



다음카카오 035720

Buy (maintain)

몇 년 뒤 어떤 모습일까?

인터넷/소프트웨어 Analyst **성종화**
02 3779 8807 / jhsung@ebestsec.co.kr

- | | | |
|----|------------|-----------------------|
| 1 | 어규진 | 삼성전자 (005930) |
| 2 | 신재훈 | 셀트리온 (068270) |
| 3 | 김현용 | LG전자 (066570) |
| 4 | 박용희 | 현대건설 (000720) |
| 5 | 이정훈 | 기아자동차 (000270) |
| 6 | 황현준 | 하나투어 (039130) |
| 7 | 성종화 | 다음카카오 (035720) |
| 8 | . | |
| 9 | . | |
| 10 | . | |
| 11 | . | |



다음카카오 035720

몇 년 뒤 어떤 모습일까?

다시 반복하는 화두. 실적보단 신사업 잠재력을 주목하자

실적은 부진하지만, 실적보단 다양한 신사업 잠재력을 주목하자. 이 문장은 언제부턴가 다음카카오 투자포인트의 단골메뉴가 되었다. 이 문장은 주식시장에서 참으로 자주 듣게 되는 식상한 표현이지만 다음카카오의 경우 다시 한번 이 말을 하지 않을 수 없다. 이 말이 정답이기 때문이다.

카카오 부문이 주도하는 다양한 신사업들 시장 기대감을 불러일으키기에 충분

카카오택시는 출발초기 폭발적인 성과를 거두고 있다. 카카오 프리미엄택시도 기대가 크다. 인터넷 전문은행도 기대가 크다. 샵검색, 카카오채널(카카오검색), 카카오TV 등도 기대감이 크며 카카오페이,뱅크월렛카카오도 기대감이 유효하다. 카카오페이지, 카카오뮤직 등 출시 1-2년이 지난 신사업들도 성장에 속도를 붙이고 있다.

몇 년 뒤 어떤 모습일까? 먹튀일까? 보물일까?

다음카카오의 몇 년 뒤 모습은 어떠할까? 진화일까? 퇴보일까? 즉, 다양한 신사업 중 몇 개가 크게 성공하며 실적과 기업가치가 대폭 상승할까? 아니면 모든 신사업이 다 실패하면서 걸만 화려하고 속은 텅 빈 실패한 실험으로 끝날까? 다음은 과거 여러 신사업들이 떠들썩한 시작에 비해 끝은 조용하게 사라지는 경우들이 많았다. 카페검색, 소셜쇼핑, 다음모바게, 마이피플 등이 대표적이다. 그러나, 다음과 카카오가 결합한 후 카카오 부문이 주도하는 다양한 신사업들은 성공에 대한 기대감을 갖기에 충분한 속성들을 보유하고 있다. 과거 다음의 신사업 DNA는 아쉬운 부분이 많았지만 카카오 신사업 DNA는 기대감을 갖게 하는 부분이 많다. 다음 PC/모바일 포털은 1위와 상당한 격차의 2인자였지만 카카오톡, 카카오택시, 카카오 프리미엄택시, 카카오뮤직, 카카오페이지, 샵검색/카카오검색/카카오TV 등 주요 신사업들의 잠재가치를 하나하나 생각해보자.

목표주가 19만원 유지. 투자의견 Buy 유지

다양한 신사업들은 강력한 성장잠재력에도 불구하고 현시점 구체적으로 실적추정에 반영하기는 어렵다는 점을 이해할 필요가 있다. 더구나 올해는 과도기적 성장정체, 공격적 신사업 투자가 맞물리며 손익이 악화되는 시기라는 점도 감안해야 한다. 즉, 밸류에이션 딜레마, 이른바 Multiple 함정을 과감히 탈피해야 한다. 카카오페이,뱅크월렛카카오, 인터넷 전문은행, 카카오택시, 카카오 프리미엄택시, 카카오뮤직, 카카오페이지, 샵검색/카카오검색/카카오TV 등 주요 신사업들의 잠재가치를 하나하나 생각해보자.



이베스트 여름특집 대형주 시리즈

Buy (maintain)

목표주가 **190,000 원**
현재주가 **124,000 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Contents

Part I	지난 몇 년을 돌아보며	4
Part II	사업현황 및 Business Model	7
Part III	실적 전망	55
Part IV	Valuation & 투자의견	64

Stock Data

KOSDAQ (8/21)	627.05pt
시가총액	74,329억원
발행주식수	59,943천주
52주 최고가/최저가	171,400 / 100,400원
90일 일평균거래대금	1,141.17억원
외국인 지분율	19.1%
배당수익률(15.12E)	0.1%
BPS(15.12E)	13,644원
KOSDAQ대비 상대수익률	1개월 14.3%
	6개월 -13.9%
	12개월 -15.2%
주주구성	김범수 외 11인 41.1%
	MAXIMO PTE., LTD. 9.4%

Stock Price



Financial Data

(억원,)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,416	8,984	9,466	11,094	13,349
영업이익	1,476	2,089	1,129	2,129	3,300
세전이익	1,444	1,783	1,280	2,150	3,322
순이익	1,275	1,415	1,017	1,708	2,638
EPS (원)	2,255	2,433	1,696	2,850	4,401
증감률 (%)		7.9	-30.3	68.0	54.5
PER (x)	37.3	50.8	73.1	43.5	28.2
PBR (x)	7.4	9.3	9.1	7.9	6.4
EV/EBITDA (x)	22.4	24.9	36.4	23.0	15.8
영업이익률 (%)	19.9	23.3	11.9	19.2	24.7
EBITDA 마진 (%)	26.2	29.3	19.7	26.2	30.8
ROE (%)	18.7	8.9	12.8	19.5	25.2
부채비율 (%)	19.6	12.4	12.6	13.6	14.6

주: IFRS 연결 기준 * 13,14년 실적 모두 다음, 카카오 합병 기준으로 환산한 것으로서 회계상 실적과는 다름
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터



Part I 지난 몇 년을 돌아보며

2014년 10월 1일 다음과 카카오가 만나다

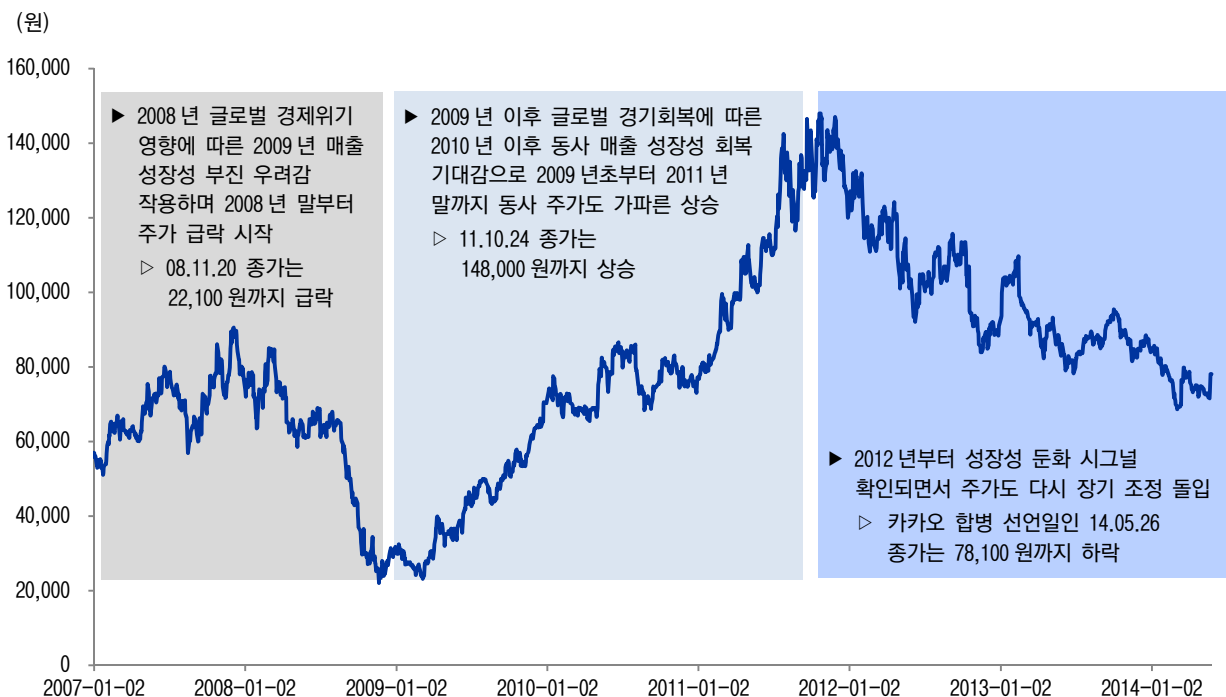
다음과 카카오의 합병기일은 2014년 10월 1일이었으며 카카오 구주주에 배부된 다음 카카오 합병 신주의 상장일은 2014년 10월 14일이었다. 참고로 다음 측에서 카카오와의 합병을 선언한 날은 2014년 5월 26일이었다.

다음, 카카오를 만나기 전까지 고전을 거듭하다

합병 前 다음의 핵심 사업부문은 PC포털 광고부문이었다. 즉, 광고 매출이 전체매출의 90% 이상을 차지하고 있었다. 그런데, 검색광고 및 디스플레이광고 모두 2007년을 기점으로 성장 Cycle 초중기의 고성장이 마무리되고 성장둔화 국면에 접어들었다. 2008년 글로벌 경제위기 영향으로 2009년 성장성이 대폭 위축되었다가 2010~2011년은 글로벌 경기의 회복으로 동사 매출 성장성도 회복추이를 보였으나 2012년부터는 다시 성장둔화 국면에 접어들었다.

합병 前 다음의 주가는 카카오와의 합병을 선언했던 2014년 5월 26일 78,100원이었다. 즉, 합병 前 다음 주가는 매출 성장성 둔화와 맞물리면서 장기간 고전을 거듭하다가 카카오와의 합병을 선언하기 직전 8만원선까지 무너진 상황이었다.

그림1 카카오 합병 선언일까지의 합병 전 다음 주가 추이 (07.01.02 ~ 14.05.26)



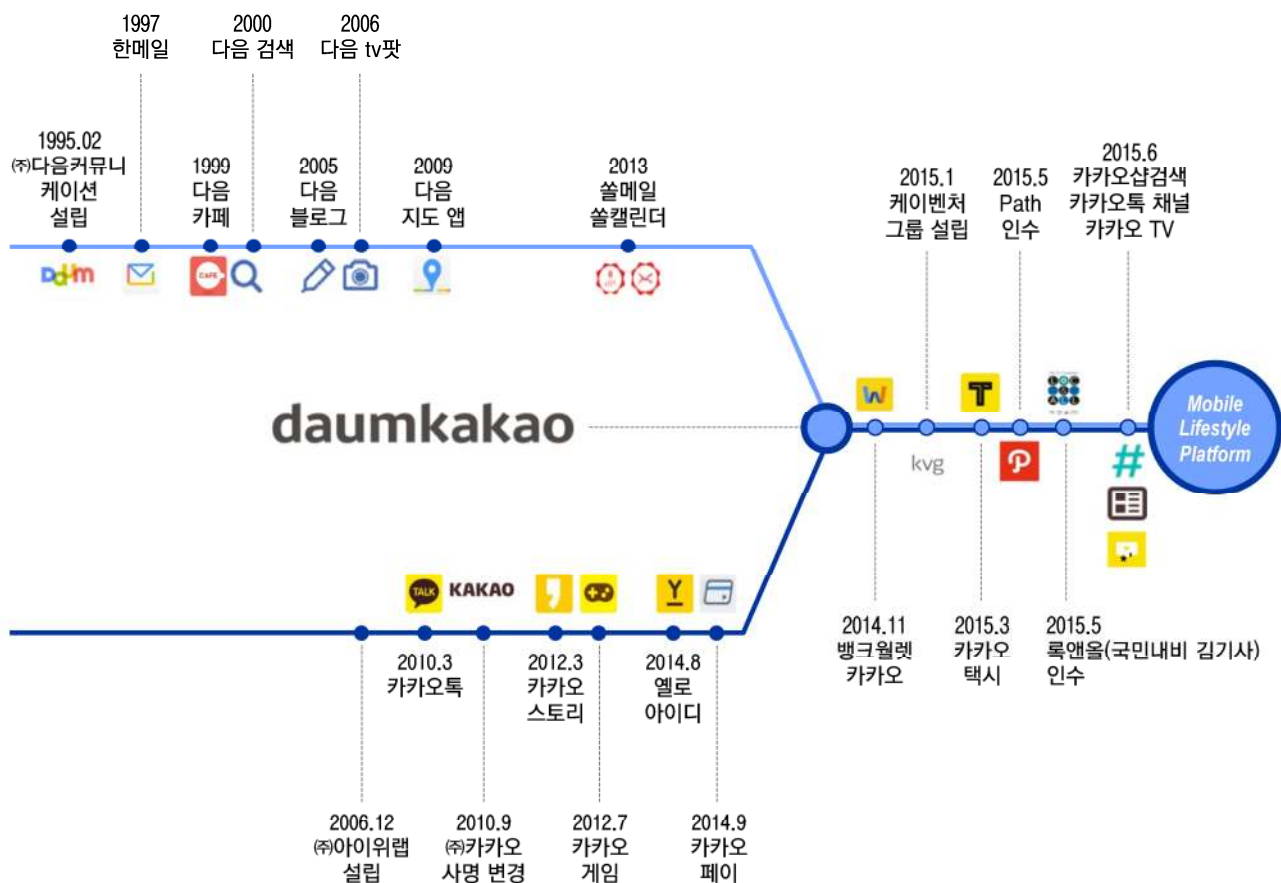
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

다음, 카카오를 만나며 기지개를 켜다

고전을 거듭하던 다음 주가는 카카오와의 합병 선언 이후 혁명적인 변화가 일어난다. 14.05.26 합병 선언 이후 합병 선언 그 자체만으로도 주가에 강력한 모멘텀으로 작용했으며 이후 14.09.05 카카오페이, 14.11.11뱅크월렛카카오 등 출시로 핀테크 이슈를 주도하면서 강한 스토리텔링성 주가모멘텀이 지속되었다.

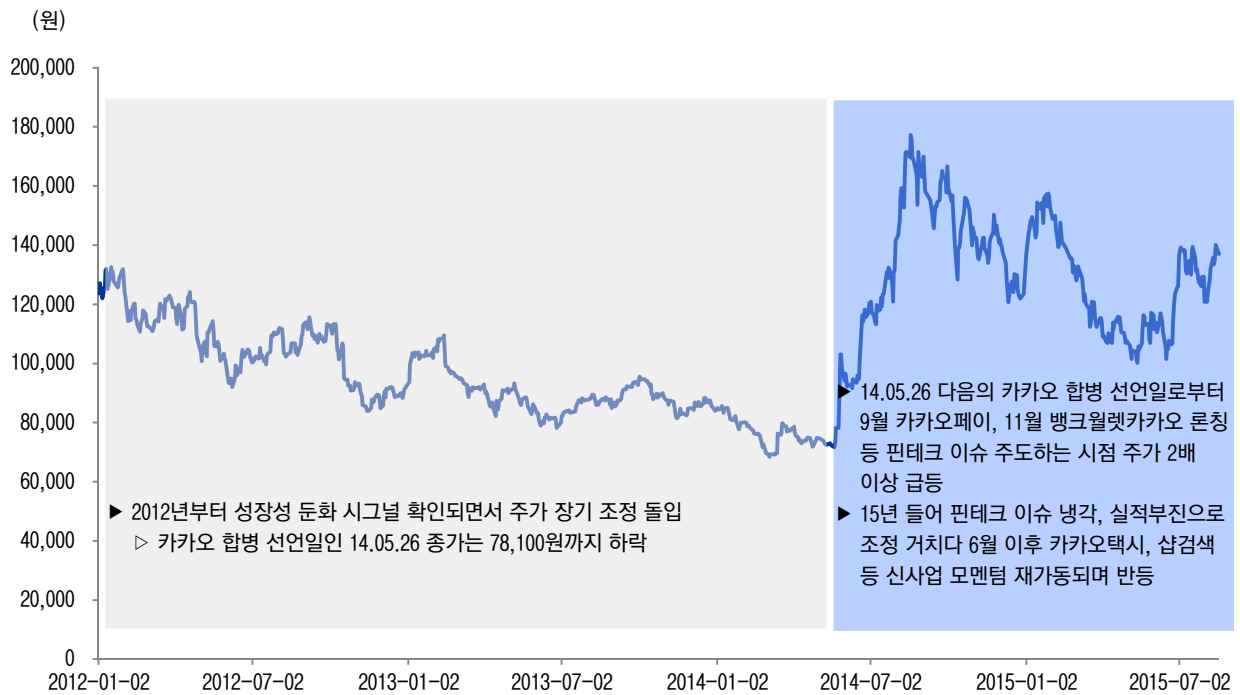
2015년 들어 핀테크 이슈가 한풀 꺾인데다 신사업 투자를 위한 공격적 마케팅으로 손익이 악화되면서 주가도 고점 대비 큰 폭의 조정을 거치기도 했으나 6월 이후 카카오택시 론칭 초기 사업지표 호조, 샵검색/카카오채널(카카오검색 포함)/카카오TV 론칭, 금융위/금감원의 인터넷 전문은행 도입 방안 발표 및 다음카카오 한국금융지주 컨소시엄 구성 발표 등으로 인한 신사업 모멘텀이 재차 강하게 작용하며 주가도 10만원대를 지켜냄과 동시에 저점 대비 상당 수준 상승하는 등 힘을 내고 있는 상황이다.

그림2 다음과 카카오가 만나 다음카카오가 되다



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 합병 선언일 이후 다음카카오 주가 추이 (12.01.02 ~ 15.08.17)



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II 사업현황 및 Business Model

다음카카오, 매우 다양한 서비스 포트폴리오

다음카카오는 다음의 온라인/모바일 광고 서비스, 게임 서비스, 웹툰 등 콘텐츠 서비스에다 카카오의 카카오톡, 카카오토리 기반 다양한 서비스 및 각종 신사업이 결합되면서 매우 다양한 서비스 포트폴리오를 구축하고 있다.

그림4 다음카카오 사업현황 : 다양한 서비스 포트폴리오

구분	베타서비스
커뮤니케이션	카카오톡 카카오토리 카카오그룹 다음카페 플레인 카카오톡 브런치
추천/검색	카카오검색 채널 다음 검색(웹/앱) 다음 지도
게임	카카오게임 카카오게임샵 다음게임
미디어/콘텐츠	미디어다음 다음웹툰 카카오톡TV 카카오페이지 카카오톡뮤직
커머스	선물하기 카카오톡스타일 카카오프렌즈
금융/결제	카카오페이뱅크월렛카카오
O2O	카카오택시 국민 내비게이션 키즈노트 카카오톡더 타임쿠폰
IoT/글로벌/투자 외	버즈런처 카카오톡 트래블라인 Path Path TANGRAM® 탱그램디자인연구소 kvg 케이큐브벤처스 케이벤처그룹

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

다음카카오 매출부문은 광고, 게임, 커머스, 기타 등 4개 부문으로 분류

광고부문은 다음 광고부문과 카카오 광고부문으로 구성된다. 다음 광고부문은 온라인/모바일 검색/디스플레이광고로 구성되어 있다. 카카오 광고부문은 카카오톡 광고, 카카오토리 광고, 카카오톡TV 광고로 구성되어 있다. 카카오톡 광고는 플러스친구/엘로아 이디(통합 예정), 브랜드이모티콘 등이 있다. 카카오토리 광고는 배너형 스토리 광고이다. 6/17 론칭한 카카오톡TV의 수익모델은 동영상 광고이며 CJ E&M 등과의 콘텐츠 제휴, SMR(스마트미디어랩)과의 지상파 및 케이블TV 콘텐츠 제휴로 이들 CP들과 광고매출을 Sharing하고 있다. 그리고, 샵검색, 카카오검색 또한 향후 수익모델은 검색광고가 유력하며 매출이 발생할 경우 카카오 광고부문 매출로 분류될 것이다.

게임부문은 다음 게임부문과 카카오 게임부문으로 구성되어 있다. 다음 게임부문 매출은 자회사 다음게임즈의 온라인게임 중심 퍼블리싱 및 채널링 서비스에서 발생한다. 카카오 게임부문 매출은 카카오톡 게임하기 매출과 카카오게임샵 매출로 구성되어 있으며 모두 모바일게임 매출이다.

커머스부문은 카카오 커머스부문만으로 구성되어 있다. 카카오 커머스부문 매출은 카카오톡 선물하기, 카카오택시, 카카오프렌즈 등으로 구성되어 있다.

기타부문은 다음 기타부문과 카카오 기타부문으로 구성되어 있다. 다음 기타부문 매출은 거래형서비스 및 기타자회사 매출로 구성되어 있다. 카카오 기타부문 매출은 B2C이모티콘, 카카오톡뮤직, 카카오페이지, 카카오페이,뱅크월렛카카오 등으로 구성되어 있다. 15년 3월 론칭된 카카오택시는 15년 8월말 현재 아직은 무료서비스이므로 매출은 발생하지 않고 있으나 향후 유료화 후 매출이 발생할 경우 카카오 기타부문 매출로 분류될 것이다. 카카오 프리미엄 택시는 15년 10월 시범서비스 실시 후 연내 유료화될 예정이며 매출은 카카오 기타부문 매출로 분류될 것이다. 카카오택시 인접사업도 향후 하나씩 론칭될 예정인데 유료화 후 매출은 카카오 기타부문 매출로 분류될 것이다.

