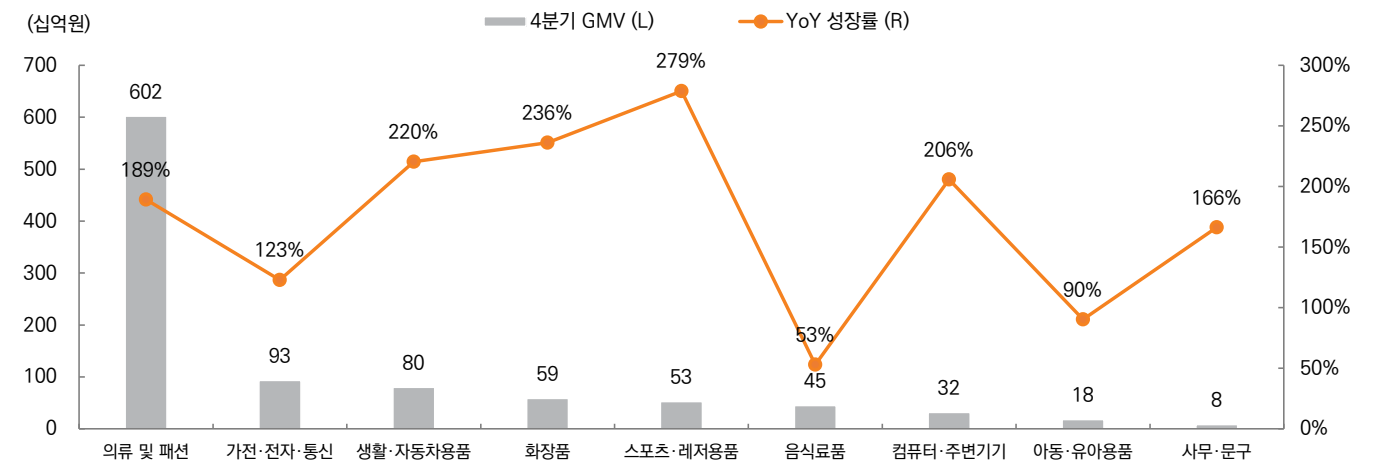
그림 82. 해외직구 연간 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

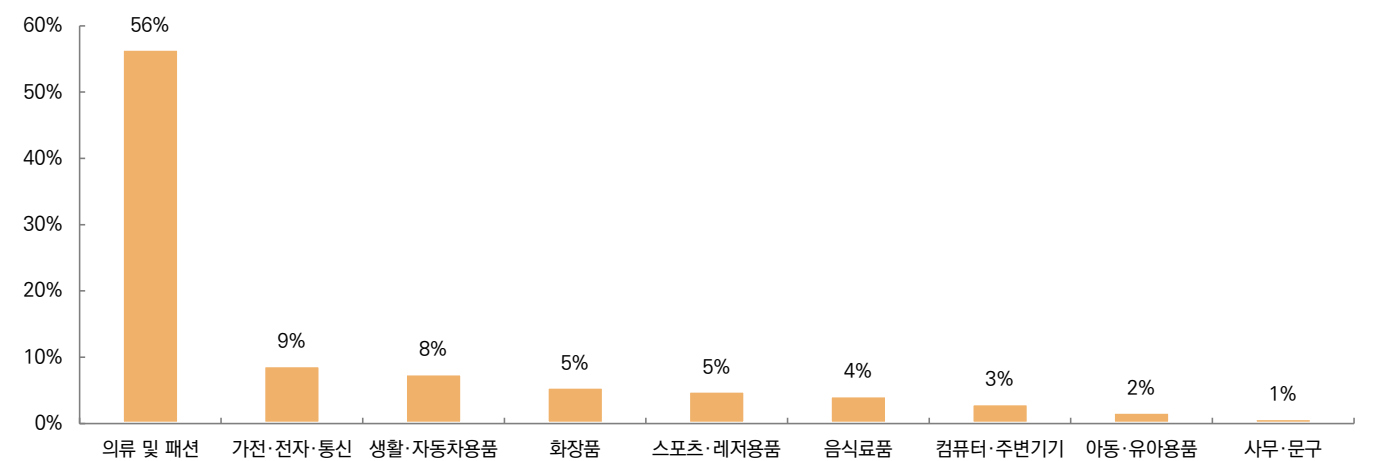
품목별로는 의류 및 패션 GMV(4Q23)가 6천억원 수준으로 전년 동기 대비 3배 가량 성장했다. 가전·전자·통신, 생활·자동차용품, 화장품, 스포츠·레저용품도 전년 동기 대비 2~3배 이상의 성장세를 기록했다. 비중으로 보면 의류 및 패션(56%), 가전·전자·통신(9%), 생활·자동차용품(8%), 화장품(5%), 스포츠·레저용품(5%), 음식료품(4%) 순이다. 중국 직구 23년 연간 GMV는 3.3조원으로 전년 동기 대비 121% 증가했으며 항상 국내 직구 거래액 1위를 지켜온 미국(23년 GMV 1.8조원)을 넘어섰다.

그림 83. 4분기 중국 직구 품목별 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 84. 4분기 중국 직구 품목별 GMV 비중



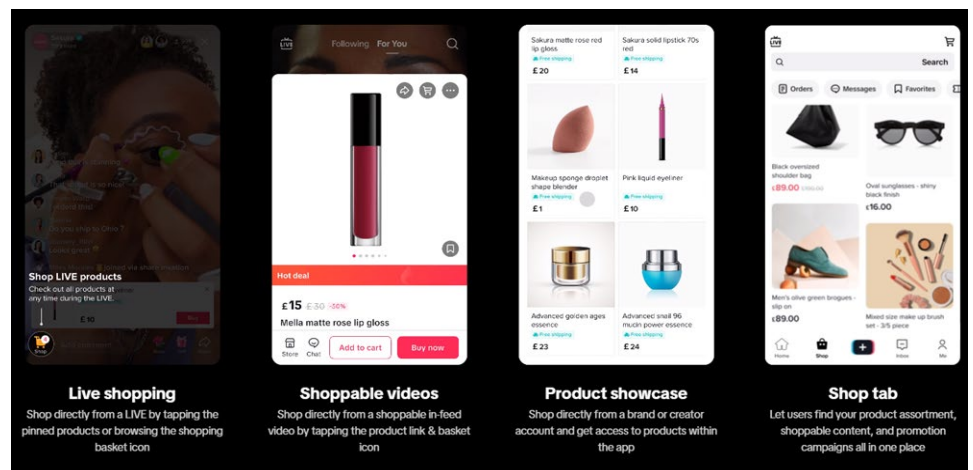
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

틱톡샵도 잠재적 경쟁자

국내 시장에 눈독을 들이고 있는 틱톡샵의 출격 가능성도 국내 이커머스 업체들에게는 잠재적인 위협 요소다. 2023년 12월 틱톡코리아는 '틱톡샵' 상표를 출원하며 틱톡의 국내 시장에 대한 진출을 예고했다. 틱톡은 24년 글로벌 GMV를 500억달러로 설정한 것으로 알려져 있다. 틱톡샵이 개시되면 유저는 틱톡 영상에서 인식된 상품을 틱톡샵에서 바로 구매할 수 있게 된다.

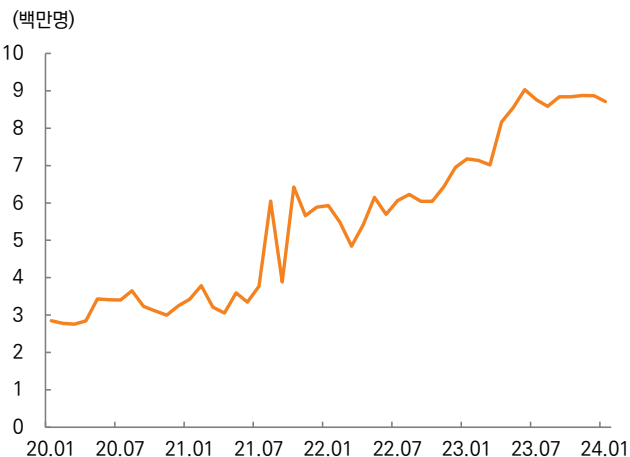
틱톡샵의 개시는 국내 10~20대 소비자를 주 타겟으로 할 것으로 보이며 해당 연령층에서는 유의미한 성과를 보일 것으로 예상된다. 2020년 초 300만명 수준에 불과했던 틱톡 MAU는 현재 900만명에 육박하며 메가 앱으로 크고 있는 상황이다. 국내 틱톡 이용자 중 10대와 20대 비중은 과반에 달한다.

그림 85. 영상에서 쇼핑물로 바로 연결되는 틱톡샵



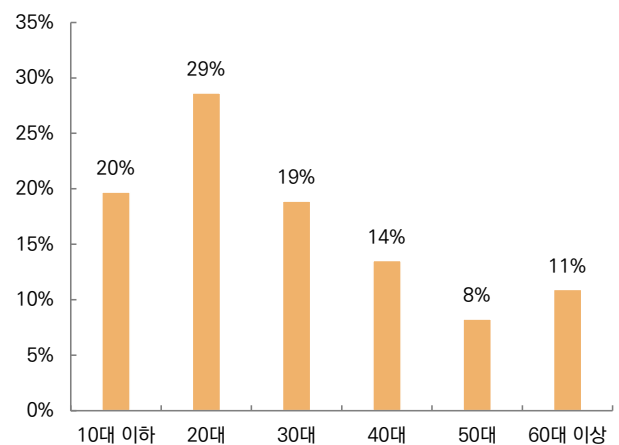
자료: 틱톡, 미래에셋증권 리서치센터

그림 86. 틱톡 국내 MAU 추이



자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

그림 87. 틱톡 국내 이용자 연령층 비중



자료: 코리아클릭, 미래에셋증권 리서치센터

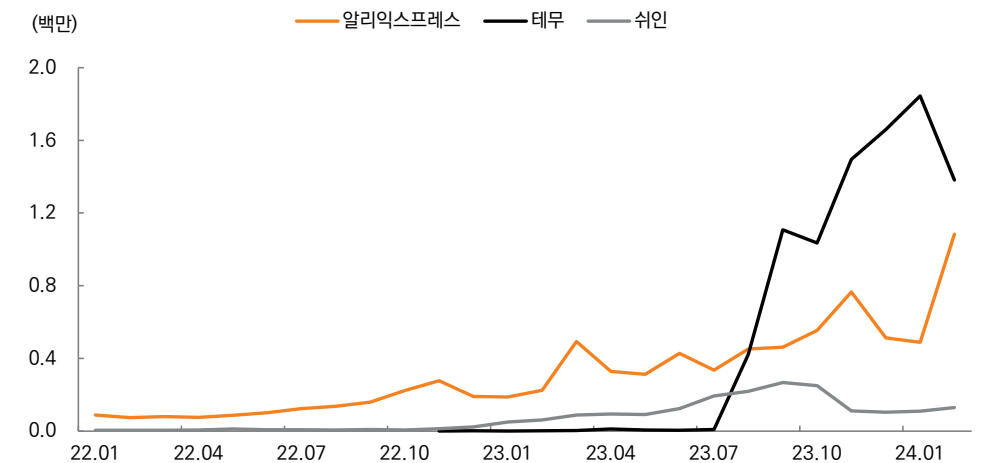
장기적 현상이 될 가능성

트래픽은 지속 증가세

중국 직구 플랫폼의 트래픽 증가세는 여전히 현재 진행형이다. 코리안클릭에 따르면 알리익스프레스의 MAU는 지난 11월 천 만명을 돌파하며 전년 대비 2배 가량 성장했다. 알리익스프레스는 작년 하반기부터 공격적인 프로모션을 전개하고 있는 데무에 맞서 한국 브랜드들을 입점시킨 K-venue를 오픈해 신규 이용자를 모객하고 있다.

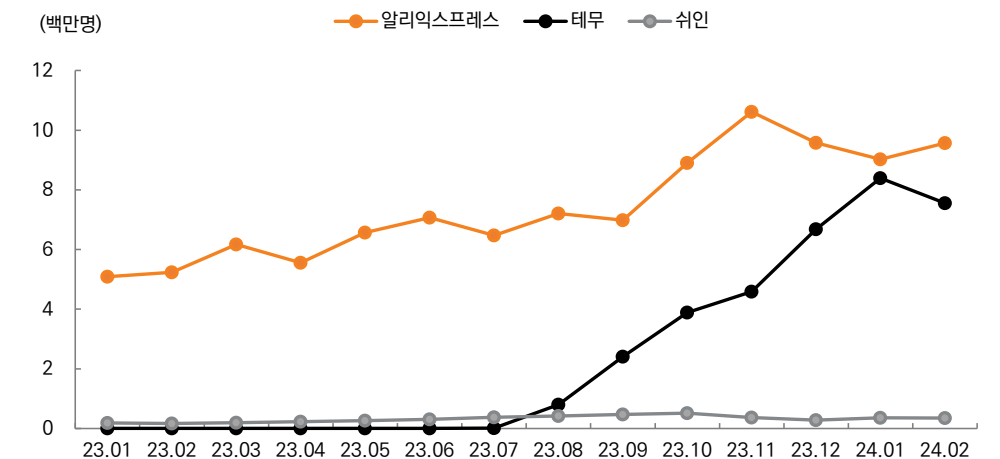
지난 7월 국내 정식 서비스를 시작한 데무는 MAU 800만명 수준까지 올라온 것으로 추정되며 상반기 중 알리익스프레스 MAU를 넘어설 것으로 예상된다. 다운로드 수도 여전히 폭발적인 수치를 기록하고 있다. 두 플랫폼의 2월 다운로드 수는 데무 138만 건, 알리익스프레스 108만 건에 달한다. 양 플랫폼 모두 1500만명 수준의 MAU 도달까지는 문제가 없어 보인다.

그림 88. 중국 직구 플랫폼 국내 월간 다운로드 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 89. 중국 직구 플랫폼 국내 MAU



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

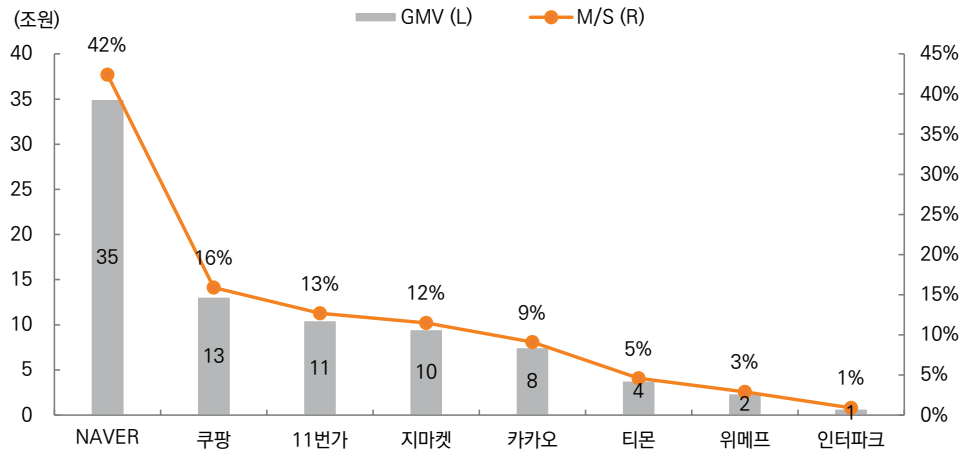
오픈마켓 판매자 상당수를 대체

중국 직구 플랫폼들이 품질이 떨어지는 값싼 상품이 주력이기 때문에 국내 이커머스 플랫폼에 미치는 영향이 제한적일 것으로 보는 것은 근시안적 사고다. 중국에서 상품을 가져와 한국 브랜드로 이름만 바꿔서 판매하면서 높은 수수료를 받고 팔고 있는 오픈마켓 사업자의 상당수가 빠르게 대체되기 시작할 것이다.

알리익스프레스, 테무, NAVER, 쿠팡에서 동일하게 팔리고 있는 상품 대다수는 국내 플랫폼이 3~4배 가량 비싸다. 국내 오픈마켓에서 팔리는 상품 상당수가 대체될 가능성이 높다는 의미다. 중국 직구 플랫폼의 경우 공장이 직접 플랫폼과 계약을 하는 구조이기 때문에 가격 차이가 존재할 수밖에 없는 구조다. 국내 전자상거래 시장 내 오픈마켓 비중은 40% 이상으로 추정된다.

중국 직구 플랫폼은 중국 내 생산자(공장)와 국내 소비자를 직접 연결하는 방식을 취하기에 관세에서 상대적으로 자유롭다. 개인이 직접 사용할 목적으로 구매하는 경우 150달러 이하 물품은 수입 신고 없이 관세를 면제받을 수 있기 때문이다. 국내에서 판매를 위한 목적으로 해외에서 제품을 들여오는 경우에는 정식 수입 신고 절차를 거쳐 관세를 내야 한다.

그림 90. 2022년 국내 오픈마켓 시장 점유율 현황



자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

표 11. NAVER, 쿠팡, 알리, 테무 동일 상품 가격 비교 (10만원 미만)

상품	플랫폼	가격	상품	플랫폼	가격
노트 인덱스	네이버	2,020	[쿠모] 립브러쉬	네이버	18,300
	쿠팡	3,600		쿠팡	21,300
	알리	1,300		알리	1,300
	테무	549		테무	430
산리오 연필세트	네이버	3,900	EU 표준 windee 3관 고데기	네이버	39,750
	쿠팡	3,580		쿠팡	21,900
	알리	2,313		알리	4,963
	테무	3,990		테무	11,539
데코 롤러펜 6PC	네이버	9,880	Frokom 야채 채칼 슬라이서	네이버	38,500
	쿠팡	14,800		쿠팡	38,500
	알리	2,028		알리	1,300
	테무	1,999		테무	11,149
산리오 라벨실링 스티커 65매	네이버	4,500	올라프 미니포토 프린터기	네이버	33,000
	쿠팡	5,500		쿠팡	42,700
	알리	1,400		알리	1,300
	테무	1,385		테무	1,936
산리오 롤스티커 500매	네이버	3,300	2023 E6S TWS	네이버	11,520
	쿠팡	8,300		쿠팡	11,820
	알리	440		알리	4,213
	테무	1,523		테무	3,951
산리오 15센치 봉제인형	네이버	11,900	TG 117 블루투스 스피커	네이버	55,120
	쿠팡	8,900		쿠팡	27,570
	알리	2,437		알리	1,300
	테무	2,465		테무	11,010
무는 악어 장난감	네이버	5,800	eafc 자동차 타이어 펌프	네이버	24,290
	쿠팡	4,090		쿠팡	38,000
	알리	1,300		알리	4,866
	테무	1,435		테무	22,818
댄스 아기 선인장	네이버	9,000	드론 카메라 E99 K3 PRO	네이버	14,330
	쿠팡	8,550		쿠팡	50,270
	알리	2,000		알리	8,843
	테무	5,430		테무	17,337
레고 마블 76250 울버린 아다만티움 발톱	네이버	98,900	LED 스트립 조명	네이버	18,300
	쿠팡	85,000		쿠팡	12,070
	알리	20,357		알리	1,300
	테무	-		테무	1,469
궁둥이퍼프	네이버	2,900	테디베어 아이스 4구 몰드	네이버	10,700
	쿠팡	2,800		쿠팡	10,200
	알리	949		알리	2,696
	테무	902		테무	2,299
Sandisk 16GB USB	네이버	5,000	홈슬리퍼	네이버	4,580
	쿠팡	4,540		쿠팡	8,950
	알리	1,300		알리	1,300
	테무	-		테무	2,652

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 12. NAVER, 쿠팡, 알리, 테무 동일 제품 가격 비교 (10만원 이상)

상품	플랫폼	가격	상품	플랫폼	가격
에어팟프로 2세대	네이버	328,000	Ultima 전기 무선 스킨 펜	네이버	80,376
	쿠팡	321,900		쿠팡	111,200
	알리	192,915		알리	82,935
	테무	-		테무	96,507
조인트 미니언 전자레인지	네이버	422,070	200W 휴대용 태양광 패널	네이버	410,050
	쿠팡	420,600		쿠팡	218,600
	알리	348,775		알리	262,188
	테무	-		테무	188,928
Qanba N3 드론 2 유선 조이스틱	네이버	215,600	휴대용 재활 로봇 장갑	네이버	104,720
	쿠팡	245,000		쿠팡	69,800
	알리	137,447		알리	58,848
	테무	141,049		테무	118,974
YOUYAN 디지털 피아노	네이버	156,500	AESOP 남성용 시계	네이버	476,210
	쿠팡	164,000		쿠팡	582,500
	알리	82,076		알리	371,859
	테무	-		테무	485,231
샤오미 무선청소기	네이버	273,560	치과 시뮬레이터 헤드 모델	네이버	120,790
	쿠팡	328,800		쿠팡	131,000
	알리	216,476		알리	86,889
	테무	-		테무	132,477
LED 기사 배낭	네이버	203,150	야외 자동차 후방 텐트	네이버	314,920
	쿠팡	190,000		쿠팡	212,000
	알리	247,402		알리	181,581
	테무	155,720		테무	134,192
여행용 Phomemo 휴대용 프린터 무선	네이버	260,640	인체 공학 게임 의자	네이버	147,510
	쿠팡	209,500		쿠팡	129,600
	알리	196,855		알리	106,036
	테무	148,991		테무	100,566
Li Ning 배드민턴 라켓 8000	네이버	280,000	18X 디지털 줌 디지털 카메라 4K	네이버	176,100
	쿠팡	217,800		쿠팡	270,000
	알리	131,597		알리	128,095
	테무	287,742		테무	139,005
PGM 골프채 여성용 티타늄 풀 세트	네이버	581,850	BIOLOMIX 에어프라이어 15L	네이버	260,000
	쿠팡	780,000		쿠팡	236,540
	알리	499,363		알리	106,669
	테무	463,736		테무	-
Teclast T40 Air 태블릿 PC	네이버	259,900	BIOLOMIX 쿨드프레스, 40-65RPM	네이버	133,350
	쿠팡	244,020		쿠팡	238,000
	알리	177,467		알리	69,399
	테무	223,101		테무	109,284

자료: 미래셋증권 리서치센터

국내 플랫폼 해외 직구는 상대적 열위

국내 플랫폼이 해외 직구를 중개하는 경우에는 운송료 측면에서 경쟁이 되지 않는다. 만국우편연합(UPU)의 존재가 중국 업체들에게 유리하게 작용하기 때문이다. UN 산하 국가들이 가입되어 있는 만국우편연합은 배달비 취급비와 관련해서 회원국을 1~4그룹으로 나누어 차등 적용한다. 상대적으로 낮은 그룹에 속한 국가가 배달국 취급비 중 일부를 부담하고 나머지는 높은 그룹에 속한 국가가 부담하는 구조다. 1그룹에 속하는 미국의 경우 UPU 탈퇴를 논하면서 국제 우편 요금 개선을 요구하기도 했다.

표 13. 만국우편연합 협약

	내용
주요 합의	- 지구상 거의 모든 지역에서 고정 가격에 가까운 형태로 우편물을 보낼 것 - 국영이든 민영이든 관계없이 우정기관 간 국제 우편물거래시 적용할 것 - 국제 우편, 국내 우편을 모두 같은 취급을 할 것 - 국제 우편 요금은 해당 국가에서 징수하여 사용할 수 없음 - 배달국의 손해를 줄이기 위해 거래 당사국간 발송·도착량에 따라 상호 정산할 것 - 상대국 취급비는 우편발전자수에 따라 결정돼 우편배송체계와 경제 수준 등을 고려해 결정 - 회원국을 1~4그룹으로 나눠 정산 요율을 차등 적용할 것 - 통상적으로 1그룹(선진국), 2그룹(준선진국), 3그룹(개도국), 4그룹(저소득국)으로 분류

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국은 2그룹, 중국은 3그룹에 속한다. 중국에서 넘어온 배송물의 경우 국내 목적지까지의 배송 비용을 국내 우정사업본부가 부담한다는 의미다. 우정사업본부에 의하면 배달국 취급비를 중국으로부터 보전 받고 있기 때문에 손해를 보고 있는 상황은 아니라고 한다. 실상이 어떻든 국내 플랫폼은 직구 비용이 소비자에게 온전히 전가되고 있으나 중국 플랫폼은 전가가 거의 되고 있지 않다.

중국 직구 플랫폼은 대규모 탁송 물량을 바탕으로 물류업체의 배송 단가를 최소 수준으로 지불한다. 국내 플랫폼이 해외 직구 서비스를 적극적으로 한다고 해서 따라갈 수 있는 양이 아니다. 물류 업체와의 협상력의 차이는 가격 차이로 고스란히 이어진다. 우편이 아닌 탁송 서비스를 택하는 경우 배송 기간이 짧아진다는 장점은 존재하나 소비자가 부담하는 배달비 상승을 막을 수 없다.

국내 브랜드까지 입점 확대하는 중국 직구 플랫폼

알리익스프레스는 최근 국내 상품을 판매하는 K-venue(케이베뉴)를 오픈하고 국내 브랜드들을 입점시키고 있다. 알리익스프레스는 입점 사업자에게 입점수수료와 판매수수를 동시에 면제하고 주요 프로모션인 3월 '애니버서리 세일' 참여 등 혜택을 제시하고 있다. 지난 10월부터 주요 브랜드들의 입점도 확대되고 있으며 현재 LG생활건강, 한국P&G, 애경 등 20개사 이상이 이미 입점했다.

알리익스프레스는 K-venue(케이베뉴) 상품은 국내에서 무료배송되며 배송 기간은 사흘 이내로 소개하고 있다. 기존 국내 플랫폼에 입점해 있던 브랜드 입장에서는 수수료가 상대적으로 낮은 중국 직구 플랫폼으로 추가 입점할 유인이 차고 넘친다. 수수료를 급격하게 인하하는 것이 아니라면 국내 플랫폼이 브랜드들의 중국 플랫폼 입점을 막을 수 있는 방안이 없다.

신선식품 카테고리도 중국 플랫폼의 침략에서 안전하지 않다. 중국 식품에 대한 불신 때문에 알리익스프레스의 신선식품 진출에 대해서는 대수롭지 않게 생각하던 사람들이 많다. 그러나 국내 브랜드가 중국 직구 플랫폼으로 입점하는 것이라면 이야기가 180도 달라진다. 이미 국내 식품 업체인 동원 F&B가 알리익스프레스 입점을 추진 중이며 대상, 삼양식품, 풀무원 등 주요 식품 기업들 역시 입점을 검토 중인 것으로 알려졌다.

그림 91. 알리익스프레스 K-venue 오픈



자료: 알리익스프레스, 미래에셋증권 리서치센터

표 14. 알리익스프레스 K-venue 입점 물품 가격 비교

신선식품, 음료식품	플랫폼	가격	vs 알리 가격	일상용품	플랫폼	가격	vs 알리 가격
더신선 논산 설향 딸기 750g	네이버	16,900	252%	트리오 담은 친환경 주방세제 680ml 6개	네이버	83,120	322%
	쿠팡	14,900	210%		쿠팡	66,830	239%
	알리	4,800	-		알리	19,698	-
더신선 구이용 냉장 육우 꽃등심 200g	네이버	24,900	57%	샤워메이트 산양유 바디워시 800ml 4개	네이버	40,200	105%
	쿠팡	43,990	177%		쿠팡	21,600	10%
	알리	15,900	-		알리	19,604	-
더신선 통영 자연산 통 바다장어 5마리	네이버	23,000	54%	질레트랩스 모이스처라이저 100ml 2개	네이버	57,900	94%
	쿠팡	33,900	128%		쿠팡	32,400	8%
	알리	14,900	-		알리	29,900	-
더신선 캘리포니아 오렌지 1.5KG	네이버	16,900	42%	하이얼 미니냉장고 46L	네이버	170,600	73%
	쿠팡	24,900	109%		쿠팡	104,000	5%
	알리	11,900	-		알리	98,800	-
더신선 부산 대저토마토 2.5kg	네이버	18,900	36%	YOUPAN 사계절 전용 담요	네이버	34,800	18%
	쿠팡	26,900	94%		쿠팡	33,000	12%
	알리	13,900	-		알리	29,520	-
더신선 경북 정품 세척 부사사과 2.5kg	네이버	32,900	18%	쿤달 디퓨저 200ml 2구	네이버	15,500	1%
	쿠팡	35,900	29%		쿠팡	18,500	20%
	알리	27,900	-		알리	15,355	-
칠성사이다 350ml 24캔	네이버	18,800	100%	쿠쿠 3인용 전기보온 에그 밥솥	네이버	66,900	-2%
	쿠팡	17,200	83%		쿠팡	70,240	2%
	알리	9,400	-		알리	68,600	-
농심 올리브 파파게티 140g 20봉	네이버	24,000	30%	오랄비 어린이칫솔 거울왕국 12입	네이버	21,930	-6%
	쿠팡	26,000	41%		쿠팡	23,170	-1%
	알리	18,410	-		알리	23,300	-
코카콜라 제로 355ml 24입	네이버	21,800	-15%	페브리즈 화장실용 비치형 6.3ml 3개	네이버	17,010	6%
	쿠팡	20,350	-21%		쿠팡	13,000	-19%
	알리	25,700	-		알리	16,000	-
조지아 오리지널 240ml 캔 30입	네이버	16,910	-21%	2080 클래식 치약 170g 10개	네이버	15,000	-15%
	쿠팡	14,250	-33%		쿠팡	12,530	-29%
	알리	21,300	-		알리	17,750	-

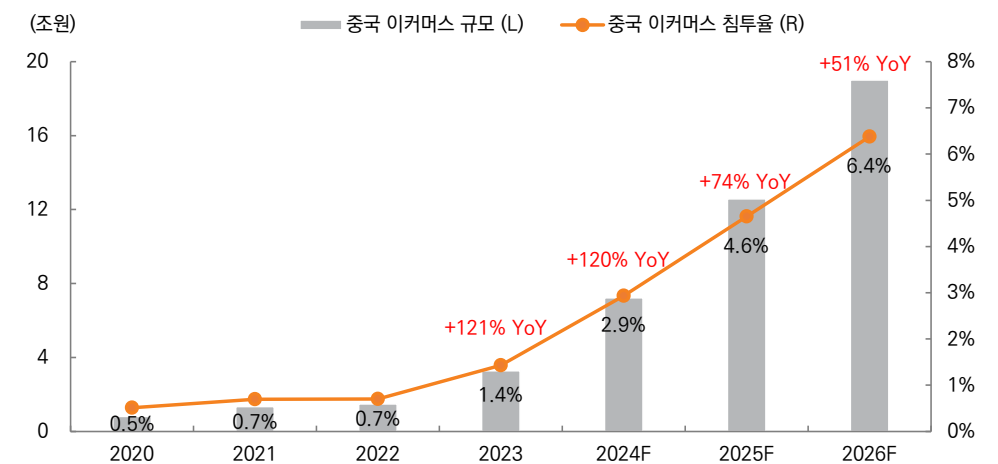
자료: 미래에셋증권 리서치센터

침투율 어디까지 올라올까?

2023년 국내 중국 이커머스 규모는 3.3조원 규모로 추산되며 2026년 19조원 규모까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 79%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 것이다. 2024년 YoY 성장률도 120%로 전년대와 비슷한 수준의 고성장을 예상한다. 2023년 1.4% 수준인 중국 이커머스 침투율은 2026년 6.4%까지 증가할 전망이다.

중국 메가 플랫폼들의 국내 추가 진출(1688닷컴, 틱톡샵 등)이 이어지며 국내에서 중국 이커머스 고성장이 지속될 가능성이 높다. 알리바바의 B2B 거래 플랫폼 1688닷컴은 아직 국내에 상륙하지도 않았다. 1688닷컴은 국내 결제 연동뿐만 아니라 최저가 수준의 배송비와 수수료를 공언하고 있다. 국내 오픈마켓에서 활동하고 있는 셀러 상당수가 1688닷컴에서 싸게 떼온 물건에 높은 마진을 붙여서 팔고 있는 점을 생각할 때 1688닷컴 진출 이후 국내 오픈마켓 타격이 극심해질 것으로 예상된다.