표1 다음카카오 매출부문 정리

매출부문	구분	구성	비고
광고	다음	온라인 SA, DA 모바일 SA, DA	Daum Mobile Daum
	카카오	플러스친구 엘로아이디 브랜드이모티콘 스토리 광고 동영상 광고 샵검색 SA, 카카오킨검색 SA	카카오톡 카카오톡 카카오톡 카카오톡스토리 카카오TV 카카오톡. 아직 유료 SA BM 적용 전
게임	다음	온라인 게임 퍼블리싱, 채널링	다음게임즈
	카카오	카카오 게임하기 카카오게임샵	카카오톡 게임포털
커머스	카카오	카카오톡 선물하기 카카오택시 카카오프렌즈	선물용, 구매용 상품 패션 아이템 중심(광고매출 형태) 오프라인 상점
기타	다음	거래형서비스 기타 자회사	
	카카오	B2C이모티콘 카카오톡뮤직 카카오페이지 카카오페이 뱅크월렛카카오 기타 카카오택시, 카카오 프리미엄택시, 카카오택시운전, 카카오킨 등	카카오톡 음원 스트리밍 웹툰, 소설 등 콘텐츠 유통 카카오톡 아직 유료화 전 또는 론칭 전

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 사업별 현황 및 Business Model 정리

1 광고부문

1) 다음 광고부문

다음 광고부문은 PC포털 Daum, 모바일포털 Mobile Daum에서 발생하는 온라인/모바일 검색광고 및 디스플레이광고로 구성된다.

2015년 2분기 다음카카오 광고부문 매출은 1,507억원(YoY 2.2%)이었는데 이 중 다음 부문 광고 매출은 1,250억원(YoY -4.2%) 정도로 추산한다. 세부적으로는 검색광고 매출 675억원(YoY 1.3%), 디스플레이광고 매출 575억원(YoY -9.9%)으로 추산한다. 디스플레이광고 매출의 부진은 디지털사이니지 사업 철수 등에 따른 것이다.

① 검색광고, 디스플레이광고

가. Business Model

검색광고는 CPC, 디스플레이광고는 CPM 방식의 광고이다. 다음 광고부문의 검색광고, 디스플레이광고 사업의 Business Model에 대한 자세한 설명은 생략한다.

나. 사업현황

다음 광고부문의 검색광고 및 디스플레이광고 매출은 2007년을 기점으로 성장 Cycle 초기의 고성장은 마무리되었으며 2008-2009년 글로벌 경제위기로 성장성이 대폭 위축되었다가 2010-2011년 글로벌 경제회복으로 성장성이 큰 폭으로 회복된 후 2012년부터는 성장정체 국면이 지속되고 있는 상황이다. 다음 광고부문 검색광고 및 디스플레이광고 매출은 2015년 이후에도 매년 낮은 한자릿수의 안정적 저성장 추이가 지속될 것으로 전망한다.

2) 카카오 광고부문

카카오 광고부문은 현재 매출이 발생하고 있는 것은 플러스친구/엘로아이디(향후 통합 예정), 브랜드이모티콘 등 카카오톡 광고와 카카오프로젝트의 스토리 광고, 카카오TV의 동영상 광고 등이 있다. 6/30 론칭한 샵검색, 카카오킴 검색 등은 아직은 론칭초기 단계로서 트래픽을 모으는 단계라 유료 검색광고 서비스는 시행하지 않고 있으나 향후 트래픽이 쌓이면 유료 검색광고 서비스를 시행할 예정이다. 샵검색, 카카오킴도 카카오톡 내의 서비스이므로 향후 검색광고 BM이 접목된다면 카카오톡 광고로 분류될 것이다.

2015년 2분기 다음카카오 광고부문 매출은 1,507억원(YoY 2.2%)인데 이 중 카카오 부문 광고 매출은 257억원(YoY 51.5%) 정도로 추산한다. 세부적으로는 플러스친구/엘로아이디 매출 90억원(비중 35%), 브랜드이모티콘 매출 33억원(비중 13%), 카카오프로젝트 광고 매출 121억원(비중 47%), 카카오TV 동영상 광고 매출 13억원(비중 5%)으로 추산한다.

① 플러스친구

가. Business Model

플러스친구(Plus Friend)는 카카오톡에서 브랜드, 기업, 스타 콘텐츠를 전송하면 사용자가 콘텐츠를 선별해서 받아보게 함으로써 광고효과를 유발하는 모바일광고 서비스이다. 누적 프로필(Accounts. 플러스친구 홈페이지 운영업체)은 1Q15말 568개에서 2Q15말 768개로 200개가 증가하는 등 가파른 증가세를 보이고 있다.

광고료는 메시지 전송기준이다. 플러스친구 홈페이지에 가입한(플친을 맺은) 카카오톡 이용자들의 메시지 평균 응답률은 20% 정도이다.

나. 사업현황

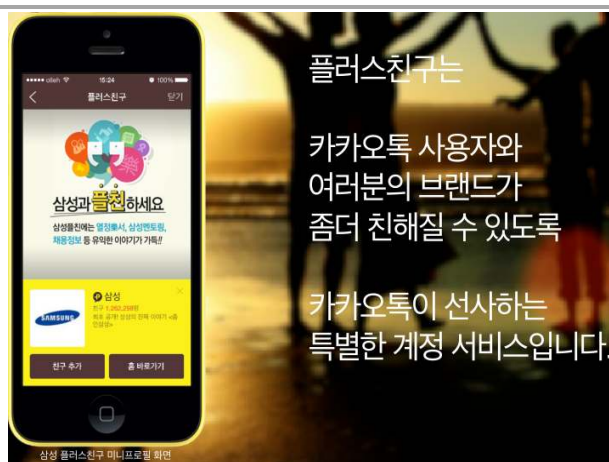
2014년 1분기 카카오 부문 광고 매출은 114억원이었다. 부문별로는 플러스친구/옐로아이디 84억원(비중 74%), 브랜드이모티콘 30억원(비중 26%)이었다. 카카오 부문 광고 매출은 2014년 2분기 170억원, 3분기 177억원이었다.

다음카카오는 2014년 4분기 실적발표부터는 매출 분류를 광고, 게임, 커머스, 기타 등 4개 부분으로만 요약 발표하고 다음 부문, 카카오 부문으로 세분화해서 공표하지 않기로 했다. 물론, 다음 부문 내에서도 SA, DA로 세분화하지 않고, 카카오 부문 내에서도 카카오톡 광고, 카카오톡스토리 광고, 카카오톡TV 광고 등으로 세분화하지 않고 있다.

당사에서는 2014년 4분기 이후 분기별 카카오 부문 광고매출은 2014년 4분기 280억원(YoY 172.5%), 2015년 1분기 224억원(YoY 95.9%), 2015년 2분기 257억원(YoY 51.5%)으로 추산 Breakdown하고 있다.

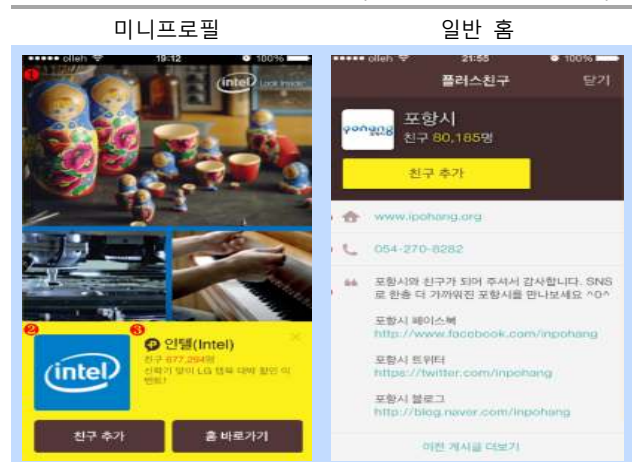
플러스친구/옐로아이디 매출은 1Q14 84억원(카카오 광고 매출 중 74%)이었는데 2Q15 90억원(카카오 광고 매출 중 35%) 정도로 추산되는 점을 감안하면 최근 1년간 성장성은 크지 않았던 것으로 유추된다. 그러나, 2015년 2분기 들어 프로필(Accounts. 홈페이지 운영 업체)이 가파르게 증가하고 있어 향후 매출 성장잠재력은 크다고 판단한다.

그림5 잠재 광고주에 대한 플러스친구 홍보 화면



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 플러스친구 기본 서비스(미니프로필, 일반 홈)



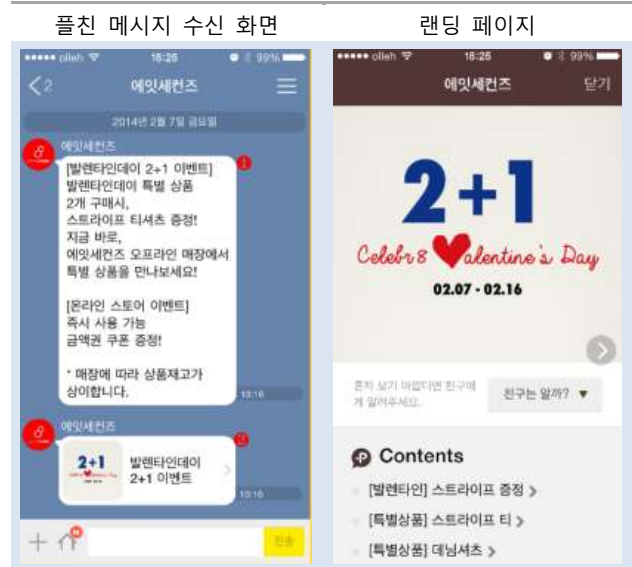
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 플러스친구 추천은 브랜드이모티콘과 연계



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 플러스친구 메시지



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 플러스친구 신규 고객 패키지 4종 가격

패키지 이름	제공 항목	공시 단가	정규 제공가	패키지 제공가
플러스친구 스타트패키지	미니 스타트	미니프로필 & 일반 홈 개설	기본 제공	기본 제공
		플친 메시지피드, 업종별 플친, 플친 검색결과 노출	기본 제공	기본 제공
		친구찾기 > 플친 추천 1구좌 노출	1주 1구좌 1,000만원	1,000만원
		플친 메시지 1회 발송	1회 최소 1,000만원	1,000만원
	심플 스타트	미니프로필 & 일반 홈 개설	기본 제공	기본 제공
		플친 메시지피드, 업종별 플친, 플친 검색결과 노출	기본 제공	기본 제공
		친구찾기 > 플친 추천 2구좌 노출	1주 1구좌 1,000만원	2,000만원
		플러스친구 > 피드형 DA 1주 노출	1주 1구좌 300만원	300만원
	레귤러 스타트	미니프로필 & 일반 홈 개설	기본 제공	기본 제공
		플친 메시지피드, 업종별 플친, 플친 검색결과 노출	기본 제공	기본 제공
		친구찾기 > 플친 추천 3구좌 노출	1주 1구좌 1,000만원	3,000만원
		플러스친구 > 피드형 DA 3주 노출	1주 1구좌 300만원	900만원
	파워 스타트	미니프로필 & 일반 홈 개설	기본 제공	기본 제공
		플친 메시지피드, 업종별 플친, 플친 검색결과 노출	기본 제공	기본 제공
		친구찾기 > 플친 추천 5구좌 노출	1주 1구좌 1,000만원	5,000만원
		플러스친구 > 피드형 DA 5주 노출	1주 1구좌 300만원	1,500만원
		플친 메시지 4회 발송	1회 최소 1,000만원	4,000만원

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 플러스친구 가격 Table (플친 개설 이후의 제공 항목과 가격)

회당 전송량	전송횟수	1개월			
		1회	2회	3회	4회
3만 미만		300	550	800	1,100
3 ~ 4만		400	750	1,100	1,500
4 ~ 5만		500	950	1,400	1,800
5 ~ 6만		600	1,150	1,600	1,900
6 ~ 7만		700	1,300	1,700	2,050
7 ~ 8만		800	1,400	1,800	2,200
8 ~ 9만		900	1,450	1,900	2,350
9 ~ 10만		1,000	1,500	2,000	2,500
10 ~ 20만		1,100	1,700	2,400	3,000
20 ~ 30만		1,200	1,900	2,800	3,600
30 ~ 50만		1,330	2,200	3,250	4,200
50 ~ 70만		1,460	2,500	3,700	4,800
70 ~ 100만		1,600	2,850	4,150	5,450
100 ~ 150만		1,750	3,200	4,650	6,100
150 ~ 200만		1,900	3,600	5,150	6,850
200 ~ 250만		2,300	4,000	5,650	7,300
250만 이상		2,700	4,500	6,150	8,000

주: 1) 단위 : 만원, VAT 별도

2) 회당 전송량 : 메시지 전송 상품 구매 시점의 플러스친구가 보유한 친구수로 결정

3) 하나의 메시지는 최대 1개월 동안 발송될 수 있음

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

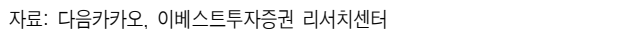
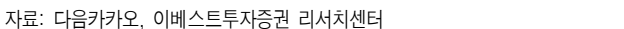
② 옐로아이디

가. Business Model

옐로아이디(YellowID)는 중소 영세사업자 대상 비즈니스 전용 모바일광고 서비스이다. 중소 영세사업자들이 카카오톡으로 고객과 친구를 맺고 실시간 1:1 상담, 각종 소식 전송 서비스 등으로 광고효과를 누리게 하고 그 대가를 광고료로 받는 모델이다. 옐로아이디의 구 명칭(플러스친구 mini)에서 알 수 있듯이 옐로아이디는 중소 영세업체 대상 '플러스친구' 개념이다. 즉, 롯데백화점은 '플러스친구' 광고주라면 롯데백화점에 입점해 있는 소호몰들은 '옐로아이디' 광고주인 것이다.

옐로아이디는 2014년 1분기에 '플러스친구 mini'로 테스트 론칭했을 때는 중소 영세사업자 대상 유료 광고 서비스로 출발했다. 그러나, 2014년 3분기에 본론칭하면서 '소비자 편익 목적 공공서비스'를 추가했다. 즉, 중소 영세업체 대상 유료 광고 서비스와 공익단체, 연예인, 유명인사(종교인, 정치인 등), 공공단체(동사무소 등) 등에 대한 무료 광고 서비스가 복합되었다. 사실상 광고 매출보다는 사회에 영향력을 행사할 수 있는 유력인사나 단체들간의 소셜그래프를 형성하여 장기적인 사업기회에 대비하는 것으로 개념이 바뀐 것이다.

옐로아이디는 광고와 공익서비스의 복합 개념으로서 광고 매출 규모는 미미한 상황이다. 그러나, 2015년 1분기 사업자 2.3만명, 누적 프로필(옐로아이디 계정) 10만개에서 2015년 2분기 사업자 2.5만명, 누적 프로필 15만개로 늘어나는 등 트래픽 증가세는 활발하다.



③ 브랜드이모티콘

가. Business Model

브랜드이모티콘(Brand Emoticon)은 카카오톡 이용자에게 기업 프로모션 이모티콘을 통한 브랜드 노출로 광고효과를 유발하는 모바일광고 서비스이다. 카카오톡은 광고주 스스로 디자인한 이모티콘을 실어주는 플랫폼 역할을 담당한다. 브랜드이모티콘은 2014년 2분기에 론칭되었다.

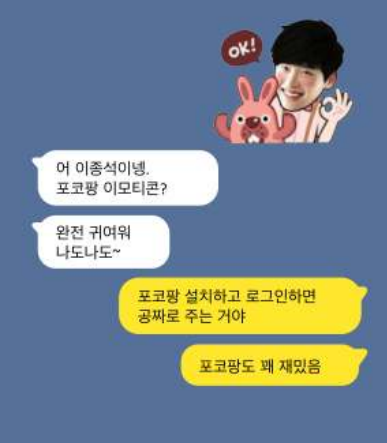
광고료 책정방식은 CPI(Cost Per Installation)이다. 즉, 이용자들이 광고주가 원하는 액션을 취해 광고주의 브랜드 이모티콘을 지급받는 횟수를 기준으로 광고단가가 책정된다. '아이템스토어 노출형'을 예로 들어보자. '브랜드이모티콘'을 자사 광고로 활용하려는 광고주는 최소 6,000만원의 광고료를 충전한 후 추천탭 이벤트 코너에 1주, 이벤트탭에 2주 노출할 수 있다. 광고효과 분산을 방지하기 위해 주당 노출되는 구좌는 3개로 제한되어 있다. 따라서, 이용자들은 한번에 대략 5-6개의 구좌를 볼 수 있다.

'브랜드이모티콘'은 '플러스친구', '선물하기' 등과 콜라보로 판매되고 있기도 하다. 플러스친구와의 콜라보 판매 방식은 '특정 광고주와 플러스친구를 맺으면 이모티콘 제공' 형태이고, 선물하기와의 콜라보 판매 방식은 '특정 광고주 제품을 선물하기로 구매하면 선물하는 사람, 선물받는 사람 모두에게 이모티콘 제공' 형태이다.

나. 사업현황

브랜드이모티콘 매출은 1Q14 30억원(카카오 광고 매출 중 26%)이었는데 2Q15 33억원(카카오 광고 매출 중 13%) 정도로 추산되는 점을 감안하면 최근 1년간 성장성은 크지 않았던 것으로 유추된다. 그러나, 노출되는 이모티콘 세트 대부분 2주도 안돼 완판될 정도로 인기가 있어 광고주들의 ROI가 높다는 점을 감안하면 향후 광고단가도 지속적으로 인상될 가능성이 높고, 플러스친구 및 선물하기 등과의 콜라보 판매 시너지도 지속적으로 강화될 가능성이 높아 중장기 매출 성장잠재력은 크다고 판단한다.

그림12 광고주들의 '브랜드이모티콘' 광고 활용방법

'브랜드이모티콘' 만들기	이모티콘 제공 이벤트/홍보 진행	카톡 채팅 중 브랜드 노출/확산 효과
브랜드 심볼, 광고 모델, 기타 인기 캐릭터 등을 활용한 브랜드 고유의 이모티콘을 제작합니다  광고모델 활용 포코팡 브랜드이모티콘 제작 사례	KAKAOTALK EMOTICON EVENT - 저희 플친을 친구 추가하시면 - 저희 게임에 로그인/미션 달성하시면 - 마케팅용 개인정보 제공해 주시면 - 저희 제품 구입해 주시면 - 기타 저희 이벤트에 참여해 주시면 멋진 한정판 이모티콘이 30일간 무료!! ↓ 카카오 아이템스토어 등 카카오 홍보 채널 또는 자체 홍보 채널을 활용하여 이벤트 참여 및 브랜드이모티콘 설치를 유도합니다	 어 이종석이네, 포코팡 이모티콘? 완전 귀여워 나도나도~ 포코팡 설치하고 로그인하면 공짜로 주는 거야 포코팡도 꽤 재밌음

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 ‘브랜드이모티콘’ 성공 사례



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 ‘선물하기’ 입점 ‘브랜드이모티콘’ 이벤트 진행 사례



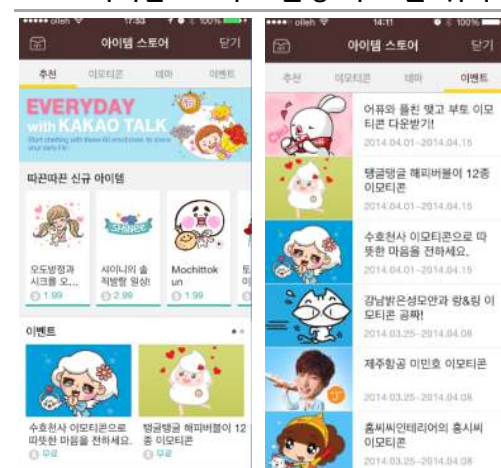
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 아이템스토어 ‘노출형’과 ‘비노출형’ 차이

구분	아이템스토어 노출형	아이템스토어 비노출형
대상	▶ 플러스친구 입점 브랜드 ▶ for Kakao 게임 (누적가입자 100만 미만)	▶ 모든 브랜드 (게임은 Kakao 게임만)
노출	▶ 카카오톡 아이템스토어 (추천탭 이벤트 코너 1주) (이벤트탭 2주)	▶ 광고주 홍보채널 활용 ▶ 카카오톡 노출 광고 활용
집행절차	▶ 집행 4주전 예약사이트 통해 예약	▶ 담당 AM에게 문의
최소약정	▶ 6,000만원(VAT 별도)	▶ 1,000만원(VAT 별도)
특징	▶ 아이템스토어 노출 가능 (주간 UV 1,300만) ▶ 주당 3개 구좌 노출 제한	▶ 구좌제한 없고 집행시점 자유 ▶ 이벤트 홍보채널과 예산 필요

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 ‘아이템스토어 노출형’의 노출 위치



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

④ 카카오토리 광고

가. Business Model

카카오토리는 누적가입자 6,400만명, MAU 2,400만명으로서 광고 및 커머스 비즈니스를 접목하기에 충분한 수준의 이용자 트래픽을 확보하고 있다. 이에 카카오토리에도 2014년 2분기 '배너광고'를 테스트 버전으로 론칭했다. 카카오토리는 '폐쇄형 커뮤니티 SNS'이기 때문에 '친목형 커뮤니티'가 많이 형성된다. 따라서, 카카오토리 광고는 성별, 연령대별, 지역별, 관심사별로 광고대상 및 사용자를 세분화하여 캠페인 목적에 맞추어 정확한 타겟팅 광고를 함으로써 이용자의 거부감을 최소화한다. '오늘의 추천', '소식전파' 등의 형태로 광고를 디자인함으로써 광고가 마치 지인들이 늘 올리는 카카오토리 소식들의 일부분인 것처럼 자연스럽게 노출되도록 한다.

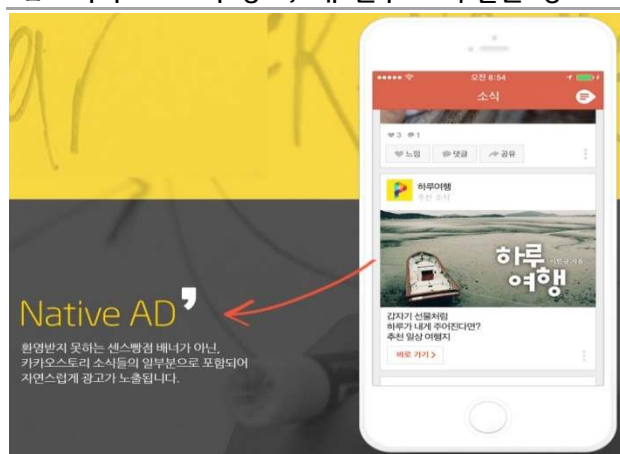
카카오토리 광고는 배너광고이면서도 과금은 실시간 입찰식 CPC 방식이다. 즉, 성과형 광고이다. 예산이 많으면 많은대로, 적으면 적은대로, 1만원부터 시작해서 상황에 맞게 성과가 나는 만큼 알차게 쓸 수 있다는 것이 특징이다.

나. 사업현황

카카오토리 배너광고는 2014년 2분기 테스트 버전으로 론칭했음에도 20억원의 매출이 발생할 정도로 론칭 초기부터 확실한 가능성을 보여주었다. 2014년 3분기는 정식 론칭을 했으나 배너광고 비수기인데다 오픈베타 테스트 시기라 매출은 점진적 증가에 그쳤던 것으로 추산된다. 그러나, 2014년 9월 이후 지표가 가파르게 개선되면서 고성장세가 지속되고 있다.

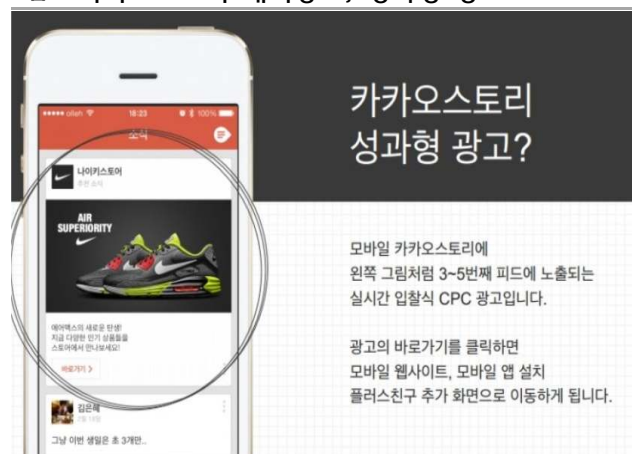
카카오토리 광고 매출은 2Q14 20억원(카카오 광고 매출 중 12%)이었는데 2Q15 121억원(카카오 광고 매출 중 47%) 정도로 추산되는 점을 감안하면 최근 1년간 가파른 성장세를 시현하고 있는 것으로 유추할 수 있다. 카카오토리 배너광고는 카카오 광고부문 중에서도 성장성이 가장 높다. 즉, 카카오토리 배너광고는 플러스친구/옐로아이디, 브랜드이모티콘, 카카오TV 동영상 광고 등에 비해 성장성이 훨씬 높다.

그림16 카카오토리 광고, '내 친구 소식'같은 광고



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 카카오토리 배너광고, 성과형 광고



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

⑤ 카카오 광고 부문 중 신사업 현황

가. 카카오TV 동영상 광고: 카카오TV, 카카오톡을 등에 업고 더욱 강력해지다

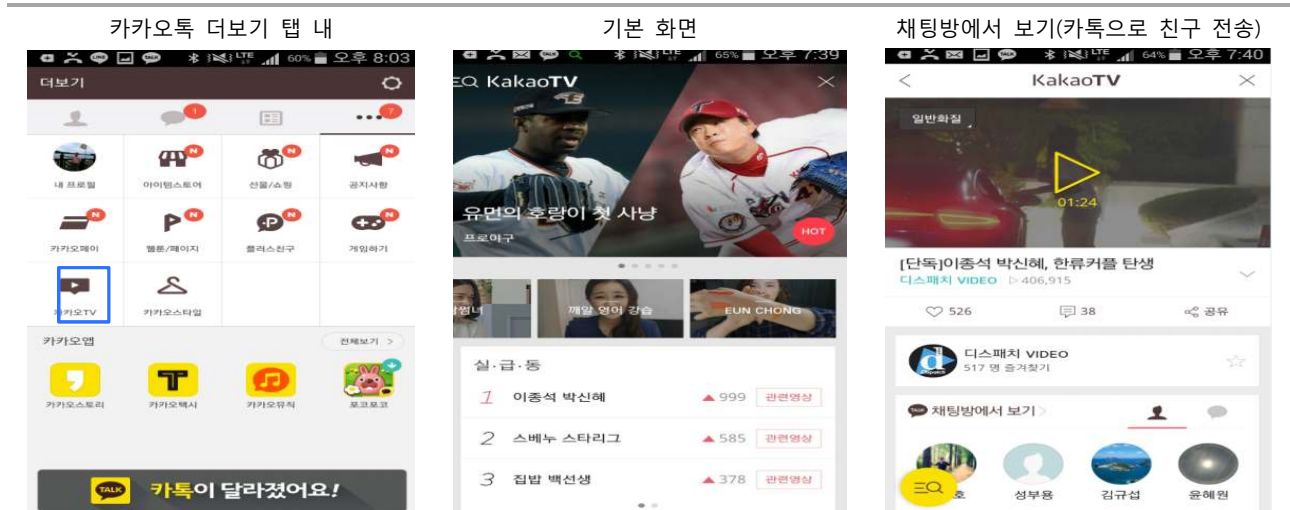
다음카카오는 15.06.17 유튜브와 유사한 형태의 동영상 서비스인 '카카오TV'를 론칭했다. 카카오TV는 Non App(In App) 방식이다. 즉, 별도 앱을 다운로드할 필요 없이 카카오톡 더보기 탭 내 '카카오TV' 섹션을 통해 구동이 가능하다.

'카카오TV'는 '다음 TV팟'과 달리 카카오톡과 연동함으로써 '채팅방에서 보기'를 통해 카카오톡 내에서 콘텐츠 다운로드 없이 편리하게 동영상을 공유할 수 있게 됨에 따라 재미는 물론 편리성까지 갖추게 되었다. '카카오TV'는 향후 한국의 대표적인 동영상 유통 채널로 성장할 잠재력이 충분하다고 판단한다.

'카카오TV'의 대표적인 수익모델은 '동영상 광고'이다. 동영상 광고 형태는 동영상 구동 전 Pre Roll 광고, 동영상이 멈출 때 잠시 광고하는 버퍼링 Roll, 동영상 구동 후 Post Roll 등의 3가지 형태가 있다. 동영상 콘텐츠는 CJ E&M, SMR(스마트미디어랩) 등과 제휴를 통해 공급받는다. CJ E&M은 세계최대 동영상 서비스 업체인 유튜브에도 동영상 콘텐츠를 제공하지 않았는데 카카오TV에는 콘텐츠를 제공하기로 했다. 카카오 게임하기와 넷마블게임즈 모바일게임 라인업의 폭발적 시너지 창출을 통해 형성된 양사의 돈독한 관계에 기인한 것으로 판단된다. 지상파 및 케이블TV 콘텐츠는 SMR을 통해 공급받는다. SMR은 지상파방송, 케이블TV의 동영상에 대해 15초짜리 광고를 운영 중이다. SMR 동영상 광고에 대해선 동사 BM은 Revenue Sharing 방식이다. 동사가 외주방식으로 제작한 동영상에 대해서는 동사가 100% 매출을 인식하며 외주 제작사에게 광고수익을 Sharing하는 것이 아니라 동영상 제작비, 즉 외주가공비를 지급한다.

'카카오TV' 동영상 광고 매출은 아직은 미미한 수준이나 '카카오TV'가 한국의 대표적인 동영상 유통 채널로 성장하면서 트래픽의 가파른 증가세와 함께 매출도 가파르게 성장할 가능성은 충분하다고 판단한다.

그림18 카카오TV 소개 화면



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

나. 샵검색 검색광고: 샵검색, 재미/편리성/유용성을 갖춘 매우 흥미로운 신사업

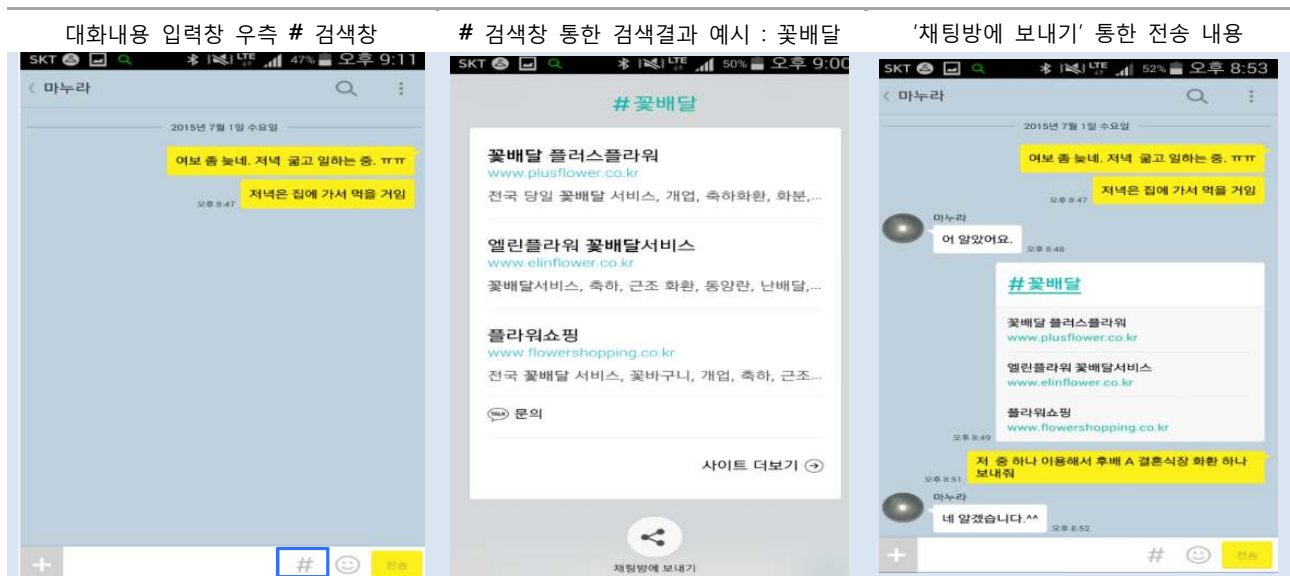
다음카카오는 15.06.30 '샵검색' 서비스를 론칭했다. '샵검색'은 카카오톡 대화창 내에서의 현장감 있고 재미있는 검색 서비스이다. 카카오톡 내에서 1:1 대화방이든 단체 대화방이든 대화방을 개설하면 대화내용 입력창 우측 옆에 "#" 모양의 '# 검색창'이 활성화된다. 상대방과 대화하다가 주요 주제 등에 대해서 '# 검색창'을 통해 바로 검색이 가능하고 검색한 내용을 대화창에서 바로 지인에게 전송이 가능하다.

샵검색은 검색과 모바일 SNS가 결합된 새로운 개념의 검색서비스로서 향후 검색시장, 나아가 검색광고 시장에 상당한 영향력을 미칠 수 있는 매우 흥미로운 서비스이다. 지인과 대화 중에 서로 공유하는 내용에 대해 검색하고 검색내용을 상호 주고 받는 것은 재미, 편리성 측면은 물론 실생활에도 매우 유용하게 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

회사측에선 2Q15 실적발표 컨콜에서 '샵검색'의 경우 6/30 론칭 후 한달반만에 회사 내부지표로는 의미 있는 지표변화가 감지되고 있으며, PC Daum 및 Mobile Daum의 트래픽과 커니벌도 거의 없다고 밝혔다.

샵검색은 아직은 유료 검색광고 모델을 접목하고 있지 않으나 궁극적인 BM은 검색광고일 것이다. 즉, 재미, 편리성, 실생활 유용성을 바탕으로 향후 상당한 수준의 트래픽이 쌓일 것으로 기대되며 이를 바탕으로 한 유료 검색광고 BM이 접목될 것으로 예상된다. 그러나, 영화, 날씨, 장소, 맛집 등 샵검색에 특화된 키워드(Real Time 의사결정 필요)를 중심으로 한 검색 습관이나 문화의 형성 과정이 필요하다. 즉, 샵검색을 통한 유료 검색광고 서비스는 장기적인 관점에서 바라봐야 한다.

그림19 샵검색 소개 화면



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

다. 카카오채널 내 카카오검색 검색광고: 카카오검색, 모바일 다음 검색과 차별화 가능

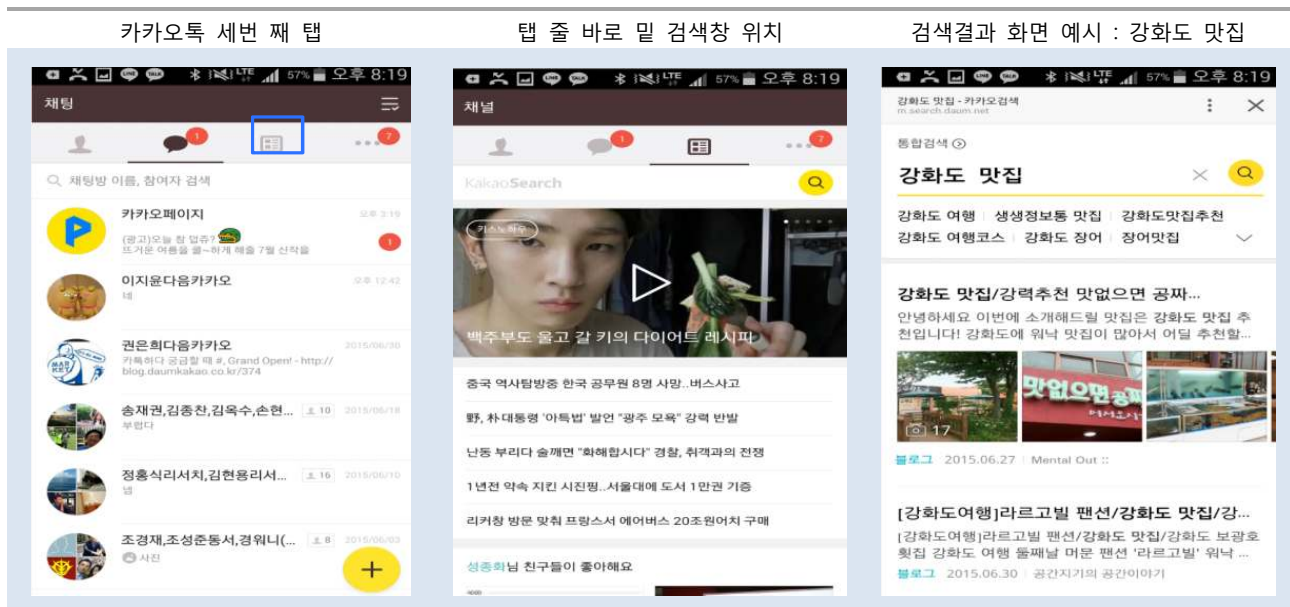
다음카카오는 15.06.30 '카카오채널' 서비스를 론칭했다. 카카오채널은 카카오톡 초기 구동화면에서 세번째 탭에 위치하고 있다.(첫번째 탭 '친구', 두번째 탭 '채팅', 세번째 탭 '채널'. 나머지는 더보기 탭으로 처리)

카카오채널의 맨 위는 통합검색 '카카오검색'이 자리하고 있다. 그리고, 아래로 내려가면서 카카오톡 이용자별 선호 콘텐츠 제시(성중화님, 이거 보셨어요? 특정 콘텐츠 클릭 후 '좋아요' 누르면 친구들의 채널에서 보여짐), 카카오톡 이용자의 친구들이 좋아하는 콘텐츠 제시, 웹툰, TV하이라이트, 연예가 화제, 오늘의 스포츠, 라이프 스타일, 자동차·테크, 지식과 상식 사이, 패션·부티, 아트&컬처 등 다양한 분야의 콘텐츠들이 제공된다.

카카오검색은 아직은 유료 검색광고 모델을 접목하고 있지 않으나 중장기적으로 검색광고 BM이 접목될 가능성이 충분하다고 판단한다.

카카오검색은 통합검색으로서 Mobile Daum 통합검색과 기본적으로 유사하다. 즉, 기본적으로 Mobile Daum의 통합검색과 커널별 관계이다. 결국, 카카오검색의 궁극적인 성공포인트는 Mobile Daum 통합검색의 트래픽에 영향을 주지 않는 특화된 트래픽의 형성여부가 될 것이다. 이에 대한 해답은 Mobile Daum과 카카오채널이 제공하는 서비스 및 콘텐츠의 차별화에서 찾아야 할 것이다. 카카오검색이 성공하려면 카카오채널 내 다양한 콘텐츠 서비스가 성공해야 하며 이를 통해 "카카오채널 내에서의 카카오채널 콘텐츠와 연관된 검색"이란 특화포인트가 셋업되어야 할 것이다. 즉, 카카오채널 탭에 머무르면서 다른 검색수단으로 이동하지 않고 카카오검색을 바로 이용할 수 있을 정도의 채널 체류시간을 확보해야 할 것이다. 이는 장기적인 관점에서 바라봐야 할 부분이다.

그림20 카카오채널 및 카카오검색 소개 화면



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

2 게임부문

1) 다음 게임부문

다음 게임부문 매출은 다음게임즈의 온라인게임 퍼블리싱/채널링 서비스에서 발생하는 매출이다. 다음 게임부문 매출은 2013년에는 매 분기 80억원대 정도가 발생하다가 2014년에는 매 분기 70억원대로 감소했으나 2015년 1분기는 검은사막 효과로 100억원대 초반까지 증가한 것으로 추산된다. 그러나, 2015년 2분기부터는 다시 점진적 감소세 또는 한 자릿수의 저성장 추이가 지속될 것으로 전망한다.

2) 카카오 게임부문

① 카카오톡 게임하기

가. Business Model

카카오톡 게임하기는 2012년 7월 론칭된 카카오톡 모바일게임 서비스 플랫폼이다. 다음카카오의 매출인식 방식은 Net 방식(수수료 방식)이며 다음카카오의 Revenue Sharing 비율은 총액매출 대비 21% 정도이다. 총액매출 100을 기준으로 세부적인 RS 구조를 살펴보면 다음과 같다. 총액매출 100에 대해 퍼블리셔 : 오픈마켓(구글, 애플 등) = 70 : 30으로 1차 RS 후 남은 70에 대해 퍼블리셔 : 카카오톡 등 모바일게임 플랫폼 = 70 : 30으로 2차 RS가 이뤄진다.

표5 모바일게임 Revenue Sharing 구조

구분	특징	구분	특징
자체개발 & 자체계정	- 퍼블리셔 = 개발사 - 자체 플랫폼 서비스 - 파트너간 RS 비율 1차) 퍼블리셔 : 오픈마켓 = 70 : 30 - 파트너별 공헌이익률 (퍼블리셔 70%) (오픈마켓 30%)	퍼블리싱 & 자체계정	- 퍼블리셔 ≠ 개발사 - 자체 플랫폼 서비스 - 파트너간 RS 비율 1차) 퍼블리셔 : 오픈마켓 = 70 : 30 2차) 퍼블리셔 : 개발사 = 50 : 50 - 파트너별 공헌이익률 (퍼블리셔 35%), (오픈마켓 30%) (개발사 35%)
자체개발 & 카카오톡계정	- 퍼블리셔 = 개발사 - 카카오톡 플랫폼 서비스 - 파트너간 RS 비율 1차) 퍼블리셔 : 오픈마켓 = 70 : 30 2차) 퍼블리셔 : 카카오톡 = 70 : 30 - 파트너별 공헌이익률 (퍼블리셔 49%) (오픈마켓 30%) (카카오톡 21%)	퍼블리싱 & 카카오톡계정	- 퍼블리셔 ≠ 개발사 - 카카오톡 플랫폼 서비스 - 파트너간 RS 비율 1차) 퍼블리셔 : 오픈마켓 = 70 : 30 2차) 퍼블리셔 : 카카오톡 = 70 : 30 3차) 퍼블리셔 : 개발사 = 50 : 50 - 파트너별 공헌이익률 (퍼블리셔 24.5%, 오픈마켓 30%) (카카오톡 21%, 개발사 24.5%)

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

나. 사업현황

카카오톡 게임하기를 통한 카카오 모바일게임 매출은 12년 7월 카카오톡 게임하기 론칭 후 13-14년 2년에 걸쳐 매 분기 가파른 고성장을 시현했으나 분기별 성장강도는 지속적으로 둔화되고 있다. 카카오 모바일게임의 분기별 매출 QoQ는 2014년 들어 매 분기 한 자릿수에 머무르다가 4Q14는 Flat 수준으로 떨어지더니 1Q15는 -3%로 역성장으로 전환되고 2Q15는 -24%로 역성장이 더욱 심화된 것으로 추산된다.