그림 92. 국내 중국 이커머스 규모 전망



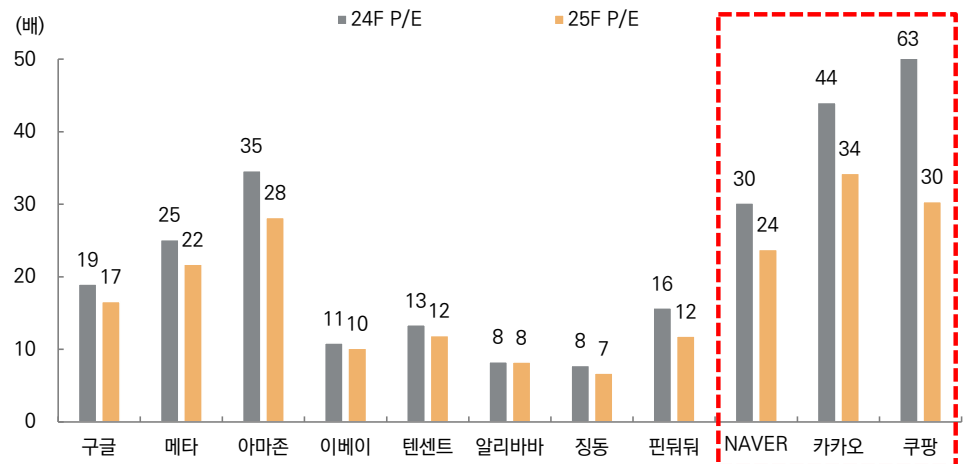
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

V. 밸류에이션

글로벌 인터넷 플랫폼 밸류에이션 현황

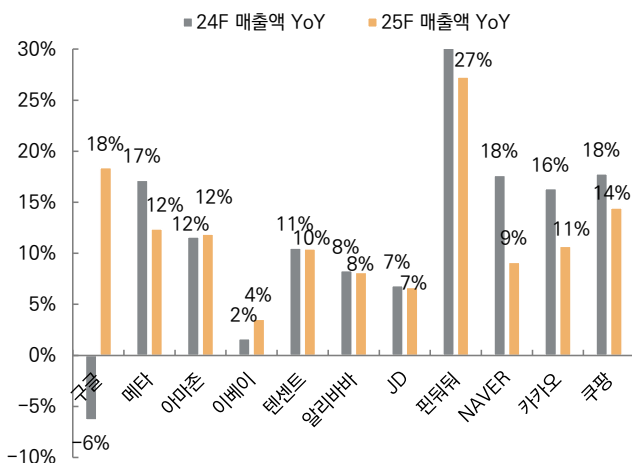
국내 주요 플랫폼 기업의 밸류에이션은 미국, 중국보다 월등히 높은 상황이다. 국내 플랫폼 기업(NAVER, 카카오, 쿠팡) 24F, 25F 평균 P/E는 46배, 29배 수준이며, 미국은 (구글, 메타, 아마존, 이베이) 24F 22배, 25F 19배, 중국은(텐센트, 알리바바, 징둥, 핀뎬뎬) 24F 11배, 25F 10배 수준이다. 국내의 글로벌 대비 높은 멀티플은 상대적으로 높은 매출액 및 영업이익 YoY 성장세에 기인한다. 국내 광고 업황 회복에 대한 기대, 커머스 수익성 개선에 대한 가정이 이미 컨센서스에 반영된 상황이다. 광고 업황 회복세 지연, 커머스 부문 경쟁 심화 우려가 커질 시 밸류에이션 조정은 불가피하다.

그림 93. 글로벌 주요 인터넷 플랫폼 밸류에이션 현황



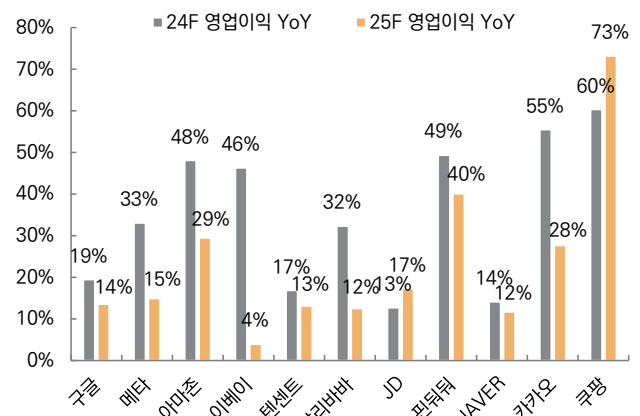
주: NAVER, 카카오는 당사 추정치
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 94. 글로벌 주요 플랫폼 24F, 25F 매출액 YoY



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 95. 글로벌 주요 플랫폼 24F, 25F 영업이익 YoY

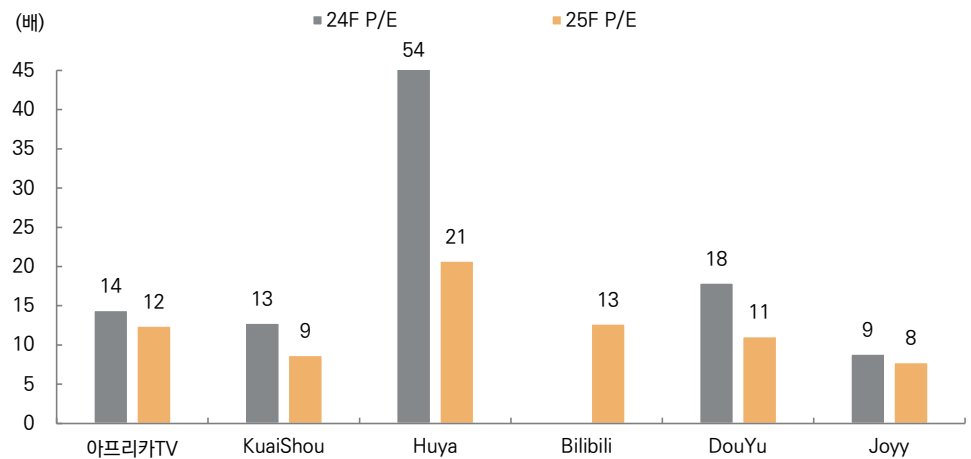


자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 라이브 플랫폼 밸류에이션 현황

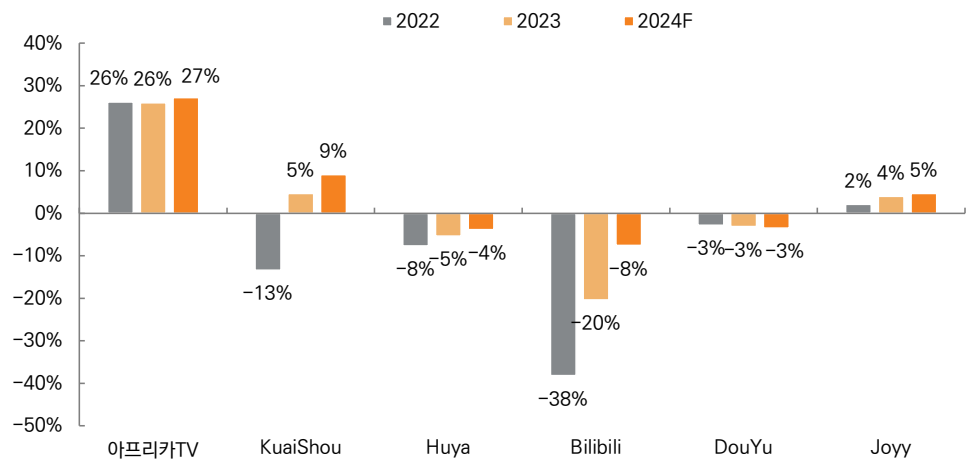
국내 라이브 스트리밍 기업 아프리카TV는 24F P/E 14배, 25F P/E 12배로 글로벌 주요 라이브 플랫폼들과 비슷한 멀티플 수준에서 거래 중이다. 콰이쇼우, 후야, 빌리빌리, 더우위, 조이 등 대부분의 글로벌 라이브 스트리밍 업체가 치열한 경쟁으로 저조한 수익성을 보여주는 것과 달리 아프리카TV의 영업이익률은 26%에 달한다. 국내 라이브 스트리밍 시장에서의 선두 지위를 안정적으로 누리면서 비용 최적화를 달성한 결과다. 국내 광고 지표의 지속적인 개선과 성공적인 글로벌 확장 스토리가 이어질 시 아프리카TV의 리레이팅은 지속될 것이다.

그림 96. 글로벌 주요 라이브 플랫폼 밸류에이션 현황



주: 아프리카TV는 당사 추정치
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

그림 97. 글로벌 주요 라이브 플랫폼 영업이익률 현황



주: 아프리카TV는 당사 추정치
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 15. 글로벌 주요 라이브 플랫폼 실적 현황

(십억원)

기업	항목	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
아프리카TV	매출액	95	127	168	197	272	315	348	415
	YoY	18%	34%	33%	17%	39%	16%	10%	19%
	영업이익	18	27	37	50	89	82	90	113
	YoY	14%	48%	35%	37%	76%	-7%	10%	21%
	영업이익률	19%	21%	22%	26%	33%	26%	26%	27%
KuaiShou	매출액	1,397	3,377	6,600	10,042	14,404	18,065	21,018	24,165
	YoY		142%	95%	52%	43%	25%	16%	15%
	영업이익	103	-87	116	-1,769	-4,905	-2,415	979	2,190
	YoY		-184%	-234%	-	-	-	-	124%
	영업이익률	7%	-3%	2%	-18%	-34%	-13%	5%	9%
Huya	매출액	366	776	1,413	1,865	2,017	1,769	1,281	1,228
	YoY		112%	82%	32%	8%	-12%	-28%	-4%
	영업이익	-16	4	44	124	-5	-136	-69	-47
	YoY		-128%	894%	181%	-	-	-	-
	영업이익률	-4%	1%	3%	7%	0%	-8%	-5%	-4%
Bilibili	매출액	413	687	1,143	2,050	3,443	4,200	4,172	4,770
	YoY		66%	66%	79%	68%	22%	-1%	14%
	영업이익	-38	-121	-252	-537	-1,142	-1,603	-850	-360
	YoY		-	-	-	-	-	-	-
	영업이익률	-9%	-18%	-22%	-26%	-33%	-38%	-20%	-8%
DouYu	매출액	316	608	1,229	1,640	1,628	1,363	1,019	942
	YoY		93%	102%	34%	-1%	-16%	-25%	-8%
	영업이익	-104	-143	-22	45	-115	-38	-32	-33
	YoY		-	-	-	-	-	-	-
	영업이익률	-33%	-24%	-2%	3%	-7%	-3%	-3%	-3%
Joyy	매출액	1,942	2,622	1,053	2,262	3,000	3,117	3,006	3,081
	YoY		35%	-60%	115%	33%	4%	-4%	3%
	영업이익	452	439	-600	-480	-122	66	120	143
	YoY		-3%	-	-	-	-	82%	20%
	영업이익률	23%	17%	-57%	-21%	-4%	2%	4%	5%

주: 아프리카TV는 당사 추정치

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

표 16. 글로벌 인터넷 기업 Valuation

(십억원, 배, %)

	시가총액	PER		PSR		PBR		EV/EBITDA		OPM	
		24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
NAVER (KR)	30,565	21.3	18.3	2.8	2.6	1.2	1.2	13.2	11.7	16.0	16.5
카카오	23,629	47.0	37.5	2.6	2.3	2.2	2.1	17.4	15.8	7.7	8.6
쿠팡	43,455	65.1	30.4	1.1	1.0	7.5	5.8	22.5	15.0	2.6	4.0
아프리카TV	1,341	14.9	12.7	3.3	2.9	3.5	2.8	8.2	7.1	26.1	26.8
Alphabet (US)	2,210,774	19.0	16.6	5.8	4.9	5.0	4.1	11.8	10.3	35.1	33.7
Amazon	2,422,750	34.6	28.2	2.9	2.6	6.8	5.2	14.2	12.1	8.7	10.0
Meta	1,723,036	25.1	21.7	8.3	7.4	6.5	5.0	14.0	12.2	39.4	40.1
Shopify	128,044	72.7	55.5	11.3	9.4	9.6	7.9	-	50.6	14.7	17.3
eBay	34,697	10.9	10.2	2.6	2.5	4.1	3.6	8.9	8.5	27.6	27.7
Snap	25,801	72.3	32.3	3.7	3.3	7.6	6.0	59.6	28.6	-11.0	-4.1
Yahoo Japan (JP)	26,341	22.2	22.0	1.6	1.5	1.0	0.9	8.1	7.5	11.3	11.6
Rakuten	15,774	-	-	0.8	0.7	1.8	1.8	-	-	-3.6	2.0
Mercari	2,887	27.1	19.3	1.7	1.6	4.9	3.9	16.0	11.8	9.8	12.2
Tencent (CN)	433,711	13.4	11.9	3.5	3.2	2.4	2.0	10.2	9.1	30.3	31.0
Alibaba	243,370	8.3	8.3	1.4	1.3	1.2	1.2	4.1	3.9	14.2	14.7
JD	49,730	7.8	6.7	0.2	0.2	1.1	1.0	2.4	2.1	2.9	3.1
Baidu	45,105	9.3	8.5	1.7	1.6	0.9	0.9	4.0	3.7	19.2	19.5
Weibo	2,880	4.2	3.8	1.2	1.1	0.5	0.5	3.2	2.9	30.2	31.6
PDD	205,289	15.7	11.9	3.3	2.6	6.1	4.5	11.3	8.1	23.4	25.7
KuaiShou	34,525	12.8	8.7	1.4	1.3	3.0	2.3	7.3	5.3	9.1	13.1
Huya	1,199	55.0	20.7	1.0	0.9	0.6	0.6	-	-	-3.8	-0.1
Bilibili	5,890	-	12.7	1.1	1.0	2.2	2.0	10.9	5.8	-1.1	4.9
DouYu	305	17.9	11.1	0.3	0.3	0.3	0.3	-	-	-3.5	-2.3
Joyy	2,541	8.8	7.8	0.8	0.8	0.5	0.5	-	-	4.7	5.9

자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

Global Company Analysis

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

035420 · 인터넷

NAVER**중국 직구 플랫폼 영향 본격화**

(유지)

매수

목표주가

260,000원 ▼

상승여력

38.3%

현재주가(24/3/8)

188,000원

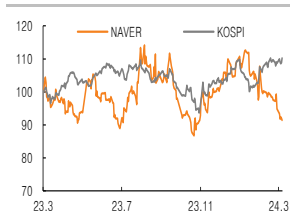
KOSPI	2,680.35	시가총액(십억원)	30,533	발행주식수(백만주)	162	외국인 보유비중(%)	46.8
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

Report summary**중국 직구 국내 진출 부담 지속**

2023년 국내 중국 이커머스 규모는 3.3조원 규모로 추산되며 2026년 19조원 규모까지 성장할 전망이다. NAVER, 쿠팡 등 국내 주요 커머스 플랫폼들에 악영향이 불가피하다. 알리익스프레스, 테무, NAVER, 쿠팡에서 팔리는 동일 상품 대다수는 국내 플랫폼이 3~4배 가량 비싸다. 브랜드스토어도 위협이 시작되고 있다. 알리익스프레스는 최근 국내 상품을 판매하는 'K-venue'를 오픈해 브랜드를 입점시키고 있다.

목표주가 260,000원으로 16% 하향

NAVER에 대해 투자 의견 '매수'를 유지하나, 타겟 멀티플 조정으로 목표주가를 기존 310,000원에서 260,000원으로 16% 하향한다. 중국 이커머스 고성장에 따른 커머스 부문 부진에 대한 우려를 반영해 타겟 멀티플을 기존 39배에서 33배로 변경한다. 타겟 멀티플은 탑라인 성장세 둔화 속 수익성 점진적 개선이었던 23년 평균 P/E다. 반등을 위해서는 1분기 실적에서 중국 영향이 제한적임을 증명할 필요가 있다.

Key data**Price performance**

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.7	-12.6	-7.2
상대주가	-10.8	-16.9	-15.8

Earnings and valuation metrics

계산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,818	8,220	9,671	10,553	11,764
영업이익 (십억원)	1,325	1,305	1,489	1,662	1,955
영업이익률 (%)	19.4	15.9	15.4	15.7	16.6
순이익 (십억원)	16,490	760	1,013	1,285	1,558
EPS (원)	100,400	4,634	6,182	7,910	9,592
ROE (%)	106.7	3.3	4.4	5.3	6.1
P/E (배)	3.8	38.3	36.2	23.8	19.6
P/B (배)	2.5	1.2	1.5	1.2	1.1
배당수익률 (%)	0.1	0.5	0.4	0.5	0.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스 고속 성장세

2023년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 2026년 10조원까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률은 50%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장은 확고한 1위 플랫폼 NAVER를 제외하고는 난전 양상을 보이고 있다.

동사는 라이브커머스 시장에서의 선두 지위를 유지할 것으로 예상된다. 동사의 2023년 라이브커머스 GMV는 8천억원(M/S 26%)으로 추정되며 2026년 2.8조원 규모까지 성장할 전망이다. 네이버페이의 존재로 결제 편의성 및 프로모션에서의 이점이 존재한다. AI 역량을 기반으로 한 AI 큐시트 헬퍼의 존재도 차별화된 서비스를 가능케 한다.

중국 직구 고속 성장은 부담

2023년 국내 중국 이커머스 규모는 3.3조원 규모로 추산되며 2026년 19조원 규모까지 성장할 전망이다. NAVER, 쿠팡 등 국내 주요 커머스 플랫폼들에 악영향이 불가피하다. 중국에서 상품을 가져와 높은 수수료를 받고 팔고 있던 오픈마켓 사업자의 상당수가 빠르게 대체되기 시작할 것이다. 알리익스프레스, 테무, NAVER, 쿠팡에서 동일하게 팔리고 있는 상품 대다수는 국내 플랫폼이 3~4배 가량 비싸다.

브랜드스토어도 위협이 시작되고 있다. 알리익스프레스는 최근 국내 상품을 판매하는 'K-venue'를 오픈해 국내 브랜드들을 입점시키고 있다. 기존 국내 플랫폼에 입점해 있던 브랜드 입장에서는 수수료가 상대적으로 낮은 중국 직구 플랫폼으로 추가 입점할 유인이 차고 넘친다. 수수료를 급격하게 인하하는 것이 아니라면 국내 플랫폼이 브랜드들의 중국 플랫폼 입점을 막을 수 있는 방안이 없다.

목표주가 260,000원으로 16% 하향

NAVER에 대해 투자 의견 '매수'를 유지하나, 타겟 멀티플 조정으로 목표주가를 기존 310,000원에서 260,000원으로 16% 하향한다. 중국 이커머스 고성장애 따른 커머스 부문 부진에 대한 우려를 반영해 타겟 멀티플을 기존 39배에서 33배로 변경한다. 타겟 멀티플은 탑라인 성장세 둔화 속 수익성 점진적 개선기였던 2023년 평균 P/E다.

상반기 주가 모멘텀이 부재한 상황이다. 라이브커머스 고성장은 긍정적인 부분이나 당장의 중국 이커머스 고성장애 따른 커머스 부진 우려가 더욱 크다. 보수적인 접근이 필요한 시기다. 1분기 실적에서 발표될 커머스 지표에서 중국 직구 플랫폼 영향이 제한적이었다는 것이 확인된 이후 주가 반등 가능할 전망이다.

밸류에이션

NAVER에 대해 투자 의견 '매수'를 유지하나, 타겟 멀티플 조정으로 목표주가를 기존 310,000원에서 260,000원으로 16% 하향한다. 중국 이커머스 고성장에는 따른 커머스 부문 부진에 대한 우려를 반영해 타겟 멀티플을 기존 39배에서 33배로 변경한다. 타겟 멀티플은 탑라인 성장세 둔화 속 수익성 점진적 개선기였던 2023년 평균 P/E다.

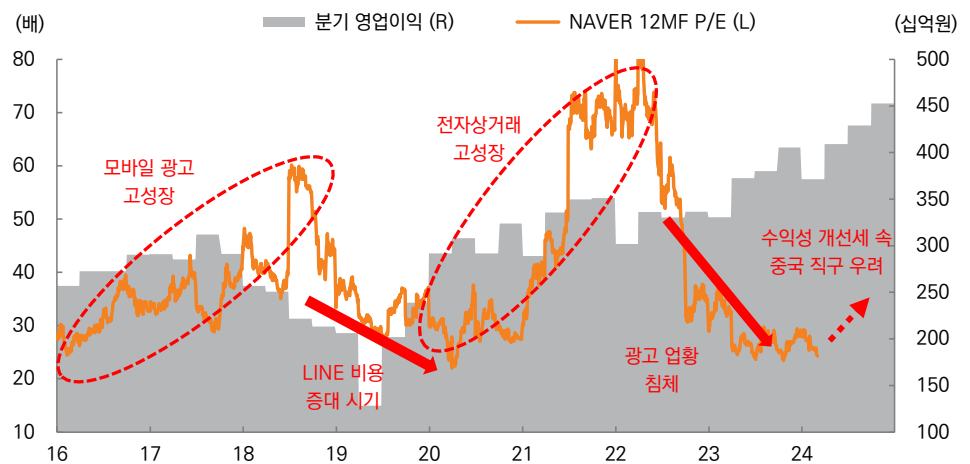
상반기 주가 모멘텀이 부재한 상황이다. 라이브커머스 고성장은 긍정적인 부분이나 당장의 중국 이커머스 고성장에는 따른 커머스 부진 우려가 더욱 크다. 보수적인 접근이 필요한 시기다. 1분기 실적에서 발표될 커머스 지표에서 중국 직구 플랫폼 영향이 제한적이었다는 것이 확인된 이후 주가 반등 가능할 전망이다.

표 17. 밸류에이션

구분	내용	비고
2024년 지배주주순이익 (십억원)	1,285	
Target P/E (배)	33	2023년 평균 P/E. 탑라인 성장세 둔화 속 수익성 점진적 개선기
목표 시가총액 (십억원)	42,265	
주식 수 (천주)	162,409	
목표주가 (원)	260,000	
현재주가 (원)	188,000	
상승여력	38.3%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 98. NAVER 12MF P/E, 분기 영업이익 추이



주: 일회성 손익은 제거하여 재추정
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 18. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	2,280	2,408	2,445	2,537	2,458	2,620	2,695	2,780	8,220	9,671	10,553	11,764
(% YoY)	23.6%	17.7%	18.9%	11.7%	7.8%	8.8%	10.2%	9.6%	20.6%	17.6%	9.1%	11.5%
서치플랫폼	852	910	899	928	886	964	971	1,003	3,568	3,589	3,824	4,176
검색	656	689	688	692	695	744	757	761	2,609	2,725	2,958	3,224
디스플레이	192	217	207	230	185	213	207	234	941	846	839	923
기타	4	4	4	6	7	7	7	7	19	18	27	30
커머스	606	633	647	660	638	666	686	741	1,801	2,547	2,732	3,023
커머스 광고	264	280	282	280	268	279	286	309	1,078	1,107	1,141	1,254
중개 및 판매	303	310	321	334	322	337	347	376	604	1,269	1,381	1,518
멤버십	39	42	44	46	49	51	53	56	119	171	209	251
핀테크	318	340	341	356	366	386	395	418	1,187	1,355	1,565	1,842
콘텐츠	411	420	435	466	438	471	506	477	1,262	1,733	1,893	2,081
웹툰	353	370	380	401	377	408	441	409	1,066	1,503	1,635	1,798
스노우	45	36	39	49	44	46	49	51	128	169	190	209
기타	13	15	16	16	17	17	17	18	67	60	69	74
클라우드	93	104	124	126	129	133	137	141	403	447	540	642
NCP/웍스(B2B)	91	99	110	114	116	119	121	124	370	415	480	552
클로바/랩스	2	5	13	12	13	14	16	17	33	32	60	90
영업비용	1,950	2,035	2,065	2,132	2,086	2,211	2,266	2,327	6,915	8,182	8,891	9,809
개발/운영비용	635	644	631	661	643	655	664	673	2,070	2,573	2,635	2,888
파트너	832	866	886	950	914	977	1,005	1,037	2,964	3,534	3,934	4,341
인프라	133	142	157	164	160	173	179	187	581	596	699	779
마케팅	350	383	390	357	369	406	418	431	1,301	1,480	1,623	1,801
영업이익	330	373	380	405	371	409	429	453	1,305	1,489	1,662	1,955
(% YoY)	9.5%	10.9%	15.1%	20.5%	12.3%	9.8%	12.9%	11.6%	-1.6%	14.1%	11.6%	17.6%
영업이익률	14.5%	15.5%	15.5%	16.0%	15.1%	15.6%	15.9%	16.3%	15.9%	15.4%	15.7%	16.6%
지배주주순이익	55	268	376	314	287	316	332	350	760	1,013	1,285	1,558
NPM	2.4%	11.1%	15.4%	12.4%	11.7%	12.0%	12.3%	12.6%	9.2%	10.5%	12.2%	13.2%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 19. 연간 실적 전망

(십억원)

	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		비고
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	10,553	11,764	10,553	11,764	0%	0%	10,704	11,851	-1%	-1%	
영업이익	1,662	1,955	1,662	1,955	0%	0%	1,720	1,971	-3%	-1%	
지배주주순이익	1,285	1,558	1,285	1,558	0%	0%	1,419	1,651	-9%	-6%	
영업이익률	15.8%	16.6%	15.8%	16.6%	-	-	16.1%	16.6%	-	-	
순이익률	12.2%	13.2%	12.2%	13.2%	-	-	13.3%	13.9%	-	-	

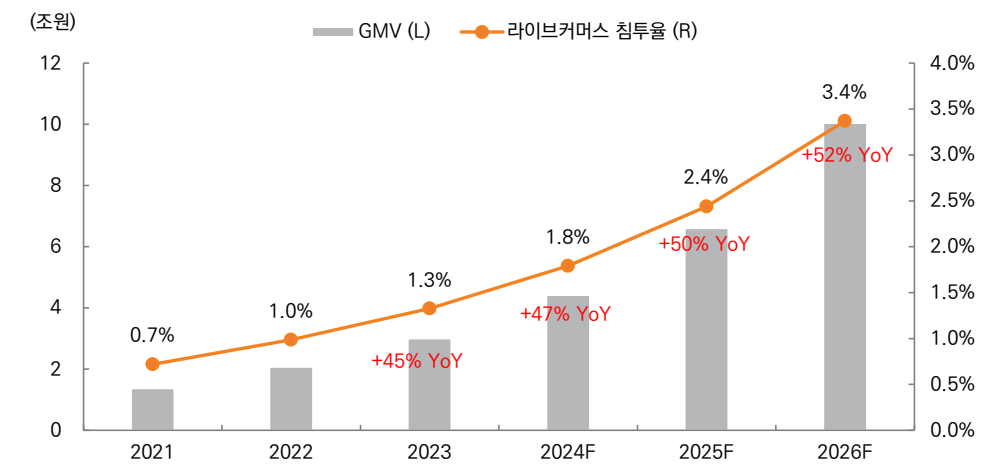
자료: 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스 시장 고성장 지속 전망

NAVER 라이브쇼핑이 점유율 1위

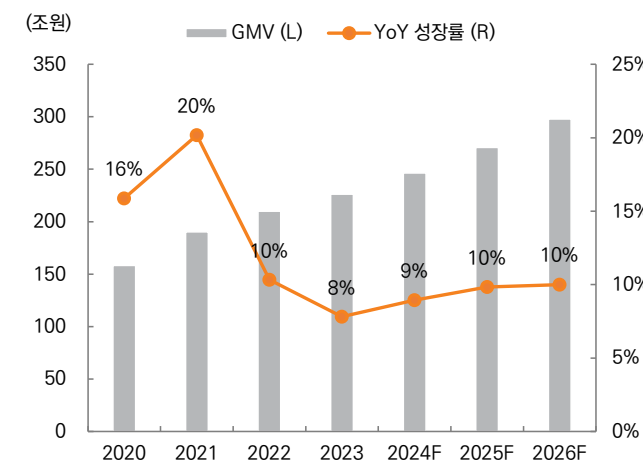
2023년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 2026년 10조원까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 50%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장은 확고한 1위 플랫폼 NAVER를 제외하고는 난전 양상을 보이고 있다. NAVER의 2023년 라이브커머스 GMV는 8천억원 수준(M/S 26%)으로 추정되며 2026년 2.8조원 규모까지 성장할 전망이다. 카카오가 48.5%의 지분을 갖고 있는 그룹의 GMV(M/S 10%)는 3천억원 수준으로 추정된다.

그림 99. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



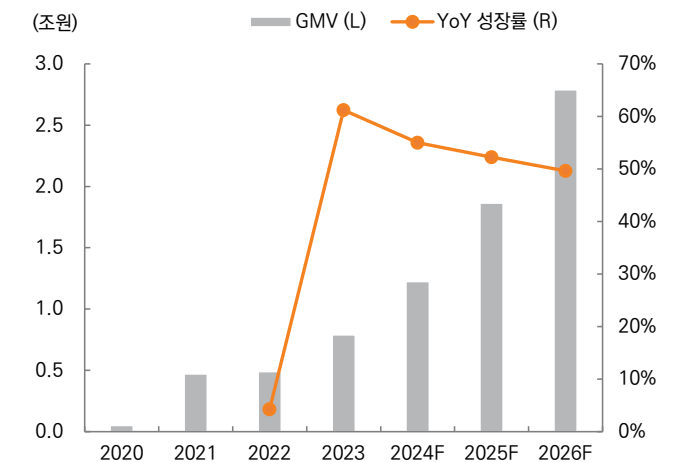
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 100. 국내 전자상거래 시장 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

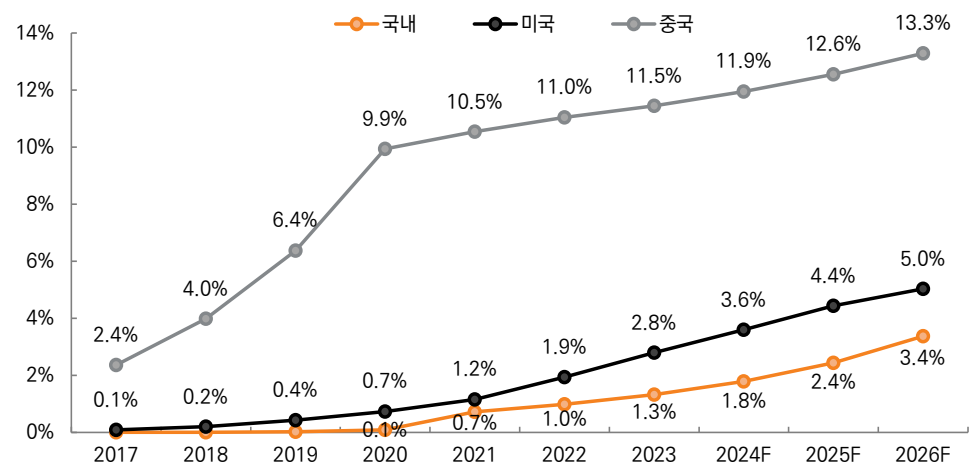
그림 101. NAVER 라이브커머스 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 전자상거래 시장 내 라이브커머스 침투율은 2023년 1.3%에서 2026년 3.4%까지 급격히 상승할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장 침투율 현황은 2021년 미국(침투율 1.2%)과 비슷한 상황이다. 국내 라이브커머스 시장의 성장은 이제 막 시작했을 뿐이다. 주요 브랜드들은 더 이상 TV가 아닌 영상 플랫폼으로 판매 장소를 옮기고 있으며, 유튜브·틱톡 등 국내 시장 내 주요 영상 플랫폼들은 이제서야 이커머스를 도입하는 단계에 있다. 머지않은 시기에 국내 라이브커머스 시장은 NAVER, 유튜브가 과점하게 될 전망이다.

그림 102. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 추이



자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

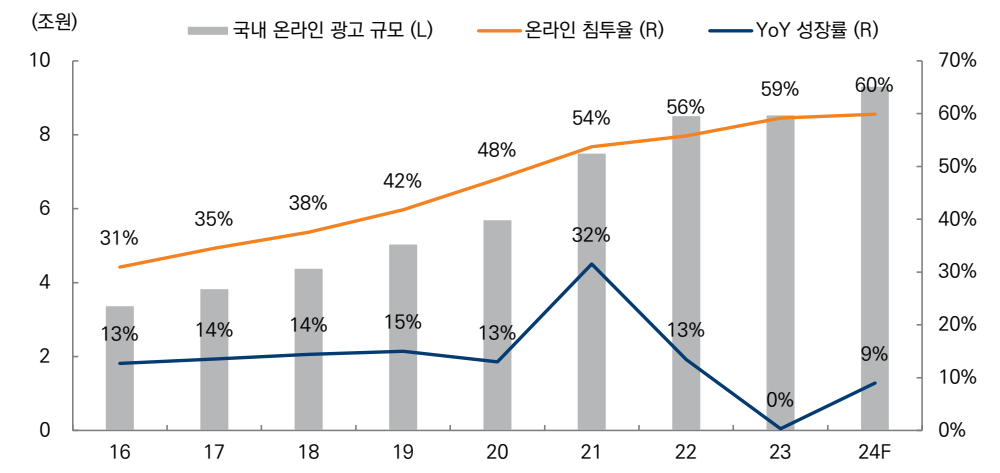
쿠키리스 시대 돌입에 따른 반사 수혜

쿠키리스 시대로의 돌입은 라이브커머스 시장 성장을 가속화할 가능성이 높다. 1위 웹 브라우저 플랫폼 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원을 중단함에 따라 언론사를 비롯한 전반적인 매체들의 광고 타격이 본격화될 전망이다.