카카오 게임하기 부문의 성장둔화는 1) 국내 모바일게임 시장이 카카오 게임하기 론칭 초기에는 카카오톡의 소셜그래프를 활용한 캐주얼게임 중심 시장으로 급속히 재편되었다가 점점 미드/하드 장르 중심으로의 장르 다변화가 진행되고 있다는 점, 2) 주요 미드/하드 장르 게임을 중심으로 한 탈카카오 움직임(레이븐의 NAVER 계정 론칭, 뮤오리진의 자체계정 론칭, 서머너즈워 글로벌 자체계정 론칭 등), 3) 작년 하반기 이후 캐주얼 장르에서의大作급 히트 신작이 출현하지 않고 있다는 점, 4) 레이븐, 뮤오리진 등 Non Kakao 계정 미드/하드 장르 게임들의 연이은 빅히트에 따른 고객이탈 등에 따른 것이다. 즉, 카카오 게임하기 매출규모는 커진 반면 카카오 계정을 통한 신작 론칭 수 및 론칭한 신작들의 히트 수준은 크게 변하지 않음에 따라 자연스러운 성장둔화 국면에 접어든 것이라 하겠다.

2015년 상반기 카카오 게임하기 매출은 성장성이 대폭 위축되었으나 하반기는 상반기에 비해선 성장성이 상당부분 회복될 것으로 전망한다. 2015년 하반기는 상반기보다는 카카오 계정을 통한 신작 론칭수를 크게 늘리고, 모바일 웹보드게임(선데이토즈 애니팡 맞고 등) 등 새로운 장르의 론칭도 시도하는 등 성장부진 극복을 위한 다양한 노력들이 예정되어 있기 때문이다.

② 카카오게임샵

가. Business Model

다음카카오는 15년 4월 카카오게임 이용자들과 파트너들을 위한 모바일게임 유통채널 카카오게임샵을 오픈했다. Revenue Sharing 비율은 개발사 65%, 다음카카오 25%(결제 및 입점수수료 포함), 이용자 보너스 적립 10%이며 이용자가 지급된 코인을 모두 소진할 경우 개발사는 게임샵 매출의 최대 71.5%를 Sharing하게 된다. 카카오게임샵에서는 카카오페이, 휴대폰결제, 일반 신용카드, 문화상품권 등 다양한 결제수단을 이용하여 아이템이나 카카오코인을 구매 및 충전할 수 있다.

나. 사업현황

4월초 선보인 카카오게임샵 1차 라인업에는 넷마블, 4:33, 위메이드 등 7개 게임사가 참여해 몬스터길들이기, 영웅, 모두의마블 등 15개 게임을 입점했다. 5월말에는 게임사는 16개사로 늘었고 라인업은 32종으로 확대되었다. 8월말 현재는 43종으로 라인업이 확대되었고 3Q15 중 30여개를 더 추가할 예정이다. 아직은 론칭 초기라 매출규모는 미미한 수준이나, 론칭 후 게임 라인업수가 지속적으로 확대되는 등 향후 성장 가능성에 대한 시그널은 충분히 나타나고 있는 상황이다.

3 커머스부문

1) 카카오 커머스부문

2015년 2분기 다음카카오 커머스부문 매출은 137억원(YoY 55.3%)인데 이는 모두 카카오 부문 커머스 매출이다. 카카오 커머스 부문은 선물하기, 카카오택시, 카카오프렌즈 등 3개 부문으로 구성된다. 2Q15 카카오 커머스 매출 137억원은 부문별로는 선물하기 77억원(비중 56%), 카카오택시 41억원(비중 30%), 카카오프렌즈 19억원(비중 14%)으로 추산한다.

① 선물하기

가. Business Model

선물하기(Gift Shop)는 다양한 상품을 모바일쿠폰을 통해 선물을 하게 함으로써 상거래를 유발하는 모바일커머스 서비스이다. 선물하기는 Non App(In App) 방식이며 카카오톡 더보기 탭 내 별도 섹션에 위치하고 있다.

매출인식 방식은 '직매'는 총액방식, '중개'는 순액방식이나, '직매' 비중은 미미하므로 선물하기의 매출인식 방식은 '순액'방식으로 봐도 무방하다. 거래총액(GMS) 대비 동사 수수료율은 대략 8-10% 정도이다. 2Q14까지는 SK플래닛(기프트콘), CJ E&M(쿠폰), KT엠하우스(기프트쇼), 원큐브마케팅(기프팅) 등 4개 모바일 상품권 공급업체와 수수료를 나눠야 하는 상황이라 동사 수수료는 거래액 대비 5-6%에 그쳤다. 그러나, 3Q14부터는 이들 4개 상품권 공급업체를 배제하고 독자서비스를 단행함에 따라 동사의 거래액 대비 수수료율은 8-10% 정도로 상승했다.

결제방식은 기존에는 신용카드 및 휴대폰결제(PG 다날) 2가지 방식이었으나 '카카오페이'와 '뱅크월렛카카오'가 추가되었다. 따라서, '선물하기'를 통해 발생하는 매출은 거래총액의 8-10%에 달하는 거래수수료 매출(커머스 매출) 외 카카오페이, 뱅크월렛카카오로 결제가 일어날 경우 거래액의 0.1-0.2%(당사 추산)에 달하는 결제플랫폼수수료 매출(결제 매출)도 발생한다.

나. 사업현황

3Q14 선물하기 매출이 주춤했던 것은(3Q14 커머스 매출 QoQ -11.9%) 14년 7월초 4개 모바일 상품권 업체들을 배제하고 독자 서비스를 추진하면서 이들 상품권 공급업체와 계약이 되어 있었던 주요 상품판매 업체들(스타벅스, CU 등)도 상품을 빼버림에 따른 과도기적 영향이었다. 그러나, 14년 9월 이후 이들 주요 업체들이 다시 들어오면서 14년 9월 선물하기 매출은 전월 대비 거의 2배로 급증했다.

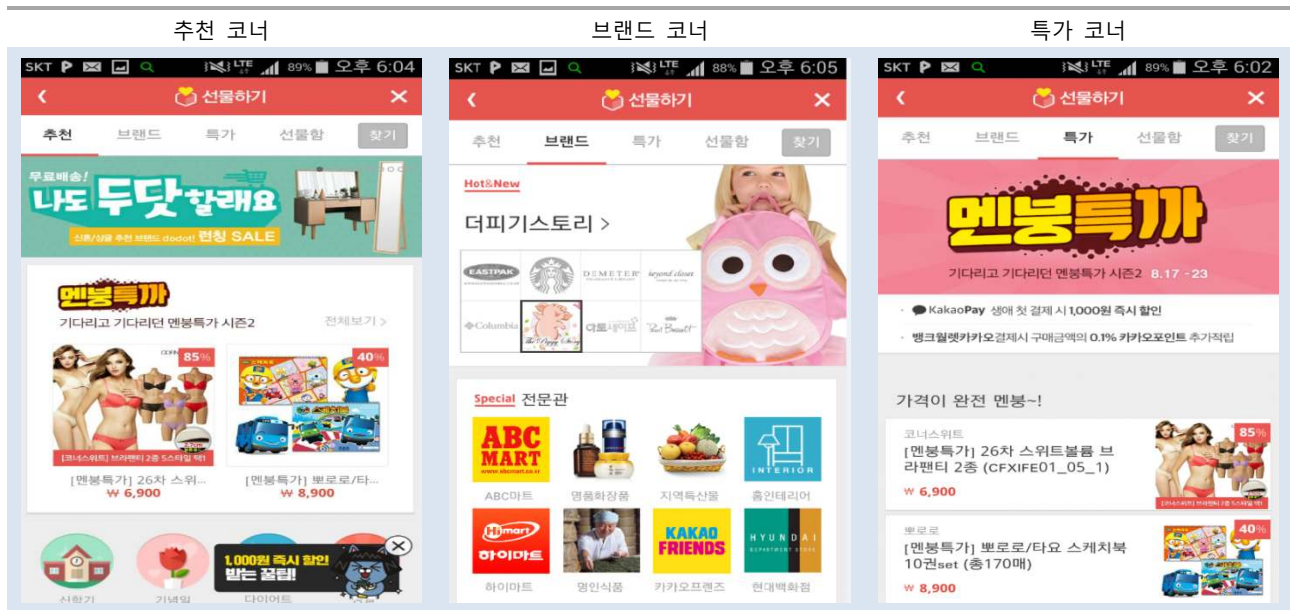
'선물하기' 서비스의 동사 독자노선은 RS 구조 단순화에 따른 전체 거래수수료 축소로서 상품판매 업체들 입장에서선 거래수수료가 줄어들고 동사 입장에서는 오히려 거래수수료가 늘어나는 Win Win의 효과가 있다.

론칭초기에는 스타벅스, KFC, 롯데리아 등의 '이용권' 중심으로 거래가 형성되다가 점점 '배송'이 수반되는 기획상품 거래가 늘기 시작했다. 그리고, '남을 위한 선물용 구매'라는 개념으로 출발했으나 점점 '나를 위한 구매' 비중도 늘기 시작했다. 상품 목록수도

폭발적으로 증가했다. 론칭초기에는 400-500개의 상품이 거래되었는데 지금은 거래 상품이 10,000개가 넘는 등 거의 30배나 증가했다.

'선물하기'는 14년 7월 4개 중개업자를 배제하고 독자 서비스를 시작함으로써 거래액 대비 수수료가 5-6%에서 8-10%까지 상승했을 뿐만 아니라, 14년 9월 카카오페이, 11월뱅크월렛카카오 연동 후 구매효과 상승으로 거래량도 상승하고 있는 것으로 파악되고 있다. 참고로 동사 커머스 매출은 4Q14 QoQ 84%의 폭발적 성장을 시현했으나 1Q15 QoQ 9%, 2Q15 QoQ -12%로서 성장성이 주춤하는 모습인데 이는 카카오팩 Drop에 따른 과도기적인 영향이 포함된 것이라 추산된다.

그림21 선물하기, 추천 코너 & 브랜드 코너 & 특가 코너



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

② 카카오타일

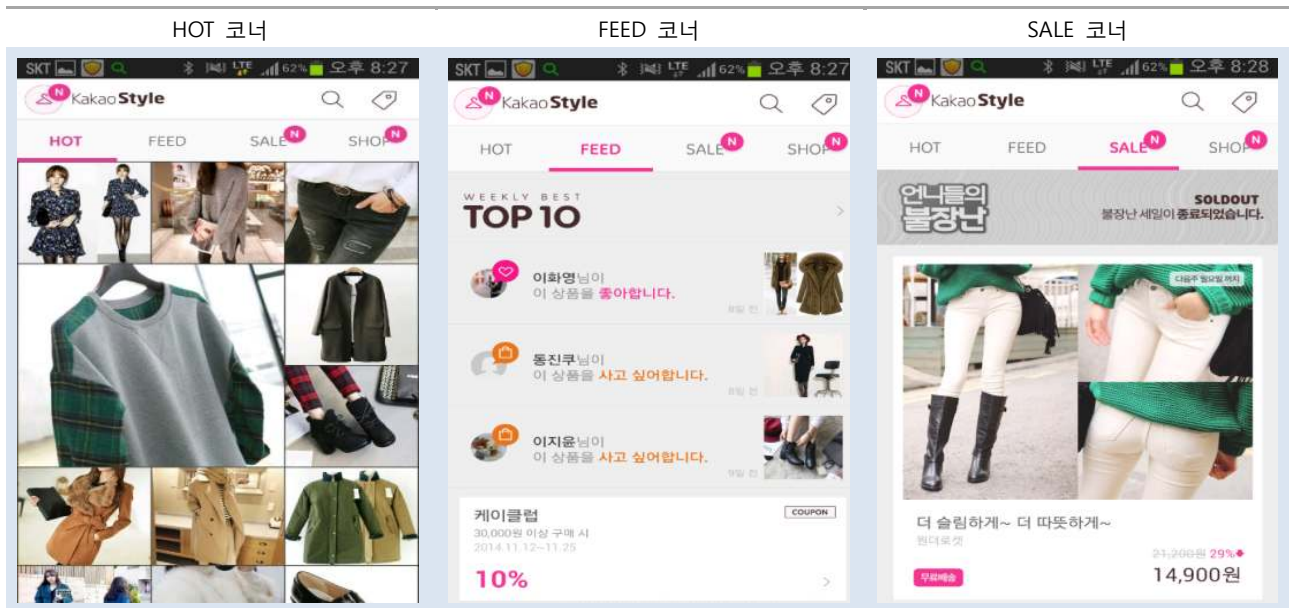
가. Business Model

카카오타일은 패션 중심의 크고 작은 인기 쇼핑물들의 종합 광고 창구 역할을 한다. 즉, 선물하기처럼 직접 상거래 창구 역할이 아니라 패션 쇼핑물들의 배너를 다양한 카테고리별로 세분화하여 띄워주고 다양한 쇼핑정보를 제공함으로써 이용자들의 구매를 유도하는 광고역할을 수행한다. 카카오타일은 별도의 App으로 운영되는 방식이다. 직접적인 구매는 카카오타일 내에서 일어나는 것이 아니고 각각의 쇼핑물들로 연결되거나 각각의 쇼핑물이 론칭되어 있는 대형 종합쇼핑몰로 연결되는 구조이다. 카카오타일 매출은 회사측에선 커머스 매출로 분류하고 있으나 사실상 배너광고 매출이다.

나. 사업현황

2Q15 카카오 커머스 매출 137억원은 선물하기 77억원(비중 56%), 카카오타일 41억원(비중 30%), 카카오프렌즈 19억원(비중 14%) 정도로 Breakdown 추산한다. 카카오타일 매출은 아직은 절대규모는 크지 않으나 카카오 커머스 부문 내에서는 선물하기에 이어 두번째 규모이며 최근 성장성도 강화되는 추이다.

그림22 카카오타일, 섹션별 예시 화면



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

③ 카카오프렌즈

가. Business Model

카카오프렌즈는 15년 5월부터 별도법인으로 분사했으며 오프라인 상점에서의 카카오프렌즈 캐릭터 등 판매사업, 카카오프렌즈 캐릭터 및 스티커 라이선스를 활용한 제휴사업 등을 영위하고 있다. 라이선스 제휴사업은 LG생활건강 해피브리즈를 참조하면 이해하기 쉽다. LG생활건강의 해피브리즈는 카카오프렌즈 캐릭터 및 스티커를 활용한 차량용 방향제이다. 동사는 LG생활건강으로부터 카카오프렌즈 캐릭터/스티커 라이선스 제공 대가를 수취하게 된다.

나. 사업현황

동사가 올해 5월 카카오프렌즈를 분사한 것은 캐릭터 사업의 강화를 위한 것이다. 카카오프렌즈 오프라인 상점은 15년 8월말 현재 6개점이 운영되고 있으며 15년말까지 CJ CGV 여의도점, 압구정점, 울산점, 인천점 등을 포함하여 30개점까지 확장할 예정이다. 카카오프렌즈는 오프라인 상점 운영 외에도 카카오프렌즈 캐릭터/스티커 라이선스 제휴사업도 지속적으로 확대할 예정이다.

2Q15 카카오 커머스 매출 137억원 중 카오프렌즈 매출은 19억원 정도로서 커머스 매출의 14% 정도인 것으로 추산한다. 카카오프렌즈 매출은 아직은 커머스 부문내에서도 매출규모가 가장 작지만 회사측의 공격적인 영업정책(분사를 통한 캐릭터 사업 강화 정책 등)을 감안하면 향후 성장잠재력은 매우 크다고 판단한다.

그림23 카카오프렌즈 참조 화면



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

4 기타부문

1) 다음 기타부문

다음 기타부문 매출은 거래형서비스 매출과 기타자회사 매출로 구분된다. 거래형서비스에 포함되는 대표적인 서비스는 다음카페, 다음지도, 미디어다음, 다음웹툰 등이다. 거래형서비스 매출은 분기별 10억원 초중반대, 기타자회사 매출은 분기별 1억원대의 매출이 안정적으로 발생하고 있으나 성장성은 크지 않은 상황이다.

2) 카카오 기타부문

카카오 기타부문은 현재는 B2C이모티콘, 카카오뮤직, 카카오페이지 등 카카오 콘텐츠 사업부문에서 대부분의 매출이 발생하고 있다. 그리고, 카카오 부문의 주요 신사업도 모두 카카오 기타부문으로 분류된다. 카카오 부문 신사업 중 현재까지 서비스가 론칭된 것은 카카오페이,뱅크월렛카카오, 카카오택시 등이 있다. 그리고, 15년 8월말 현재 베타서비스가 진행 중인 것으로는 카카오헬로(카카오톡 전화), 카카오타임쿠폰, 카카오오더 등이 있다. 향후 서비스 론칭 예정인 것으로서 론칭 일정이 확정된 것은 카카오 프리미엄택시(15년 10월 시범서비스 시작 예정. 카카오택시와 달리 카카오 프리미엄택시는 유료 서비스 예정)가 있다. 그리고, 아직 론칭 일정이 확정되지는 않았지만 향후 론칭 가능한 것으로는 인터넷전문은행, 카카오대리운전, 카카오퀵 등이 있다.

2014년 1분기 다음카카오 기타 매출은 36억원(YoY 46.6%)이었으며 이 중 다음 부문 기타 매출은 20억원(YoY 22%), 카카오 부문 기타 매출은 16억원(YoY 97.5%)이었다. 그리고, 카카오 부문 기타 매출 16억원은 B2C이모티콘 13억원(비중 81%), 카카오뮤직 1억원(비중 6%), 기타(카카오페이지 등) 2억원(비중 13%)이었다.

2015년 2분기 다음카카오 기타 매출은 81억원(YoY 27.3%)인데 이 중 다음 부문 기타 매출은 16억원(YoY 8.6%), 카카오 부문 기타 매출은 65억원 정도(YoY 33.0%)로 추산한다. 다음 부문 기타 매출은 성장이 없는 반면, 카카오 부문 기타 매출은 가파른 성장세가 지속되고 있다. 그리고, 2015년 2분기 카카오 부문 기타매출은 B2C이모티콘 31억원(비중 48%), 카카오뮤직 29억원(비중 45%), 기타(카카오페이지 등) 5억원(비중 7%) 등으로 추산한다. B2C이모티콘은 꾸준히 고성장하고 있다. 카카오뮤직의 가파른 성장세를 주목할 필요가 있다. 카카오뮤직은 곡당 과금으로도 빠른 성장세를 이어오다가 15.04.21 월정액 과금(구글 기준 : 30일권 5,000원, 매월 정기결제 3,900원) 방식을 추가하면서 성장세가 대폭 강화되는 추이다. 카카오페이지 등 기타 콘텐츠 매출 또한 아직 절대규모는 작으나 꾸준히 고성장하고 있다. 카카오페이지 일거래액은 2015년 1분기말 1억원을 돌파했으며, 2분기말에는 3억원을 돌파했다. 카카오페이지는 매출 인식 방식이 수수료 방식(Net 방식, Revenue Sharing)인데다 거래액 발생시점과 매출 인식시점간의 기간 래깅 등으로 아직 매출규모는 크지 않다. 그러나, 가입자 및 일거래액이 가파르게 증가하고 있어(가입자 증가 추이 : 14년말 630만명 → 1Q15말 740만명 → 2Q15말 823만명) 매출도 지속적으로 고성장할 것으로 예상된다.

① B2C이모티콘

가. Business Model

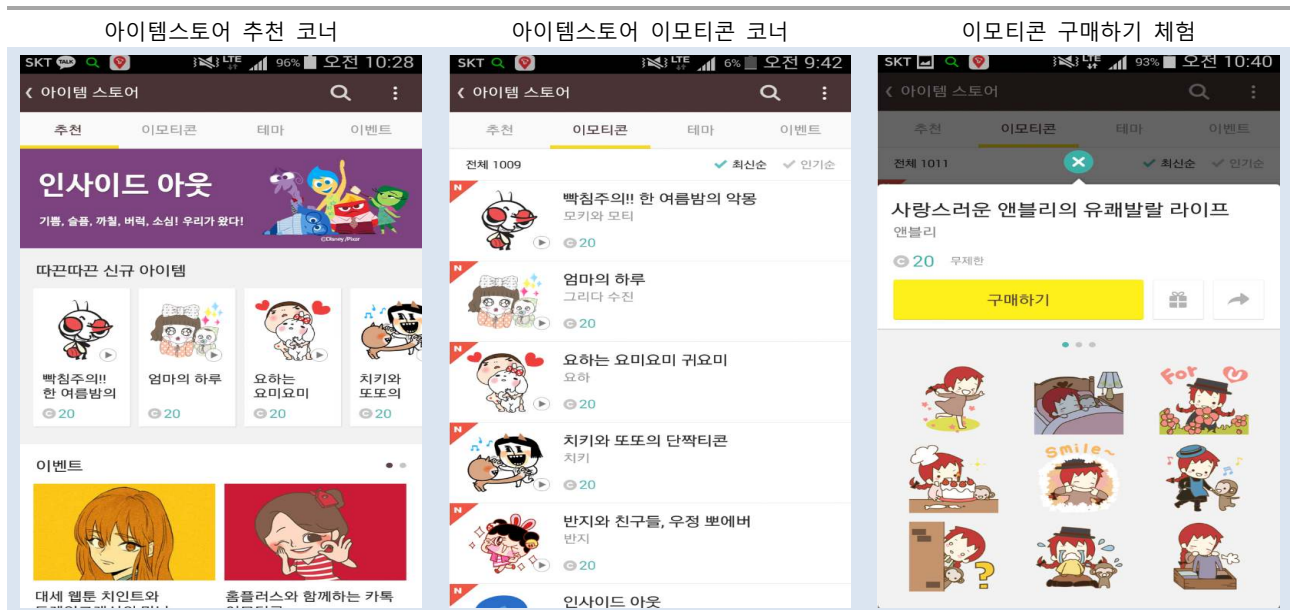
B2C이모티콘 매출은 카카오톡 더보기 탭 내 두번 째 섹션인 아이템스토어 섹션에서 개인고객(카카오톡 이용자)을 대상으로 이모티콘을 판매함으로써 발생하는 매출이다. B2C이모티콘의 제작은 동사 직접 제작이 아니고 외주방식이다.

B2C이모티콘 매출인식 방식은 총액방식이다. 즉, 동사가 이모티콘 판매액을 매출로 인식하고 외주제작에게 외주제작비를 지급수하는 방식이다.

나. 사업현황

B2C이모티콘 매출은 1Q14 13억원 수준에서 2Q15 31억원 수준(추산치)으로 5개 분기 동안 분기평균 19%의 고성장이 지속되고 있다. B2C이모티콘의 고성장 추이는 앞으로도 꾸준히 지속될 것으로 전망한다.

그림24 아이템스토어를 통한 B2C이모티콘 판매



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

② 카카오뮤직

가. Business Model

카카오뮤직은 다음카카오의 플랫폼(카카오톡, 카카오스토리)과 네오위즈인터넷의 음악 콘텐츠(박스)가 결합되어 탄생한 음악 스트리밍 서비스이다.

기존 곡당 과금 방식에서 15.04.21 월정액 과금 방식이 추가되었다. 곡당 과금 방식에서는 구매자가 곡당 구입비를 결제한 후 자신의 뮤직룸에 추가를 해야만 본인 및 본인과 카카오스토리, 카카오톡 등으로 연결된 지인들이 함께 음악을 청취할 수 있는 뮤직룸 추가 방식이었다. 반면, 월정액 과금 방식에서는 30일권 또는 매월 정기결제 대금만 결제하면 특정 곡의 뮤직룸 추가 절차 없이 전곡에 대해 무제한으로 청취할 수 있다. 다만, 뮤직룸 추가를 통한 지인간의 공유는 되지 않으므로 월정액 결제를 한 구매자만 무제한 전곡 청취가 가능하다.

곡당 과금 방식에서의 음원 가격은 기본적으로 1곡당 600원이며 다수 곡에 대한 패키지 구매 시 할인혜택을 제공하는 구조이다. 즉, 뮤직룸 5곡 2,700원, 10곡 5,400원, 25곡 13,500원, 50곡 26,000원 등으로 패키지 곡수가 증가할수록 할인혜택도 커지는 구조이다. 월정액 방식의 음원 가격은 30일권 5,000원, 매월 정기결제 3,900원이다.

카카오뮤직의 결제방식은 곡당 과금, 월정액 과금 모두 휴대폰결제(KG모빌리언스), 신용카드결제(KG이니시스), 상품권결제 등 3가지이다.

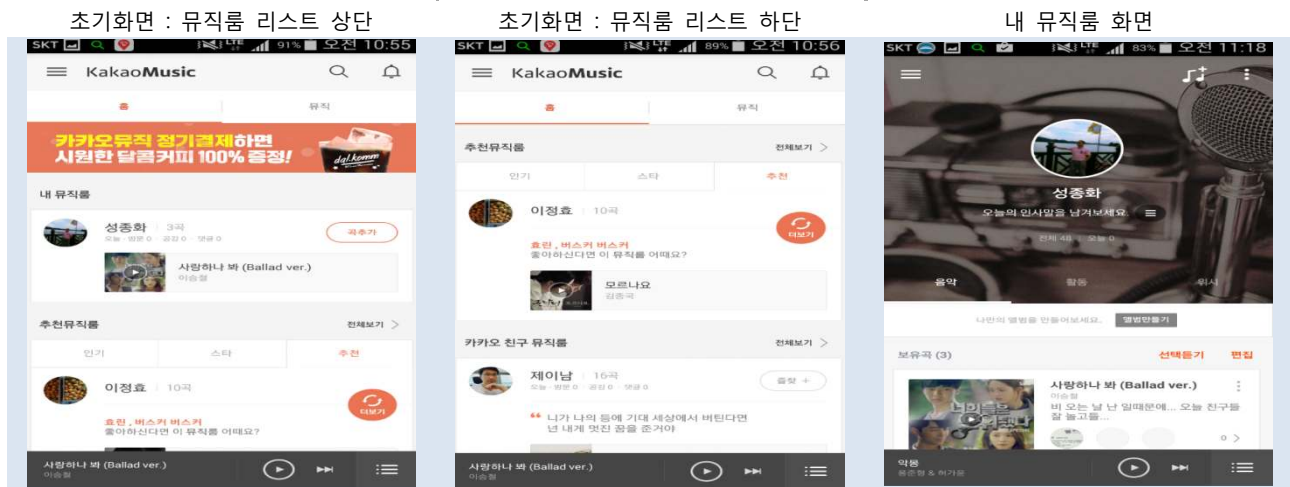
한국의 음원 수익분배 구조는 음원서비스기업 40%, 유통사 8.8%, 저작권접권자(제작사/기획사) 35.2%, 저작권자(작사, 작곡가) 10%, 실연권자(가수, 연주자) 6% 등이다.

카카오뮤직은 다음카카오와 네오위즈인터넷의 제휴 서비스이나 공식적인 서비스 주체는 다음카카오이다. 다음카카오가 네오위즈인터넷 박스의 음원을 활용하여 카카오뮤직 앱 및 카카오톡, 카카오스토리 플랫폼을 활용하여 서비스를 진행하는 것이다. 따라서, 카카오뮤직에 대한 다음카카오의 매출인식 방식은 총액방식이다. 다음카카오는 음원 판매액의 100%를 매출로 인식한다. 그리고, 유통사, 저작권접권자, 저작권자, 실연권자 등에 대해 60% 정도를 Sharing해주고(지급수수료 처리) 남은 40%에 대해 네오위즈인터넷과 50 : 50 정도로 다시 Sharing한다. 즉, 다음카카오의 카카오뮤직 공헌이익률은 20% 정도이다.

나. 사업현황

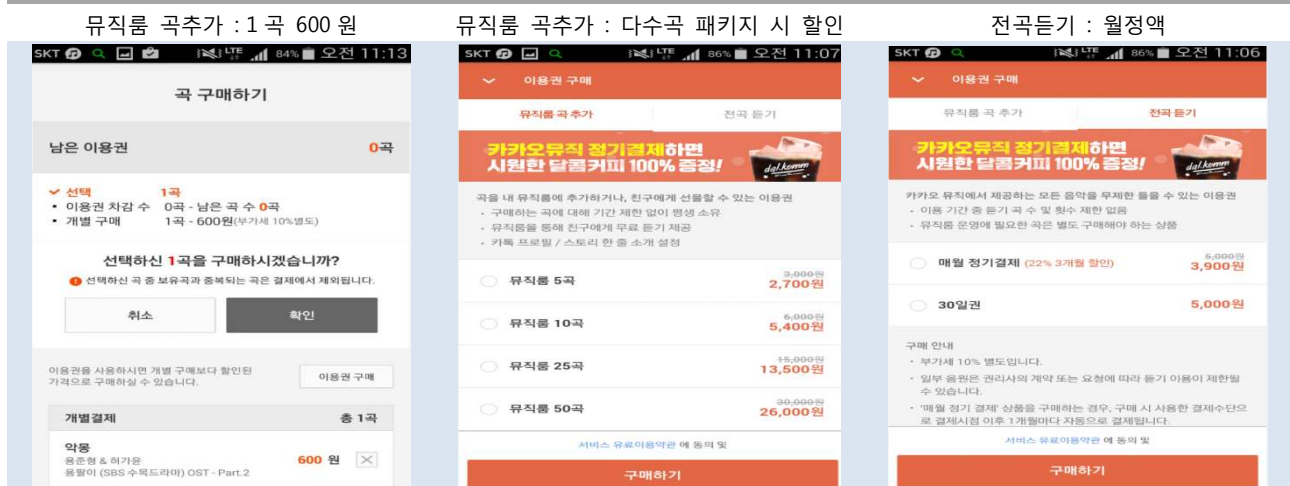
카카오뮤직 매출은 1Q14 1억원 수준에서 2Q15 29억원 수준(추산치)으로 5개 분기 동안 분기평균 96%의 폭발적 성장이 시현되었다. 카카오뮤직은 곡당 과금 방식으로든 빠른 성장세를 이어오다가 15.04.21 월정액 과금(구글 기준 : 30일권 5,000원, 매월 정기결제 3,900원) 방식을 추가하면서 성장세가 더욱 강화되는 추이다. 월정액 과금 방식 추가에 따른 매출 성장효과는 한동안 더 지속될 것으로 예상된다. 즉, 3Q15 이후에도 카카오뮤직의 고성장세는 꾸준히 지속될 것으로 예상된다.

그림25 카카오뮤직 소개 화면 1



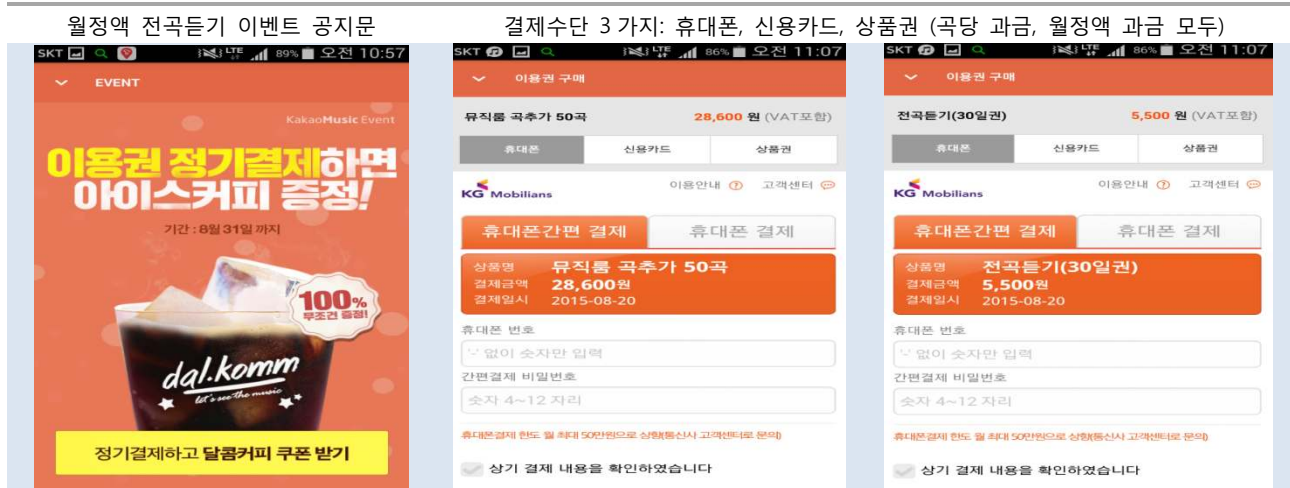
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 카카오뮤직 소개 화면 2



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 카카오뮤직 소개 화면 3



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

③ 카카오페이지

가. Business Model

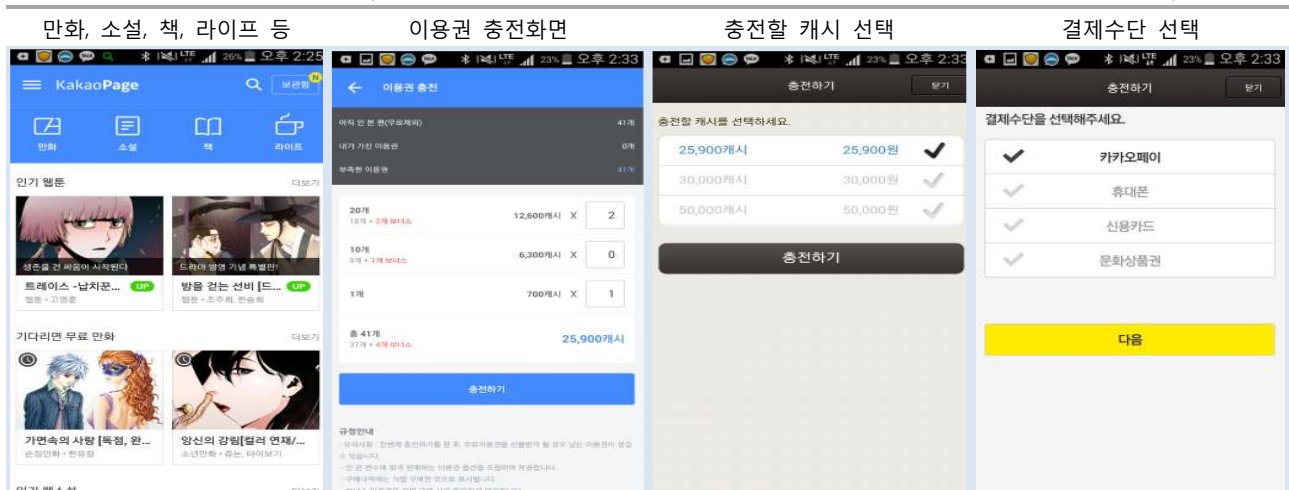
카카오페이지는 웹툰, 소설, 책, 라이프 등 디지털 콘텐츠 유통 플랫폼으로서 별도의 App 방식으로 운영되고 있다. 카카오페이지에 대한 다음카카오의 매출인식 방식은 순액방식(Net 방식)이다. 즉, 동사는 콘텐츠 거래액 전체를 매출로 인식하는 것이 아니라 콘텐츠 제공자(CP : Contents Provider)로부터 소정의 Revenue Sharing 비율만큼 Sharing한 수수료만 매출로 인식한다. 콘텐츠 소진 추이에 따라 매출이 기간별 인식되기 때문에 거래액 발생시점과 매출인식 시점간의 레깅이 다소 발생하는 특징도 있다. 결제는 이용권 충전방식이며 충전할 결제수단은 기존 휴대폰, 신용카드, 문화상품권 등 3가지에서 카카오페이가 추가되어 4가지이다.

나. 사업현황

카카오페이지는 기본적인 사업현황은 호조세가 지속되고 있다. 누적가입자는 2015년초 630만명에서 출시 2년째인 2015년 1분기말에는 740만명으로 증가했고 2015년 2분기말에는 다시 823만명으로 증가하는 등 가파른 증가세가 지속되고 있다. 거래액도 가파른 증가세가 지속되고 있다. 2014년 연간 거래액은 180억원이었는데 2015년 1분기 거래액만 70억원을 달성했다. 이는 전년동기 대비 4배에 달하는 규모이다. 2013년 1분기 출시 후 거래액은 매 분기 평균 140%의 높은 성장이 지속되고 있다. 일평균 거래액은 2015년 1분기말 1억원을 돌파했으며 2015년 2분기말에는 3억원을 돌파했다.

카카오 부문 기타 매출 중 카카오페이지 등 매출은 2014년 1분기 2억원에서 2015년 2분기 5억원으로 5개 분기 동안 분기평균 20%의 고성장을 시현하고 있으나 B2C이모티콘, 카카오뮤직 등에 비해 매출규모는 아직 미미한 수준이다. 카카오 부문 기타 매출 중 최근 1년간 성장성 순위는 카카오뮤직 > 카카오페이지 ≈ B2C이모티콘 순이다. 카카오페이지는 가입자 및 일거래액이 가파르게 증가하고 있어 매출 성장성은 더욱 강화될 것으로 예상된다.

그림28 카카오페이지 소개 화면 (결제는 Cash 충전 방식. 결제수단은 기존 3가지에 카카오페이 추가)



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

④ 카카오 기타 부문 중 신사업 현황

가. 카카오페이: 가입자 경쟁력 우수. 가맹점 확보도 꾸준히 진행 중

■ Business Model

카카오페이는 신용카드 기반 간편결제서비스이다. 2014.09.05 안드로이드 버전이 론칭되었고, 2014.12.17 iOS 버전이 론칭되었다. 15년 8월말 현재 모바일/온라인 결제만 지원하고 있으나 향후 NFC 방식 등을 통한 모바일 오프라인결제도 연동될 예정이다.

카카오페이의 간편결제 앱은 LG CNS의 '애플페이'이며, 결제사업의 주체도 LG CNS이다. 다음카카오는 LG CNS의 간편결제 앱 '애플페이'에 카카오톡을 가입자 확보 측면의 마케팅 플랫폼으로 연동함과 아울러 론칭 초기 가입자 확보 마케팅을 주도하는 역할을 하며 그 대가(플랫폼 수수료)로 LG CNS로부터 일정 비율을 수취하게 된다.

기존 카드결제의 Revenue Sharing 구조는 1) PG사가 결제액의 3-3.5%(평균)를 수취한 후 2) PG사가 결제액의 0.5-1%(평균)를 Sharing하고 나머지 2.5-3%(평균)를 카드사에게 떼어주는 구조이다. 카카오페이는 기존 카드결제 시스템에서 PG(LG CNS)에 카카오톡 플랫폼이 결합된 것이므로 Revenue Sharing 구조는 1) PG(LG CNS)가 결제액의 3-3.5%(Range 상단 추산)를 수취한 후 2) 카드사에게 결제액의 2.5-3%(Range 상단 추산)를 떼어주고, 남은 0.5-1%(Range 하단 추산) 중에서 일부를 다음카카오에게 플랫폼 수수료로 다시 떼어주는 구조이다.

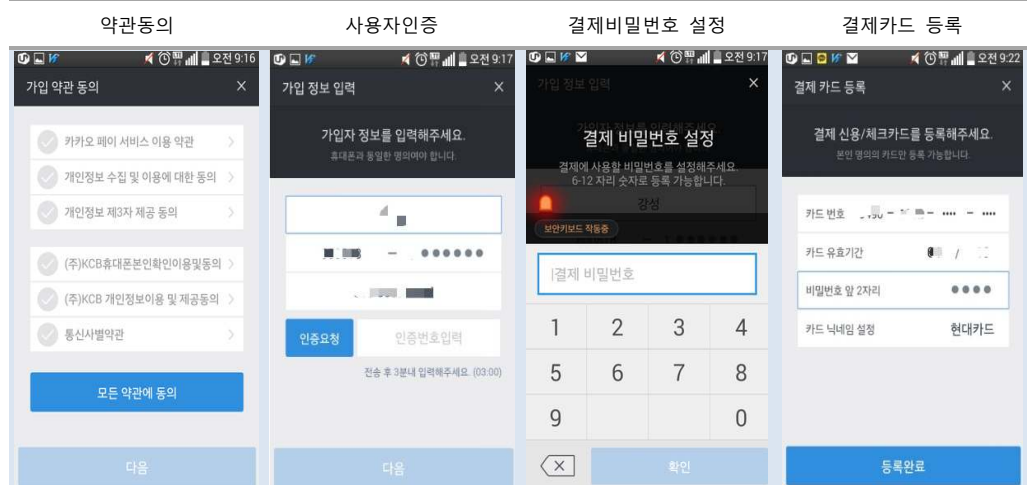
■ 사업 현황

누적가입자수는 6월말 450만명에서 8월초 500만명으로 증가했으며, 가맹점수(론칭 기준)는 6월말 160개에서 8월초 216개로 증가하는 등 가입자 및 가맹점 모두 꾸준히 증가하고 있다. 주요 가맹점은 CJ CGV, 인터파크, GS Shop, 진에어, 한국전력, 요기요, 배달의민족, 배달통, 알라딘, 교보문고 등이다.

결제업의 마케팅 양대 축은 가입자(이용자) 및 가맹점(쇼핑몰)이다. 카카오페이는 결제업의 마케팅 양대 축 중 가입자 확보 측면의 경쟁력은 우수하다. 카카오톡이 가입자 확보 마케팅 플랫폼 역할을 수행하기 때문이다. 반면, 가맹점 확보 경쟁력은 기존 일반 신용카드 PG 강자인 KG이니시스(간편결제 케이페이), 한국사이버결제(간편결제 페이코) 등에 비해 열위이다. KG이니시스나 한국사이버결제와 달리 기존 일반 신용카드 결제에서의 가맹점 기반이 없는데다 파트너 PG사인 LG CNS가 군소 PG로서 결제수수료를 경쟁력이 약하기 때문이다.