이번 변화에서 중요한 부분은 쿠키리스로 인해 언론사를 비롯한 여러 온라인 매체의 광고 플랫폼으로서의 매력도가 떨어진다고 했을 때 광고주들이 어디로 이동할 것인가에 대한 부분이다. 광고주들 앞에는 1) 새로운 온라인 플랫폼으로 이동, 2) 오프라인 광고(옥외, TV 등) 비중 확대라는 두 가지 선택지가 존재한다.

최근 수년간 꾸준히 증가해온 국내 온라인 광고 침투율은 오프라인 광고의 떨어지는 타겟팅 능력에 대한 광고주들의 불만이 큼을 시사한다. 즉 광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 타겟팅 고도화가 가능한 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다.

그림 103. 국내 온라인 광고 시장 추이



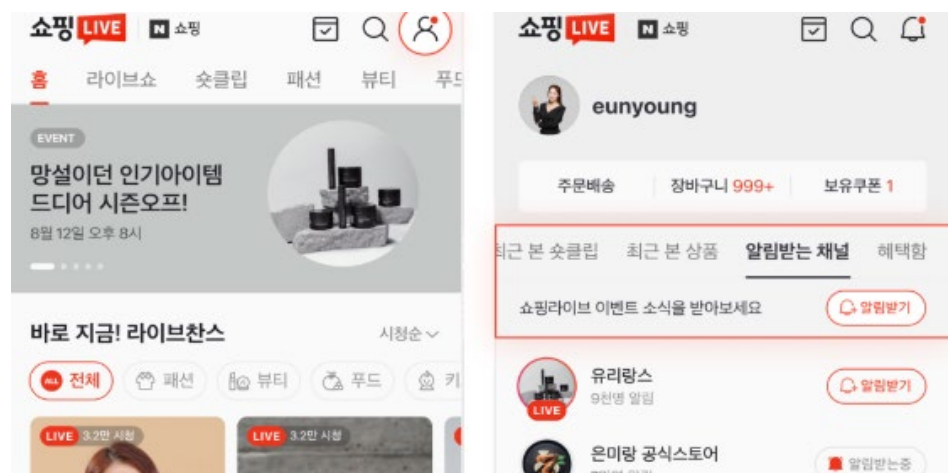
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

AI가 가속시킬 라이브커머스 시장

생성 AI의 도입은 라이브커머스 시장의 성장을 가속화할 전망이다. 생성 AI의 도입으로 1) 특정 품목에 관심이 있을 잠재 고객을 타겟팅 할 수 있게 되고, 2) 대본 생성을 통한 판매자 생산성이 향상되며, 3) AI 휴먼 라이브 방송이 가능해지고, 4) 다국어 라이브 스트리밍이 가능해질 전망이다.

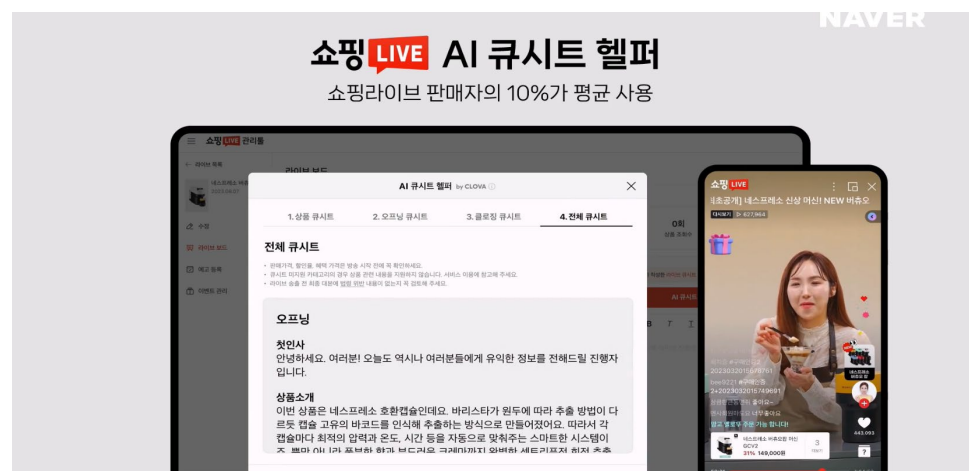
생성 AI의 도입은 라이브커머스를 위한 대본 준비의 부담도 완화시켜 판매자 측면에서의 확장도 가속화되고 있다. 기존 홈쇼핑에서는 대본 작성에 대한 부담, 실시간 의견 취합 등의 이슈로 브랜드 규모가 있는 곳이 주로 서비스를 이용했다. 생성 AI의 도입을 통해 방송 부담이 경감됨에 따라 라이브커머스의 기회가 중소상공인에게도 열리고 있다. NAVER의 AI 큐시트 헬퍼의 경우 상품 특징, 고객 리뷰 등을 바탕으로 전문 쇼호스트나 인플루언서의 화법이 반영된 대본을 작성해준다. AI 큐시트 헬퍼 침투율은 쇼핑 라이브 판매자의 10%를 넘어섰다.

그림 104. NAVER 쇼핑라이브 알림 기능



자료: 네이버쇼핑, 미래에셋증권 리서치센터

그림 105. 네이버 쇼핑라이브 AI 큐시트 헬퍼



자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

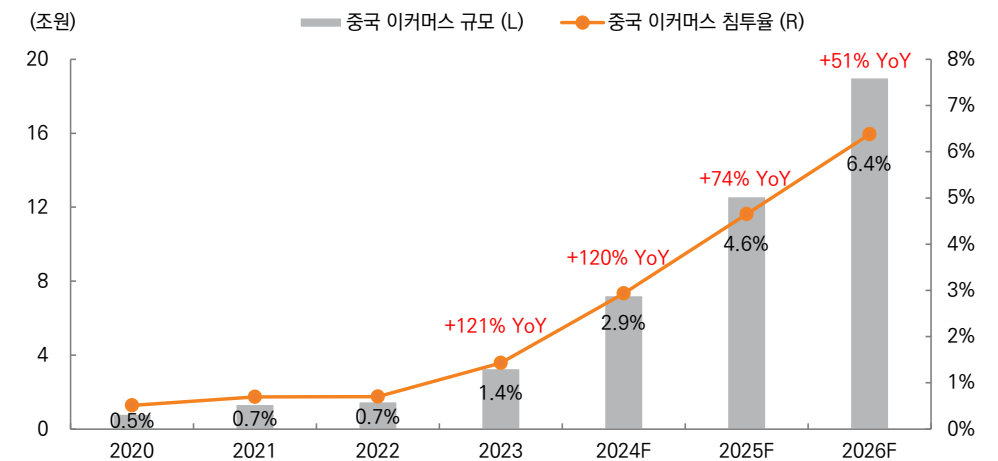
커져만가는 중국 커머스 위협

침투율 어디까지 올라올까?

2023년 국내 중국 이커머스 규모는 3.3조원 규모로 추산되며 2026년 19조원 규모까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 79%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 것이다. 2024년 YoY 성장률도 120%로 전년과 비슷한 수준의 고성장을 예상된다. 2023년 1.4% 수준인 중국 이커머스 침투율은 2026년 6.4%까지 증가할 전망이다.

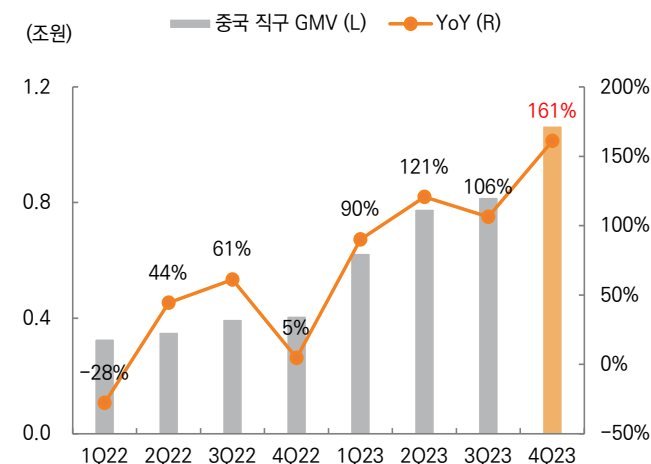
중국 메가 플랫폼들의 국내 추가 진출(1688닷컴, 틱톡샵 등)이 이어지며 국내에서 중국 이커머스 고성장이 지속될 가능성이 높다. 알리바바의 B2B 거래 플랫폼 1688닷컴은 아직 국내에 상륙하지도 않았다. 1688닷컴은 국내 결제 연동뿐만 아니라 최저가 수준의 배송비와 수수료를 공언하고 있다.

그림 106. 국내 중국 이커머스 규모 전망



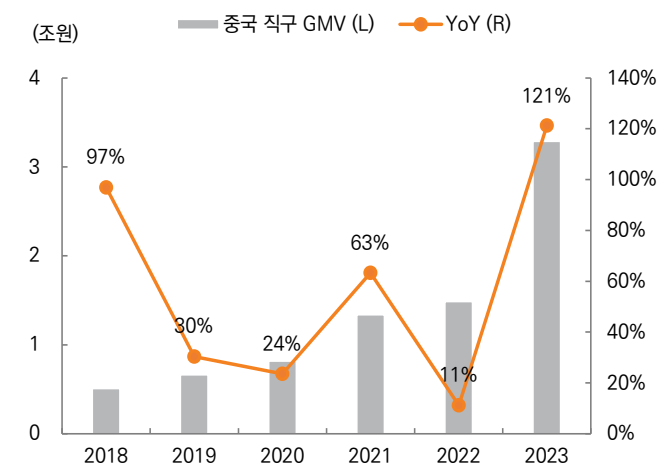
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 107. 중국 직구 분기 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 108. 중국 직구 연간 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

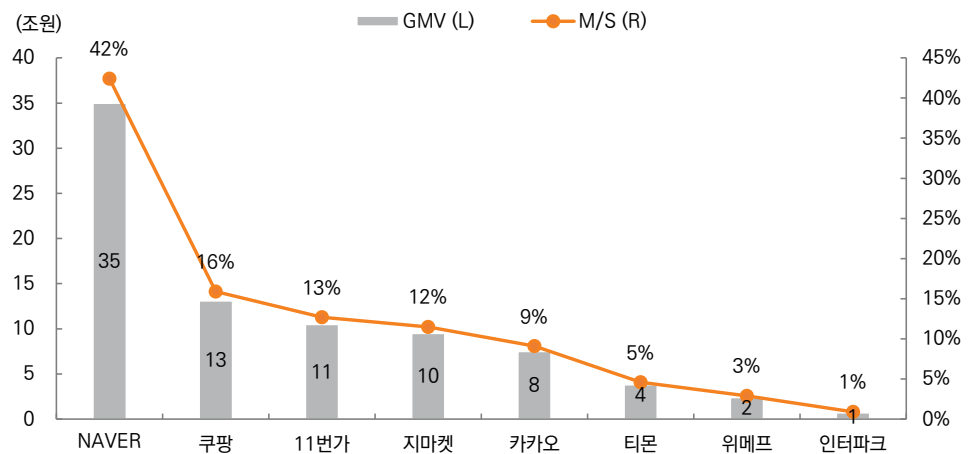
오픈마켓 판매자 상당수를 대체

중국 직구 플랫폼들이 품질이 떨어지는 값싼 상품이 주력이기 때문에 국내 이커머스 플랫폼에 미치는 영향이 제한적일 것으로 보는 것은 근시안적 사고다. 중국에서 상품을 가져와 한국 브랜드로 이름만 바꿔서 판매하면서 높은 수수료를 받고 팔고 있는 오픈마켓 사업자의 상당수가 빠르게 대체되기 시작할 것이다.

알리익스프레스, 테무, NAVER, 쿠팡에서 동일하게 팔리고 있는 상품 대다수는 국내 플랫폼이 3~4배 가량 비싸다. 국내 오픈마켓에서 팔리는 상품 상당수가 대체될 가능성이 높다는 의미다. 중국 직구 플랫폼의 경우 공장이 직접 플랫폼과 계약을 하는 구조이기 때문에 가격 차이가 존재할 수밖에 없는 구조다. 국내 전자상거래 시장 내 오픈마켓 비중은 40% 이상으로 추정된다.

중국 직구 플랫폼은 중국 내 생산자(공장)와 국내 소비자를 직접 연결하는 방식을 취하기에 관세에서 상대적으로 자유롭다. 개인이 직접 사용할 목적으로 구매하는 경우 150달러 이하 물품은 수입 신고 없이 관세를 면제받을 수 있기 때문이다. 국내에서 판매를 위한 목적으로 해외에서 제품을 들여오는 경우에는 정식 수입 신고 절차를 거쳐 관세를 내야 한다.

그림 109. 2022년 국내 오픈마켓 시장 점유율 현황



자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

브랜드스토어도 위협받기 시작

알리익스프레스는 최근 국내 상품을 판매하는 K-venue(케이베뉴)를 오픈하고 국내 브랜드들을 입점시키고 있다. 알리익스프레스는 입점 사업자에게 입점수수료와 판매수수를 동시에 면제하고 주요 프로모션인 3월 '애니버서리 세일' 참여 등 혜택을 제시하고 있다. 지난 10월부터 주요 브랜드들의 입점도 확대되고 있으며 현재 LG생활건강, 한국P&G, 애경 등 20개사 이상이 이미 입점했다.

알리익스프레스는 K-venue(케이베뉴) 상품은 국내에서 무료배송되며 배송 기간은 사흘 이내로 소개하고 있다. 기존 국내 플랫폼에 입점해 있던 브랜드 입장에서는 수수료가 상대적으로 낮은 중국 직구 플랫폼으로 추가 입점할 유인이 차고 넘친다. 수수료를 급격하게 인하하는 것이 아니라면 국내 플랫폼이 브랜드들의 중국 플랫폼 입점을 막을 수 있는 방안이 없다.

신선식품 카테고리도 중국 플랫폼의 침략에서 안전하지 않다. 중국 식품에 대한 불신 때문에 알리익스프레스의 신선식품 진출에 대해서는 대수롭지 않게 생각하던 사람들이 많다. 그러나 국내 브랜드가 중국 직구 플랫폼으로 입점하는 것이라면 이야기가 180도 달라진다. 이미 국내 식품 업체인 동원 F&B가 알리익스프레스 입점을 추진 중이며 대상, 삼양식품, 풀무원 등 주요 식품 기업들 역시 입점을 검토 중인 것으로 알려졌다.

그림 110. 알리익스프레스 K-venue 오픈



자료: 알리익스프레스, 미래에셋증권 리서치센터

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	8,220	9,671	10,553	11,764
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	8,220	9,671	10,553	11,764
판매비와관리비	6,915	8,182	8,891	9,809
조정영업이익	1,305	1,489	1,662	1,955
영업이익	1,305	1,489	1,662	1,955
비영업손익	-221	-3	155	185
금융손익	-13	-7	7	26
관계기업등 투자손익	97	267	321	353
세전계속사업손익	1,084	1,486	1,817	2,140
계속사업법인세비용	411	498	581	642
계속사업이익	673	988	1,235	1,498
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	673	988	1,235	1,498
지배주주	760	1,013	1,285	1,558
비지배주주	-87	-24	-49	-60
총포괄이익	-715	988	1,235	1,498
지배주주	-681	942	1,177	1,428
비지배주주	-34	46	58	70
EBITDA	1,866	1,996	2,138	2,416
FCF	753	2,005	1,459	1,657
EBITDA 마진율 (%)	22.7	20.6	20.3	20.5
영업이익률 (%)	15.9	15.4	15.7	16.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.2	10.5	12.2	13.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	6,440	7,143	8,356	10,090
현금 및 현금성자산	2,724	3,767	4,929	6,612
매출채권 및 기타채권	0	0	0	0
재고자산	9	10	11	12
기타유동자산	3,707	3,366	3,416	3,466
비유동자산	27,459	28,536	28,415	28,305
관계기업투자등	18,541	17,614	17,614	17,614
유형자산	2,458	2,615	2,493	2,435
무형자산	1,481	3,327	3,328	3,275
자산총계	33,899	35,679	36,771	38,395
유동부채	5,481	6,303	6,272	6,509
매입채무 및 기타채무	899	917	936	954
단기금융부채	1,575	1,601	1,532	1,730
기타유동부채	3,007	3,785	3,804	3,825
비유동부채	4,968	5,198	5,224	5,251
장기금융부채	2,622	3,456	3,456	3,456
기타비유동부채	2,346	1,742	1,768	1,795
부채총계	10,449	11,502	11,496	11,760
지배주주지분	22,744	23,496	24,642	26,062
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,556	1,433	1,433	1,433
이익잉여금	23,646	24,521	25,668	27,088
비지배주주지분	706	682	633	573
자본총계	23,450	24,178	25,275	26,635

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	1,453	2,615	1,759	2,007
당기순이익	673	988	1,235	1,498
비현금수익비용가감	1,318	976	1,016	1,042
유형자산감가상각비	519	453	422	408
무형자산상각비	42	54	54	53
기타	757	469	540	581
영업활동으로인한자산및부채의변동	307	1,119	47	48
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-2	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	133	0	0	0
법인세납부	-861	-498	-581	-642
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,216	-2,386	-389	-385
유형자산처분(취득)	-689	-610	-300	-350
무형자산감소(증가)	-55	-1,900	-55	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-444	124	-34	-35
기타투자활동	-28	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-339	-157	-207	61
장단기금융부채의 증가(감소)	235	104	-69	198
자본의 증가(감소)	66	-124	0	0
배당금의 지급	-213	-138	-138	-138
기타재무활동	-427	1	0	1
현금의 증가	-57	1,043	1,163	1,683
기초현금	2,781	2,724	3,767	4,929
기말현금	2,724	3,767	4,929	6,612

자료: NAVER, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	38.3	36.2	23.8	19.6
P/CF (x)	14.6	18.7	13.6	12.0
P/B (x)	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	16.1	18.3	13.7	11.5
EPS (원)	4,634	6,182	7,910	9,592
CFPS (원)	12,138	11,995	13,861	15,641
BPS (원)	144,841	150,931	157,992	166,736
DPS (원)	914	914	914	914
배당성향 (%)	20.4	13.9	11.2	9.2
배당수익률 (%)	0.5	0.4	0.5	0.5
매출액증가율 (%)	20.6	17.6	9.1	11.5
EBITDA증가율 (%)	6.1	7.0	7.2	13.0
조정영업이익증가율 (%)	-1.6	14.1	11.6	17.6
EPS증가율 (%)	-95.4	33.4	28.0	21.3
매출채권 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	1,111.4	1,027.1	991.5	1,001.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.0	2.8	3.4	4.0
ROE (%)	3.3	4.4	5.3	6.1
ROIC (%)	37.6	31.2	31.6	39.6
부채비율 (%)	44.6	47.6	45.5	44.2
유동비율 (%)	117.5	113.3	133.2	155.0
순차입금/자기자본 (%)	1.0	-2.2	-7.1	-12.4
조정영업이익/금융비용 (x)	18.2	19.6	21.8	25.3

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

035720 · 인터넷

카카오**라이브커머스, 쿠키리스 시대의 대안**

(유지)

매수

목표주가

82,000원

상승여력

54.1%

현재주가(24/3/8)

53,200원

KOSPI	2,680.35	시가총액(십억원)	23,674	발행주식수(백만주)	443	외국인 보유비중(%)	27.9
-------	----------	-----------	--------	------------	-----	-------------	------

Report summary**라이브커머스 고속 성장 수혜**

2023년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 2026년 10조원까지 고속 성장할 전망이다. 카카오쇼핑라이브는 카카오톡 특채널로 쉽게 이용할 수 있는 접근성을 장점으로 시장을 공략하고 있다. 1인 라이브커머스 방송 플랫폼 그립(카카오 지분 48.5%)은 2019년 출시되어 폭발적인 성장을 지속하고 있다. 그립 MAU는 200만명을 돌파하고 2023년 GMV는 3천억원에 달하는 것으로 추정된다.

쿠키리스 시대의 대안으로 대두

하반기 예정된 쿠키리스 시대로의 돌입은 타겟팅이 가능한 카카오톡 광고(채팅탭, 오픈채팅탭, 메시지 광고) 수요 증대로 이어질 것이다. 1위 웹브라우저 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원 중단을 예고한 상황이다. 서드파티 쿠키 제공이 사라진다면 전반적인 온라인 매체들의 타겟팅 능력 하락은 불가피하며 이는 광고주 이탈 러쉬로 이어질 가능성이 높다. 카카오톡 타겟팅 광고의 매력에 부각 받을 전망이다.

Key data**Price performance**

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-1.5	10.3	-10.0
상대주가	-3.7	4.8	-18.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	6,137	7,107	8,106	9,431	10,438
영업이익 (십억원)	595	580	502	780	996
영업이익률 (%)	9.7	8.2	6.2	8.3	9.5
순이익 (십억원)	1,392	1,353	-676	537	689
EPS (원)	3,132	3,037	-1,520	1,206	1,550
ROE (%)	17.1	13.5	-6.7	5.2	6.3
P/E (배)	35.9	17.5	-	44.1	34.3
P/B (배)	5.0	2.4	2.4	2.2	2.1
배당수익률 (%)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스 고속 성장 수혜

2023년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 2026년 10조원까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률은 50%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다. 카카오도 폭발적으로 성장하는 라이브커머스 시장의 성장의 수혜를 볼 전망이다.

카카오는 투트랙(카카오쇼핑라이브, 그림)으로 라이브커머스 사업을 전개 중이다. 카카오쇼핑라이브는 카카오톡 톡채널로 쉽게 이용할 수 있는 접근성을 장점으로 시장을 공략하고 있다. 1인 라이브커머스 방송 플랫폼 그림(카카오 지분 48.5%)은 2019년 출시되어 폭발적인 성장을 지속하고 있다. 그림 MAU는 200만명을 돌파하고 2023년 GMV는 3천억원에 달하는 것으로 추정된다.

쿠키리스 시대의 수혜 가능성 존재

쿠키리스 시대로의 돌입은 타겟팅이 가능한 카카오톡 광고(채팅탭, 오픈채팅탭, 메시지 광고) 수요 증대로 이어질 것이다. 1위 웹브라우저 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원 중단을 예고한 상황이다. 서드파티 쿠키 제공이 사라진다면 전반적인 온라인 매체들의 타겟팅 능력 하락은 불가피하며 이는 광고주 이탈 러쉬로 이어질 가능성이 높다.

광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 오프라인 광고가 아닌 타겟팅 고도화가 가능한 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 온라인 광고 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다. 카카오톡의 채팅탭은 제로파티 데이터를 기반으로, 오픈채팅탭 광고는 퍼스트파티 데이터로, 메시지 광고는 퍼스트파티 데이터를 기반으로 타겟팅 광고가 가능해 쿠키리스 시대의 좋은 대안이 될 수 있다.

투자의견 '매수', 목표주가 82,000원 유지

카카오에 대한 투자의견 '매수', 목표주가 82,000원을 유지한다. 1) 2024년에도 라이브커머스 커머스 시장이 고성장 함에 따라 동사의 투트랙 라이브커머스 전략이 부각되기 시작할 것이며, 2) 하반기 쿠키리스 시대 돌입에 따른 수혜를 카카오톡 기반 광고들이 보기 시작할 것이다. 비용 효율화 작업에 따른 수익성 개선도 지속될 전망이다.

중국 이커머스 침략에 따른 인터넷 업종에 대한 우려가 커져가고 있지만 해당 이슈에 의한 카카오의 펀더멘털 영향은 제한적일 것으로 판단한다. 카카오 커머스 거래액의 대부분이 발생하는 선물하기의 경우 저가의 가성비 높은 상품을 찾는 것이 주 목적이 아니기에 가격 차이에 따른 유저 이탈 가능성이 낮다.

표 20. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,740	2,040	2,154	2,171	2,190	2,254	2,461	2,526	7,101	8,106	9,431	10,438
(% YoY)	5.1%	11.8%	16.1%	23.0%	25.8%	10.5%	14.2%	16.3%	15.7%	14.2%	16.3%	10.7%
플랫폼부문	965	987	1,023	1,122	1,105	1,130	1,179	1,281	3,765	4,096	4,695	5,231
1) 톱비즈	515	501	511	582	577	563	583	658	1,896	2,109	2,382	2,662
2) 포털비즈	84	89	83	88	79	84	78	83	424	344	324	320
3) 플랫폼 기타	366	396	429	452	449	483	517	540	1,445	1,642	1,990	2,249
콘텐츠부문	776	1,054	1,131	1,049	1,084	1,124	1,282	1,245	3,336	4,010	4,736	5,207
1) 뮤직	232	481	513	499	511	536	570	556	894	1,725	2,173	2,325
2) 스토리	229	231	249	213	233	239	259	224	921	922	956	1,030
3) 게임	247	231	262	231	235	247	340	347	1,110	971	1,169	1,349
4) 미디어	68	73	107	107	105	103	112	117	412	355	438	503
영업비용	1,671	1,930	2,021	1,982	2,018	2,091	2,255	2,287	6,537	7,604	8,650	9,442
인건비	448	472	467	477	482	488	493	498	1,701	1,865	1,962	2,060
매출연동비	667	803	872	770	801	843	935	934	2,654	3,112	3,513	3,897
외주/인프라비	242	282	289	324	328	340	373	385	924	1,138	1,426	1,578
마케팅비	115	120	125	125	123	129	135	142	485	485	529	556
상각비	150	192	198	205	200	206	225	231	580	746	863	955
기타	50	60	69	80	83	86	94	96	192	258	358	397
영업이익	69	111	133	189	172	163	206	239	564	502	780	996
(% YoY)	-55.7%	-35.7%	-8.5%	108.7%	149.8%	47.3%	54.6%	26.5%	-5.3%	-10.9%	55.5%	27.6%
영업이익률	4.0%	5.4%	6.2%	8.7%	7.9%	7.2%	8.4%	9.5%	7.9%	6.2%	8.3%	9.5%
지배주주순이익	76	55	28	-836	118	111	142	166	1,363	-676	537	689
NPM	4.4%	2.7%	1.3%	-38.5%	5.4%	4.9%	5.8%	6.6%	19.2%	-8.3%	5.7%	6.6%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 21. 연간 실적 전망

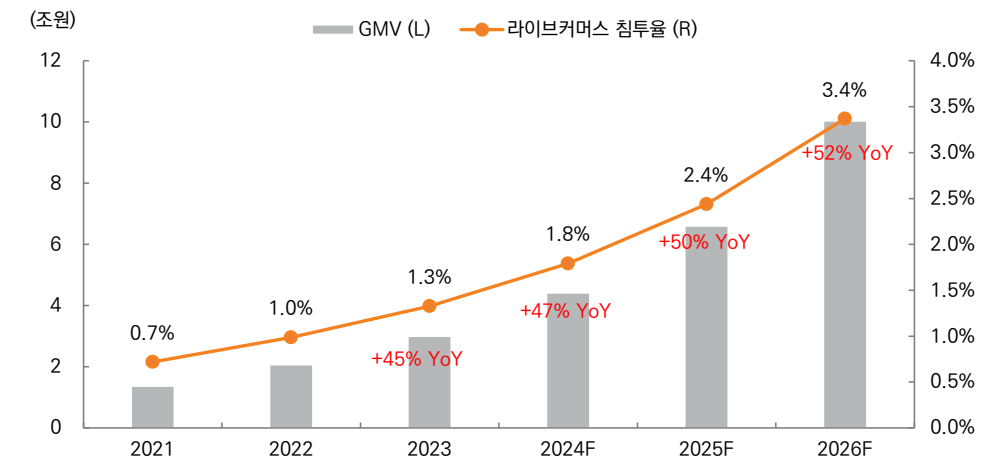
	변경전		변경후		변경률		컨센서스		과리율		비고
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	9,431	10,438	9,431	10,438	0%	0%	9,165	10,082	3%	4%	
영업이익	780	996	780	996	0%	0%	720	868	8%	15%	
지배주주순이익	537	689	537	689	0%	0%	461	590	16%	17%	
영업이익률	8.3%	9.5%	8.3%	9.5%	-	-	7.9%	8.6%	-	-	
순이익률	5.7%	6.6%	5.7%	6.6%	-	-	5.0%	5.9%	-	-	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스 시장 고성장 속 선전 중인 그룹

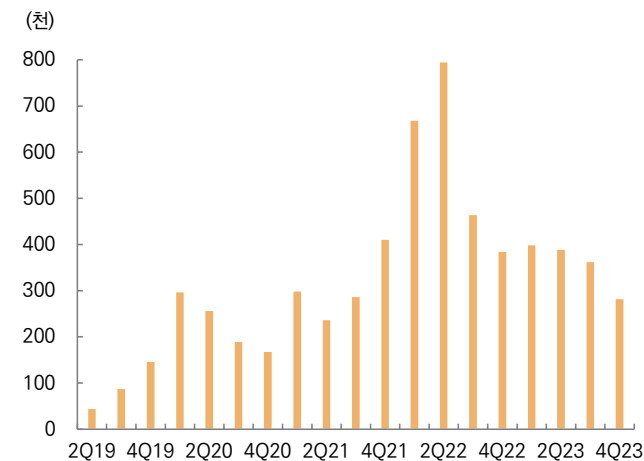
2023년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 2026년 10조원까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 50%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장은 확고한 1위 플랫폼 NAVER를 제외하고는 난전 양상을 보이고 있다. NAVER의 2023년 라이브커머스 GMV는 8천억원 수준(M/S 26%)으로 추정되며 2026년 2.8조원 규모까지 성장할 전망이다. 카카오가 48.5%의 지분을 갖고 있는 그룹의 GMV(M/S 10%)는 3천억원 수준으로 추정된다.

그림 111. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



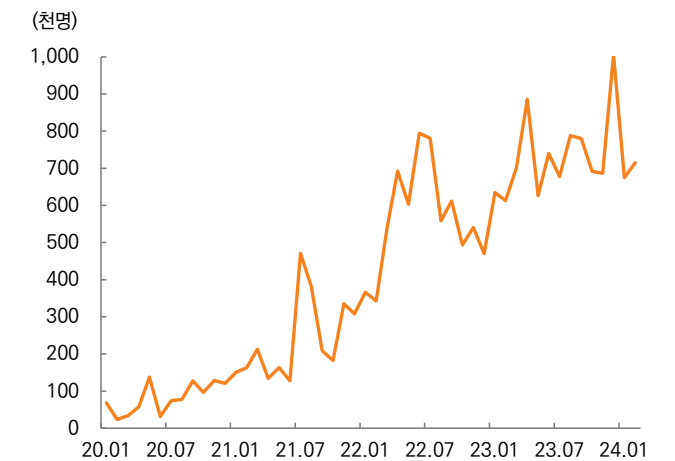
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 112. 그룹 분기 다운로드 수 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

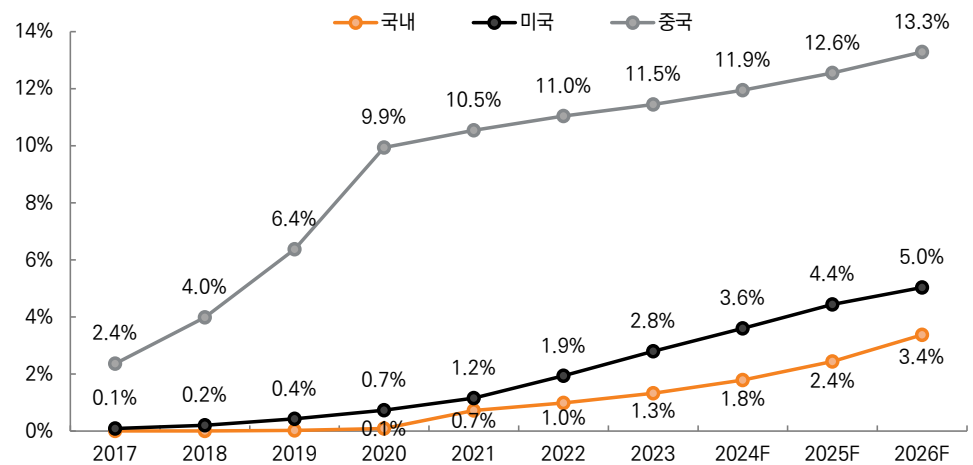
그림 113. 그룹 MAU 추이(안드로이드)



자료: 코리아애플리케이션, 미래에셋증권 리서치센터

국내 전자상거래 시장 내 라이브커머스 침투율은 2023년 1.3%에서 2026년 3.4%까지 급격히 상승할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장 침투율 현황은 2021년 미국(침투율 1.2%)과 비슷한 상황이다. 국내 라이브커머스 시장의 성장은 이제 막 시작했을 뿐이다. 주요 브랜드들은 더 이상 TV가 아닌 영상 플랫폼으로 판매 장소를 옮기고 있으며, 유튜브·틱톡 등 국내 시장 내 주요 영상 플랫폼들은 이제서야 이커머스를 도입하는 단계에 있다.