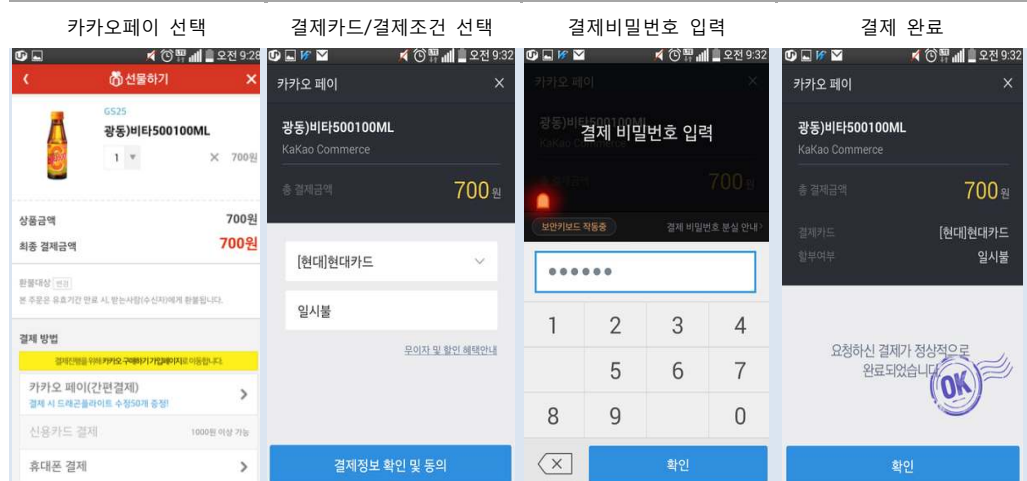
카카오페이는 론칭 후 1년 정도 기간 동안 기대했던 대로 카카오톡이 가입자 확보 플랫폼 역할을 잘 수행하면서 가입자 확보는 양호하게 진행되고 있다.(가입자는 2015년 상반기말까지 500만명 확보가 목표였는데 실제 450만명을 확보했으므로 목표치 근접. 8월말 현재 500만명 달성) 시장에선 가입자수는 양호한데 가맹점 확보는 다소 부진한 것으로 평가하는 분위기이나 당사에선 가맹점 확보도 이만하면 양호하다고 판단하고 있다. 카카오페이는 장기 프로젝트 비즈니스이다. 가맹점수는 꾸준히 증가하고 있으며 특히 대형 가맹점을 지속적으로 확보하고 있다는 점은 긍정적으로 평가할 만하다.

그림29 카카오페이, 가입 절차 (카카오톡 실행 후 ‘더보기 → 설정 → 카카오페이 메뉴)



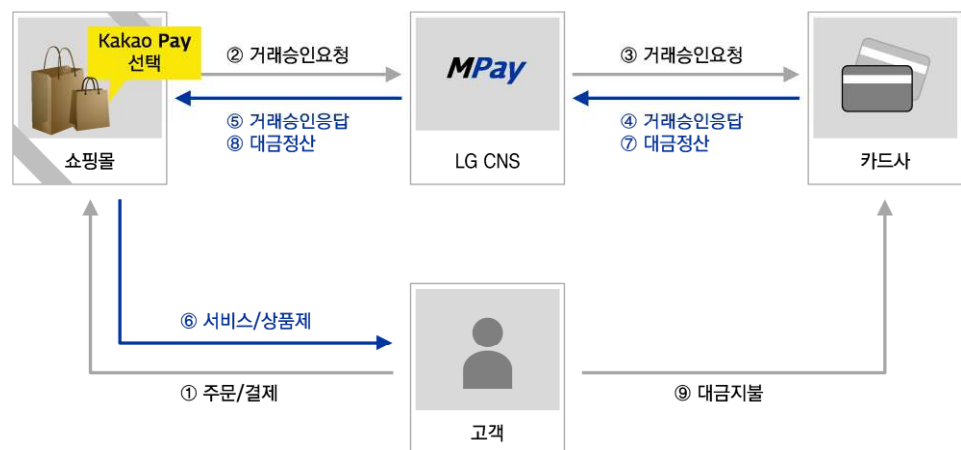
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 카카오페이, 결제 절차



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 카카오페이, 결제흐름도



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

■ 간편결제 도입으로 예상되는 결제시장의 변화

간편결제 도입 자체만으로도 기존 일반 온라인/모바일 신용카드 결제 대비 자연스런 결제액 증가 효과가 기대된다. 온라인/모바일몰 결제의 경우 기본적으로 간편결제와 기존 일반 온라인/모바일 신용카드결제는 상호 커니벌 관계이다. 그러나, 업계에서는 간편결제 활성화 시 결제포기율 축소, 간편함에 따른 충동구매 등으로 대략 10% 정도의 자연스런 결제액 증가효과를 기대하고 있다.

기존 일반 온라인/모바일 신용카드 결제에서는 온라인/모바일몰 거래에서만 PG수수료가 발생했으나, 간편결제에서는 온라인/모바일 결제는 물론 오프라인 결제에서도 PG수수료가 발생한다. 기존 일반 신용카드 결제에서는 오프라인 결제의 경우 PG Fee는 없고 건당 100원의 VAN Fee만 발생한다. 간편결제에서는 건당 100원의 VAN Fee는 물론 결제액의 3-3.5%의 PG Fee도 발생한다. 온라인/모바일 신용카드 결제보다 오프라인 신용카드 결제 시장이 훨씬 크다.(2014년 한국 신용카드 결제 시장 600조원, 온라인/모바일 결제 55조원 + 오프라인 결제 645조원) 다만, 카카오페이는 아직은 모바일/온라인 결제만 지원하고 있다. 그러나, 향후 오프라인 결제도 지원할 예정이다.(NFC 방식 유력. 온라인/모바일 결제 가입자가 누적되면 결국 가입자 Power를 통해 오프라인 상점들과 가맹 계약 유리)

간편결제가 활성화되면 기존 자체 PG 서비스 시장도 자연스럽게 개방될 것으로 예상된다. 기존 PG 시장은 곧 온라인/모바일 신용카드 결제 시장이므로 2014년 PG 시장은 55조원이었다. 그런데, 이 중 27조원 정도만 PG사들의 실질적인 타겟시장이었으며 절반이 조금 넘는 28조원은 외부 PG사에게 결제를 맡기지 않고 자체 PG 솔루션을 통해 스스로 결제를 해결하는 자체 PG 서비스 시장이었다. 대형 오픈마켓(인터파크, 이베이 등), 홈쇼핑, 대기업 계열 쇼핑몰(롯데닷컴 등) 등은 대부분 외부 PG사를 이용하지 않고 자체 PG 솔루션으로 결제를 해결했다. 그러나, 간편결제가 활성화되면 자체 PG 솔루션을 통해 결제를 자체적으로 해결하던 대형 업체들도 상위 간편결제 몇 개는 결제수단으로 추가하지 않을 수 없을 것이다. 간편결제는 앱 방식으로서 특정 앱 다운로드, 카드등록, 결제이용 등 모든 절차가 이용자의 의지와 의사결정에 따라 결정되므로 가맹점 확보 못지 않게 가입자 확보도 중요한데 다수 가입자가 확보된 간편결제 앱에 대해선 자체적으로 결제를 해결하던 대형업체들도 결제수단으로 연동하는 것이 고객 확보 차원에서 유리할 것이기 때문이다.(인터파크는 카카오페이, 케이페이 등과 가맹 계약) 여러 간편결제 중에서도 편리성, 보안성, 프로모션 혜택, 호환성 등에서 이용자들이 특별히 선호하는 소수의 상위 앱들이 추려질 것이며 카카오페이도 그 중 하나가 될 것으로 전망한다.

나. 뱅크월렛카카오: 테스트 서비스 단계. 한도 상향 예정. 인터넷전문은행 교두보 기대

■ Business Model

뱅크월렛카카오는 은행 연계계좌 기반 송금 및 결제서비스, 즉 모바일지갑 서비스이다. 2014.11.11 안드로이드 및 iOS 버전이 모두 론칭되었다. 론칭 시점부터 모바일/온라인 결제는 물론 NFC 방식 모바일 오프라인결제도 지원하고 있다.

'뱅크월렛'은 2014년 3월 금융결제원이 국내 16개 시중은행과 제휴하여 출시한 모바일 지갑 서비스였다. '뱅크월렛카카오'는 다음카카오가 금융결제원과 제휴하여 2014년 3월에 이미 출시되었던 '뱅크월렛'에 카카오톡의 플랫폼을 결합하여 2014년 11월 11일 별도의 독립 App 서비스로 재출시한 것이다. 즉, '뱅크월렛카카오'는 금융결제원이 '뱅크월렛'의 서비스 플랫폼을 기존 통신사 문자메시지에서 카카오톡으로 바꾼 것이다.

뱅크월렛카카오의 제휴은행은 2개가 더 추가되어 15년 8월 현재는 18개(시중은행 17개 + 우체국)이다. 가상계좌인 '뱅크머니'는 이용자의 주거래 은행 1개 계좌만 등록할 수 있다. 반면, 모바일 현금카드는 은행 구분 없이 최대 25개까지 등록할 수 있다.

뱅크머니는 최대 50만원까지 충전할 수 있고, 1일 최대 송금 한도는 10만원, 1일 최대 입금 한도는 50만원(충전 한도 50만원 초과하면 안됨)이다. 결제한도는 오프라인 매장 결제는 최대 50만원(충전금액 내에서)이며, 모바일·온라인 쇼핑물 결제는 회당 30만원 미만이다.

다음카카오의 Business Model은 송금에 대해선 은행이 송금인으로부터 수취하게 될 건당 송금수수료의 일부를 플랫폼 수수료 명목으로 수취하는 구조가 될 것이고, 결제에 대해선 카카오페이와 마찬가지로 PG사(금융결제원)로부터 플랫폼 수수료를 수취하는 구조가 될 것이다.

■ 사업 현황

뱅크월렛카카오의 누적가입자(앱다운로드)는 6월말 160만명에서 8월초 170만명으로 꾸준히 증가하고 있다. 지나치게 보수적인 이용한도를 바탕으로 한 일종의 베타테스트 서비스에 불과한 상황임을 감안하면 가입자 확보는 기대했던 대로 매우 양호한 수준인 것으로 판단된다. 카카오톡이 가입자 확보 플랫폼 역할을 제대로 수행하고 있기 때문이다. 그러나, 아직은 이용한도가 지나치게 보수적인데다 별도의 마케팅도 진행하고 있지 않는 등 테스트 서비스 단계라 송금 및 결제 등 서비스 이용도는 낮은 상황이다.

뱅크월렛카카오는 송금수수료 무료로 출발했으나 원래는 참여은행들이 2015년 4월부터는 송금수수료를 받을 예정인 것으로 애기되고 있었으며 송금수수료는 건당 100원 정도가 유력할 것으로 관측되고 있었다. 그리고, 플랫폼 업체인 다음카카오가 은행들로부터 받는 플랫폼수수료는 송금수수료의 10%로서 은행 : 다음카카오 = 9 : 1의 RS 구조인 것으로 관측되고 있었다.

그러나, 15년 8월말 현재까지도 뱅크월렛카카오 서비스가 일종의 베타테스트 서비스 단계에 머물러 있음에 따라 참여은행들은 여전히 송금수수료를 받지 않고 있다. 따라서, 다음카카오의 송금 관련 플랫폼 수수료도 없는 상황이다. 결제 플랫폼 수수료 또한 거

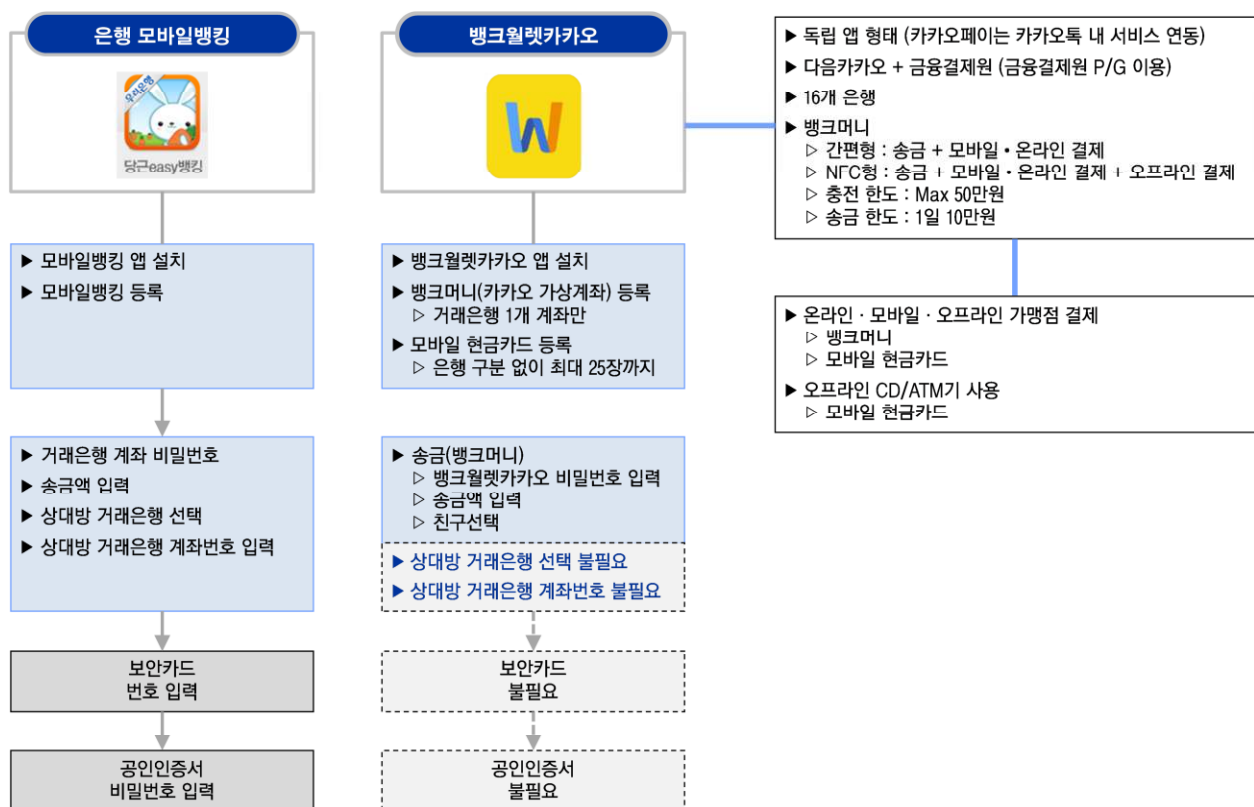
의 없을 것으로 추산된다.뱅크월렛카카오는 기본적으로 송금서비스가 주 서비스이므로 뱅크월렛카카오를 통한 결제액은 매우 미미할 것으로 예상하기 때문이다.

참고로 모바일지갑 서비스의 법적 이용한도는 충전 200만원, 결제 1일 30만원, 송금 무제한이다. 그리고, 향후 법적 충전한도는 폐지될 예정이며 결제한도는 1일 200만원, 한달 500만원으로 상향될 예정이다. 이에 반해 뱅크월렛카카오의 현재 이용한도는 충전 50만원, 결제 1일 30만원, 송금 1일 10만원으로서 법적 이용한도보다도 훨씬 보수적인 수준이다.

그러나, 빠르면 15년 9월부터 뱅크월렛카카오의 이용한도가 상향될 가능성이 있어 보인다. 뱅크월렛카카오 제휴 금융사 18개가 뱅크월렛카카오 약관 개정 작업을 진행 중이며 8월내 금감원에 약관 개정 승인을 요청할 계획이라고 한다. 약관 개정의 주요 내용은 이용한도 상황이며 구체적으로는 충전한도는 현재의 법적 한도인 200만원으로 상향하고, 송금한도는 1일 10만원에서 30만원으로 상향하는 내용을 담고 있다고 한다.

뱅크월렛카카오는 14.11.11 출시 후 9개월이 지나는 동안 송금액 132억원, 결제액 27억원으로서 이용실적이 부진한 상황이나 이용한도 상향, 참여은행 및 다음카카오의 마케팅 강화 등으로 향후 이용실적은 개선될 것으로 예상된다. 그리고, 중장기적으로는 다음카카오 인터넷전문은행의 교두보 역할을 수행할 것으로 기대한다.

그림32 뱅크월렛카카오, Biz Detail 정리



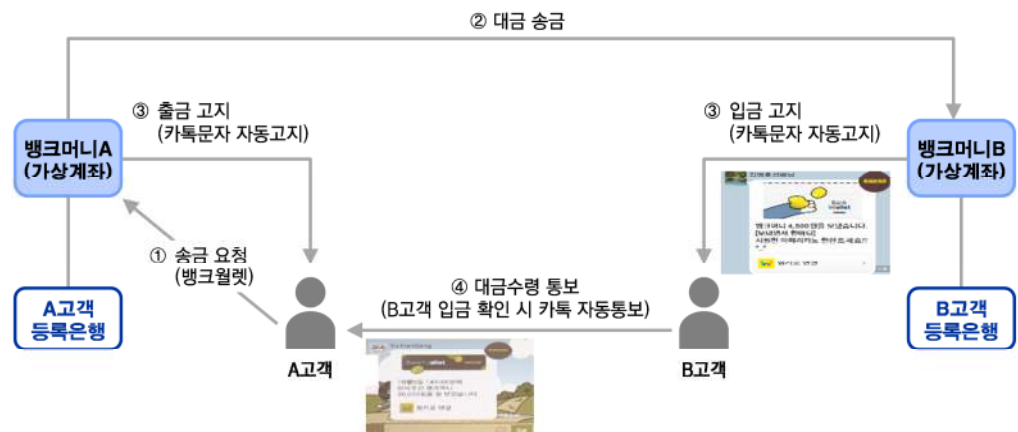
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 बैं크월렛카카오, 사용 예시 및 제휴은행



자료: 언론보도, bankwallet.co.kr

그림34 बैं크월렛카카오, 송금흐름도



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

다. 인터넷 전문은행: 카카오뱅크, 한국 인터넷 전문은행의 소금과 같은 존재

■ 인터넷 전문은행의 이해

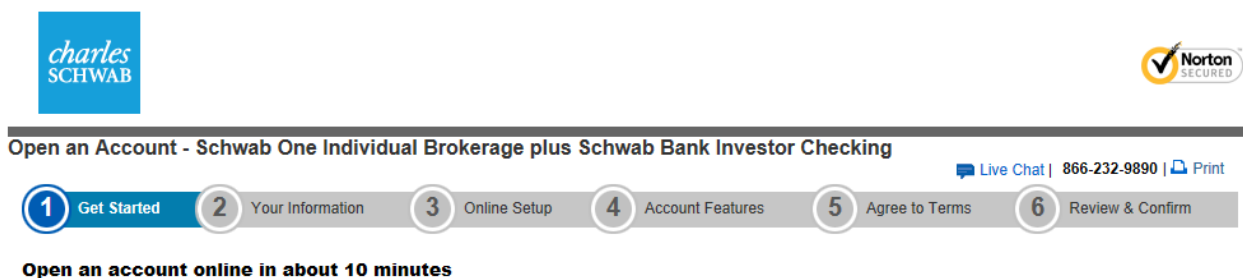
인터넷 전문은행(Internet Primary Bank)이란 점포를 통한 대면거래를 하지 않고 인터넷(모바일/PC)을 주요 영업채널로 활용하는 무점포 비대면거래 방식의 은행이다.

미국, 일본 등의 경우 도입초기에는 완전 무점포형의 인터넷 전문은행이 주로 설립되었으나 점차 ATM기 확충, 인터넷카페 및 Kiosk 운영, 심지어 영업점 한두 개 운영 등 오프라인채널도 일부 활용하는 형태들도 등장하기 시작했다.

인터넷 전문은행은 운영형태에 따라 몇 가지로 나뉜다. 지점이 전혀 없이 별도법인으로 운영되는 형태를 '순수 인터넷 전문은행(Internet Only Bank)' 또는 '가상은행(Virtual Bank)'이라 하며, 기존 은행이 별도의 브랜드와 사업부를 만들어 인터넷뱅킹을 운영하는 형태를 '독자브랜드 인터넷 전문은행(Tradename Internet Bank)'이라 한다.

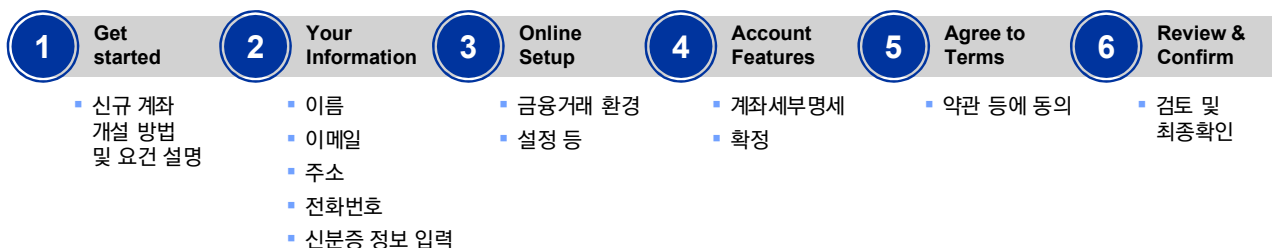
미국 통화감독청(OCC : The Office of the Comptroller of the Currency)은 인터넷 전문은행을 [무점포 순수 인터넷 전문은행], [인터넷을 위주로 제한된 숫자의 점포, ATM기 등을 운영하는 형태], [기존 은행이 제공하는 인터넷뱅킹] 등 세 가지로 구분하고 있다. 즉, OCC에서는 인터넷뱅킹도 인터넷 전문은행의 한 형태로 분류하고 있다.

그림35 미국 인터넷 전문은행 'Charles Schwab Bank'의 신규계좌 개설 화면



자료: client.schwab.com, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 미국 인터넷 전문은행 'Charles Schwab Bank'의 신규계좌 개설 절차 Detail



자료: client.schwab.com, 우리금융경영연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

■ 인터넷 전문은행의 경쟁력은?

점포 운영비 절감, 유리한 예대금리 책정 가능

인터넷 전문은행이 기존 전통은행 대비 가질 수 있는 가장 큰 경쟁력은 오프라인 점포 운영비(인건비, 임차료, 수도광열비, 종이 등 재료비)를 절감하여 기존 은행보다 유리한 예대금리를 책정할 수 있다는 점, 즉 점포 운영비 절감을 통해 일반 시중은행 대비 예금금리는 높게, 대출금리는 낮게 책정함으로써 고객을 유인할 수 있다는 점이라 하겠다.

시간적, 공간적 제약 극복

인터넷 전문은행의 또 다른 경쟁력은 오프라인 점포 중심의 기존 은행과 달리 시간적, 공간적 제약이 거의 없다는 점이다. 인터넷 전문은행은 인터넷을 통한 영업이기 때문에 고객은 365일 24시간 그리고 어느 지역에서나 인터넷(PC/모바일) 홈페이지에 접속하여 손쉽게 은행 서비스를 이용할 수 있다. 그리고, 직접 지점을 찾아갈 필요도 대기시간을 기다릴 필요도 없다는 점도 신속성, 편리성 등 고객 편의 측면에서 유리한 요소이다.

빅데이터를 활용한 고객주도형 맞춤형 서비스 가능

고객주도형 맞춤형 서비스를 통해 고객의 권한이 강화될 수 있다는 점도 인터넷 전문은행의 장점 중 하나이다. 고객이 점포를 직접 방문하여 은행직원으로부터 각종 금융상품에 대한 상담이나 서비스를 받는 기존 은행과는 달리 인터넷 전문은행은 고객 스스로 홈페이지를 통해 직접 금융상품을 검색하고 은행업무를 처리하는 셀프서비스 시스템이다. 따라서, 은행은 고객의 금융서비스 이용 빅데이터가 축적되면 고객별 신용, 선호 상품 등을 구분하여 차별적인 서비스를 제안할 수도 있을 것이다.

표6 기존은행과 인터넷 전문은행 비교

구분	기존은행 (Traditional Bank)	인터넷 전문은행 (Internet Primary Bank)
대면 채널	▶ 점포(Branch) : 핵심채널, 창구 중심 영업 ▷ 점포 역할 점점 약화 추세 ▷ 한국의 은행 점포수도 가파른 감소세	▶ 점포(Branch) : 기본적으로는 무점포 ▷ 고객서비스 차원의 최소한의 점포 운영 - 고객센터 등
비대면 채널	▶ 인터넷뱅킹(PC/모바일) : 보조채널 ▶ 콜센터 ▶ ATM : 직접운영	▶ 인터넷뱅킹(PC/모바일) : 핵심채널 ▶ 콜센터 ▶ ATM : 소수 직접운영 / 기존은행 ATM망 활용
금융서비스	▶ 모든 금융서비스(Full Banking) 제공 ▷ 대면/비대면 채널 모두 활용 ▷ 특별한 금리/수수료 우대 없음	▶ 은행마다 금융서비스 범위 다름(은행별 특화) ▷ 대체로 소매금융 특화 서비스 ▷ 점포 운영비 절감으로 금리/수수료 우대
운영시간	▶ 점포 운영시간 : 평일 오전 9시 ~ 오후 4시	▶ 365일 24시간
경쟁력	▶ 대면서비스를 통한 전문성	▶ 비용절감 통한 금리 및 수수료 우대

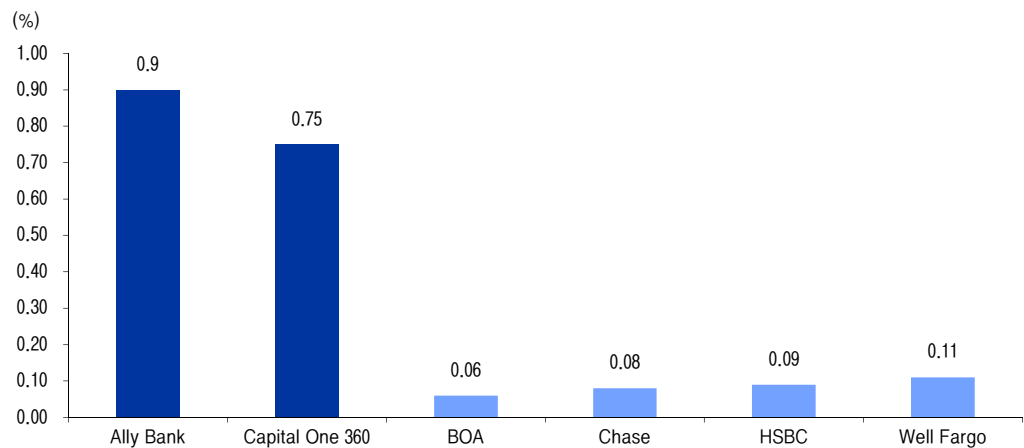
자료: 우리금융경영연구소, KB 금융지주 경영연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 2000년 9월 설립한 Japan Net Bank 설립초기 금리/수수료 현황

구분		Japan Net Bank	기존 은행 평균
보통예금 금리 (%)		0.05	0.02
정기예금 금리 (%)		0.20	0.07
타행이체 수수료 (USD)	\$2,500 이상	1.44	3.61
	\$2,500 이하	2.25	5.41
자행이체 수수료 (USD)	인터넷뱅킹	0.45	0.90
	모바일뱅킹	0.09	N/A

주: 이체수수료는 이용고객의 거래실적에 따라 상이
자료: 금융결제원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 인터넷 전문은행 vs 기존은행 예금금리 비교



자료: 각사 홈페이지, 이베스트투자증권 리서치센터

■ 인터넷 전문은행 도입 시 예상되는 긍정적 효과 및 부정적 영향은?

인터넷 전문은행은 기존 은행 대비 경쟁력 요소도 갖추고 있고 은행산업 전반적으로도 건전한 경쟁을 촉진할 수 있는 등의 긍정적인 기대효과도 있지만, 동시에 과다 출혈경쟁 가능성, 부실화 우려, 기존 은행의 인터넷뱅킹/모바일뱅킹과 서비스 중복 문제 등 부정적 영향에 대한 우려요소도 있다.

표8 인터넷 전문은행의 도입에 따른 기대효과

긍정적 효과	부정적 영향
▶ 점포 운영비 등 비용절감에 의한 경영성과 개선 ▶ 금리 및 수수료, 접근성 측면에서 소비자 효용 증대 ▶ 은행간 적정수준 경쟁 촉진 ▷ 신상품 개발 촉진 ▷ 은행간 서비스 차별화·다양화 촉진 ▷ 인터넷뱅킹 등 금융기술 발전 촉진	▶ 설립초기 수익모델 취약 시 부실화 우려 ▶ 진입확대에 따른 과잉공급(Over Banking) 가능성 ▷ 과다경쟁으로 수익성 저하 가능성 ▶ 은행산업의 신인도 하락 가능성 ▶ 차별적 서비스, 상품 개발 실패 시 기존 은행의 인터넷뱅킹/모바일뱅킹과의 서비스 중복 문제 봉착

자료: 한국금융연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

■ 6월 금융위/금융감독원 인터넷 전문은행 도입 방안 발표

6월 금융위원회/금융감독원의 인터넷 전문은행 도입 방안 발표로 한국도 인터넷 전문은행 도입 절차가 본격적으로 시작되었다. 6월 금융위원회/금융감독원이 발표한 인터넷 전문은행 도입 방안의 핵심내용은 은산분리 완화 및 최저자본금 조건 완화 등이다. 산업자본의 은행지분 Max 한도는 4%(의결권 기준임. 의결권 없는 지분 6%까지 포함하면 총지분 Max 한도는 10%)에서 50%로 상향되었고, 최저자본금 조건은 전국구 은행 기준 1,000억원(지방은행 250억원)에서 500억원으로 하향되었다.

그러나, 6월 금융위원회/금융감독원이 발표한 인터넷 전문은행 도입 방안에도 은산분리 조건 완화, 최소자본금 조건 완화와 더불어 인터넷 전문은행 도입을 위해 해결되어야 할 주요 과제 중 하나인 금융실명제 하에서의 비대면 영업 관련 구체적인 방안은 포함되지 않아 향후 이에 대한 다양한 대안이 검토되어야 할 것으로 판단된다.

표9 금융위/금융감독원 인터넷 전문은행 도입방안 주요 내용 정리

주요 쟁점		내용
소유구조	산업자본 지분한도 상향 (은산분리 규제 완화)	산업자본의 은행지분 Max 한도(의결권 기준) : 4% → 50%
최저자본금	하향 조정 (최저자본금 규제 완화)	최저자본금(전국구 시중은행 기준) : 1,000 억원 → 500 억원
영업범위	일반은행과 동일 (업무범위 제한규제 없음)	향후 시스템리스크 방지나 건전성 유지 차원에서 업무범위 제한이 필요한 경우 대비하여 인가 시 부관이나 하위법령 통해 제한하는 방안은 강구
건전성 규제	일반은행과 동일하게 적용하되 초기부담은 완화	BIS 비율 산정 : 일반은행 Basel 3 VS 인터넷 전문은행 Basel 1 유동성커버리지비율(LCR) : 인터넷 전문은행은 특수은행 수준의 규제비율(60%) 우선 적용

자료: 금융위원회/금융감독원 보도자료, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 금융실명제법 하에서의 실명확인 대안 참조

대안	내용
1안	은행직원이 고객을 방문하여 계좌개설하는 방식 - 업무권한을 부여받은 은행의 정규직원이 영업점 이외에서 실명확인 방안 - HSBC 다이렉트 बैं킹에 기허용되어 있어 원칙적으로 허용 - 계좌개설 등과 관련된 고객정보 유출 방지를 위한 적절한 내부통제장치를 필요
2안	업무제휴 협약에 의해 실명확인을 대행하는 방식 - 타금융회사(은행)와 업무제휴를 통해 계좌개설과 관련된 실명확인을 대행 - 온라인증권사 등에 기 허용된 방식
3안	공인인증서를 통한 계좌개설 방식 대면확인 통한 본인확인 이후 계좌개설 허용하고 있는 현행 실명법 취지에 위배될 소지
4안	인터넷동영상을 통한 대면확인 방식 - 공인인증서로 인터넷에 접속한 후 은행직원이 동영상 캡처하고 우편 또는 온라인으로 전송한 주민등록증 사본과 대면 확인 - 주민등록증 위조 또는 대포통장 개신 등 우려가 있어 사본 이용한 대면확인 은 허용 어려울 소지

자료: 한국금융연구원, 이베스트투자증권 리서치센터

■ 다음카카오/한국금융지주 컨소시엄 구성 선언. NAVER는? 미래에셋증권은?

한국의 인터넷 전문은행은 산업자본 Max 지분율이 50%로 상향되었다 하더라도 기본적으로 단독지분은 불가능하므로 컨소시엄 형태로 설립될 것이다. 그리고, 대체로 ICT 중심의 비금융 업체와 증권 중심의 비은행금융이 주도하는 컨소시엄 형태가 될 것이다. 정부의 인터넷 전문은행 도입 취지를 감안할 때 기존 시중은행이 컨소시엄을 주도하는 인터넷 전문은행 설립은 어려운 상황이다. 기존 시중은행은 컨소시엄에 참여하더라도 소수지분으로 참여할 수 밖에 없다.

최저자본금이 500억원으로 완화되긴 했으나 500억원 정도의 자본금으로 은행업무를 지속적으로 수행하기는 힘들 것으로 판단되며, 미국 일본 등의 사례와 마찬가지로 궁극적으로는 수천억원의 자본금이 필요할 것으로 예상된다. 한국사이버결제, KG이니시스 등 기존 PG 강자들도 인터넷 전문은행 설립에 참여할 의지를 표명하고 있으나 자금력이 약한 소규모 업체들은 컨소시엄에 소수지분으로 참여할 수는 있겠으나 주도적인 역할을 하기는 힘들다고 판단한다.

다음카카오, NAVER는 인터넷 전문은행 설립취지에 가장 적합한 IT 서비스 플랫폼 업체들이다. 다만, 15년 8월말 현재까지는 다음카카오는 적극적인 참여의지를 보인 끝에 한국금융지주와 컨소시엄을 구성한다고 발표한 반면, NAVER는 공식적으로 '미검토 중 또는 관심없음' 입장을 보이고 있다. 그러나, 당사에서는 궁극적으로는 NAVER도 대형 증권업체 등과 연합하여 다음카카오/한국금융지주 컨소시엄에 맞먹을 컨소시엄을 구성할 가능성이 매우 높다고 판단한다.

인터넷 전문은행 도입 검토 이슈 초기부터 증권업체 중에서는 키움증권, 미래에셋증권 등이 가장 적극적으로 참여의지를 표명해왔다. 키움증권은 다음카카오, NAVER 등의 대형 IT 서비스 플랫폼업체마저 배제하고 독자적으로 컨소시엄을 구성할 가능성이 큰 것으로 점쳐지고 있다. 최근 다음카카오가 한국금융지주와 컨소시엄을 구성하게 되면서 미래에셋증권은 인터넷 전문은행 참여 계획을 철회한다고 발표했는데, 당사에서는 이 또한 확정은 아니라 판단한다. 즉, NAVER도 미래에셋증권도 모두 참여의사가 없다는 입장을 보이고 있으나 여전히 궁극적으로는 NAVER/미래에셋증권 조합이 다음카카오/한국금융지주 컨소시엄에 맞설만한 강력한 대항마라 판단하고 있다.

중국의 경우 5개 민영은행 컨소시엄 중 알리바바가 주도하는 왕상은행(My Bank), 텐센트가 주도하는 웨이중은행(WeBank) 등 2개만이 인터넷 전문은행 형태로 출발했다. 한국보다 10년 이상 핀테크가 앞서가고 있는 중국도 인터넷 전문은행은 대형 IT 서비스 플랫폼 업체가 주도하는 2개의 컨소시엄만 출발한다. 한국도 최저자본금 완화에 기대어 참여의사를 표명하는 업체들이 많은 상황인데 온갖 먹튀들에게까지 설립이 인가되어서는 안될 것이다. 한국도 다음카카오, NAVER가 인터넷 전문은행의 쌍두마차가 되는 것이 가장 좋은 그림이라 판단한다.

표11 일본 인터넷 전문은행 현황

은행명	설립일	개업일	자본금 (억엔)	직원수 (명)	현재 주요 주주
재팬네트은행	2000.9	2000.10	373	287	스미토모미쓰이은행 41.2%, 야후 41.2%
세븐은행	2001.4	2001.5	305	438	세븐일레븐 38.1%, 기관(펀드)
소니은행	2001.4	2001.6	310	413	소니파이낸셜홀딩스 100.0%, 소니 60.0%
라쿠텐은행	2000.1	2001.7	260	482	라쿠텐 100.0%, Mikitani Hiroshi 13.2%, 기관(펀드)
SBI주신네트은행	2006.4	2007.9	310	289	스미토모미쓰이신탁은행 50.0%, SBI홀딩스 50.0%
이온은행	2006.5	2007.10	513	185	이온파이낸셜서비스 100.0%, (주)이온 41.2%
지분은행	2006.5	2008.6	350	864	KDDI 50.0%, BTMU 50.0%
다이와넥스트은행	2010.4	2011.4	500	101	다이와증권그룹 100.0%

주: 자본금, 직원수 및 주요 주주는 2014.3월 또는 9월 수치

자료: 우리금융경영연구소, 이베스트투자증권 리서치센터

표12 중국 5개 민영은행 준비 현황 Detail

은행명	설립 지역	자본금 (억위안)	참여기업	지분율 (%)	업종	영업방향	비고
치엔하이웨이중 (前海微眾) (영문명 : WeBank)	광둥 (深川)	30	텐센트 바이에위엔(深川) 리에(深川)	30% 20% 20%	인터넷 건강의약품 부동산	인터넷 전문은행 소액예금/소액대출	14.12.28 홈페이지 오픈 15.01.18 시범영업 시작 15.04.18 공식영업 시작
민상 (民商)	저장 (溫州)	20	정타이그룹 화평그룹	29% 20%	전기 신소재	원저우(溫州) 지역 중소기업 중심	
진청 (金城)	티엔진	50	화베이그룹 마이고우그룹	20% 18%	수력발전 부동산	티엔진 빈하이(濱海) 신규 중소기업/개인 중심	
왕상 (網商) (영문명 : My Bank)	저장 (杭州)	40	마이진푸(螞蟻金服) 푸싱그룹 완상그룹 진룬	30% 25% 18% 16%	금융 부동산 자동차부품 자산경영	인터넷 전문은행 소액예금/소액대출	15.03월말 홈페이지 오픈 2Q15 공식영업 시작
화루이 (華瑞)	상하이	35	전야오그룹 메이방그룹 동방그룹	30% 15% 8%	물류 패션 건설	상하이 자유무역지구 중소기업 중심	

주: 마이진푸(螞蟻金服, 개미금융서비스그룹) : 알리바바의 자회사. 알리페이 서비스 제공 회사

자료: 중국은행감독위원회(CBRC : China Banking Regulatory Commission), 이베스트투자증권 리서치센터

■ 한국 인터넷 전문은행 성공을 위한 세부조건은?

한국의 인터넷 전문은행들이 성공하려면 기존은행 업무 대비 차별적인 서비스, 즉 틈새 상품 및 특화상품을 개발해야 한다. 이를 위해서는 1) 원클릭결제 서비스 구축(다음카카오, NAVER는 각각 카카오페이, 네이버페이 등 간편결제 서비스를 제공), 2) 빅데이터 등 FinTech 기술을 활용한 신용평가시스템 구축(다음카카오, NAVER 모두 빅데이터 생성 능력 탁월. 빅데이터 분석 및 활용기술 발전 필요), 3) 기존은행과 고리 대부업체 사이에 위치하는 중금리 틈새고객을 확보할 수 있는 신상품 개발(클라우드펀딩, P2P 대출 등 미국 및 유럽 인터넷 전문은행 성공사례 벤치마킹) 등이 필요하다.

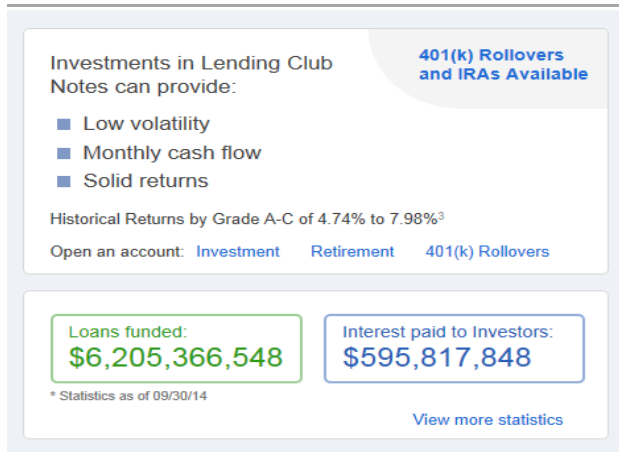
■ 다음카카오 카카오톡, 인터넷 전문은행의 핵심 플랫폼 역할 가능

P2P 대출 업무는 인터넷 전문은행의 대표적인 업무 중 하나

P2P 대출은 지점 없이 인터넷을 통해 투자금을 모은다는 점에서 인터넷 전문은행의 가장 본질적인 업무 중 하나이다. P2P 대출업체는 주로 빅데이터를 통한 신용평가 시스템을 활용한다. 고객층은 1금융권 이용고객 바로 아래 등급 고객이다. 미국 P2P 대출 업체는 수신금리 8%, 대출금리 13%를 적용한다. 대출금리 13%는 신용카드 대출금리보다 훨씬 낮고, 수신금리 8%는 일반적인 실질 예금금리의 4배에 달할 정도로 높다.

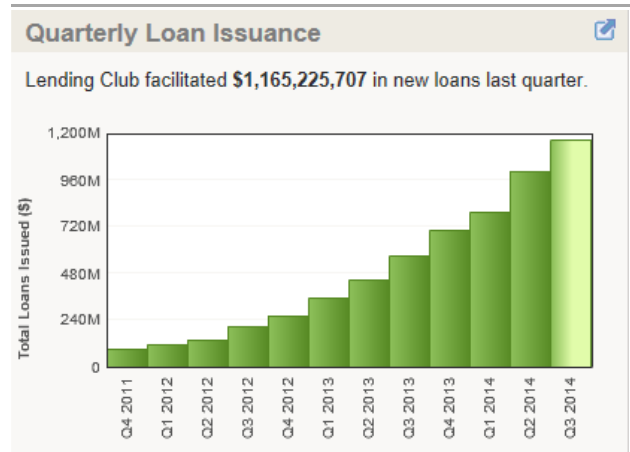
대표적인 인터넷 P2P 대출 중개업체인 렌딩클럽을 소개한다. 렌딩클럽(Lendingclub)은 2006년 미국 샌프란시스코에 설립된 개인간 대출(Peer to Peer Lending) 전문 업체이다. 돈을 빌리려는 개인투자자와 돈을 빌려주려는 개인 및 소규모 자영업자를 온라인으로 연결해준다.