그림 114. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 추이



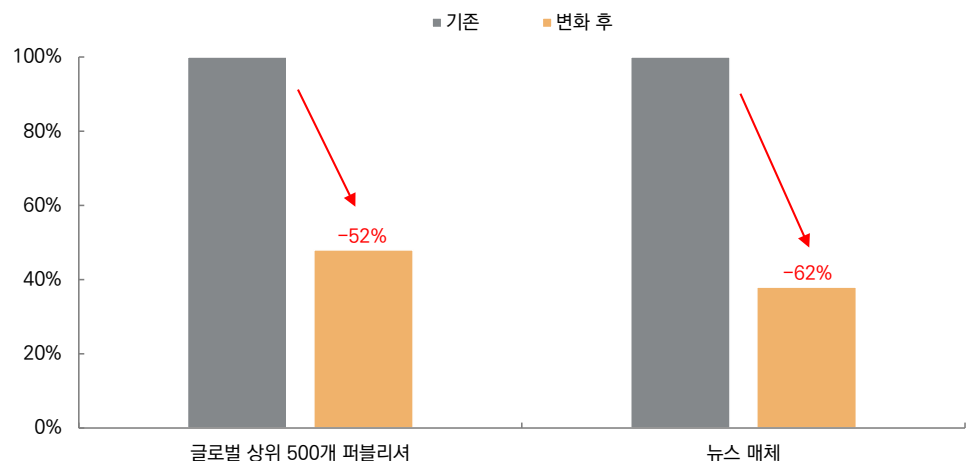
자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

쿠키리스 시대 돌입에 따른 반사 수혜

쿠키리스 시대로의 돌입은 타겟팅이 가능한 카카오 광고 상품 수요 증대로 이어질 것이다. 1위 웹브라우저 플랫폼 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원을 중단함에 따라 언론사를 비롯한 전반적인 매체들의 광고 타격이 본격화될 전망이다. 구글 크롬의 웹브라우저 시장 점유율은 65% 이상에 달하는 것으로 추정된다. 구글이 2019년 글로벌 상위 500개 퍼블리셔를 대상으로 조사한 결과 쿠키 제공이 사라질 시 매체당 평균 광고 수익은 52% 감소, 그 중에서도 뉴스 매체는 62% 감소할 것으로 추정되었다.

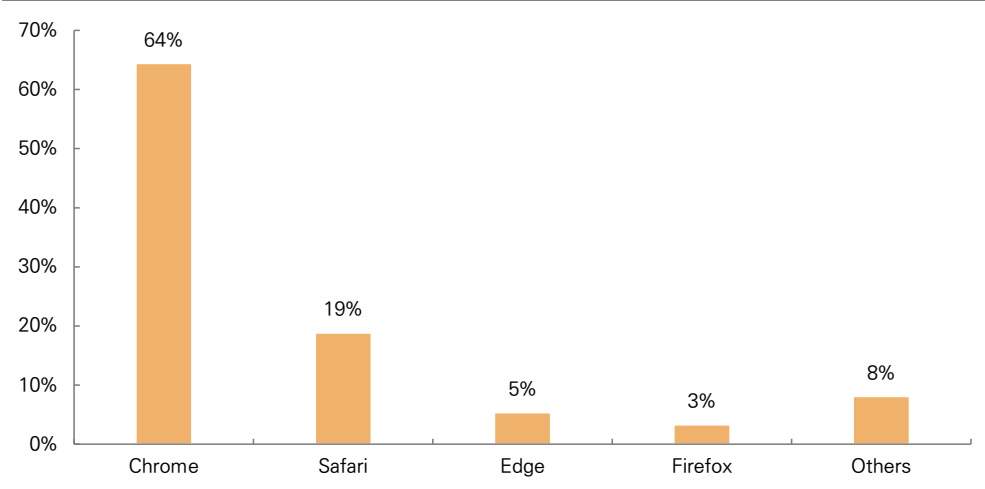
경쟁 웹브라우저를 운영하는 애플은 2017년부터 일찌감치 ITP(Intelligent Tracking Prevention, 지능형 추적 방지)를 도입해 서드파티 쿠키를 삭제해오고 있다. 2021년에는 ATT(App Tracking Transparency, 앱 추적 투명성)를 도입해 사용자의 승인 없이 개인정보를 추적하는 것을 금지시켰다. 기존에 동의였던 기본값이었던 개인정보 추적 기능 설정을 부동의로 전환한 것이다.

그림 115. 쿠키 제공 중단에 따른 온라인 매체 수익 변화 예상(구글 조사)



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 116. 웹브라우저 점유율 현황 (24년 1월 기준)



자료: Statcounter, 미래에셋증권 리서치센터

표 22. 애플, 구글 쿠키 정책 타임라인

구분	시기	내용
구글	2020.02	크롬에서 2년 내 써드파티 쿠키 지원 중단 발표
	2021.03	쿠키를 대신할 신기술 '플록'의 개발자용 평가판을 크롬에서 출시
	2021.06	크롬의 쿠키 퇴출 시기 2년 연기
	2022.01	쿠키 대안 '플록'을 대체할 새로운 관심기반광고시스템 '토픽API' 공개 & '플록' 프로젝트 종료
	2023.12	크롬 브라우저에 웹사이트의 써드파티 쿠키 접근을 차단하는 '추적보호' 기능 도입
	2024.01	크롬 사용자 일부(1%)가 생성하는 쿠키의 수집 제한
애플	2017.06	인텔리전트 트래킹 프리벤션 기능 출시 (서드파티 쿠키 차단 위해)
	2019.05	크롬에 서드파티 쿠키 차단 기능 기본 탑재 발표
	2020.03	사파리 13.1 업그레이드, 기본적으로 모든 서드 파티 쿠키 완전 차단
	2020.06	개인 정보 보호 정책 새로 발표 - 유저 트래킹 정보 더는 기본 제공하지 않음
	2021.04	애플 IOS 14.5버전 업데이트 - 앱 추적 투명성(ATT) 정책을 통해 광고식별자(IDFA) 제한

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 23. 제로/퍼스트/세컨드/서드파티 데이터 구분

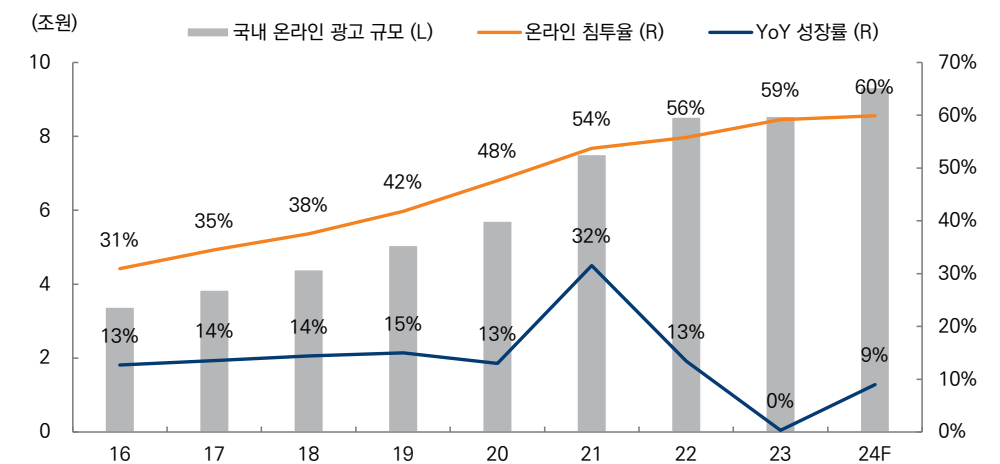
종류	특징	장점/단점
제로파티 데이터	- 고객이 자발적으로 기업에 제공하는 데이터 - 설문조사 혹은 고객 가입 정보를 의미 - 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없는 정보	- 장점: 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없다는 점에서 희소성 - 고객이 직접 제공하기 때문에 정확도와 관련성이 매우 높음 - 단점: 자발적으로 정보를 제공하는 고객을 확보하는 데 어려움 존재
퍼스트파티 데이터	- 기업이 고객의 동의를 구한 후 직접 수집한 고객의 데이터 - 자사 플랫폼을 통해 수집된 고객의 행동 혹은 관심 데이터 - CRM 마케팅에 활용	- 장점: 높은 정확성과 신뢰성 보장 - 이메일, 구매 이력, 전화번호 등 가치가 높고 브랜드와 관련성도 높음 - 단점: 데이터의 양이 제한적이며 고객 풀이 한정적임
세컨드파티 데이터	- 타 기업의 퍼스트파티 데이터를 직접 구매하거나 공유받은 데이터 - 수집된 정보의 출처가 명확하여 신뢰할 수 있는 편 - 비슷한 타겟층을 가진 기업들이 공유하는 경우들이 해당	- 장점: 데이터 출처가 명확하여 높은 품질과 신뢰성 보유 - 단점: 타 사의 데이터 수집 기준에 맞춰진 데이터로 한계 존재 - 프라이버시 침해에 관한 리스크 일부 존재
서드파티 데이터	- 기업과 고객의 직접적인 관계없이 수집되는 데이터 - 인터넷의 다양한 정보 및 소스로부터 수집. 주로 쿠키 사용 - 프라이버시 침해에 대한 이슈가 지속적으로 발생	- 장점: 더 다양하고 방대한 데이터에 접근 가능 - 단점: 세부 정확도 및 신뢰도가 낮음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이번 변화에서 중요한 부분은 쿠키리스로 인해 언론사를 비롯한 여러 온라인 매체의 광고 플랫폼으로서의 매력도가 떨어진다고 했을 때 광고주들이 어디로 이동할 것인가에 대한 부분이다. 광고주들 앞에는 1) 새로운 온라인 플랫폼으로 이동, 2) 오프라인 광고(옥외, TV 등) 비중 확대라는 두 가지 선택지가 존재한다.

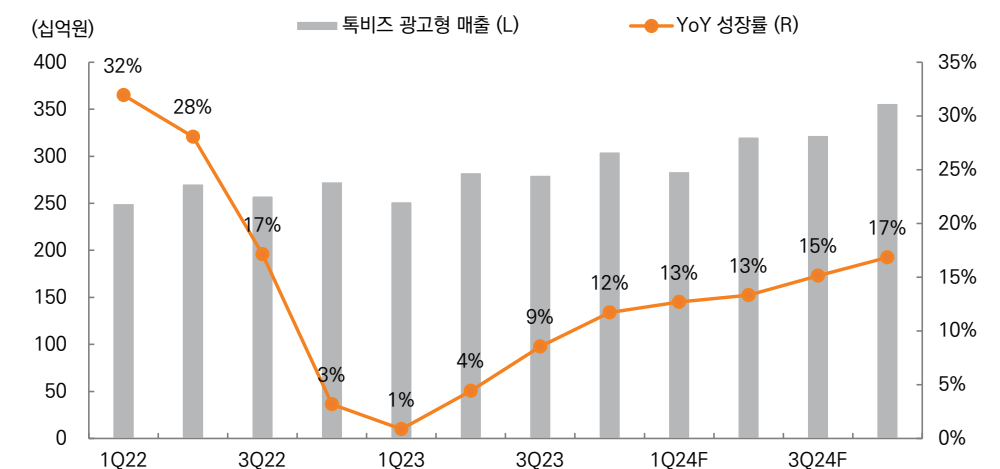
최근 수년간 꾸준히 증가해온 국내 온라인 광고 침투율은 오프라인 광고의 떨어지는 타겟팅 능력에 대한 광고주들의 불만이 큼을 시사한다. 즉 광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 타겟팅 고도화가 가능한 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다. 카카오가 제공하는 채팅탭 비즈보드 광고나 메시지형 광고는 타겟팅이 가능한 광고 상품이다.

그림 117. 국내 온라인 광고 시장 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 118. 카카오 특비즈 광고형 매출 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

카카오 (035720)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	7,107	8,106	9,431	10,438
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	7,107	8,106	9,431	10,438
판매비와관리비	6,527	7,604	8,650	9,442
조정영업이익	580	502	780	996
영업이익	580	502	780	996
비영업손익	724	-1,884	-35	-38
금융손익	13	4	12	26
관계기업등 투자손익	-58	0	0	0
세전계속사업손익	1,304	-1,382	745	958
계속사업법인세비용	242	115	209	268
계속사업이익	1,063	-1,497	537	689
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	1,063	-1,497	537	689
지배주주	1,353	-676	537	689
비지배주주	-290	-821	0	0
총포괄이익	-668	-1,497	537	689
지배주주	-269	-602	216	277
비지배주주	-400	-895	321	412
EBITDA	1,162	1,111	1,160	1,341
FCF	225	-568	890	1,005
EBITDA 마진율 (%)	16.4	13.7	12.3	12.8
영업이익률 (%)	8.2	6.2	8.3	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.0	-8.3	5.7	6.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,756	9,032	9,887	10,820
현금 및 현금성자산	4,780	5,792	6,549	7,396
매출채권 및 기타채권	751	947	1,019	1,078
재고자산	160	168	177	186
기타유동자산	2,065	2,125	2,142	2,160
비유동자산	14,451	15,045	14,855	14,745
관계기업투자등	2,652	2,952	2,981	3,011
유형자산	885	1,323	1,209	1,132
무형자산	6,022	5,851	5,736	5,663
자산총계	22,963	25,577	26,241	27,065
유동부채	4,706	6,811	6,912	7,017
매입채무 및 기타채무	1,369	1,863	1,926	1,992
단기금융부채	1,351	2,233	2,242	2,252
기타유동부채	1,986	2,715	2,744	2,773
비유동부채	3,844	3,730	3,783	3,838
장기금융부채	2,825	2,636	2,636	2,636
기타비유동부채	1,019	1,094	1,147	1,202
부채총계	9,432	11,423	11,577	11,737
지배주주지분	9,997	10,076	10,587	11,250
자본금	45	45	45	45
자본잉여금	8,116	8,897	8,897	8,897
이익잉여금	3,046	2,344	2,855	3,518
비지배주주지분	3,535	4,078	4,078	4,078
자본총계	13,532	14,154	14,665	15,328

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	678	282	980	1,115
당기순이익	1,063	-1,497	537	689
비현금수익비용가감	91	665	521	531
유형자산감가상각비	378	413	204	187
무형자산상각비	204	196	175	158
기타	-491	56	142	186
영업활동으로인한자산및부채의변동	-460	1,170	64	81
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-69	-185	-19	-19
재고자산 감소(증가)	-73	-8	-8	-9
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	64	9	10	11
법인세납부	-318	-115	-209	-268
투자활동으로 인한 현금흐름	-1,574	-2,069	-176	-222
유형자산처분(취득)	-439	-850	-90	-110
무형자산감소(증가)	-91	-25	-60	-85
장단기금융자산의 감소(증가)	255	-451	-26	-27
기타투자활동	-1,299	-743	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	412	1,449	-17	-17
장단기금융부채의 증가(감소)	865	694	9	9
자본의 증가(감소)	335	781	0	0
배당금의 지급	-23	-26	-26	-26
기타재무활동	-765	0	0	0
현금의 증가	-490	956	757	847
기초현금	5,326	4,836	5,792	6,549
기말현금	4,836	5,792	6,549	7,396

자료: 카카오, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	17.5	-	44.1	34.3
P/CF (x)	20.5	-	22.4	19.4
P/B (x)	2.4	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA (x)	21.8	22.8	20.8	17.4
EPS (원)	3,037	-1,520	1,206	1,550
CFPS (원)	2,590	-1,871	2,378	2,744
BPS (원)	22,447	22,653	23,800	25,291
DPS (원)	60	60	60	60
배당성향 (%)	2.5	-1.8	4.9	3.8
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	15.8	14.1	16.3	10.7
EBITDA증가율 (%)	20.0	-4.4	4.4	15.6
조정영업이익증가율 (%)	-2.5	-13.5	55.5	27.6
EPS증가율 (%)	-3.0	-	-	28.5
매출채권 회전율 (회)	16.9	15.2	14.8	15.9
재고자산 회전율 (회)	56.4	49.3	54.7	57.6
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	4.6	-6.2	2.1	2.6
ROE (%)	13.5	-6.7	5.2	6.3
ROIC (%)	7.2	9.6	10.1	13.2
부채비율 (%)	69.7	80.7	78.9	76.6
유동비율 (%)	164.8	132.6	143.0	154.2
순차입금/자기자본 (%)	-13.6	-20.2	-24.8	-29.3
조정영업이익/금융비용 (x)	5.3	4.1	5.9	7.5

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

067160 · 인터넷

아프리카TV

이제는 글로벌 스토리로 넘어갈 시기

(신규)

매수

목표주가

163,000원 ▲

상승여력

40.5%

현재주가(24/3/8)

116,000원

KOSDAQ	873.18	시가총액(십억원)	1,333	발행주식수(백만주)	11	외국인 보유비중(%)	33.4
--------	--------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

투자 의견 '매수', 목표주가 163,000원, 커버리지 개시

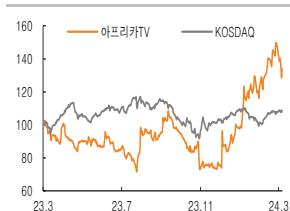
아프리카TV에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 163,000원(24F 타겟 P/E 20배), 인터넷 중소형주 Top Pick 으로 커버리지를 개시한다. 타겟 P/E는 콘텐츠형 광고 성장 본격화에 따른 수익성 개선기였던 19년 P/E 평균이다. 1) 광고 부문 고성장 지속에 따른 24년 실적 모멘텀, 2) 트위치 국내 철수 반사 효과에 따른 유저 트래픽 증가, 3) 2분기 본격화될 글로벌 진출 스토리를 고려 시 매력적인 매수 타이밍으로 판단한다.

라이브 스트리밍의 가치 지속 상승. 글로벌 잠재력도 충분

라이브커머스 시장이 본격 성장하기 시작하면서 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치도 우상향하고 있다. 커머스 전문 플랫폼이 라이브커머스의 주요 채널들로 부상하고 있으나 스트리밍 플랫폼의 잠재력 역시 높다. 게임 콘텐츠를 중심으로 스트리밍 시장이 고성장 중인 동남아에서의 성과도 올해부터 기대된다. 게임 부문에서의 강점이 빛을 발할 것으로 예상된다. 5월 출시가 예고된 글로벌 플랫폼 SOOP 출시가 기대되는 이유다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	4.8	28.3	34.9
상대주가	-0.8	34.3	25.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	272	315	348	415	470
영업이익 (십억원)	89	82	90	113	132
영업이익률 (%)	32.7	26.0	25.9	27.2	28.1
순이익 (십억원)	71	60	75	93	108
EPS (원)	6,179	5,197	6,484	8,098	9,391
ROE (%)	39.9	26.5	27.9	27.7	25.2
P/E (배)	32.8	13.7	13.2	14.3	12.4
P/B (배)	10.6	3.0	2.9	3.2	2.6
배당수익률 (%)	0.4	1.0	0.9	0.6	0.6

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

투자의견 '매수', 목표주가 163,000원, 커버리지 개시

아프리카TV에 대해 투자의견 '매수', 목표주가 163,000원(24F 타겟 P/E 20배), 인터넷 중소형주 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 타겟 P/E는 콘텐츠형 광고 성장 본격화에 따른 수익성 개선기였던 19년 P/E 평균이다. 광고주 카테고리 확대로 24년 콘텐츠 광고 매출 성장률은 22%로 가속화될 전망이다. 12월 트위치 국내 철수 소식 이후 랠리 발생했으며 24F P/E 14배 수준에서 거래 중이다.

1) 광고 부문 고성장 지속에 따른 24년 실적 모멘텀, 2) 트위치 국내 철수 반사 효과에 따른 유저 트래픽 증가, 3) 2분기 본격화될 글로벌 진출 스토리를 고려 시 매력적인 매수 타이밍으로 판단한다. 과거 대비 동사의 멀티플이 급감한 이유는 이용자 수(Q) 감소 영향이다. 5월 글로벌 출시될 SOOP(쥬)이 유의미한 트래픽을 기록하기 시작할 시 동사에 대한 급격한 리레이팅이 시작될 것으로 판단한다.

라이브 스트리밍의 가치는 지속 상승

라이브커머스 시장이 본격 성장하기 시작하면서 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치 또한 우상향하게 될 것이다. 이커머스 전문 플랫폼(네이버쇼핑, 쿠팡 등), 라이브커머스 전문 플랫폼(그립 등), 브랜드(안다르 등) 등이 라이브커머스의 주요 채널들로 부상하고 있으나 라이브 스트리밍의 잠재력 역시 높은 상황이다.

라이브커머스가 가장 발달한 중국의 경우 시장을 삼분하고 있는 세 업체(타오바오, 틱톡, 콰이쇼우) 중 두 곳(틱톡, 콰이쇼우)이 콘텐츠 플랫폼임을 상기할 필요가 있다. 인플루언서 기반의 콘텐츠 커머스가 보편화되기 시작하면서 라이브 스트리밍 플랫폼들의 라이브커머스 GMV 역시 급격히 올라올 가능성이 높다.

글로벌로의 확장 잠재력도 충분

게임 콘텐츠를 중심으로 라이브 스트리밍 시장이 고성장 중인 동남아에서의 성과가 올해부터 기대된다. 동사는 게임 콘텐츠의 트래픽 비중이 65%에 달할 정도로 게임에 특화된 플랫폼이기 때문이다. 글로벌 사업을 본격화한 2022년 이후 베트남, 태국에서의 다운로드가 급증함에 따라 글로벌 다운로드 수가 국내에 버금가는 상황이다. 5월 출시가 예고된 글로벌 플랫폼 SOOP(쥬) 출시가 기대되는 이유다.

AI 기반 실시간 통역 기술의 도입은 국내 스트리머와 해외 유저 간 가장 큰 걸림돌이었던 언어 장벽을 허물 것이다. AI 기반 숏폼 생성 기술 또한 글로벌 확장의 키가 될 것으로 예상된다. 국내 라이브 스트리밍 플랫폼에 넘치는 콘텐츠들이 있지만 편집 인력의 한계로 할 수 없었던 글로벌 콘텐츠로의 가공 및 송출이 자동화될 것이다.

밸류에이션

아프리카TV에 대해 투자 의견 '매수', 목표주가 163,000원(24F 타겟 P/E 20배), 인터넷 중소형주 Top Pick으로 커버리지를 개시한다. 타겟 P/E는 콘텐츠형 광고 성장 본격화에 따른 수익성 개선기였던 19년 P/E 평균이다. 광고주 카테고리 확대로 24년 콘텐츠 광고 매출 성장률은 22%로 가속화될 전망이다. 12월 트위치 국내 철수 소식 이후 랠리 발생했으며 24F P/E 14배 수준에서 거래 중이다.

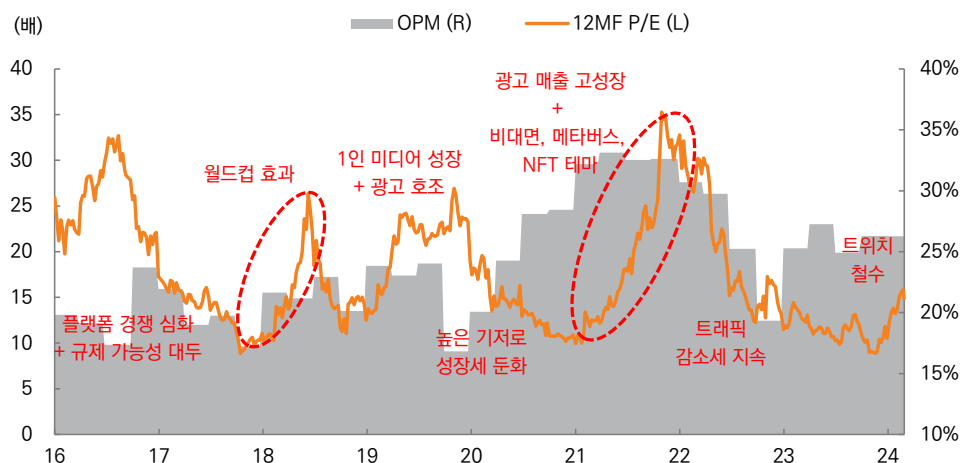
1) 광고 부문 고성장 지속에 따른 24년 실적 모멘텀, 2) 트위치 국내 철수 반사 효과에 따른 유저 트래픽 증가, 3) 2분기 본격화될 글로벌 진출 스토리를 고려 시 매력적인 매수 타이밍으로 판단한다. 과거 대비 동사의 멀티플이 급감한 이유는 이용자 수(Q) 감소 영향이다. 5월 글로벌 출시될 SOOP(쑤)이 유의미한 트래픽을 기록하기 시작할 시 동사에 대한 급격한 리레이팅이 시작될 것으로 판단한다.

표 24. 밸류에이션

구분	내용	비고
24F 지배주주순이익 (십억원)	93	
Target P/E (배)	20	2019년 P/E 평균. 콘텐츠형 광고 성장 본격화에 따른 수익성 개선기
목표 시가총액 (십억원)	1,874	
주식 수 (천주)	11,495	
목표주가 (원)	163,000	
현재주가 (원)	116,000	
상승여력	40.5%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 119. 12MF P/E 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

표 25. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	73	87	88	100	94	103	103	114	315	348	415	470
(% YoY)	-3.4%	11.2%	7.4%	25.6%	29.5%	19.4%	17.4%	14.1%	15.7%	10.4%	19.5%	13.1%
플랫폼 서비스	60	65	65	69	72	74	77	79	230	259	302	339
기부경제선물	58	63	62	66	69	71	74	76	220	249	290	327
기능성 아이템	2	2	2	2	2	2	2	2	8	8	9	10
플랫폼-기타	0	0	0	0	1	1	1	1	2	2	2	2
광고	11	20	22	30	20	27	25	34	80	83	105	122
플랫폼광고	4	4	3	4	4	4	4	4	15	15	16	17
콘텐츠형광고	7	15	13	19	11	17	15	23	57	54	65	80
광고기타	1	1	6	6	5	6	6	7	9	14	24	26
기타	1	2	1	2	2	2	2	2	4	6	8	8
영업비용	54	63	66	74	69	74	76	83	233	257	303	338
인건비	18	19	20	20	23	23	23	24	63	77	93	105
지급수수료 (중계권+기타)	6	5	7	8	6	5	7	8	27	25	25	25
지급수수료 (광고)	6	8	7	15	9	13	12	16	47	36	50	58
과금수수료	8	10	10	11	11	12	12	12	30	39	47	53
회선사용료	4	3	3	4	4	4	4	4	15	14	15	15
BJ지원금	1	2	2	2	2	2	2	2	5	7	7	8
콘텐츠제작비	3	7	7	3	4	5	5	5	14	20	19	21
유무형감가상각비	5	5	5	5	5	6	6	6	17	20	23	26
지급임차료	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
행사비	0	1	0	1	1	1	1	1	2	2	3	3
기타	3	4	5	5	5	5	5	6	13	18	21	23
영업이익	18	24	22	26	25	29	28	31	82	90	113	132
(% YoY)	-20.5%	1.9%	6.0%	70.8%	34.5%	22.9%	26.4%	18.9%	-7.2%	9.6%	24.9%	16.9%
영업이익률	25.3%	27.3%	24.9%	26.3%	26.3%	28.1%	26.8%	27.4%	26.2%	26.0%	27.2%	28.1%
지배주주순이익	17	23	19	16	21	24	23	26	60	75	93	108
순이익률	22.9%	26.2%	22.0%	15.8%	21.8%	23.1%	22.2%	22.5%	19.0%	21.4%	22.4%	23.0%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 26. 연간 실적 전망

(십억원)

	당사		컨센서스		과리율	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	415	470	414	466	0%	1%
영업이익	113	132	110	126	3%	5%
지배주주순이익	93	108	90	104	4%	3%
영업이익률	27.2%	28.1%	26.4%	27.0%	-	-
순이익률	22.4%	23.0%	21.7%	22.4%	-	-

자료: 미래에셋증권 리서치센터

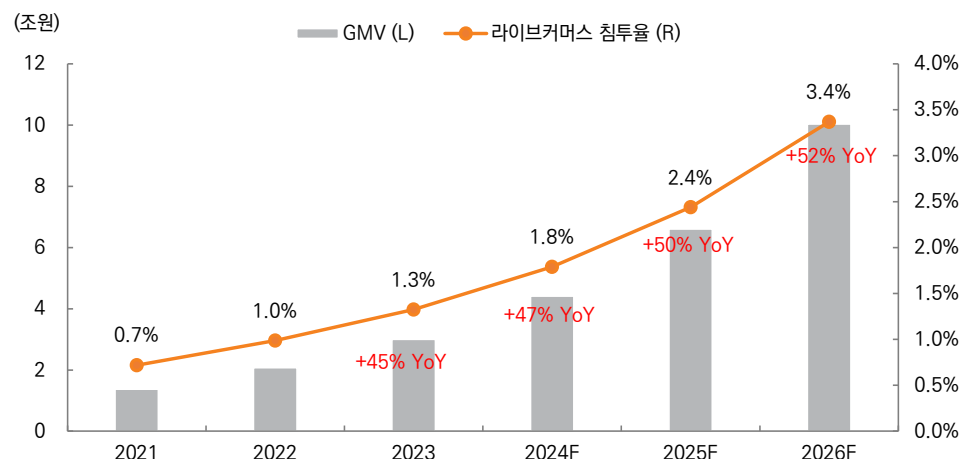
부각되기 시작할 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치

라이브커머스 시장 성장 수혜

라이브커머스 시장이 본격 성장하기 시작하면서 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치 또한 우상향하게 될 것이다. 이커머스 전문 플랫폼(네이버쇼핑, 쿠팡 등), 라이브커머스 전문 플랫폼(그립 등), 브랜드(안다르 등) 등이 라이브커머스의 주요 채널들로 부상하고 있으나 라이브 스트리밍의 잠재력 역시 높은 상황이다.

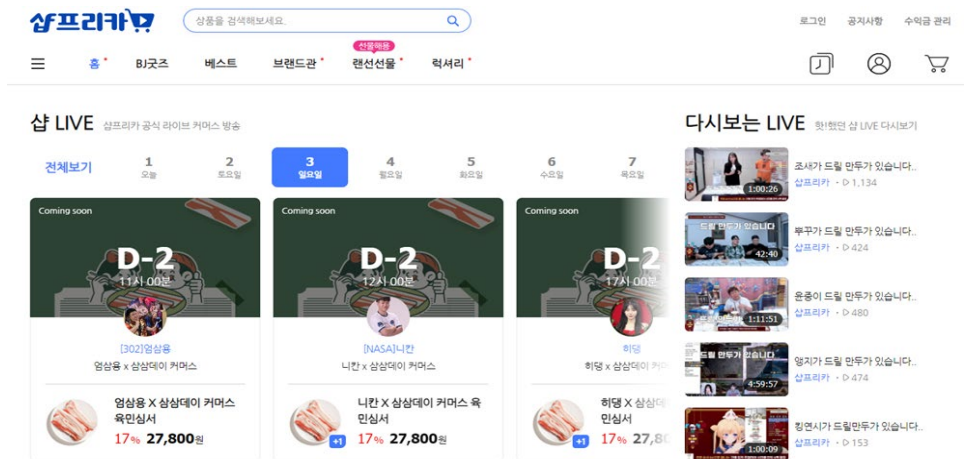
라이브커머스가 가장 발달한 중국의 경우 시장을 삼분하고 있는 세 업체(타오바오, 틱톡, 쿠파이쇼우) 중 두 곳(틱톡, 쿠파이쇼우)이 콘텐츠 플랫폼임을 상기할 필요가 있다. 인플루언서 기반의 콘텐츠 커머스가 보편화되기 시작하면서 라이브 스트리밍 플랫폼들의 라이브커머스 GMV 역시 급격히 올라올 가능성이 높다.

그림 120. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 121. 아프리카TV 라이브커머스(샵프리카)



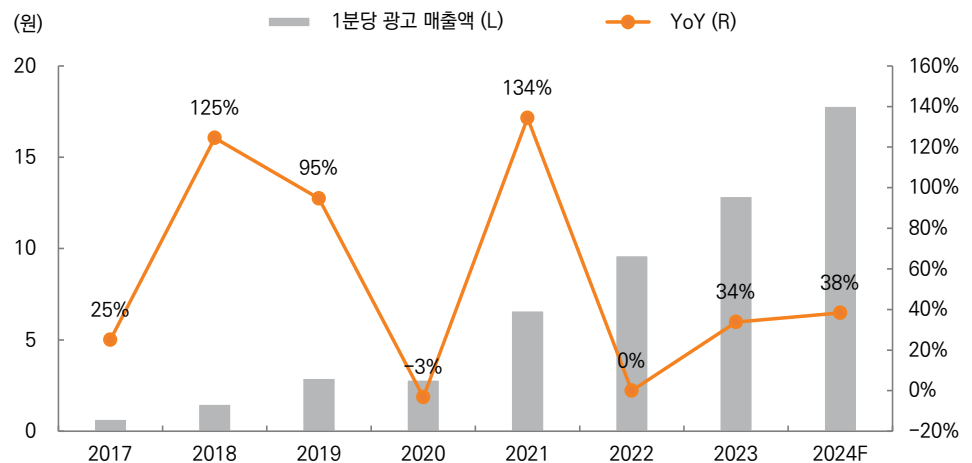
자료: 아프리카TV, 미래에셋증권 리서치센터

광고 매력도 지속 상승 전망

라이브 스트리밍 플랫폼의 커머스 가치가 올라가면서 광고 가치 또한 올라가게 될 것이다. 광고주들 입장에서는 트래픽도 중요하지만 광고를 집행하는 플랫폼이 갖고 있는 커머스 가치(유저들의 구매 욕구, 전환율 등)가 가장 중요하기 때문이다. 아프리카TV가 트래픽 증가가 없었음에도 2023년 34%에 달하는 체류시간당 광고 매출액 성장세를 보여줬는데 이는 플랫폼 내 콘텐츠 광고 매출 급증에 기인한다.

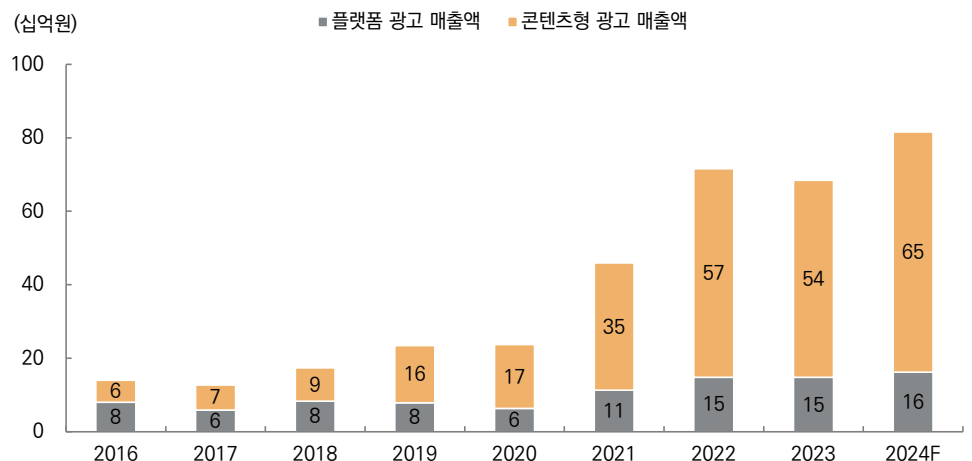
하반기 이후 도래할 쿠키리스 시대에서 라이브 스트리밍 플랫폼의 상대적인 광고 매력도 또한 증가할 것이다. 구글이 기존에 제공하던 서드파티 쿠키의 미제공은 기존 온라인 매체들(온라인 언론사가 대표적)의 광고 매력도를 급감시킬 것이며 제로 파티, 퍼스트 파티 데이터를 갖고 있는 플랫폼의 광고 매력도를 상승시킬 것이다. 라이브 스트리밍 플랫폼은 유저의 기본 데이터, 행동 데이터를 모두 갖고 있는 플랫폼이다.

그림 122. 아프리카TV 체류시간 1분당 광고 매출액



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 123. 아프리카TV 플랫폼, 콘텐츠형 광고 매출 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

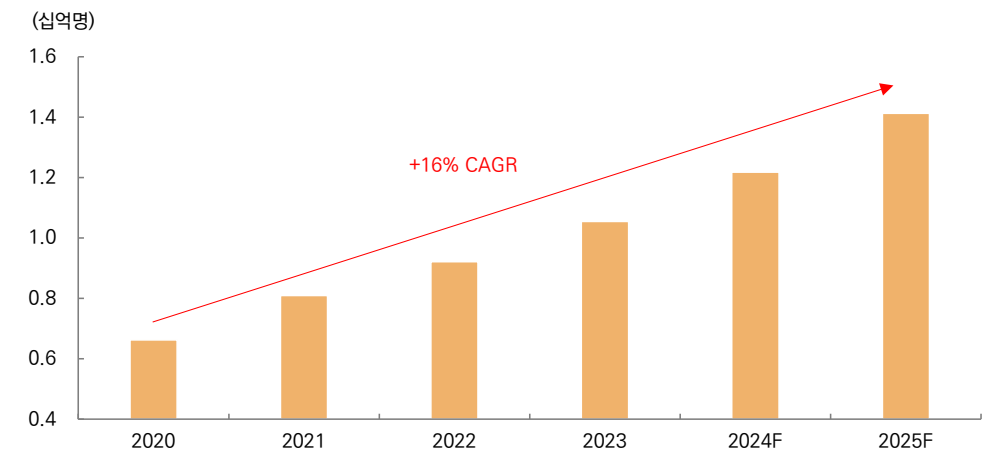
글로벌로의 확장 잠재력도 충분

게임 스트리밍 강점

글로벌 게임 라이브 스트리밍 시장의 고속 성장은 국내 스트리밍 플랫폼의 성공적인 글로벌 진출을 기대케 한다. 글로벌 게임 스트리밍 유저는 2020년 7억명 수준에서 2025년 14억명까지 증가(CAGR +16%)할 것으로 전망된다. 특히 20~30대 인구가 가파르게 증가하고 있는 동남아에서의 게임 스트리밍 유저가 급격히 증가할 것이다. 동남아 이스포츠 시장 성장세는 글로벌의 두 배 수준인 20%에 달하는 것으로 추정된다.

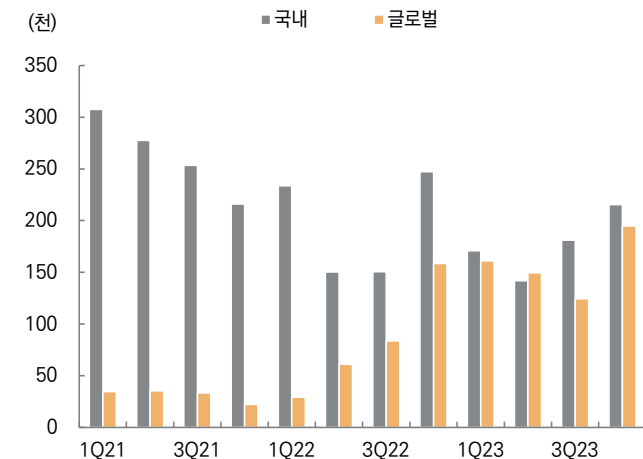
게임이 견인할 것으로 예상되는 동남아 시장에서의 성과가 올해부터 기대되는 곳은 아프리카TV다. 아프리카TV는 게임 콘텐츠 트래픽 비중이 65%에 달할 정도로 게임에 특화된 플랫폼이기 때문이다. 글로벌 사업을 본격화한 2022년 이후 베트남, 태국, 인도네시아에서의 다운로드가 급증함에 따라 글로벌 다운로드 수가 국내에 버금가는 상황이다. 5월 출시가 예고된 글로벌 플랫폼 SOOP(쑈) 출시가 기대되는 이유다.

그림 124. 글로벌 게임 라이브 스트리밍 유저 전망



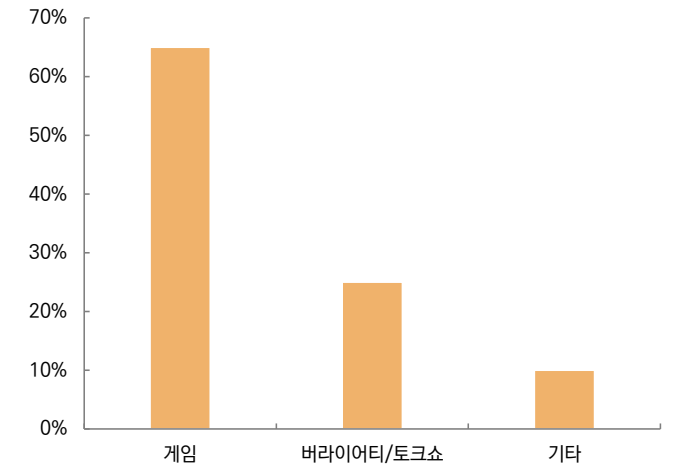
자료: Newzoo, 미래에셋증권 리서치센터

그림 125. 아프리카TV 분기 다운로드 국내/해외 추이



자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

그림 126. 아프리카TV 콘텐츠별 트래픽 비중(추정)



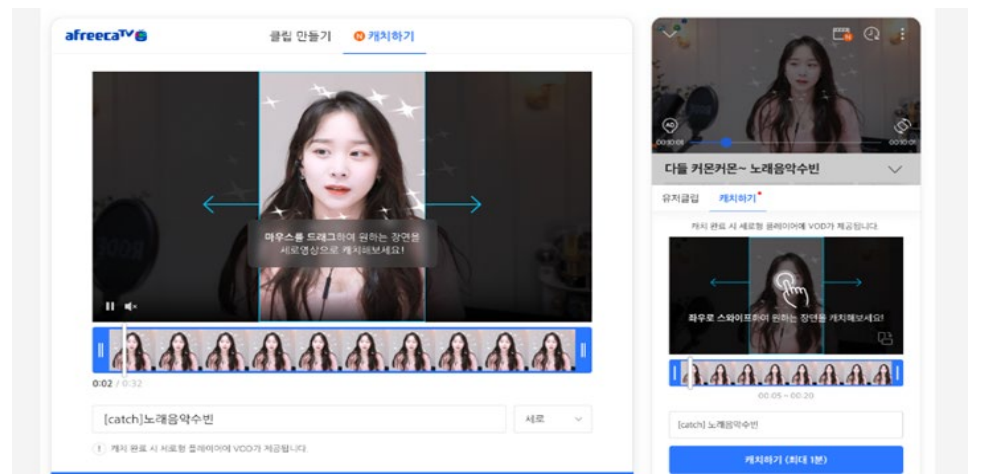
자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI가 가속화할 글로벌 확장

AI 기반 실시간 통역 기술의 도입은 국내 스트리머와 해외 유저 간 가장 큰 걸림돌이었던 언어 장벽을 허물 것이다. 남자 스트리머 중심의 게임 콘텐츠뿐만 아니라 여자 스트리머 중심의 버라이어티/토크쇼에 대한 해외 수요도 항상 존재해왔다. AI 기반 실시간 자막이 붙어 나가기만 해도 해외 유저 모객에 큰 도움이 될 것이다. 상상을 좀 더 해보자면 목소리를 학습시켜 해당 인물의 AI 보이스를 구현하는 기술도 도입된다면 스트리밍 방송과 함께 현지 언어들로 동시 송출하는 것도 가능해질 것이다.

AI 기반 숏폼 생성 기술 또한 글로벌 확장의 키가 될 것으로 예상된다. 국내 라이브 스트리밍 플랫폼에 넘치는 콘텐츠들이 있지만 편집 인력의 한계로 할 수 없었던 글로벌 콘텐츠로의 가공 및 송출이 자동화될 것이다. 아프리카TV는 AI가 방송의 흐름에 중요한 구간을 직접 선별하여 숏폼으로 만들어주는 'Catch 스토리'를 제공 중이다. 다개국어 스트리밍이 가능해진다면 라이브커머스의 글로벌 확장도 가능해질 것이며 이는 스트리밍 플랫폼의 콘텐츠 광고 단가 상승으로 이어질 전망이다.

그림 127. 아프리카TV 'Catch 스토리': AI 기반 숏폼 자동 생성 기술



자료: 아프리카TV, 미래에셋증권 리서치센터

아프리카TV (067160)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	315	348	415	470
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	315	348	415	470
판매비와관리비	233	257	303	338
조정영업이익	82	90	113	132
영업이익	82	90	113	132
비영업손익	1	6	6	6
금융손익	2	3	4	4
관계기업등 투자손익	0	3	3	2
세전계속사업손익	83	96	119	138
계속사업법인세비용	23	21	26	30
계속사업이익	60	75	93	108
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	60	75	93	108
지배주주	60	75	93	108
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	58	75	93	108
지배주주	58	75	93	108
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	99	107	126	144
FCF	86	109	88	103
EBITDA 마진율 (%)	31.4	30.7	30.4	30.6
영업이익률 (%)	26.0	25.9	27.2	28.1
지배주주귀속 순이익률 (%)	19.0	21.6	22.4	23.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	370	481	574	677
현금 및 현금성자산	77	137	209	296
매출채권 및 기타채권	80	107	124	137
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	213	237	241	244
비유동자산	95	97	99	105
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	38	36	32	31
무형자산	12	17	23	30
자산총계	465	578	674	782
유동부채	217	274	284	292
매입채무 및 기타채무	26	29	35	39
단기금융부채	5	5	6	7
기타유동부채	186	240	243	246
비유동부채	7	11	11	12
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	4	8	8	9
부채총계	224	285	295	303
지배주주지분	241	294	379	479
자본금	6	6	6	6
자본잉여금	65	65	65	65
이익잉여금	222	289	374	474
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	241	294	379	479

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	101	123	96	113
당기순이익	60	75	93	108
비현금수익비용가감	49	35	36	38
유형자산감가상각비	16	15	12	11
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	32	19	23	26
영업활동으로인한자산및부채의변동	24	32	-10	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-4	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	0	0	0
법인세납부	-32	-21	-26	-30
투자활동으로 인한 현금흐름	-57	-38	-17	-20
유형자산처분(취득)	-14	-14	-8	-10
무형자산감소(증가)	-1	-6	-7	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-20	-18	-2	-2
기타투자활동	-22	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-42	-22	-7	-7
장단기금융부채의 증가(감소)	-8	0	1	1
자본의 증가(감소)	5	0	0	0
배당금의 지급	-8	-8	-8	-8
기타재무활동	-31	-14	0	0
현금의 증가	1	60	73	86
기초현금	75	77	137	209
기말현금	77	137	209	296

자료: 아프리카TV, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	13.7	13.2	14.3	12.4
P/CF (x)	7.5	9.0	10.4	9.1
P/B (x)	3.0	2.9	3.2	2.6
EV/EBITDA (x)	6.9	5.9	7.2	5.7
EPS (원)	5,197	6,484	8,098	9,391
CFPS (원)	9,456	9,526	11,188	12,721
BPS (원)	23,321	29,112	36,529	45,241
DPS (원)	730	730	730	730
배당성향 (%)	13.4	10.5	8.4	7.2
배당수익률 (%)	1.0	0.9	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	15.7	10.4	19.5	13.1
EBITDA증가율 (%)	-4.0	7.3	17.9	14.6
조정영업이익증가율 (%)	-7.2	9.6	24.9	16.9
EPS증가율 (%)	-15.9	24.8	24.9	16.0
매출채권 회전율 (회)	19.8	15.6	16.9	18.7
재고자산 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	13.6	14.3	14.9	14.8
ROE (%)	26.5	27.9	27.7	25.2
ROIC (%)	-133.4	-103.2	-119.6	-170.9
부채비율 (%)	92.9	96.9	77.8	63.3
유동비율 (%)	170.3	175.6	202.6	232.2
순차입금/자기자본 (%)	-53.6	-120.9	-113.1	-107.6
조정영업이익/금융비용 (x)	129.6	211.7	244.0	260.7

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

042000 · 인터넷

카페24

국내 유일 유튜브쇼핑 수혜주

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(24/3/8)

19,000원

KOSDAQ	873.18	시가총액(십억원)	461	발행주식수(백만주)	24	외국인 보유비중(%)	6.7
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

유튜브 쇼핑 잠재력은 얼마일까?

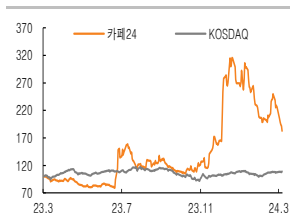
유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 28년 6.7조원에 이를 전망이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 28년 1.9% 수준까지 상승할 것이다. 유튜브쇼핑 성장의 최대 수혜주로 예상되는 카페24의 28년 유튜브 GMV는 5조원, 매출액은 400억원이 예상된다. 카페24가 유튜브쇼핑에 대해 독점 권한을 갖고 있는 것은 아니나 독과점에 가까운 지위를 유지할 것으로 보인다.

24년 본격화되는 수익성 개선

24F 매출액 2,950억원(+6% YoY), 영업이익 170억원(흑자전환 YoY)을 기록하며 턴어라운드에 성공할 전망이다. 조직 개편 효과가 본격화됨에 따라 영업이익률은 23년 -1.1%에서 24년 5.8%까지 상승할 것이다. 비용효율화에 대한 기조는 24년에도 이어질 전망이다. 유튜브쇼핑을 통한 숫자적인 변화가 아직 보이지 않는 부분은 아쉬우나 비용효율화 정책으로 이익에 대한 가시성을 확보한 부분은 긍정적이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.2	46.6	86.3
상대주가	-16.0	53.5	73.6

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	276	279	278	295	320
영업이익 (십억원)	-20	-30	-3	17	32
영업이익률 (%)	-7.2	-10.8	-1.1	5.8	10.0
순이익 (십억원)	-19	-37	10	14	25
EPS (원)	-933	-1,664	431	575	1,049
ROE (%)	-10.5	-19.6	6.3	8.4	13.8
P/E (배)	-	-	65.0	33.1	18.1
P/B (배)	2.6	1.5	3.9	2.6	2.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

국내 라이브커머스 시장 성장 수혜

23년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 26년 10조원까지 성장할 전망이다. 23년에서 26년까지의 연평균 성장률은 50%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다. 각종 라이브커머스 플랫폼이 등장함에 따라 쇼핑몰 간 연동 서비스를 제공하는 카페24의 수혜가 예상된다.

주요 고객으로는 22년 12월부터 동행을 시작한 구글이 존재한다. 기존에는 유튜브 쇼핑으로 상품을 판매하는 경우 가격 변동이 있을 때 자체 쇼핑몰과 유튜브 쇼핑물의 정보를 각각 수정해야 하는 불편함이 존재했다. 카페24는 자체 쇼핑몰 상품 정보를 수정하면 변동 사항이 바로 유튜브 쇼핑 탭에 반영되게 하는 서비스를 제공하고 있다. 23년 12월에는 구글이 카페24를 상대로 260억원 규모의 전략적 투자를 단행하기도 했다.

유튜브 쇼핑 잠재력은 얼마일까?

유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 28년 6.7조원에 이를 전망이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 28년 1.9% 수준까지 상승할 것이다. 시장의 공격적인 기대치보다는 느린 침투율 상승이 예상되는데 이는 구글이 규제 등에 대한 이슈로 커머스에 대한 공격적인 드라이브를 걸지 않고 있기 때문이다.

유튜브쇼핑 성장의 최대 수혜주로 예상되는 카페24의 28년 유튜브 GMV는 5조원, 매출액은 400억원이 예상된다. 카페24가 유튜브쇼핑에 대해 독점 권한을 갖고 있는 것은 아니나 독과점에 가까운 지위를 유지할 것으로 보인다. 유튜브 거래액 연동 매출은 0.8% 수준의 결제수수료가 존재한다. 카페24 페이먼트 비중이 높아질 경우 매출인식률은 2% 수준으로 올라갈 수도 있으나 결제 지급수수료의 증가로 수익성 측면에서의 기여는 기존 PG사를 이용하는 경우와 비슷할 전망이다.

24년 본격화되는 수익성 개선

24F 매출액 2,950억원(+6% YoY), 영업이익 170억원(흑자전환 YoY)을 기록하며 턴어라운드에 성공할 전망이다. 강도 높은 조직 개편 작업의 효과가 본격적으로 나타남에 따라 영업이익률은 23년 -1.1%에서 24년 5.8%까지 상승할 것으로 예상된다. 비용효율화에 대한 기조는 24년에도 이어질 전망이다.

24F P/E 35배, 25F 19배에서 거래 중이다. 유튜브쇼핑을 통한 숫자적인 변화가 아직 보이지 않는 부분은 아쉬우나 강도 높은 비용효율화 정책으로 이익에 대한 가시성을 확보한 부분은 긍정적이다. 1) 유튜브 연동 쇼핑몰 수 추이, 2) 기존 플랫폼 대비 높은 구매 전환율, 3) 유튜브쇼핑 거래액 추이 등 유튜브 관련 지표가 공개될 경우 중장기적 성장에 대한 가시성도 확보될 전망이다.

유튜브쇼핑, 카페24 GMV 전망

유튜브쇼핑 국내 GMV는 25년부터 본격 성장하기 시작해 28년 6.7조원에 이를 전망이다. 유튜브의 국내 라이브커머스 점유율은 28년 28%까지 증가해 선두인 NAVER를 위협할 것이다. 유튜브의 국내 전자상거래 시장 내 침투율은 28년 1.9% 수준까지 상승할 전망이다. 시장의 공격적인 기대치보다는 느린 침투율 상승이 예상되는데 이는 구글이 규제 등에 대한 이슈로 커머스에 대한 드라이브를 걸지 않고 있기 때문이다.

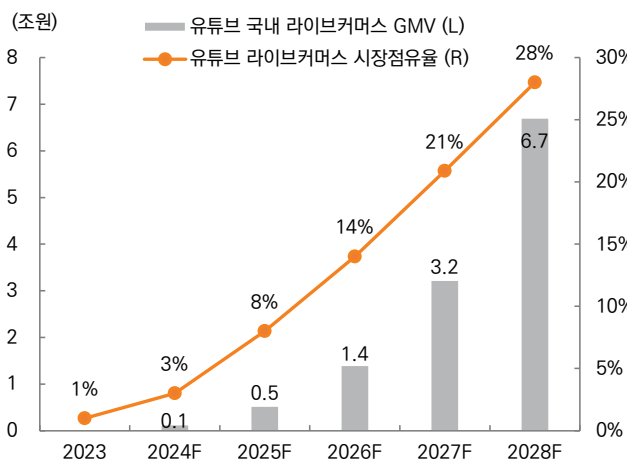
유튜브쇼핑 성장의 최대 수혜주로 예상되는 카페24의 28년 유튜브 GMV는 5조원, 매출액은 400억원이 예상된다. 카페24가 유튜브쇼핑에 대해 독점 권한을 갖고 있는 것은 아니나 독과점에 가까운 지위를 유지할 것으로 보인다. 유튜브 거래액 연동 매출은 0.8% 수준의 결제수수료가 존재(그 외는 미비)한다. 카페24 페이먼트 비중이 높아질 경우 매출인식률은 2% 수준으로 올라갈 수도 있으나 결제 지급수수료의 증가로 수익성 측면에서의 기여는 기존 PG사를 이용하는 경우와 비슷할 전망이다.

표 27. 유튜브 라이브커머스 GMV, 카페24 유튜브 매출액 전망

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
전자상거래 시장 GMV (조원)	226	247	271	298	328	361
YoY 성장률		7.8%	8.9%	9.8%	10.0%	10.2%
라이브커머스 GMV (조원)	3.0	4.4	6.6	10.0	15.5	24.0
라이브커머스 침투율	1.3%	1.8%	2.4%	3.4%	4.7%	6.6%
YoY 성장률		45%	47%	50%	54%	55%
유튜브 국내 라이브커머스 GMV (조원)	0.0	0.1	0.5	1.4	3.2	6.7
라이브커머스 시장점유율	1%	3%	8%	14%	21%	28%
전자상거래 시장점유율	0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	1.0%	1.9%
유튜브 GMV YoY 성장률			299%	166%	130%	108%
카페24 유튜브 GMV (조원)		0.1	0.5	1.2	2.5	5.0
유튜브쇼핑 내 카페24 점유율		91%	86%	82%	78%	74%
카페24 유튜브 매출액 (십억원)	0.2	1.0	3.7	9.2	20.2	39.8
YoY 성장률		302%	279%	153%	118%	97%

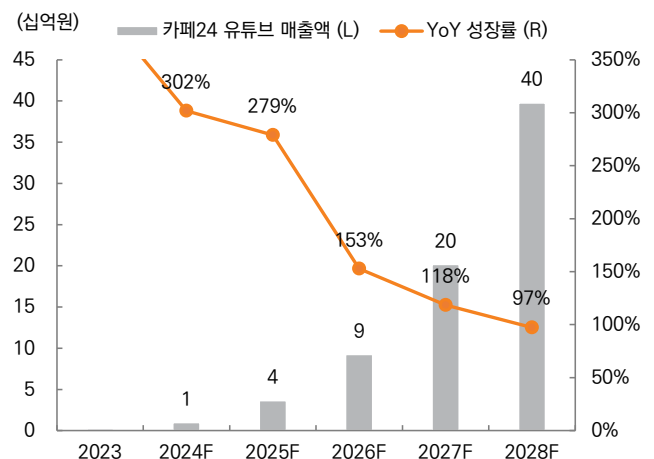
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 128. 유튜브 국내 라이브커머스 GMV, 시장점유율 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 129. 카페24 유튜브 매출액 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

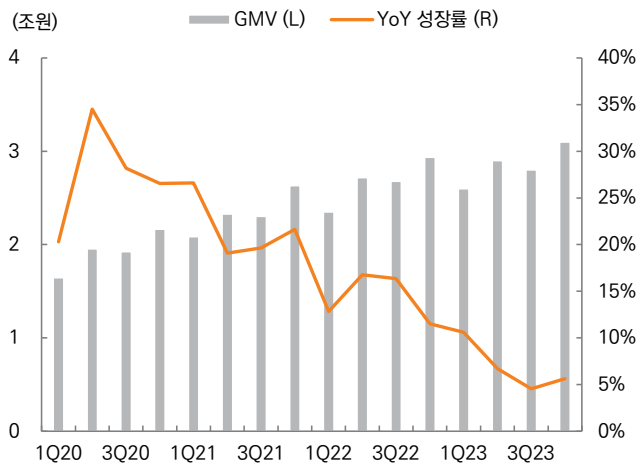
표 28. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2022	2023	2024F	2025F
매출액	65	71	70	74	69	76	59	75	279	278	295	320
(% YoY)	0.7%	1.4%	5.0%	-2.1%	6.4%	8.1%	-15.9%	0.1%	1.1%	-0.4%	5.9%	8.5%
EC플랫폼	54	59	58	63	58	65	56	65	234	244	257	283
결제솔루션	18	20	20	23	20	23	22	25	80	89	100	115
EC솔루션	10	11	8	7	7	7	6	8	35	28	31	36
비즈니스솔루션	5	3	3	8	4	5	3	4	18	16	16	16
공급망서비스	14	18	17	16	16	20	17	19	65	71	75	79
마케팅솔루션	7	8	8	8	7	8	8	10	31	33	35	38
인프라	8	8	9	9	9	9	7	8	34	33	32	32
기타(거래중개)	3	3	2	2	2	2	2	1	10	7	5	5
영업비용	76	77	75	81	76	70	65	71	309	281	277	288
인건비	33	30	30	28	29	29	28	25	121	111	102	105
지급수수료	14	14	14	13	15	15	13	16	55	59	62	67
기타	29	32	31	40	32	26	24	30	133	111	113	116
영업이익	-12	-6	-5	-7	-7	7	-7	4	-30	-3	17	32
(% YoY)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	83.1%
영업이익률	-18.2%	-8.8%	-7.0%	-9.2%	-10.3%	8.7%	-11.2%	5.3%	-10.6%	-1.1%	5.8%	9.9%
지배주주순이익	-11	-7	-5	-14	-7	-1	24	-5	-37	10	14	25
순이익률	-17.6%	-10.1%	-7.0%	-18.8%	-10.8%	-1.7%	40.1%	-6.9%	-13.4%	3.5%	4.7%	8.0%

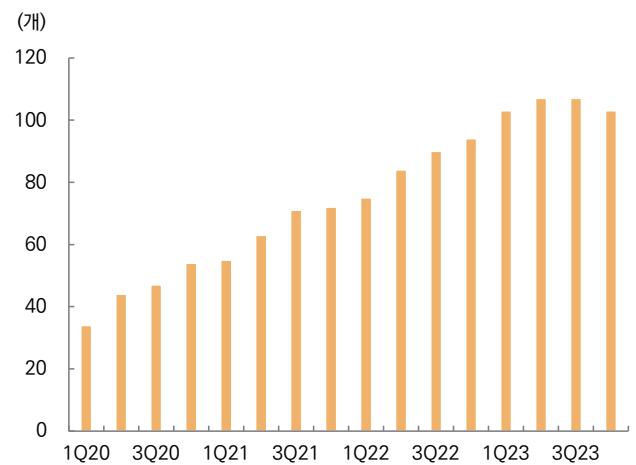
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 130. 분기 GMV 추이



자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

그림 131. 판매 연동 마켓 수



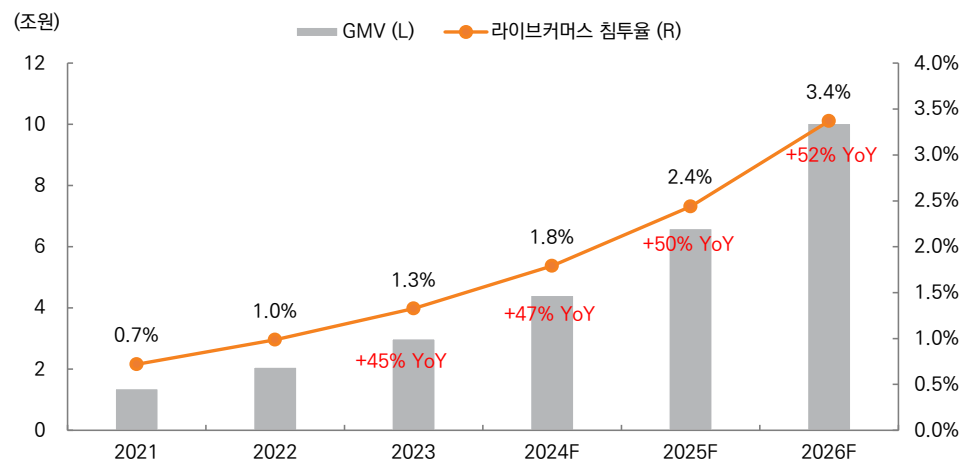
자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

지속적인 고성장이 예상되는 라이브커머스

국내 라이브커머스 시장

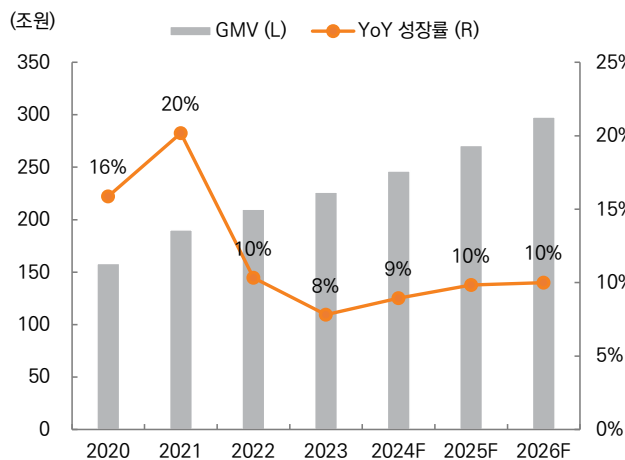
2023년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 2026년 10조원까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 50%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장은 확고한 1위 플랫폼 NAVER를 제외하고는 난전 양상을 보이고 있다. NAVER의 2023년 라이브커머스 GMV는 8천억원 수준(M/S 26%)으로 추정되며 2026년 2.8조원 규모까지 성장할 전망이다. 카카오가 48.5%의 지분을 갖고 있는 그룹의 GMV(M/S 10%)는 3천억원 수준으로 추정된다.

그림 132. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율



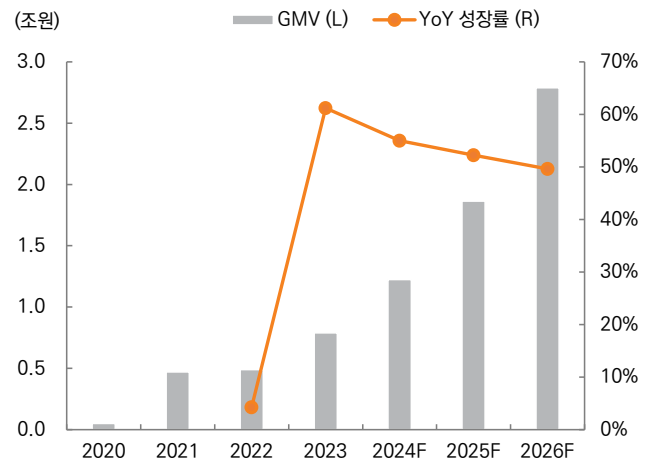
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 133. 국내 전자상거래 시장 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

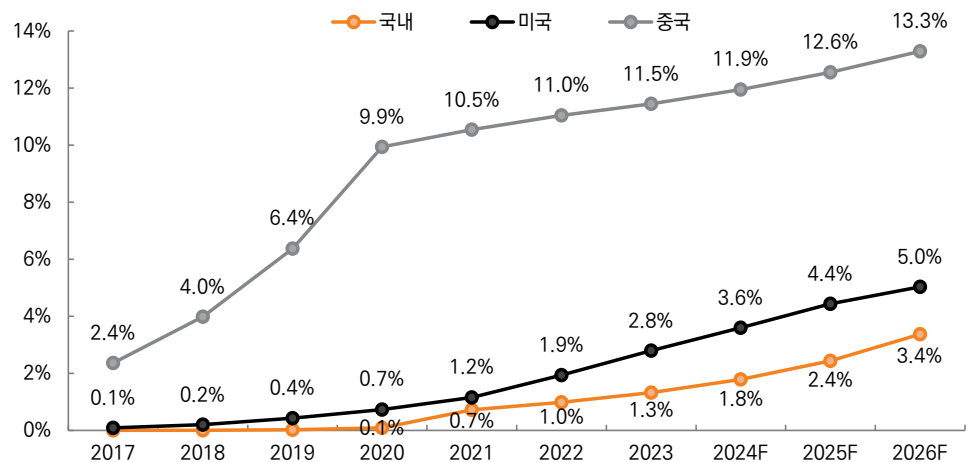
그림 134. NAVER 라이브커머스 GMV 전망



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

국내 전자상거래 시장 내 라이브커머스 침투율은 2023년 1.3%에서 2026년 3.4%까지 급격히 상승할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장 침투율 현황은 2021년 미국(침투율 1.2%)과 비슷한 상황이다. 국내 라이브커머스 시장의 성장은 이제 막 시작했을 뿐이다. 주요 브랜드들은 더 이상 TV가 아닌 영상 플랫폼으로 판매 장소를 옮기고 있으며, 유튜브·틱톡 등 국내 시장 내 주요 영상 플랫폼들은 이제서야 이커머스를 도입하는 단계에 있다. 머지않은 시기에 국내 라이브커머스 시장은 NAVER, 유튜브가 과점하게 될 전망이다.

그림 135. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 추이



자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

주류가 된 영상플랫폼

2010년대 이후 스마트폰 보급률이 상승하고 제품 고사양화가 이뤄지면서 TV나 PC가 아닌 폰으로 영상을 보며 여가를 즐기는 것이 일반화되었다. 1) 동영상 플랫폼(유튜브, 넷플릭스 등), SNS 영상 플랫폼(인스타그램, 틱톡 등)의 유저가 늘어남에 따라, 2) 광고 주들이 영상 플랫폼들로 유입되면서 콘텐츠 생산이 돈이 되기 시작하고, 3) 이에 따라 콘텐츠 공급자가 급증해 콘텐츠가 늘어나고, 4) 즐길 콘텐츠의 양과 질이 증가함에 따라 5) 유저가 다시 증가하는 선순환 구조가 완성되었다. 국내 유튜브 유저의 월평균 체류시간은 2014년 200분에서 2023년 1,600분 수준까지 상승했다.

그림 136. 국내 주요 영상 플랫폼 월평균 체류시간 추이

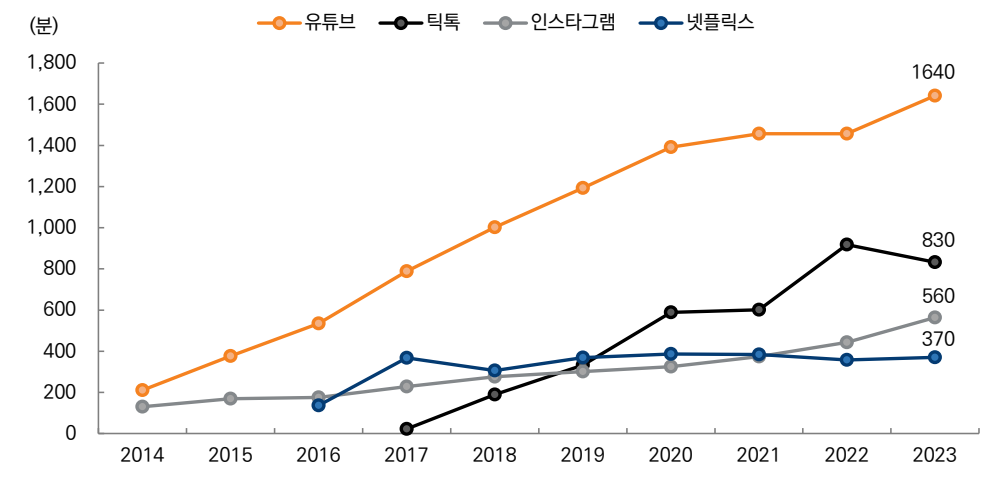


그림 137. 국내 유튜브 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)

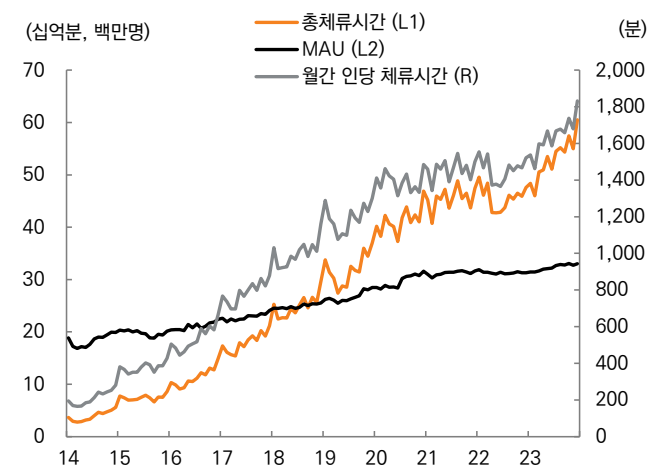
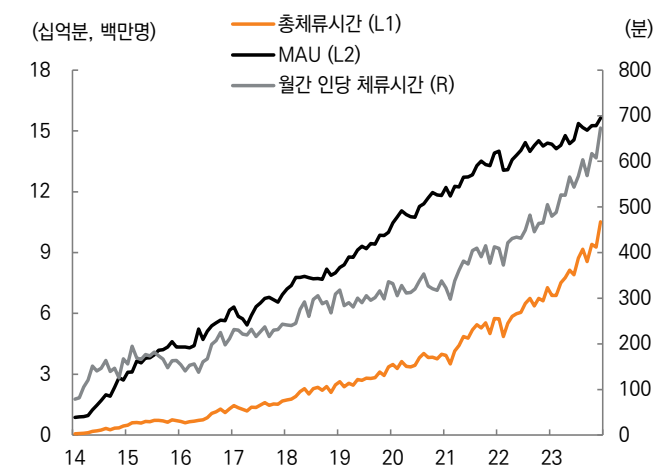


그림 138. 국내 인스타 월간 체류시간, MAU 추이(안드로이드)

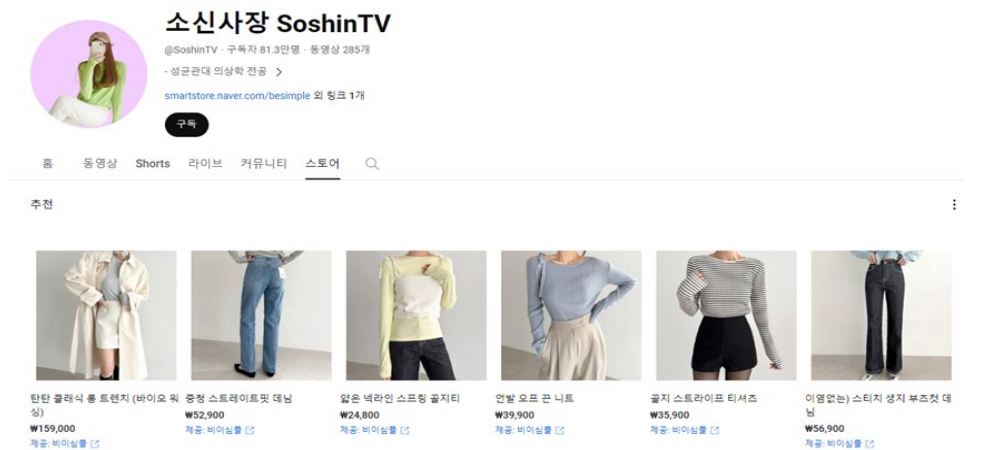


영상 플랫폼 내 커머스 본격화

영상 플랫폼이 주류 플랫폼으로 떠오름에 따라 이커머스와의 결합이 본격화되고 있다. 라이브커머스는 시청자와의 쌍방향 대화로 정보를 주목받을 수 있어 구매전환율이 높다. 국내 라이브커머스 구매 전환율은 5~10% 수준으로 일반 전자상거래 구매 전환율(0.3%~1%)을 크게 상회한다.

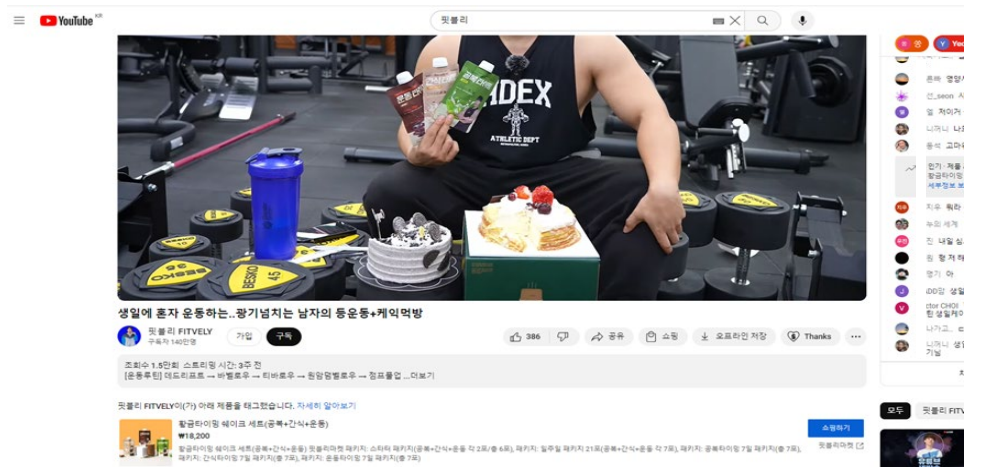
구글이 유튜브 쇼핑을 통해 유튜브를 커머스 플랫폼으로 변화시키는 시도를 하고 있는 점이 대표적이다. 유튜브 쇼핑은 크리에이터가 유튜브에서 손쉽게 본인의 스토어나 다른 브랜드의 제품을 홍보할 수 있게 해주는 기능이다. 유튜브 쇼핑을 이용하면 1) 본인 스토어를 유튜브에 연결해 콘텐츠에서 제품을 추천, 2) 콘텐츠에 다른 브랜드 제품을 태그, 3) 쇼핑 분석을 통해 태그된 제품의 실적을 확인할 수 있다. 일반 동영상, 쇼츠 동영상, 라이브 스트리밍 모두에서 가능하다.

그림 139. 소신사장 유튜브 자체 스토어 광고 (카페24 연동)



자료: 소신사장 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 140. 핏블리 유튜브 라이브쇼핑 예시 (카페24 연동)



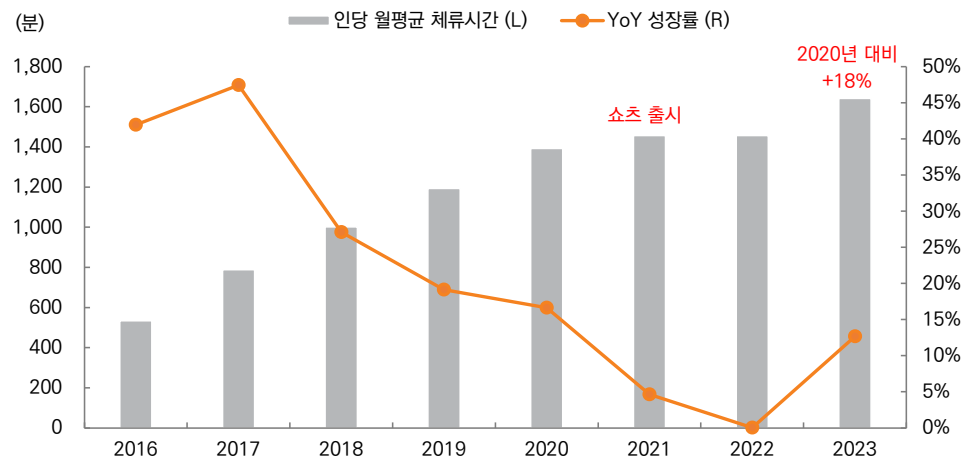
자료: 핏블리 유튜브, 미래에셋증권 리서치센터

숏폼 인기 가속화. 라이브커머스도 숏폼이 대세

2020년 이후 영상 플랫폼 내 숏폼 인기가 가속화되고 있다. 자극적인 콘텐츠를 빠르고 반복적으로 볼 수 있다 보니 롱폼 콘텐츠 대비 중독성이 높다. 국내 유튜브 인당 월평균 체류시간은 쇼츠 정식 출시 이전인 2020년 대비 18% 증가했다. 국내 인스타그램 인당 월평균 체류시간은 2020년 대비 71% 증가했다.

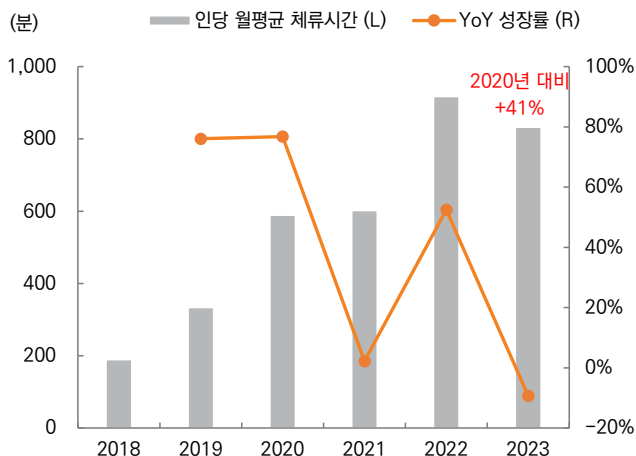
숏폼이 영상 콘텐츠 내에서도 주류로 떠오르면서 이커머스와의 결합이 본격화되고 있다. 틱톡, 인스타 릴스, 유튜브 쇼츠 등에서 크리에이터가 상품을 광고하고 구매를 유도하는 것을 보는 것이 더 이상 어렵지 않다. 인플루언서뿐만 아니라 일반인도 쇼츠를 활용한 상품 홍보에 뛰어들고 있다. 일반인들이 만든 쇼츠를 기업들이 보상을 주고 구매해 본인들의 마케팅에 활용하고 있다.

그림 141. 유튜브 인당 월평균 체류시간(국내)



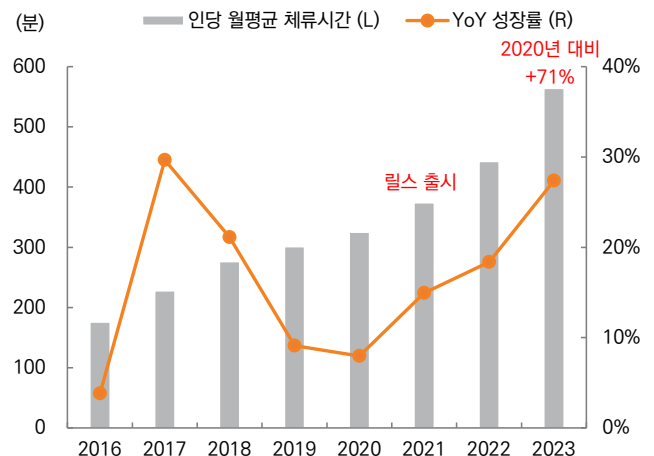
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 142. 틱톡 인당 월평균 체류시간(국내)



자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 143. 인스타그램 인당 월평균 체류시간(국내)



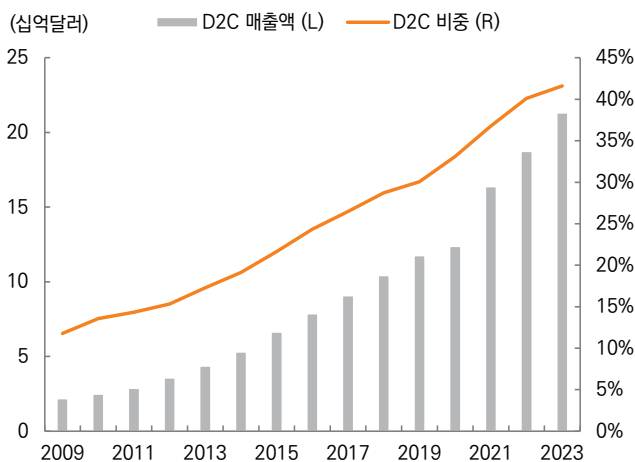
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터 추정

D2C 전략과 궁합이 좋은 라이브커머스

브랜드들이 궁극적으로 추구하고자 하는 판매 방식은 D2C(Direct to Consumer, 소비자 직접 판매) 방식이다. 현재 글로벌에서 보편화된 전자상거래 판매 방식은 중개 플랫폼을 거친 판매 방식이다. 국내 쿠팡/NAVER, 미국 아마존/월마트/이베이 일본 라쿠텐/아마존, 중국 알리바바/징둥 등 주요 국가들 모두 플랫폼 사업자가 전자상거래 시장을 지배하고 있다. 중개 역할을 하는 플랫폼이 직매입을 통한 판매를 하는지, 오픈마켓을 통한 판매를 하는지 정도의 차이만 있을 뿐이다.

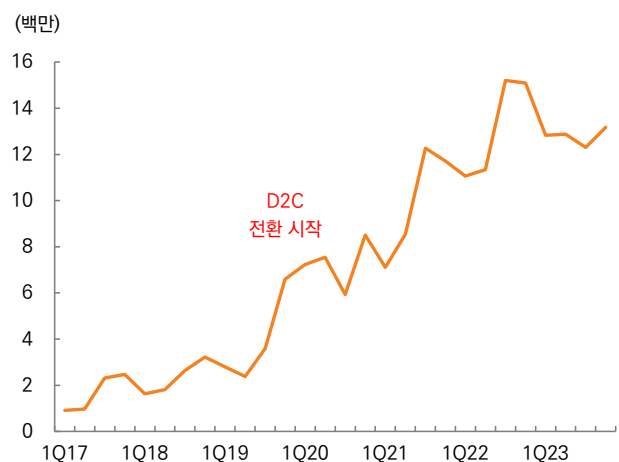
브랜드들이 D2C 방식의 판매를 한다면 유통 단계가 단순화됨에 따라 유통 단계에서의 수수료는 절감될 수 있으나 재고 관리에서의 어려움도 동시에 발생하게 된다. 2019년 오픈마켓이 아닌 자사몰에서의 판매로 유통 경로를 전환하기 시작했던 나이키가 대표적인 케이스다. 나이키의 D2C 판매 비중이 꾸준히 상승하고 있지만 자체몰 고객 관리 및 재고 관리에서 어려움을 겪으면서 유의미한 수준의 수익성 개선이 이루어지지 않았다. 이는 D2C 전략을 성공하기 위해서는 자체몰에 대한 지속적인 신규 이용자 유입 및 높은 수준의 유저 리텐션이 유지되어야 함을 시사한다.

그림 144. 나이키 연도별 D2C 매출 비중 추이



자료: 나이키, 미래에셋증권 리서치센터

그림 145. 나이키 앱 분기 다운로드 추이

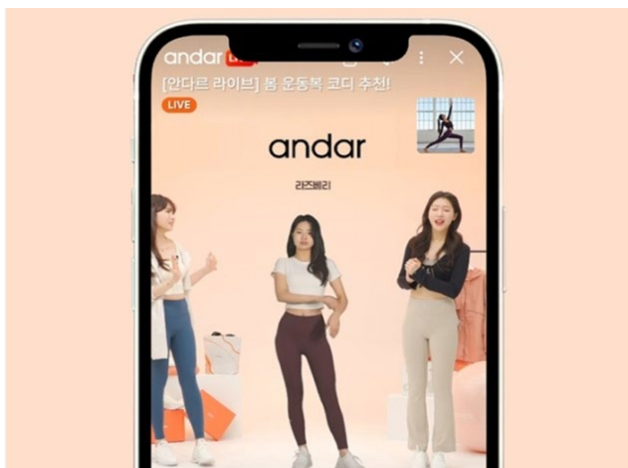


자료: 센서타워, 미래에셋증권 리서치센터

라이브커머스는 D2C 전략의 성공을 위한 지속적인 신규 이용자 유입과 유저 리텐션의 유지에 도움을 줄 수 있다. 라이브커머스를 통하면 브랜드와 소비자들과의 직접적인 접점이 늘어나고 소통이 쉬워지기 때문이다. 국내 브랜드 중에서는 안다르 케이스가 대표적이다. 안다르는 2023년 2월 '안다르 라이브'를 론칭하고 소비자의 직접 소통을 강화하고 있다. 이와 동시에 오프라인을 제외한 기존 온라인 유통 채널에 대한 프로모션 의존도는 대폭 낮춰 자사몰로의 유입을 유도하고 있다.

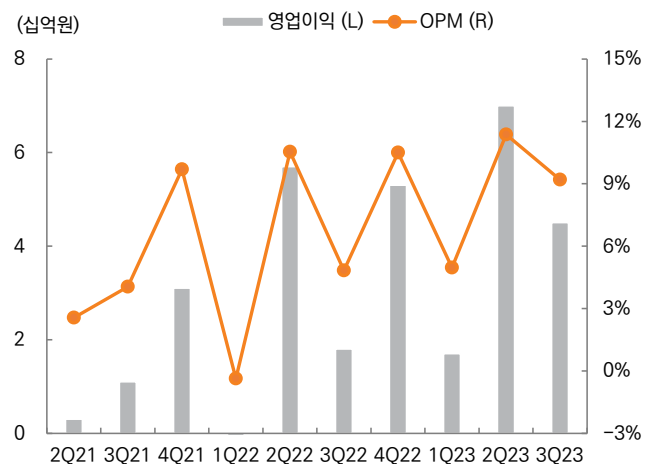
라이브커머스는 대형 브랜드뿐만 아니라 중소기업인의 D2C 전환도 가속화시킬 전망이다. 판매 제품군에 대한 영향력이 높은 크리에이터를 보유했을 경우 D2C 전환 효과를 볼 것이다. 80만 패션 유튜버 소신사장이 운영하는 쇼핑몰 비이심플의 경우 유튜브 쇼핑을 연동한 이후 급격한 매출 상승 및 트래픽 증가를 경험하고 있다. 작년 말 라이브 방송 접속자 수는 4천명에 달했으며, 방송 이후 나흘간 매출이 18배 가까이 상승하기도 했다.

그림 146. 안다르 라이브



자료: 안다르, 미래에셋증권 리서치센터

그림 147. 안다르 분기 영업이익, OPM 추이



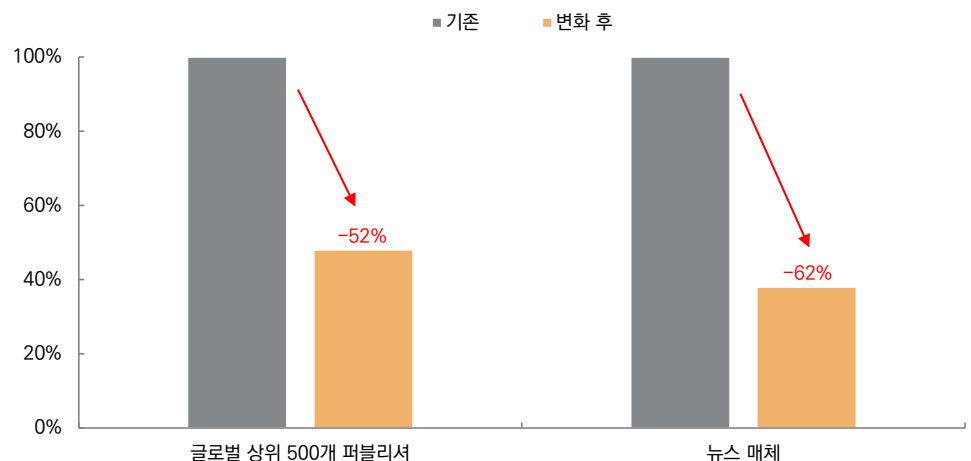
자료: 에코마케팅, 미래에셋증권 리서치센터

쿠키리스 시대 돌입에 따른 라이브커머스 반사 수혜

쿠키리스 시대로의 돌입은 라이브커머스 시장 성장을 가속화할 가능성이 높다. 1위 웹 브라우저 플랫폼 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원을 중단함에 따라 언론사를 비롯한 전반적인 매체들의 광고 타격이 본격화될 전망이다. 구글 크롬의 웹브라우저 시장 점유율은 65% 이상에 달하는 것으로 추정된다. 구글이 2019년 글로벌 상위 500개 퍼블리셔를 대상으로 조사한 결과 쿠키 제공이 사라질 시 매체당 평균 광고 수익은 52% 감소, 그 중에서도 뉴스 매체는 62% 감소할 것으로 추정되었다.

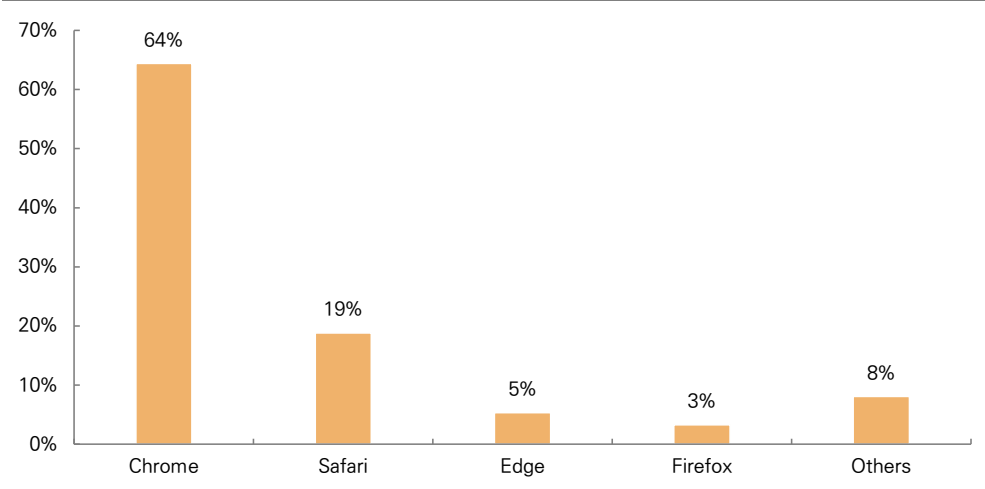
경쟁 웹 브라우저를 운영하는 애플은 2017년부터 일찌감치 ITP(Intelligent Tracking Prevention, 지능형 추적 방지)를 도입해 서드파티 쿠키를 삭제해오고 있다. 2021년에는 ATT(App Tracking Transparency, 앱 추적 투명성)를 도입해 사용자의 승인 없이 개인정보를 추적하는 것을 금지시켰다. 기존에 동의였던 기본값이었던 개인정보 추적 기능 설정을 부동의로 전환한 것이다.

그림 148. 쿠키 제공 중단에 따른 온라인 매체 수익 변화 예상(구글 조사)



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 149. 웹브라우저 점유율 현황 (23년 1월 기준)



자료: Statcounter, 미래에셋증권 리서치센터

표 29. 애플, 구글 쿠키 정책 타임라인

구분	시기	내용
구글	2020.02	크롬에서 2년 내 써드파티 쿠키 지원 중단 발표
	2021.03	쿠키를 대신할 신기술 '플록'의 개발자용 평가판을 크롬에서 출시
	2021.06	크롬의 쿠키 퇴출 시기 2년 연기
	2022.01	쿠키 대안 '플록'을 대체할 새로운 관심기반광고시스템 '토픽API' 공개 & '플록' 프로젝트 종료
	2023.12	크롬 브라우저에 웹사이트의 써드파티 쿠키 접근을 차단하는 '추적보호' 기능 도입
	2024.01	크롬 사용자 일부(1%)가 생성하는 쿠키의 수집 제한
애플	2017.06	인텔리전트 트래킹 프리벤션 기능 출시 (서드파티 쿠키 차단 위해)
	2019.05	크롬에 서드파티 쿠키 차단 기능 기본 탑재 발표
	2020.03	사파리 13.1 업그레이드, 기본적으로 모든 서드 파티 쿠키 완전 차단
	2020.06	개인 정보 보호 정책 새로 발표 - 유저 트래킹 정보 더는 기본 제공하지 않음
	2021.04	애플 IOS 14.5버전 업데이트 - 앱 추적 투명성(ATT) 정책을 통해 광고식별자(IDFA) 제한

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 30. 제로/퍼스트/세컨드/서드파티 데이터 구분

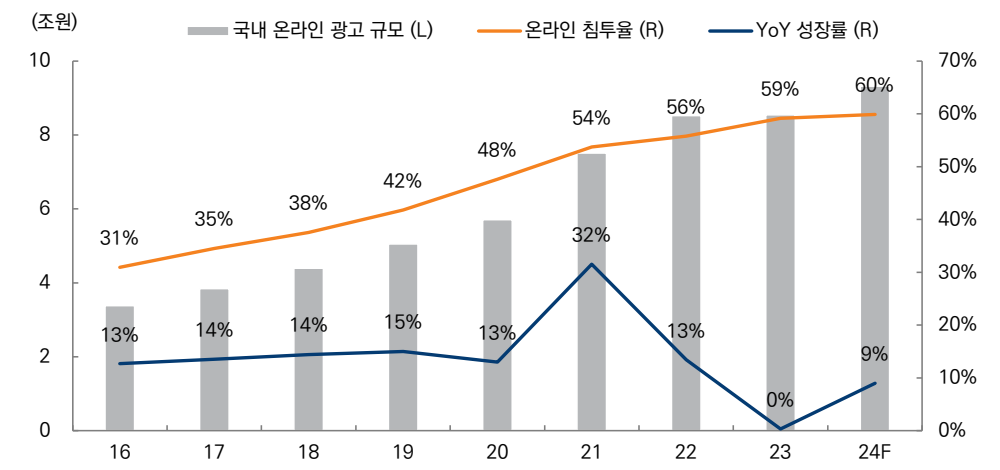
종류	특징	장점/단점
제로파티 데이터	- 고객이 자발적으로 기업에 제공하는 데이터 - 설문조사 혹은 고객 가입 정보를 의미 - 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없는 정보	- 장점: 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없다는 점에서 희소성 - 고객이 직접 제공하기 때문에 정확도와 관련성이 매우 높음 - 단점: 자발적으로 정보를 제공하는 고객을 확보하는 데 어려움 존재
퍼스트파티 데이터	- 기업이 고객의 동의를 구한 후 직접 수집한 고객의 데이터 - 자사 플랫폼을 통해 수집된 고객의 행동 혹은 관심 데이터 - CRM 마케팅에 활용	- 장점: 높은 정확성과 신뢰성 보장 - 이메일, 구매 이력, 전화번호 등 가치가 높고 브랜드와 관련성도 높음 - 단점: 데이터의 양이 제한적이며 고객 풀이 한정적임
세컨드파티 데이터	- 타 기업의 퍼스트파티 데이터를 직접 구매하거나 공유받은 데이터 - 수집된 정보의 출처가 명확하여 신뢰할 수 있는 편 - 비슷한 타겟층을 가진 기업들이 공유하는 경우들이 해당	- 장점: 데이터 출처가 명확하여 높은 품질과 신뢰성 보유 - 단점: 타 사의 데이터 수집 기준에 맞춰진 데이터로 한계 존재 - 프라이버시 침해에 관한 리스크 일부 존재
서드파티 데이터	- 기업과 고객의 직접적인 관계없이 수집되는 데이터 - 인터넷의 다양한 정보 및 소스로부터 수집. 주로 쿠키 사용 - 프라이버시 침해에 대한 이슈가 지속적으로 발생	- 장점: 더 다양하고 방대한 데이터에 접근 가능 - 단점: 세부 정확도 및 신뢰도가 낮음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이번 변화에서 중요한 부분은 쿠키리스로 인해 언론사를 비롯한 여러 온라인 매체의 광고 플랫폼으로서의 매력도가 떨어진다고 했을 때 광고주들이 어디로 이동할 것인가에 대한 부분이다. 광고주들 앞에는 1) 새로운 온라인 플랫폼으로 이동, 2) 오프라인 광고(옥외, TV 등) 비중 확대라는 두 가지 선택지가 존재한다.

최근 수년간 꾸준히 증가해온 국내 온라인 광고 침투율은 오프라인 광고의 떨어지는 타겟팅 능력에 대한 광고주들의 불만이 큼을 시사한다. 즉 광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 타겟팅 고도화가 가능한 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다.

그림 150. 국내 온라인 광고 시장 추이



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

기존 온라인 매체로부터의 광고주 이탈에 따른 수혜는 라이브커머스로 보게 될 전망이다. 서드파티 데이터 획득이 불가능해짐에 따라 고객이 직접 데이터를 제공하는 제로파티 데이터와 웹사이트에서 방문자의 행동을 분석해 생성하는 퍼스트파티 데이터를 얻을 수 있는 플랫폼이 중요해지는데 라이브커머스가 이에 해당된다.

라이브커머스 플랫폼의 경우 유저의 장바구니 데이터(추가, 조회, 삭제 등), 구매 데이터(재구매 여부, 주기, 조회수), 경로 데이터(유입, 방문), 인적 데이터(성별, 연령) 수집이 가능하다. 즉 고객의 행동 데이터를 기반으로 관심사와, 유입 경로를 파악해 고도화된 타겟팅 광고가 가능해 광고주들에 매력적인 대안이 될 가능성이 높다.

카페24 (042000)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	279	278	295	320
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	279	278	295	320
판매비와관리비	309	281	277	288
조정영업이익	-30	-3	17	32
영업이익	-30	-3	17	32
비영업손익	-25	-15	0	0
금융손익	-2	-2	-1	0
관계기업등 투자손익	0	-14	1	0
세전계속사업손익	-55	-18	17	32
계속사업법인세비용	-5	-1	3	6
계속사업이익	-50	-17	14	25
중단사업이익	0	19	0	0
당기순이익	-50	2	14	25
지배주주	-37	10	14	25
비지배주주	-12	-8	0	0
총포괄이익	-98	2	14	25
지배주주	-86	2	12	22
비지배주주	-12	0	2	3
EBITDA	4	12	30	42
FCF	-7	21	26	35
EBITDA 마진율 (%)	1.4	4.3	10.2	13.1
영업이익률 (%)	-10.8	-1.1	5.8	10.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	-13.3	3.6	4.7	7.8

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	107	121	146	187
현금 및 현금성자산	35	43	64	98
매출채권 및 기타채권	35	41	43	47
재고자산	1	1	2	2
기타유동자산	36	36	37	40
비유동자산	234	219	206	196
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	77	66	57	49
무형자산	49	45	42	40
자산총계	341	339	353	383
유동부채	127	135	134	138
매입채무 및 기타채무	32	31	33	36
단기금융부채	56	54	50	51
기타유동부채	39	50	51	51
비유동부채	44	33	33	34
장기금융부채	37	25	25	25
기타비유동부채	7	8	8	9
부채총계	172	168	168	172
지배주주지분	148	158	172	198
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	235	235	235	235
이익잉여금	-31	-22	-8	18
비지배주주지분	21	13	13	13
자본총계	169	171	185	211

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	11	21	26	35
당기순이익	-50	2	14	25
비현금수익비용가감	55	17	17	17
유형자산감가상각비	29	11	9	8
무형자산상각비	5	4	3	2
기타	21	2	5	7
영업활동으로인한자산및부채의변동	8	4	0	-1
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	3	-2	-2
재고자산 감소(증가)	4	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	3	0	0	0
법인세납부	-1	0	-3	-6
투자활동으로 인한 현금흐름	-8	1	-1	-2
유형자산처분(취득)	-18	0	0	0
무형자산감소(증가)	-2	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	11	0	-1	-2
기타투자활동	1	1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	7	-13	-3	1
장단기금융부채의 증가(감소)	21	-13	-3	1
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-4	0	0	0
기타재무활동	-10	0	0	0
현금의 증가	11	8	21	34
기초현금	24	35	43	64
기말현금	35	43	64	98

자료: 카페24, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	65.0	33.1	18.1
P/CF (x)	40.9	34.0	15.1	11.0
P/B (x)	1.5	3.9	2.6	2.3
EV/EBITDA (x)	66.5	54.7	15.4	10.1
EPS (원)	-1,664	431	575	1,049
CFPS (원)	241	823	1,258	1,732
BPS (원)	6,725	7,156	7,210	8,259
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	1.1	-0.4	5.9	8.5
EBITDA증가율 (%)	-56.8	184.9	149.2	41.3
조정영업이익증가율 (%)	-	-	-	83.1
EPS증가율 (%)	-	-	33.4	82.5
매출채권 회전율 (회)	9.3	9.7	10.6	10.7
재고자산 회전율 (회)	80.9	194.5	200.6	202.9
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-13.2	0.6	4.0	6.9
ROE (%)	-19.6	6.3	8.4	13.8
ROIC (%)	-19.8	-2.7	15.0	30.8
부채비율 (%)	101.4	98.1	90.4	81.9
유동비율 (%)	84.3	89.3	109.1	135.1
순차입금/자기자본 (%)	21.2	6.1	-8.4	-24.0
조정영업이익/금융비용 (x)	-9.7	-1.0	6.0	11.2

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

236810 · 인터넷

엔비티

쿠키리스 시대의 수혜주

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(24/3/8)

6,920원

KOSDAQ	873.18	시가총액(십억원)	117	발행주식수(백만주)	17	외국인 보유비중(%)	2.2
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

쿠키리스 시대 도래에 따른 수혜 전망

하반기 퍼포먼스 광고 수요 증대가 예상되며 엔비티가 그 수혜를 보게 될 전망이다. 광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 오프라인 광고가 아닌 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 온라인 광고 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다. 동사가 운영하는 퍼포먼스 광고 플랫폼은 제로파티, 퍼스트파티 데이터들에 대한 수집이 상대적으로 용이한 플랫폼이다.

24년은 탑라인 성장성 회복의 해

24F 매출액 1270억원(+19% YoY), 영업손실 10억원(적자지속 YoY)을 기록할 전망이다. 대형 플랫폼 추가적인 입점을 통한 애디스 오퍼월 성장세 회복이 예상된다. 23년 하반기에 있었던 대형 고객사 추가 확보(카카오톡), 글로벌 진출(네이버웹툰 글로벌)에 따른 성과는 2H24~1H25부터 본격화될 가능성이 높다. 24년 단기 실적보다는 동사의 중장기적 성장성을 보고 접근할 시기다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-8.9	-3.4	7.6
상대주가	-13.8	1.2	0.3

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	82	108	106	127	160
영업이익 (십억원)	3	2	-5	-1	3
영업이익률 (%)	3.7	1.9	-4.7	-0.8	1.9
순이익 (십억원)	2	0	-3	-1	2
EPS (원)	101	-28	-192	-52	131
ROE (%)	5.6	-1.2	-9.2	-2.6	6.5
P/E (배)	142.4	-	-	-	52.9
P/B (배)	5.9	2.3	3.5	3.2	3.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 엔비티, 미래에셋증권 리서치센터

쿠키리스 시대 도래에 따른 수혜 전망

쿠키리스 시대로의 돌입에 따른 퍼포먼스 광고 수요 증대가 예상되며 그 수혜를 국내 1위 퍼포먼스 광고 플랫폼을 운영 중인 엔비티가 보게 될 전망이다. 1위 웹브라우저 플랫폼 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원 중단을 예고한 상황이다. 서드파티 쿠키 제공이 사라진다면 전반적인 온라인 매체들의 타겟팅 능력 하락은 불가피하다.

광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 오프라인 광고가 아닌 타겟팅 고도화가 가능한 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 온라인 광고 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다. 동사가 운영하는 퍼포먼스 광고 플랫폼은 제로파티, 퍼스트파티 데이터들에 대한 수집이 상대적으로 용이한 플랫폼이다.

라이브커머스 시장의 고속 성장 수혜

라이브커머스 진행 업체에게 애디스 오퍼월은 매력적인 선택지가 될 수 있다. 엔비티는 리워드 지급 방식으로 시청자를 확실하게 모아줄 수 있기 때문이다. 동사는 캐시슬라이드에서도 라이브방송을 접목한 광고를 출시해 성공적으로 운영한 경험이 있다. 애디스 오퍼월에서도 라이브커머스를 타겟으로 한 특화 상품 출시를 준비 중인 상황이다.

도입을 고려하고 있는 동영상 시청 방식의 퍼포먼스 광고가 본격적으로 도입될 경우 숏폼 커머스와 시너지 효과도 극대화될 전망이다. 동영상 광고는 일반적으로 게임사들이 신작 게임 노출을 위해 이용하는 경우가 많았으나 숏폼 기반의 라이브커머스 콘텐츠도 증가함에 따라 커머스 업체들의 수요도 증가할 전망이다.

24년은 탑라인 성장성 회복의 해

24F 매출액 1,270억원(+19% YoY), 영업손실 10억원(적자지속 YoY)을 기록할 전망이다. 대형 플랫폼 추가적인 입점을 통한 애디스 오퍼월 성장세 회복이 예상된다. 24년 애디스 오퍼월 매출액이 1,120억원을 기록하며 YoY 24% 성장할 전망이다. 25년까지는 수익성보다 외형 성장에 집중할 것으로 예상된다.

24F P/S 0.9배로 상장 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중이다. 23년 하반기에 있었던 대형 고객사 추가 확보(카카오톡), 글로벌 진출(네이버웹툰 글로벌)에 따른 성과는 2H24~1H25부터 본격화될 가능성이 높다. 신규 제휴 플랫폼들에서의 본격적인 영업 및 매출 성과 달성은 18개월 정도 소요됨을 고려할 필요가 있다. 24년 단기 실적보다는 동사의 중장기적 성장성을 보고 접근할 시기다.

표 31. 분기 및 연간 실적 전망

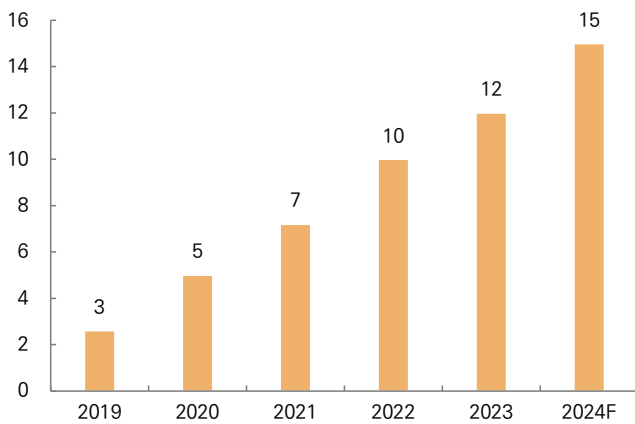
(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	23	27	27	31	24	26	28	28	108	106	127	160
(% YoY)	33.5%	42.3%	35.3%	19.0%	4.0%	-1.0%	1.0%	-8.9%	31.3%	-1.7%	19.4%	26.3%
광고	21	24	25	30	23	24	25	26	99	99	118	151
쇼핑	1	1	1	1	1	1	1	1	3	3	3	3
기타	1	2	2	1	1	2	1	1	6	5	6	6
영업비용	22	26	27	31	25	27	28	32	106	111	128	158
급여	2	2	2	2	2	2	2	2	7	8	10	10
지급수수료	18	20	22	26	21	22	23	26	86	93	109	137
기타	2	4	3	3	2	3	3	3	12	10	10	10
영업이익	1	0	1	0	-1	0	-1	-3	2	-5	-1	3
(% YoY)	13.3%	172.2%	10.0%	-74.0%	-	-	-	-	-	-	-	-
영업이익률	2.9%	1.8%	2.4%	1.5%	-2.7%	-0.9%	-1.9%	-11.5%	2.1%	-4.4%	-0.9%	1.7%
지배주주순이익	0	1	0	-2	-1	0	0	-2	0	-3	-1	2
순이익률	1.4%	2.1%	1.0%	-5.2%	-2.6%	-0.9%	-1.5%	-7.0%	-0.4%	-3.1%	-0.7%	1.4%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 151. 애디슨 월간 사용자 수 전망

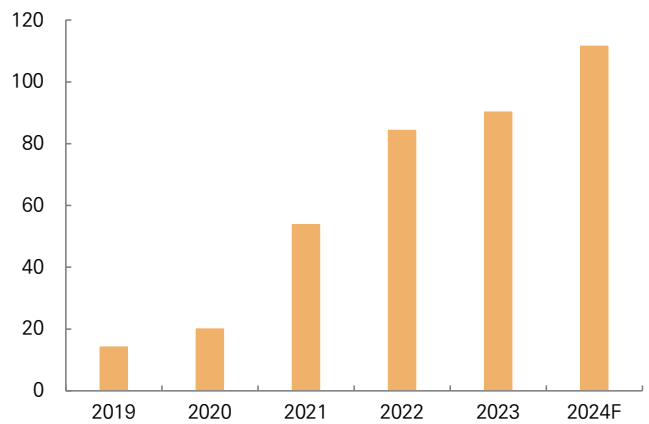
(백만명)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 152. 애디슨 매출액 추이

(십억원)



자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 153. 시가총액, P/S 추이

(십억원)

— 시가총액

— P/S (R)

(배)



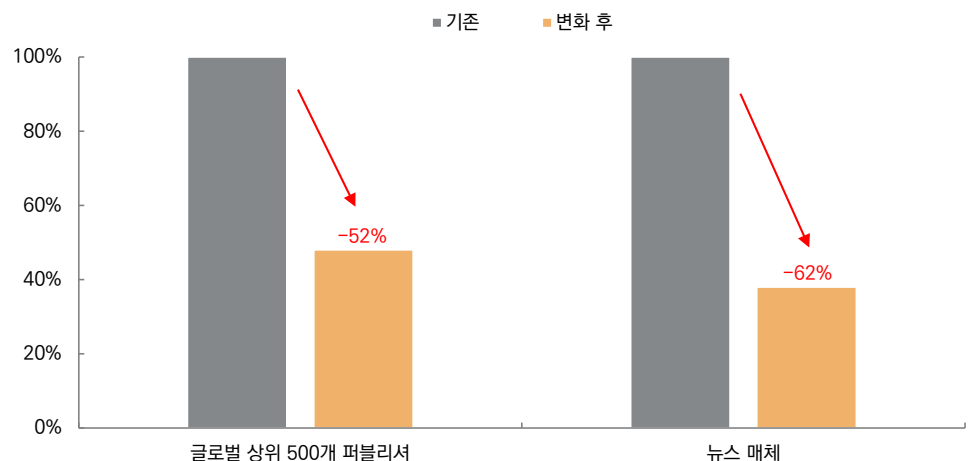
자료: 미래에셋증권 리서치센터

쿠키리스 시대 돌입에 따른 반사 수혜

쿠키리스 시대로의 돌입은 퍼포먼스 광고에 대한 수요 증가로 이어질 가능성이 높다. 1위 웹브라우저 플랫폼 구글이 올해 9월부터 서드파티 쿠키 지원을 중단함에 따라 언론사를 비롯한 전반적인 매체들의 광고 타격이 본격화될 전망이다. 구글 크롬의 웹브라우저 시장 점유율은 65% 이상에 달하는 것으로 추정된다. 구글이 2019년 글로벌 상위 500개 퍼블리셔를 대상으로 조사한 결과 쿠키 제공이 사라질 시 매체당 평균 광고 수익은 52% 감소, 그 중에서도 뉴스 매체는 62% 감소할 것으로 추정되었다.

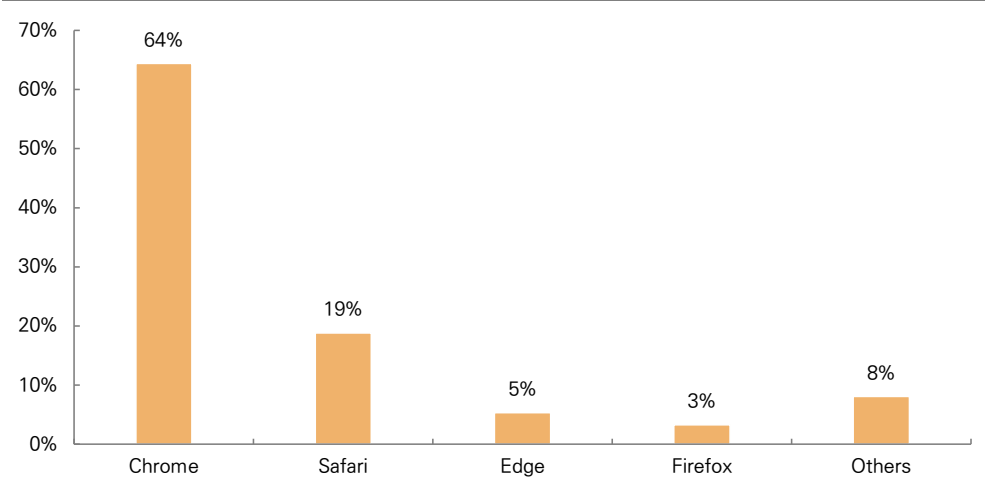
경쟁 웹브라우저를 운영하는 애플은 2017년부터 일찌감치 ITP(Intelligent Tracking Prevention, 지능형 추적 방지)를 도입해 서드파티 쿠키를 삭제해오고 있다. 2021년에는 ATT(App Tracking Transparency, 앱 추적 투명성)를 도입해 사용자의 승인 없이 개인정보를 추적하는 것을 금지시켰다. 기존에 동의였던 기본값이었던 개인정보 추적 기능 설정을 부동의로 전환한 것이다.

그림 154. 쿠키 제공 중단에 따른 온라인 매체 수익 변화 예상(구글 조사)



자료: 구글, 미래에셋증권 리서치센터

그림 155. 웹브라우저 점유율 현황 (23년 1월 기준)



자료: Statcounter, 미래에셋증권 리서치센터

표 32. 애플, 구글 쿠키 정책 타임라인

구분	시기	내용
구글	2020.02	크롬에서 2년 내 써드파티 쿠키 지원 중단 발표
	2021.03	쿠키를 대신할 신기술 '플록'의 개발자용 평가판을 크롬에서 출시
	2021.06	크롬의 쿠키 퇴출 시기 2년 연기
	2022.01	쿠키 대안 '플록'을 대체할 새로운 관심기반광고시스템 '토픽API' 공개 & '플록' 프로젝트 종료
	2023.12	크롬 브라우저에 웹사이트의 써드파티 쿠키 접근을 차단하는 '추적보호' 기능 도입
	2024.01	크롬 사용자 일부(1%)가 생성하는 쿠키의 수집 제한
애플	2017.06	인텔리전트 트래킹 프리벤션 기능 출시 (서드파티 쿠키 차단 위해)
	2019.05	크롬에 서드파티 쿠키 차단 기능 기본 탑재 발표
	2020.03	사파리 13.1 업그레이드, 기본적으로 모든 서드 파티 쿠키 완전 차단
	2020.06	개인 정보 보호 정책 새로 발표 - 유저 트래킹 정보 더는 기본 제공하지 않음
	2021.04	애플 IOS 14.5버전 업데이트 - 앱 추적 투명성(ATT) 정책을 통해 광고식별자(IDFA) 제한

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 33. 제로/퍼스트/세컨드/서드파티 데이터 구분

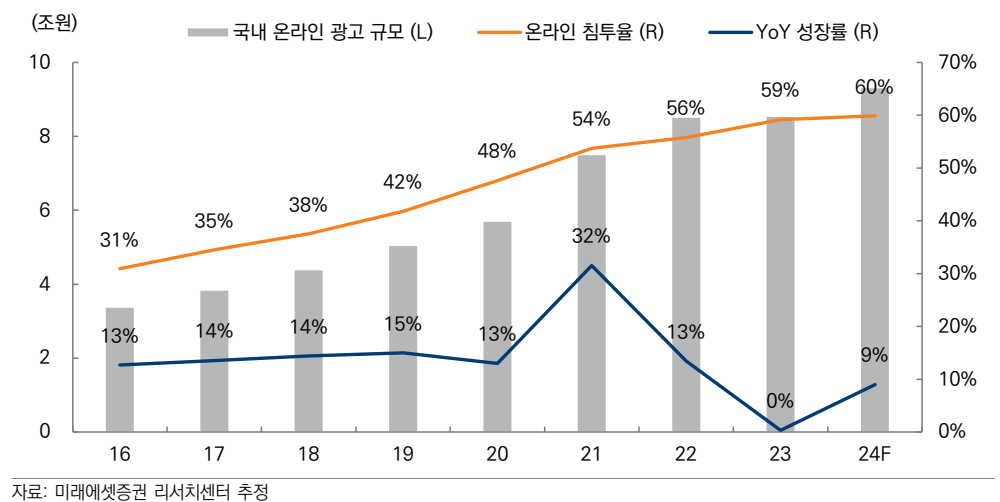
종류	특징	장점/단점
제로파티 데이터	- 고객이 자발적으로 기업에 제공하는 데이터 - 설문조사 혹은 고객 가입 정보를 의미 - 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없는 정보	- 장점: 다른 파티 데이터에서는 얻을 수 없다는 점에서 희소성 - 고객이 직접 제공하기 때문에 정확도와 관련성이 매우 높음 - 단점: 자발적으로 정보를 제공하는 고객을 확보하는 데 어려움 존재
퍼스트파티 데이터	- 기업이 고객의 동의를 구한 후 직접 수집한 고객의 데이터 - 자사 플랫폼을 통해 수집된 고객의 행동 혹은 관심 데이터 - CRM 마케팅에 활용	- 장점: 높은 정확성과 신뢰성 보장 - 이메일, 구매 이력, 전화번호 등 가치가 높고 브랜드와 관련성도 높음 - 단점: 데이터의 양이 제한적이며 고객 풀이 한정적임
세컨드파티 데이터	- 타 기업의 퍼스트파티 데이터를 직접 구매하거나 공유받은 데이터 - 수집된 정보의 출처가 명확하여 신뢰할 수 있는 편 - 비슷한 타겟층을 가진 기업들이 공유하는 경우들이 해당	- 장점: 데이터 출처가 명확하여 높은 품질과 신뢰성 보유 - 단점: 타 사의 데이터 수집 기준에 맞춰진 데이터로 한계 존재 - 프라이버시 침해에 관한 리스크 일부 존재
서드파티 데이터	- 기업과 고객의 직접적인 관계없이 수집되는 데이터 - 인터넷의 다양한 정보 및 소스로부터 수집. 주로 쿠키 사용 - 프라이버시 침해에 대한 이슈가 지속적으로 발생	- 장점: 더 다양하고 방대한 데이터에 접근 가능 - 단점: 세부 정확도 및 신뢰도가 낮음

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이번 변화에서 중요한 부분은 쿠키리스로 인해 언론사를 비롯한 여러 온라인 매체의 광고 플랫폼으로서의 매력도가 떨어진다고 했을 때 광고주들이 어디로 이동할 것인가에 대한 부분이다. 광고주들 앞에는 1) 새로운 온라인 플랫폼으로 이동, 2) 오프라인 광고(옥외, TV 등) 비중 확대라는 두 가지 선택지가 존재한다.

최근 수년간 꾸준히 증가해온 국내 온라인 광고 침투율은 오프라인 광고의 떨어지는 타겟팅 능력에 대한 광고주들의 불만이 큼을 시사한다. 즉 광고주들은 기존에 애용하던 서드파티 데이터 기반 광고 플랫폼에서 이탈하더라도 타겟팅 고도화가 가능한 제로파티, 퍼스트파티 데이터 수집이 가능한 플랫폼으로 이동할 가능성이 크다. 퍼포먼스 광고 플랫폼은 해당 데이터들에 대한 수집이 상대적으로 용이한 플랫폼이다.

그림 156. 국내 온라인 광고 시장 추이



라이브커머스 시장 고속 성장 수혜 전망

2023년 국내 라이브커머스 시장 규모는 3조원 규모로 추산되며 2026년 10조원까지 성장할 전망이다. 2023년에서 2026년까지의 연평균 성장률(CAGR)은 50%로 10% 수준으로 떨어진 국내 전자상거래 시장 성장률을 큰 폭으로 아웃퍼폼할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장은 확고한 1위 플랫폼 NAVER를 제외하고는 난전 양상을 보이고 있다. NAVER의 2023년 라이브커머스 GMV는 8천억원 수준(M/S 26%)으로 추정되며 2026년 2.8조원 규모까지 성장할 전망이다. 카카오가 48.5%의 지분을 갖고 있는 그룹의 GMV(M/S 10%)는 3천억원 수준으로 추정된다.

그림 157. 국내 라이브커머스 시장 전망, 침투율

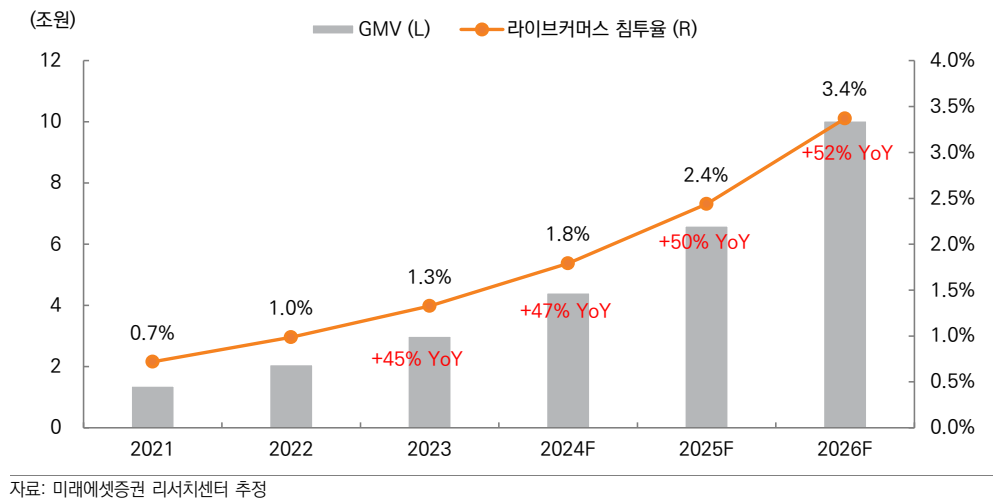


그림 158. 국내 전자상거래 시장 전망

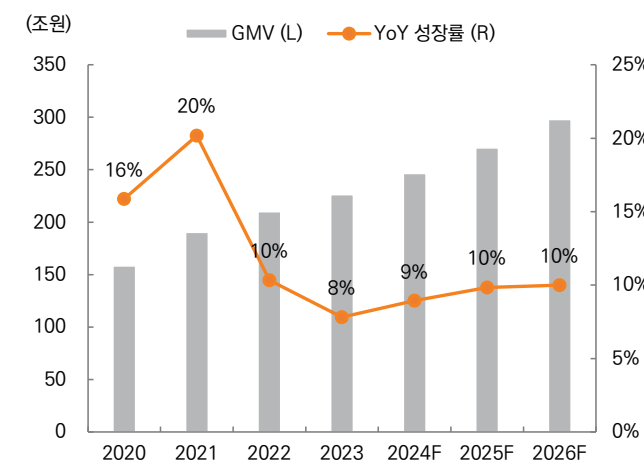
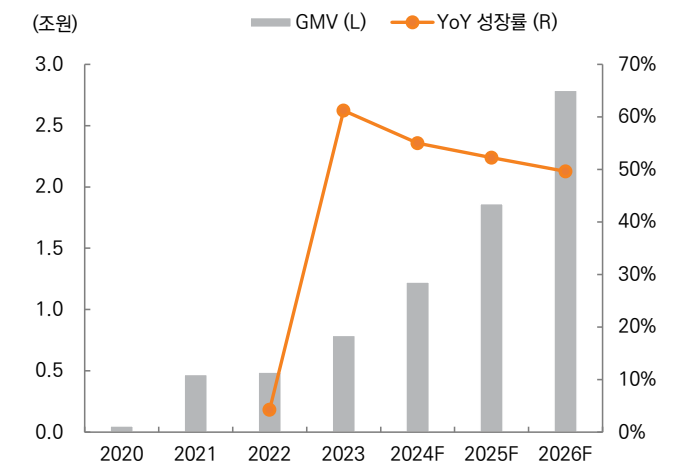
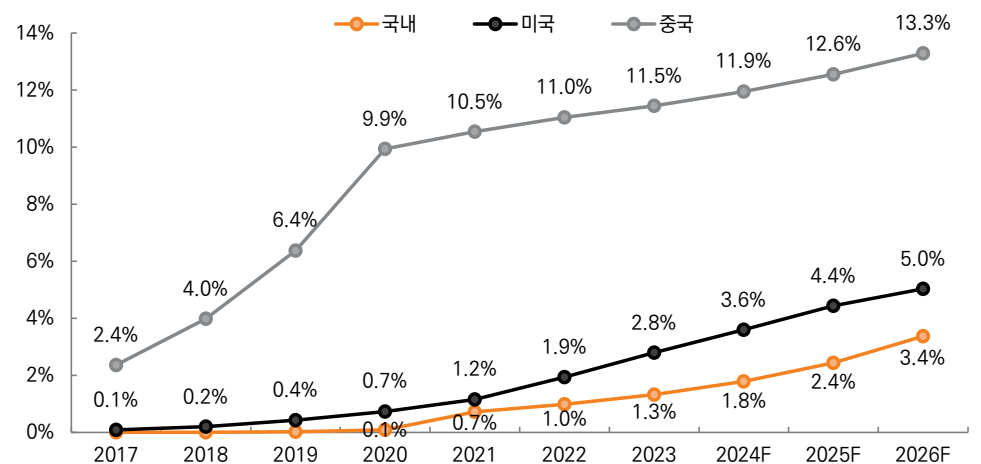


그림 159. NAVER 라이브커머스 GMV 전망



국내 전자상거래 시장 내 라이브커머스 침투율은 2023년 1.3%에서 2026년 3.4%까지 급격히 상승할 전망이다. 국내 라이브커머스 시장 침투율 현황은 2021년 미국(침투율 1.2%)과 비슷한 상황이다. 국내 라이브커머스 시장의 성장은 이제 막 시작했을 뿐이다. 주요 브랜드들은 더 이상 TV가 아닌 영상 플랫폼으로 판매 장소를 옮기고 있으며, 유튜브·틱톡 등 국내 시장 내 주요 영상 플랫폼들은 이제서야 이커머스를 도입하는 단계에 있다. 머지않은 시기에 국내 라이브커머스 시장은 NAVER, 유튜브가 과점하게 될 전망이다.

그림 160. 한국, 중국, 미국 라이브커머스 침투율 추이



자료: 미국 상무부, 중국 국가통계국, 국내 통계청, 미래에셋증권 리서치센터 추정

라이브커머스에서의 잠재력 존재

라이브커머스를 진행하는 커머스 업체 입장에서는 동사의 애디스 오퍼월이 매력적인 광고 선택지가 될 수 있다. 라이브커머스를 성공적으로 진행함에 있어서 가장 중요한 것은 트래픽의 확보다. 라이브커머스 이용 유저들은 일정 규모 이상의 동시접속자 수를 넘어서면 더욱 몰리는 특성을 갖고 있기 때문이다.

엔비티는 퍼포먼스에 대한 리워드 지급 방식으로 확실하게 시청자를 모아줄 수 있다. 동사는 과거 주력 앱이었던 캐시슬라이드에서 잠금화면 광고 상품에 라이브방송을 접목한 광고를 출시해 성공적으로 운영한 경험이 있다. 애디스 오퍼월에서도 라이브커머스를 타겟으로 한 특화 상품 출시를 준비 중에 있는 것으로 추정된다.

애디스 오퍼월에 동영상 시청 형식이 퍼포먼스 광고가 도입될 경우 숏폼 커머스와의 시너지 효과도 극대화될 전망이다. 기존 오퍼월에는 동영상 기반의 광고 상품이 없었으나 동영상 광고도 도입될 예정이다. 동영상 광고는 일반적으로 게임사들이 신작 게임 노출을 위해 이용하는 경우가 많으나 숏폼 기반의 라이브커머스 콘텐츠도 증가함에 따라 커머스 업체들의 수요도 증가할 전망이다.

그림 161. 애디스 오퍼월 광고 예시1 (라이브 잔여 시간 표시)



4시간만 룰렛 이벤트 N

쿠폰할인받고 쇼핑하면 최대 쿠키 999개

쿠키받기

그림 162. 애디스 오퍼월 광고 예시2 (기획전)



후기보장 먹거리 모음전

제품 구매하면 최대 쿠키 84개

쿠키받기

자료: 네이버웹툰 쿠키오븐, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 네이버웹툰 쿠키오븐, 미래에셋증권 리서치센터

엔비티 (236810)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	108	106	127	160
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	108	106	127	160
판매비와관리비	106	111	128	158
조정영업이익	2	-5	-1	3
영업이익	2	-5	-1	3
비영업손익	-3	0	0	0
금융손익	-1	-1	-1	-1
관계기업등 투자손익	0	1	1	1
세전계속사업손익	-1	-5	-1	3
계속사업법인세비용	0	-2	0	1
계속사업이익	0	-3	-1	2
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	0	-3	-1	2
지배주주	0	-3	-1	2
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	0	-3	-1	2
지배주주	0	-3	-1	2
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	3	-4	0	3
FCF	1	-4	0	3
EBITDA 마진율 (%)	2.8	-3.8	0.0	1.9
영업이익률 (%)	1.9	-4.7	-0.8	1.9
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.0	-2.8	-0.8	1.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	32	27	27	30
현금 및 현금성자산	16	10	10	13
매출채권 및 기타채권	9	9	10	10
재고자산	0	0	0	0
기타유동자산	7	8	7	7
비유동자산	51	52	51	50
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	6	5	5	4
무형자산	1	0	0	0
자산총계	83	79	78	80
유동부채	19	17	18	18
매입채무 및 기타채무	13	13	13	14
단기금융부채	2	1	1	1
기타유동부채	4	3	4	3
비유동부채	27	27	27	27
장기금융부채	27	27	27	27
기타비유동부채	0	0	0	0
부채총계	46	45	45	45
지배주주지분	37	34	33	35
자본금	2	2	2	2
자본잉여금	35	35	35	35
이익잉여금	4	1	0	2
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	37	34	33	35

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	2	-4	0	3
당기순이익	0	-3	-1	2
비현금수익비용가감	8	0	1	2
유형자산감가상각비	1	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	7	-1	0	1
영업활동으로인한자산및부채의변동	-5	-1	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	1	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1	0	0	0
법인세납부	0	2	0	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	3	-1	0	0
유형자산처분(취득)	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	-1	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	4	-1	0	0
기타투자활동	1	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-5	-1	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	5	-1	0	0
자본의 증가(감소)	-10	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0
현금의 증가	-1	-6	0	3
기초현금	17	16	10	10
기말현금	16	10	10	13

자료: 엔비티, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	-	-	52.9
P/CF (x)	12.3	-	216.3	27.5
P/B (x)	2.3	3.5	3.2	3.0
EV/EBITDA (x)	29.3	-	-	36.9
EPS (원)	-28	-192	-52	131
CFPS (원)	445	-182	32	251
BPS (원)	2,397	2,204	2,153	2,283
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	31.3	-1.7	19.4	26.3
EBITDA증가율 (%)	-15.3	-	-	-
조정영업이익증가율 (%)	-27.5	-	-	-
EPS증가율 (%)	-	-	-	-
매출채권 회전율 (회)	11.1	11.5	13.7	17.0
재고자산 회전율 (회)	1,631.5	3,478.6	4,149.4	5,138.7
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	-0.6	-4.0	-1.1	2.8
ROE (%)	-1.2	-9.2	-2.6	6.5
ROIC (%)	6.8	-41.7	-12.0	33.1
부채비율 (%)	124.1	131.8	135.8	127.8
유동비율 (%)	171.5	156.0	154.8	170.4
순차입금/자기자본 (%)	21.0	37.5	39.1	28.8
조정영업이익/금융비용 (x)	2.0	-3.8	-0.9	2.3

(Analyst) 임희석 heeseok.lim@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

119860 · 인터넷

커넥트웨이브

다시금 부각될 가격 비교 플랫폼의 가치

Not Rated

목표주가

-

상승여력

-

현재주가(24/3/8)

12,950원

KOSDAQ	873.18	시가총액(십억원)	605	발행주식수(백만주)	47	외국인 보유비중(%)	3.1
--------	--------	-----------	-----	------------	----	-------------	-----

Report summary

가격 비교 서비스 수요 증가

중국 직구 플랫폼 고속 성장으로 이커머스 경쟁이 심화되면서 가격 비교 서비스에 대한 수요가 늘어날 전망이다. NAVER에 이은 국내 2위 가격 비교 서비스 사업자인 커넥트웨이브의 수혜가 예상된다. 알리, 테무 등 중국 직구 플랫폼을 연동한 가격 비교 서비스가 머지않은 시기에 가능할 것으로 보인다. 2분기에는 가격 비교 플랫폼 내에 프라이빗 언어모델인 플레이(PLAi)를 도입할 계획도 가지고 있다.

24년 지속적인 수익성 개선 전망

24F 매출액 4,570억원(Flat YoY), 영업이익 420억원(+11% YoY)을 기록할 전망이다. 고마진 영역인 데이터 커머스 부문 성장에 따라 영업이익률은 23년 8.3%에서 24년 9.2%까지 상승할 전망이다. 1) 프라이빗 LLM '플레이' 도입 이후 유의미한 지표(이용자 트래픽, 커머스 GMV 등)의 관찰, 2) 중국 직구 플랫폼과의 가격 연동 서비스 시작될 경우 모멘텀이 다시금 발생할 전망이다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.9	13.4	-3.9
상대주가	-16.6	18.7	-10.4

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	339	453	457	457	470
영업이익 (십억원)	17	32	38	42	49
영업이익률 (%)	5.0	7.1	8.3	9.2	10.4
순이익 (십억원)	9	7	29	33	38
EPS (원)	686	459	607	703	822
ROE (%)	4.1	1.6	4.7	5.2	5.7
P/E (배)	38.3	33.6	25.3	18.4	15.7
P/B (배)	1.1	1.1	1.1	0.9	0.8
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 커넥트웨이브, 미래에셋증권 리서치센터

가격 비교 서비스 수요 증가

중국 직구 플랫폼 고속 성장으로 이커머스 업체 간 경쟁이 심화되면서 가격 비교 서비스에 대한 수요가 늘어날 전망이다. 최근 수 년간 이커머스 업계는 NAVER와 쿠팡으로 재편되고 있었으나 알리와 테무의 공습으로 경쟁이 격화되고 있다. 국내 중국 이커머스 규모는 23년 3.3조원 규모에서 26년 19조원 규모까지 성장할 전망이다.

NAVER에 이은 국내 2위 가격 비교 서비스 사업자인 커넥트웨이브의 수혜가 예상된다. 적극적인 국내 공략에 나서고 있는 중국 직구 플랫폼 입장에서도 가격 비교 서비스 업체와 파트너십을 맺는 것은 매력적인 선택지다. 알리, 테무 등 중국 직구 플랫폼을 연동한 가격 비교 서비스가 머지않은 시기에 가능할 것으로 보인다.

AI로 고도화될 가격 비교

지난 11월 다나와에 최대 50가지 제품을 자동 비교할 수 있는 검색 서비스 VS검색을 도입했다. 비교하고 싶은 제품명 사이에 VS를 추가하면 핵심 차이점과 시장 점유율 등 구매에 참고할 수 있는 보조 지표 확인이 가능하다. VS검색 수요가 가파르게 증가함에 따라 모바일 버전도 2월 도입되었다. 추후 AI와 결합해 고도화할 계획이다.

4월부터는 경량화된 프라이빗 LLM '플레이(PLAi)'를 다나와, 에누리 플랫폼 안에 적용해 더욱 강력한 가격 비교 서비스를 제공할 전망이다. 다나와, 에누리뿐만 아니라 동사가 보유한 여러 플랫폼(메이크샵, 플레이오토, 링크프라이스, 몰테일)에도 플레이를 도입해 플랫폼 간 시너지 효과를 극대화할 계획이다.

24년 지속적인 수익성 개선 전망

24F 매출액 4,570억원(Flat YoY), 영업이익 420억원(+11% YoY)을 기록할 전망이다. 직구 사업이 메인인 크로스보더 커머스의 역성장은 지속될 것이나 데이터 커머스와 이커머스 솔루션 부문의 성장이 이를 상쇄할 것이다. 고마진 영역인 데이터 커머스 부문 성장에 따라 영업이익률은 23년 8.3%에서 24년 9.2%까지 상승할 전망이다.

1) 4월 프라이빗 LLM '플레이' 도입 이후 유의미한 지표(이용자 트래픽, 커머스 GMV 등)의 관찰, 2) 중국 직구 플랫폼과의 가격 연동 서비스 시작될 경우 모멘텀이 다시금 발생할 전망이다. 24F P/E 19배, 25F P/E 16배로 22년 말 합병 이후 밸류에이션 하단에서 거래 중이다. 23년에는 평균 P/E 21배에서 거래되었다.

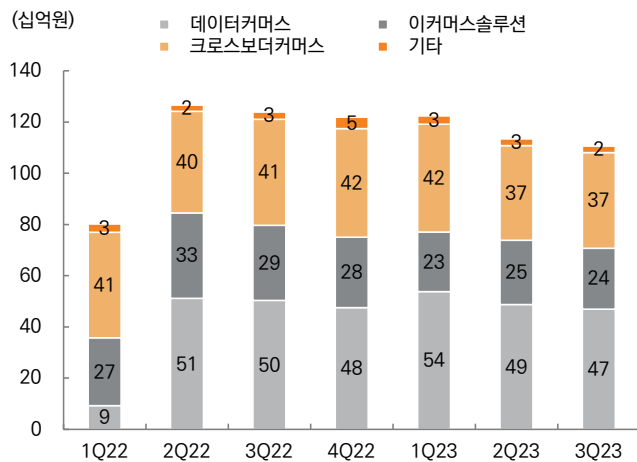
표 34. 분기 및 연간 실적 전망

(십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	80	127	124	122	122	113	111	111	453	457	457	470
(% YoY)					52.6%	-10.4%	-10.7%	-9.1%	33.3%	1.0%	-0.1%	3.0%
데이터커머스	9	51	50	48	54	49	47	45	158	195	200	220
이커머스솔루션	27	33	29	28	23	25	24	24	117	96	95	100
크로스보더커머스	41	40	41	42	42	37	37	38	165	155	150	139
기타	3	2	3	5	3	3	2	4	13	12	12	11
영업비용	77	115	115	113	112	104	102	102	420	419	415	421
인건비	19	23	23	24	23	22	22	22	89	89	89	90
매입비	30	61	54	66	61	52	55	55	210	224	226	233
기타	29	31	38	23	28	29	25	25	0	107	100	98
영업이익	6	9	9	8	10	10	8	9	32	38	42	49
(% YoY)					68.7%	7.5%	-5.5%	12.0%	86.1%	16.7%	10.9%	16.9%
영업이익률	7.6%	7.3%	7.2%	6.8%	8.4%	8.7%	7.6%	8.3%	7.2%	8.3%	9.2%	10.4%
지배주주순이익	12	8	9	-22	5	3	13	7	7	29	33	38
순이익률	15.5%	6.2%	6.9%	-17.6%	4.3%	3.0%	11.5%	6.5%	1.6%	6.3%	7.2%	8.2%

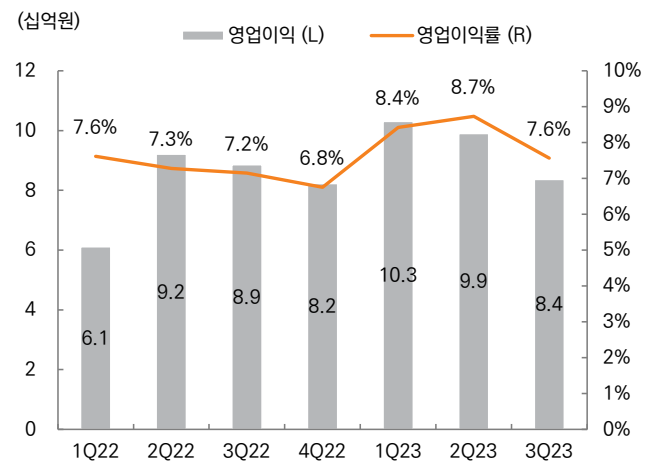
자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 163. 분기 매출 구성 현황



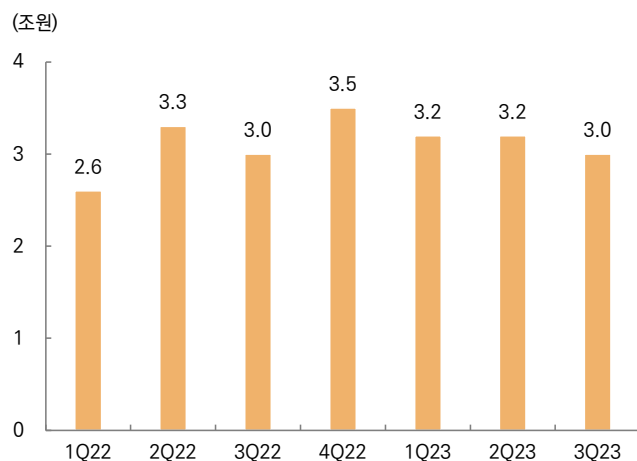
자료: 커넥트웨이브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 164. 분기 영업이익, 영업이익률 추이



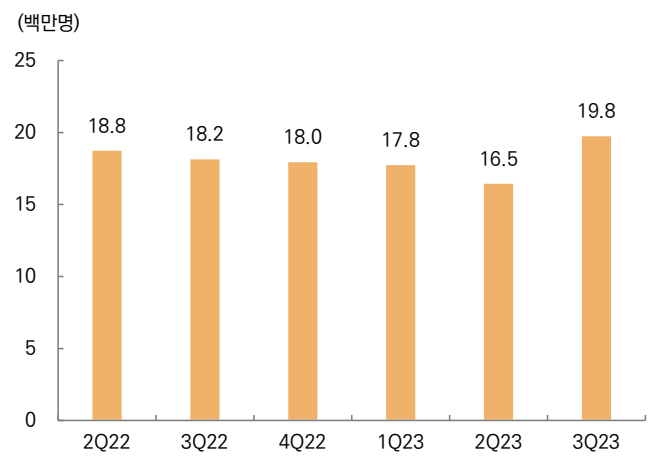
자료: 커넥트웨이브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 165. 분기 GMV 추이



자료: 커넥트웨이브, 미래에셋증권 리서치센터

그림 166. 데이터커머스 MAU 추이



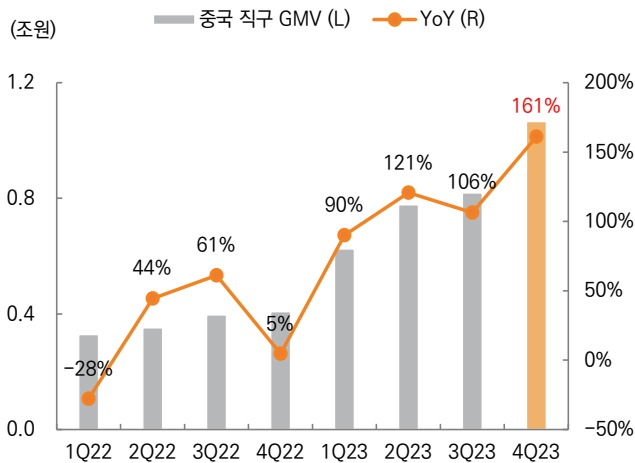
자료: 커넥트웨이브, 미래에셋증권 리서치센터

가격 비교 서비스 수요 증가 예상

중국 직구 플랫폼의 약진

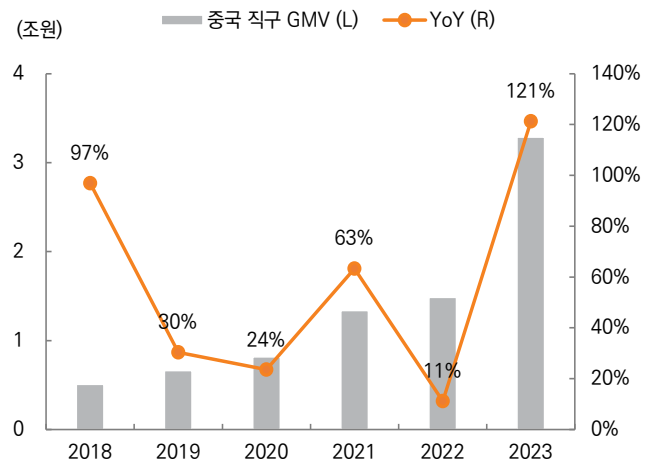
중국 직구 플랫폼 고속 성장으로 이커머스 업체 간 경쟁이 심화되면서 가격 비교 서비스에 대한 수요가 늘어날 전망이다. 작년 7월 테무가 국내 정식 서비스를 시작하고 배송비 무료 등 공격적인 프로모션을 전개함에 따라 중국 직구 플랫폼에 대한 폭발적인 관심이 나타나기 시작했다. 기존 사업자인 알리익스프레스 역시 이용자가 전년 대비 2배 수준으로 폭증했다. 통계청에 따르면 23년 4분기 중국 직구 거래액이 1.07조원을 기록하며 폭발적인 성장세를 이어 나갔다. 분기 거래액 YoY 성장세는 161%까지 상승(3Q: 106%)했다.

그림 167. 중국 직구 분기 GMV



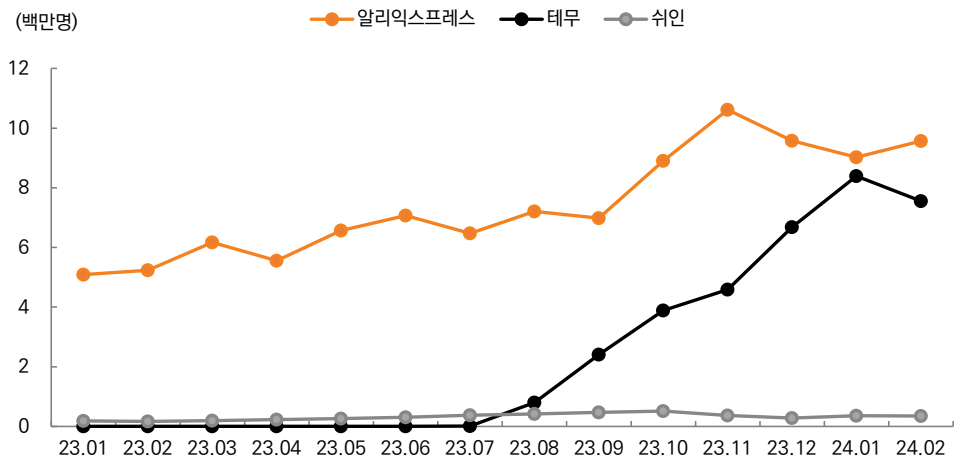
자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 168. 중국 직구 연간 GMV



자료: 통계청, 미래에셋증권 리서치센터

그림 169. 중국 직구 플랫폼 국내 MAU



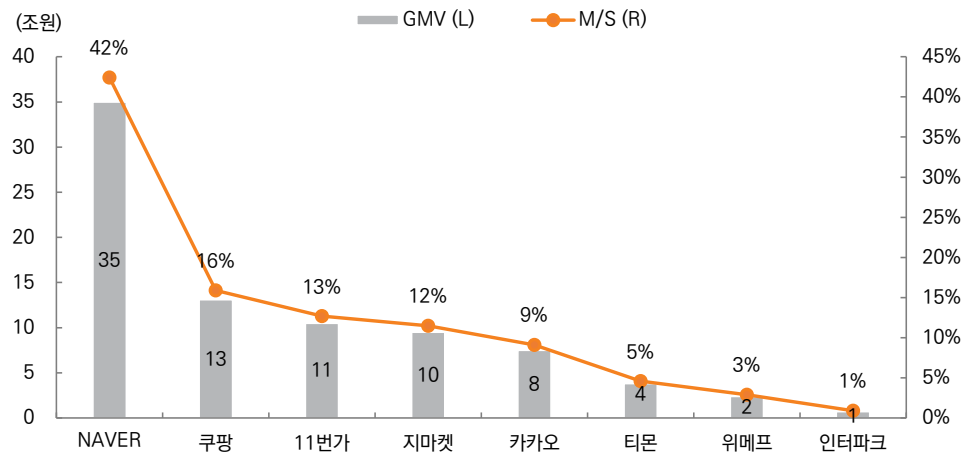
자료: 코리안클릭, 미래에셋증권 리서치센터

오픈마켓 판매자 상당수를 대체

오픈마켓 셀러들이 직구 플랫폼으로 대체되기 시작하면서 전체 플랫폼에 대한 가격 비교 서비스 수요가 증가할 전망이다. 중국에서 상품을 가져와 한국 브랜드로 이름만 바꿔서 판매하면서 높은 수수료를 받고 팔고 있는 오픈마켓 사업자의 상당수가 빠르게 대체되기 시작할 것이다.

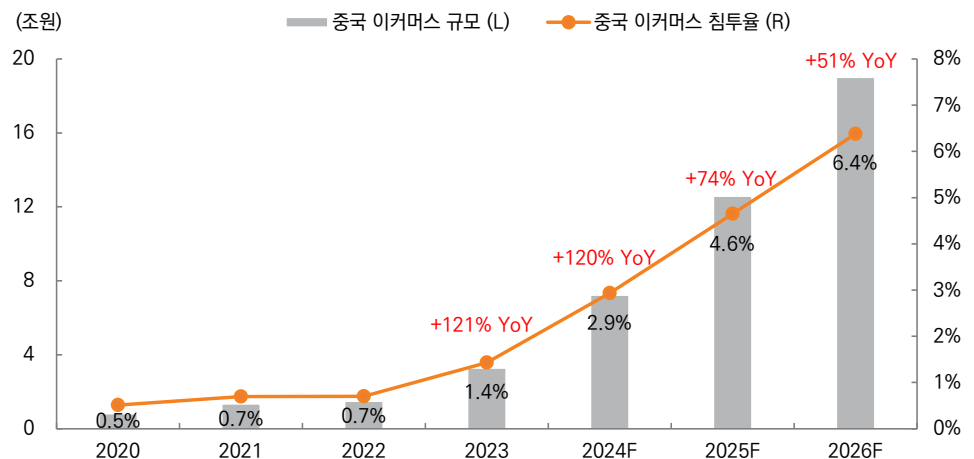
알리익스프레스, 테무, NAVER, 쿠팡에서 동일하게 팔리고 있는 상품 대다수는 국내 플랫폼이 3~4배 가량 비싸다. 국내 오픈마켓에서 팔리는 상품 상당수가 대체될 가능성이 높다는 의미다. 중국 직구 플랫폼의 경우 공장이 직접 플랫폼과 계약을 하는 구조이기 때문에 가격 차이가 존재할 수밖에 없는 구조다. 국내 전자상거래 시장 내 오픈마켓 비중은 40% 이상으로 추정된다.

그림 170. 2022년 국내 오픈마켓 시장 점유율 현황



자료: 공정거래위원회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 171. 국내 중국 이커머스 규모 전망



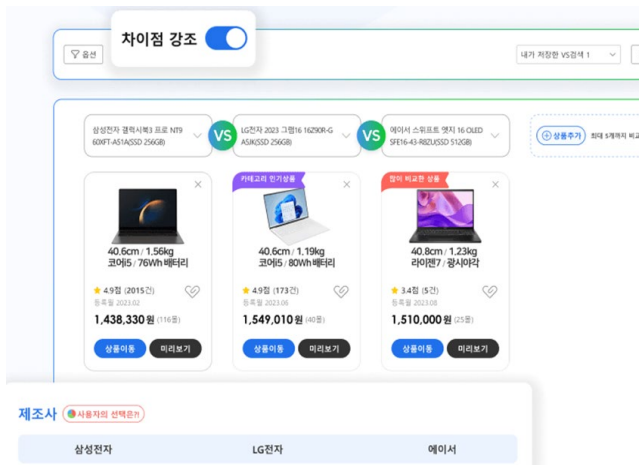
자료: 미래에셋증권 리서치센터

AI를 통한 차별화된 서비스 제공

지난 11월 다나와에 최대 50가지 제품을 자동 비교할 수 있는 검색 서비스 VS검색을 도입했다. 비교하고 싶은 제품명 사이에 VS를 추가하면 핵심 차이점과 시장 점유율 등 구매에 참고할 수 있는 보조 지표 확인이 가능하다. VS검색 수요가 가파르게 증가함에 따라 모바일 버전도 2월 도입되었다. 추후 AI와 결합해 고도화 할 계획이다.

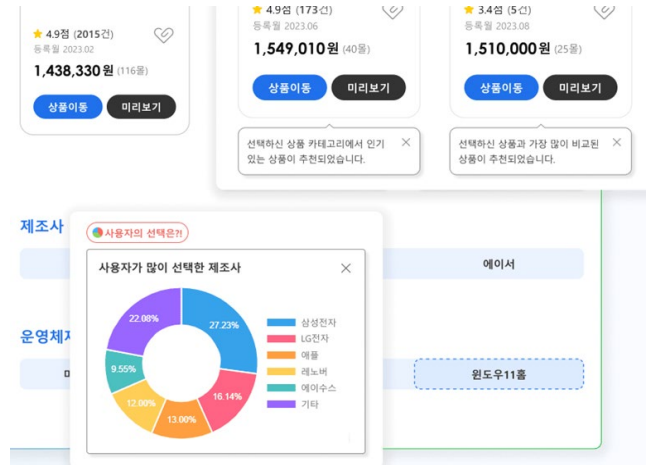
4월부터는 경량화된 프라이빗 LLM '플레이(PLAi)'를 다나와, 에누리 플랫폼 안에 적용해 더욱 강력한 가격 비교 서비스를 제공할 전망이다. 다나와, 에누리뿐만 아니라 동사가 보유한 여러 플랫폼(메이크샵, 플레이오토, 링크프라이스, 몰테일)에도 플레이를 도입해 플랫폼 간 시너지 효과를 극대화할 계획이다.

그림 172. 다나와 VS 검색 예시1



자료: 다나와, 미래에셋증권 리서치센터

그림 173. 다나와 VS 검색 예시2



자료: 다나와, 미래에셋증권 리서치센터

그림 174. 동사의 전 플랫폼에 도입할 프라이빗 LLM '플레이(PLAi)'



자료: 커넥트웨이브, 미래에셋증권 리서치센터

커넥트웨이브 (119860)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	453	457	457	470
매출원가	0	0	0	0
매출총이익	453	457	457	470
판매비와관리비	420	419	415	421
조정영업이익	32	38	42	49
영업이익	32	38	42	49
비영업손익	-9	4	0	0
금융손익	-9	-10	-8	-7
관계기업등 투자손익	2	15	8	7
세전계속사업손익	23	42	42	49
계속사업법인세비용	2	12	8	10
계속사업이익	21	30	34	39
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	21	30	34	39
지배주주	7	29	33	38
비지배주주	14	2	1	1
총포괄이익	24	30	34	39
지배주주	9	11	13	15
비지배주주	15	19	21	24
EBITDA	53	54	56	61
FCF	46	40	47	51
EBITDA 마진율 (%)	11.7	11.8	12.3	13.0
영업이익률 (%)	7.1	8.3	9.2	10.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	1.5	6.3	7.2	8.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	334	317	364	416
현금 및 현금성자산	50	47	94	144
매출채권 및 기타채권	40	40	40	41
재고자산	30	33	33	34
기타유동자산	214	197	197	197
비유동자산	644	626	612	601
관계기업투자등	27	30	30	31
유형자산	55	40	34	29
무형자산	469	464	456	449
자산총계	978	942	976	1,017
유동부채	141	97	97	99
매입채무 및 기타채무	23	24	24	24
단기금융부채	77	38	38	38
기타유동부채	41	35	35	37
비유동부채	226	211	211	211
장기금융부채	204	190	190	190
기타비유동부채	22	21	21	21
부채총계	368	308	308	311
지배주주지분	596	618	652	690
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	433	433	433	433
이익잉여금	86	115	148	186
비지배주주지분	14	16	16	17
자본총계	610	634	668	707

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	52	40	47	51
당기순이익	21	30	34	39
비현금수익비용가감	35	39	30	28
유형자산감가상각비	11	8	6	5
무형자산상각비	9	8	7	7
기타	15	23	17	16
영업활동으로인한자산및부채의변동	10	-6	0	0
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	6	0	0	-1
재고자산 감소(증가)	9	-3	0	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-1	0	0	0
법인세납부	-6	-12	-8	-10
투자활동으로 인한 현금흐름	-390	145	0	-1
유형자산처분(취득)	-4	7	0	0
무형자산감소(증가)	0	-3	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-141	141	0	-1
기타투자활동	-245	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	348	-60	0	0
장단기금융부채의 증가(감소)	164	-53	0	0
자본의 증가(감소)	238	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0
기타재무활동	-54	-7	0	0
현금의 증가	9	-3	47	50
기초현금	41	50	47	94
기말현금	50	47	94	144

자료: 커넥트웨이브, 미래에셋증권 리서치센터

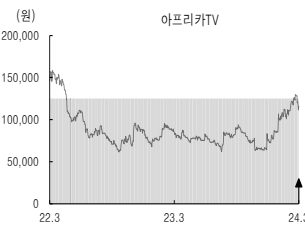
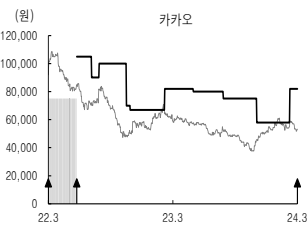
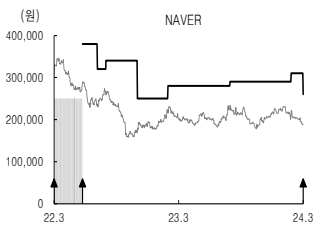
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	33.6	25.3	18.4	15.7
P/CF (x)	4.4	10.5	9.5	8.9
P/B (x)	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	15.6	13.3	10.1	8.5
EPS (원)	459	607	703	822
CFPS (원)	3,483	1,455	1,367	1,448
BPS (원)	13,547	14,299	15,003	15,825
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	33.3	1.0	-0.1	3.0
EBITDA증가율 (%)	69.1	2.8	3.0	9.0
조정영업이익증가율 (%)	86.1	16.6	11.0	16.9
EPS증가율 (%)	-33.1	32.2	15.9	16.9
매출채권 회전율 (회)	12.8	12.4	12.3	12.5
재고자산 회전율 (회)	15.3	14.5	13.8	14.0
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	2.9	3.1	3.5	3.9
ROE (%)	1.6	4.7	5.2	5.7
ROIC (%)	7.1	4.5	6.2	7.5
부채비율 (%)	60.3	48.6	46.1	43.9
유동비율 (%)	236.2	325.6	374.6	420.3
순차입금/자기자본 (%)	10.9	-1.5	-8.5	-15.1
조정영업이익/금융비용 (x)	2.5	2.3	2.9	3.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER (035420)					2024.01.09	매수	58,000	-1.38	-1.38
2024.03.11	매수	260,000	-	-	2023.11.10	매수	58,000	-10.83	-0.17
2024.02.02	매수	310,000	-35.34	-32.90	2023.08.04	매수	75,000	-39.38	-29.60
2023.08.07	매수	290,000	-27.61	-20.17	2023.05.08	매수	80,000	-33.34	-27.50
2023.02.06	매수	280,000	-27.39	-16.79	2023.02.13	매수	82,000	-26.53	-20.73
2022.11.08	매수	250,000	-24.17	-10.60	2022.11.04	매수	67,000	-12.75	5.82
2022.08.08	매수	340,000	-39.33	-21.32	2022.10.24	매수	70,000	-28.96	-25.29
2022.07.14	매수	320,000	-21.09	-14.53	2022.08.05	매수	100,000	-34.44	-16.30
2022.05.31	매수	380,000	-34.29	-23.68	2022.07.14	매수	90,000	-18.30	-9.22
2022.01.03	분석 대상 제외		-	-	2022.05.31	매수	105,000	-29.89	-18.38
카카오 (035720)					2022.01.03	분석 대상 제외		-	-
2024.02.15	매수	82,000	-	-	아프리카TV (067160)				
2024.01.09	매수	58,000	-2.74	5.34	2024.03.11	매수	163,000	-	-

* 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 악화
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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 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 카카오, NAVER 올(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.