그림38 렌딩클럽 누적대출금/대출이자 62억불/6억불



자료: Lendingclub.com, 이베스트투자증권 리서치센터

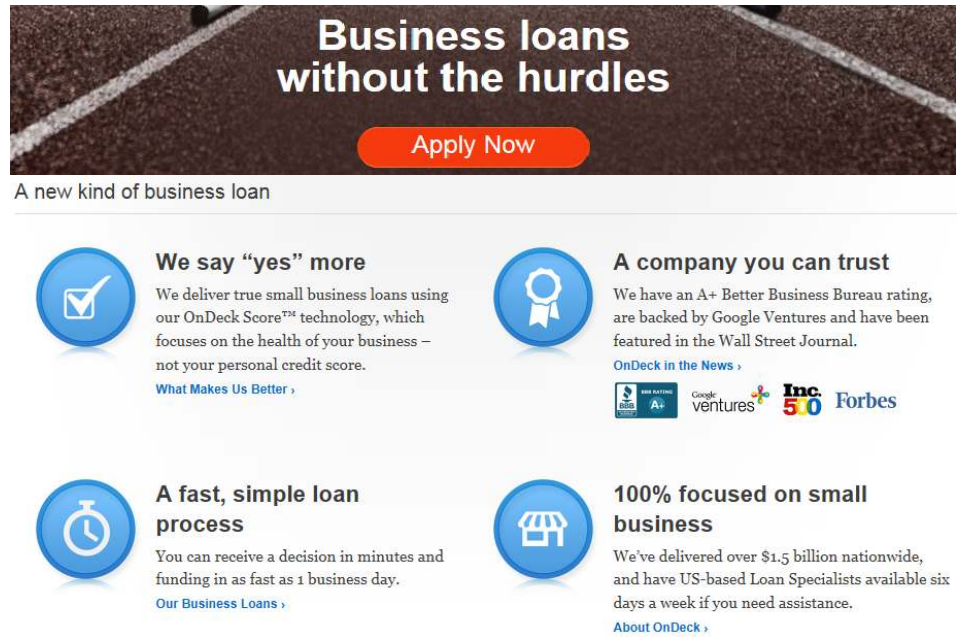
그림39 렌딩클럽 2014년 3분기 신규 대출금 12억불



자료: Lendingclub.com, 이베스트투자증권 리서치센터

대표적인 소액대출 전문 인터넷 전문은행 온덱을 소개한다. 온덱(OnDeck)은 2007년 미국 뉴욕에 설립된 소액대출 전문 인터넷 전문은행이다. 소규모 자영업자들에 대해 몇 백만원, 몇 천만원, 몇 억원 단위의 소규모 대출을 한다. 오프라인 지점은 없으며 온라인으로만 대출심사가 진행되는데 대출절차는 매우 간단하고 신속하다. 온라인으로 대출 신청서를 제출하면 몇 분만에 대출여부를 결정해서 알려주고 1 영업일 뒤에 바로 대출금을 입금해 준다. 온덱의 온라인 대출심사는 자체 개발한 알고리즘 기술 덕분인데 이는 대출 신청자의 신용도를 은행거래 내용, 현금흐름, 신용도, 소셜미디어의 댓글 평점까지 고려해서 순식간에 분석해낼 수 있는 기술이다.

그림40 온덱의 주요 장점 요약한 온덱 홈페이지



Business loans without the hurdles

[Apply Now](#)

A new kind of business loan



We say “yes” more

We deliver true small business loans using our OnDeck Score™ technology, which focuses on the health of your business – not your personal credit score.

[What Makes Us Better >](#)



A company you can trust

We have an A+ Better Business Bureau rating, are backed by Google Ventures and have been featured in the Wall Street Journal.

[OnDeck in the News >](#)



A fast, simple loan process

You can receive a decision in minutes and funding in as fast as 1 business day.

[Our Business Loans >](#)



100% focused on small business

We've delivered over \$1.5 billion nationwide, and have US-based Loan Specialists available six days a week if you need assistance.

[About OnDeck >](#)

자료: Ondeck.com, 이베스트투자증권 리서치센터

영국의 조파(Zopa)는 미국의 렌딩클럽처럼 인터넷을 통한 P2P 대출 중개서비스를 제공하고 있다. 조파(Zopa)는 대출자들의 대출금액과 이자율을 조합해 차입자의 요구에 맞는 대출서비스를 매칭한다. 여수신 금리는 각각 5.6%, 4.9%로서 모두 영국 시중은행보다는 유리한 조건이다.

영국의 시더스(Seedrs)는 자금조달이 어려운 초기벤처에 대한 투자자를 모집하는 온라인 크라우드펀드이다. 최소 투자금액은 10파운드이며 지난 5월말까지 100여건의 프로젝트에 대한 투자를 성사시켰다.

중금리 고객 대상 P2P 대출 서비스는 한국 인터넷 전문은행에게도 핵심 특화상품

한국의 시중은행들은 대부업자의 35%에 달하는 고금리보다는 낮고 시중은행의 3%에 불과한 저금리보다는 높은 중금리 대출을 거의 다루지 않고 있다. 자영업자들을 중심으로 하는 중금리 고객의 저변이 넓음에도 은행들이 이들을 대상으로 대출서비스를 제공하지 않는 것은 자영업자들에 대한 신용평가 시스템을 갖추고 있지 못하기 때문이다. 자영업자들의 신용을 분석할 수 있는 신용평가 시스템만 갖추어 있다면 P2P 대출은 한국 금융시장에서도 유용한 बैं킹모델이 될 것이다. 그리고, 인터넷을 통한 투자금 모집, 빅데이터 등을 활용한 신용평가 시스템 구축과 이를 통한 대출 서비스 진행 등 P2P 대출 서비스는 지점 영업 중심의 기존 시중은행보다는 인터넷 전문은행에 훨씬 적합한 사업모델이다. 다만, P2P 대출은 빅데이터를 활용한 신용평가시스템이 구축되기 전까지는 선불리 다루는 것은 위험하기도 하다. 단기적으로는 나이스평가정보와 같은 개인 신용평가 업체들을 활용할 수도 있겠으나 중장기적으로는 빅데이터 등을 활용한 자체적인 신용평가 시스템 구축은 반드시 필요하다.

카카오톡, 모바일 클라우드 및 모바일 P2P Biz에 가장 적합한 플랫폼

클라우드펀딩은 대중으로부터 투자금을 모집한다는 점에서 기본적으로 모바일 SNS 플랫폼과 가장 잘 어울리는 서비스이다. Social Network Service의 기본 속성이 Social Graph를 통한 공유와 확산이기 때문이다. 그리고, 개인과 개인을 그물처럼 연결하는 P2P(Peer to Peer) 또한 Social Network Service와 그 속성이 일치한다. 즉, 클라우드펀딩과 P2P 대출 서비스는 본질적으로 인터넷 전문은행의 핵심 특화상품일 뿐만 아니라 PC보다는 모바일, 모바일 중에서도 모바일 SNS 플랫폼과 마케팅 궁합이 가장 잘 맞을 수 밖에 없는 서비스인 것이다.

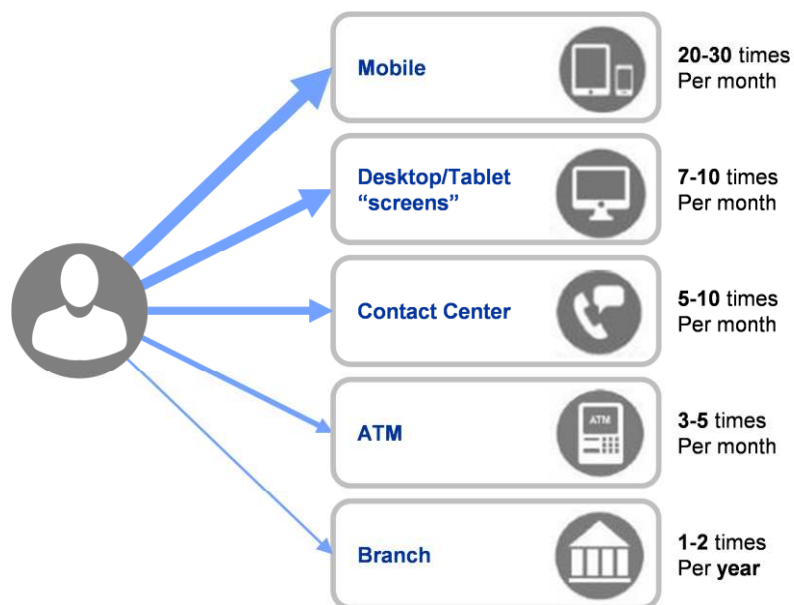
한국에서는 카카오톡이 타의 추종을 불허하는 독보적인 모바일 SNS이다. 따라서, 한국에서는 카카오톡이 모바일 클라우드펀드 및 P2P 대출 서비스에 가장 적합한 플랫폼이라 판단한다.

모바일 채널이 소매금융 채널 중 압도적 비중 차지. 카카오톡, 한국시장 독보적 모바일 플랫폼

Brett King은 그의 저서 Bank 3.0에서 소매금융 채널 중 모바일 채널 이용비중이 압도적 비중을 차지하게 되고 지점 이용비중은 매우 낮은 수준으로 떨어질 것으로 예측하고 있다. 모바일 채널 이용비중은 PC 채널 이용비중마저도 압도할 것으로 예측하고 있다.

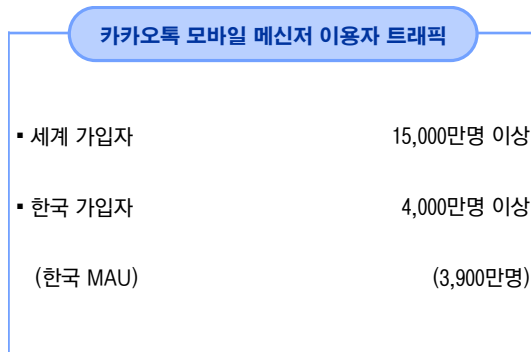
다음카카오의 카카오톡은 한국시장에서는 타의 추종을 불허하는 독보적인 모바일 서비스 플랫폼이다. 한국의 카카오톡 가입자는 국민의 대부분인 4,000만명 이상이며 MAU는 3,900만명이다. 카카오톡은 한국의 국민 모바일 메신저이다.

그림41 Retail Banking Channel Interactions(16E) from “Bank 3.0” by Brett King



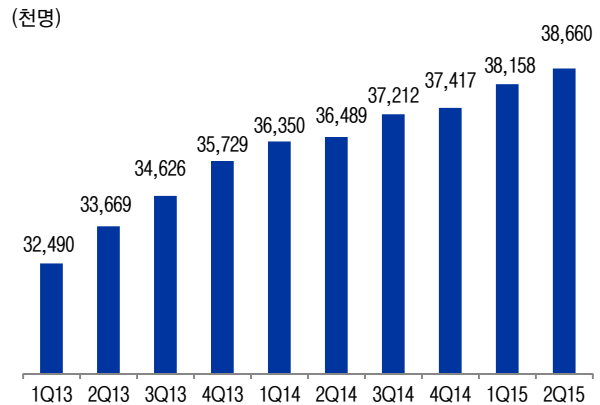
자료: Foresee.com, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 카카오톡 가입자 현황



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 카카오톡 국내시장 MAU 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

모바일 SNS, 은행의 마케팅 플랫폼으로 활용되는 사례 다수

모바일 SNS 플랫폼은 은행들의 금융상품 판매채널과 상품기획 등에 큰 영향을 미치고 있다. 가령, 은행들의 페이스북 활용은 먼저 고객들의 불만사항이나 요구사항을 해결하기 위한 Customer Care Center 개념의 페이스북 Page 개설로 시작된 후 한걸음 더 나아가 상품판매 및 마케팅을 위한 페이스북 Branch를 개설하는 사례도 나타났다.

독일의 피도르은행(Fidor Bank)은 2009년 설립된 독일의 인터넷 전문은행으로서 고객이 프로슈머(Prosumer, 생산에 참여하는 소비자)로 활동하는 커뮤니티 은행이다. 신상품 아이디어, 상품 평가, 채테크 상담 등에 대한 고객의 직접참여를 유도하여 시장의 변화에 적합한 맞춤형 서비스를 제공하고 있다. 고객참여를 유도하기 위해 질문은 10센트, 조언은 25센트를 제공하며 제안한 상품이 선정된 고객에게는 100유로의 보너스를 지급한다. 신규고객은 페이스북 커넥트를 통해 계좌를 신청할 수 있고, 페이스북 계정의 '좋아요' 클릭수가 2,000회 늘어날 때마다 0.1%p씩의 금리혜택을 제공하고 있다.

그림44 페이스북 '좋아요' 클릭수 2,000회 증가할 때마다 대출금리 0.1%p씩 하락



자료: Fidor.de, 이베스트투자증권 리서치센터

뉴질랜드의 ASB뱅크는 페이스북 내 Virtual Branch에서 채팅을 통한 상담을 제공하고 있으며 예금을 판매하는 Savings Superheroes, 대출을 판매하는 Facebook LikeLoan, 페이스북에서 친구에게 송금받을 수 있는 Social Collect 서비스 등을 제공하고 있다. Social Collect 서비스는 다음카카오의뱅크월렛카카오 송금서비스와 비슷하다.

영국의 Barclays 은행은 Crowd Sourcing Credit Card인 'Ring Card'를 출시했다. Ring Card 고객들은 전용 SNS의 커뮤니티에 소속되어 상품 아이디어나 내용에 대한 피드백을 공유하며 팬층은 아이디어들은 선별적으로 카드 프로그램에 반영된다. Ring Card는 이익공유 프로그램을 통해 카드 이용에서 발생한 이익을 고객들의 선택에 따라 보상으로 제공해주거나 공익목적으로 기부하기도 한다. Ring Card는 첫째 197,326달러의 수익을 시현했으며 이 중 25,238달러를 고객들에게 보상으로 제공했다.

영국의 아지모(Azimo)는 별도의 점포 없이 페이스북 모바일 SNS 플랫폼을 활용하여 200여개 국가에 대한 송금 서비스를 제공하고 있다.

이 밖에 인도의 이치치은행(Ichichi Bank)도 페이스북을 활용하고 있고, 루마니아의 알리오르은행(Alior Bank)은 로컬 SNS를 활용하고 있다.

국내은행 중 모바일 SNS 플랫폼의 활용은 하나은행이 가장 적극적이다. 하나은행은 2012년 10월 상담서비스를 제공하는 Facebook Virtual Branch를 개설하였다. Facebook Virtual Branch는 하나은행과 거래가 없는 페이스북 회원도 전문 상담원과 실시간 채팅을 통해 금융상담을 받을 수 있는 국내 최초의 페이스북 기반 가상 영업점이다. 고객들은 각자의 페이스북 계정에서 하나은행의 대출, 예금 등 금융상품에 대하여 채팅, 이메일, 화상전화 등으로 상담할 수 있다. 하나은행은 2015년 2월에는 다음카카오와의 업무제휴를 통해 카카오프렌즈 캐릭터를 통장 이미지로 활용한 6종의 뱅크월렛카카오 통장을 출시했다. 뱅크월렛카카오 충전계좌로 등록 시 100만원 이하 잔액에 대해 연 2.0%의 금리를 제공하고, 100만원 초과 시 초과분에 대해 연 0.1%의 금리를 추가로 제공한다. 거래실적에 따라 전자금융을 통한 이체수수료부터 타행 ATM기에서 출금하는 거래수수료 등 각종 수수료도 면제해준다.

그림45 뱅크월렛카카오 통장 이미지(총 6종)



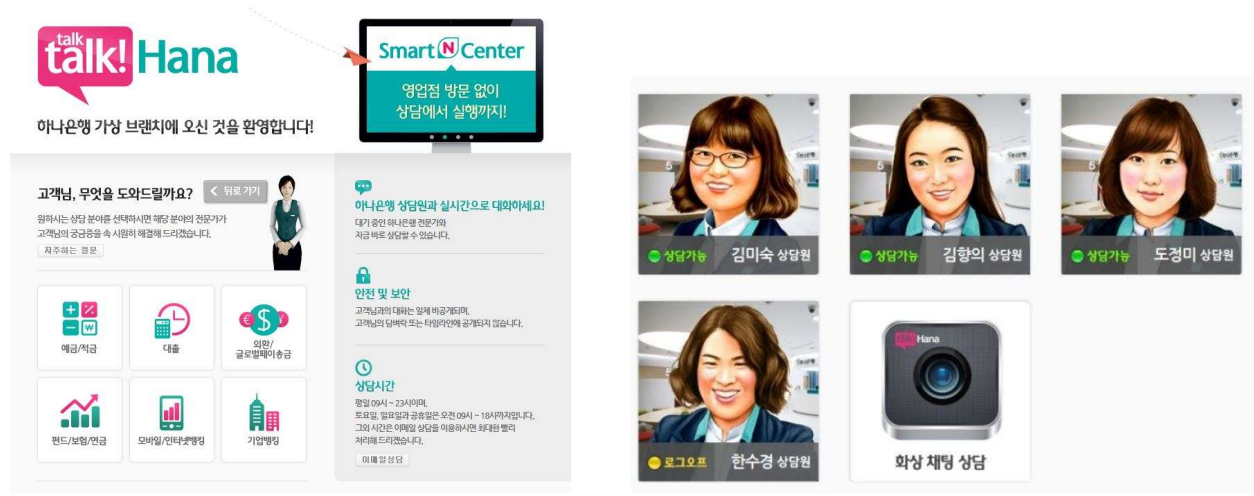
자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 뱅크월렛카카오통장 금리 참조



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 하나은행의 Facebook Virtual Branch



자료: facebook/hanabank, 이베스트투자증권 리서치센터

다음카카오 카카오톡, 한국 인터넷 전문은행의 핵심 플랫폼 역할 수행 가능

글로벌 금융업체들은 모바일 SNS 플랫폼을 마케팅 수단으로만 활용하는 단계를 넘어 이미 직접적 영업 플랫폼으로 활용하고 있는데 한국 금융업체들은 아직 모바일 SNS 플랫폼의 활용도가 매우 낮다. 그러나, 한국도 작년부터 결제부문을 시작으로 FinTech 시장이 개화하고 있고 특히 FinTech의 꽃인 인터넷 전문은행 도입도 추진되고 있어 모바일 SNS의 FinTech 부문 활용도는 가파르게 상승할 것으로 전망된다.

카카오톡은 한국에서는 타의 추종을 불허하는 압도적인 모바일 SNS 플랫폼이다. 따라서, FinTech 시장이 발전할수록 카카오톡의 중요도는 커질 것으로 기대된다. 카카오톡은 이미 18개 금융업체(17개 시중은행 + 우체국)와의 제휴를 통한 송금 및 결제 플랫폼인뱅크월렛카카오의 기반 플랫폼으로 활용되고 있다. 그리고, 규제완화 등 법적인 문제만 해결된다면 기술적으로는 향후 모바일 크라우드, P2P 대출 서비스 등 다양한 인터넷 전문은행 특화상품 영업의 핵심 플랫폼으로 활용될 수 있을 것으로 예상한다.

표13 카카오톡의 인터넷 전문은행 플랫폼 경쟁력 점검

구분	내용	비고
카카오톡 내 홍보용 개설 페이지 개설	▶ 고객 여론 파악 ▶ 은행이미지 제고	▶ 플러스친구 활용 가능
빅데이터 활용	▶ 고객 성향 파악 ▶ 새로운 금융상품 개발 ▶ 새로운 판매전략 수립 ▶ 신용평가 시스템 구축	▶ 카카오톡 광고, EC 등 거래행위 분석 가능 ▷ 광고 : 플러스친구 550 개, 옐로페이지 45,000 개 ▷ EC : 선물하기, 카카오픽, 카카오택시 등 ▶ 다음 PC/모바일 포털 빅데이터 활용 가능
카카오톡 내 가상지점 운영	▶ 채팅 통한 상담	▶ ABS 은행의 Facebook Virtual Branch 벤치마킹 가능
크라우드 및 P2P 마케팅 채널 활용	▶ 마케팅 채널 for 크라우드펀딩 투자금 모집 ▶ 마케팅 채널 for P2P 대출 서비스 중개	▶ 크라우드펀딩, P2P 대출 등 인터넷 전문은행 핵심 특화상품 ▶ 카카오톡 등 모바일 SNS는 P2P Biz에 적합한 플랫폼 ▷ 뱅크월렛카카오는 대표적인 P2P 송금서비스
SNS 기능 활용한 Social 금융 서비스 제공	▶ 재무 상황 고지 ▶ 계좌 이용내역 고지, 과소비 여부 경고	▶ Moven "Money Pulse", Simple "Safe-to-Spend" 벤치마킹 가능

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

■ 다음카카오, 한국금융지주와 인터넷 전문은행 컨소시엄 구성

한국금융지주 50%, 다음카카오 10%로 출발. 궁극적으로 다음카카오가 1대 주주로서 주도적 역할

다음카카오는 한국금융지주와 인터넷 전문은행 컨소시엄을 구성한다. 다음카카오 한국금융지주 컨소시엄의 지분 구성은 한국금융지주 50%, 다음카카오 10%, 다수 IT기업 30%, 신한은행/하나은행 등 10%이다. 아직은 은산분리법 개정안이 국회를 통과하여 법안이 개정된 상황은 아니기 때문에 컨소시엄 구성 초기의 파트너별 지분 구성은 현재의 법적규제를 준수할 수 밖에 없다. 즉, 다음카카오 지분이 10%인 것은 의결권 지분 4%, 비의결권 지분 6%를 합친 것으로서 현재의 산업자본 지분을 규제하에서는 Max 지분율이다.

그러나, 은산분리법 개정안(산업자본 은행지분 Max 50%까지 허용)이 통과되면 다음카카오가 추가 편당에 주도적으로 참여하여 궁극적으로는 다음카카오가 1대 주주가 될 예정이다.(2Q15 실적발표 컨콜에서 다음카카오측이 공식적으로 밝힘) 다음카카오 한국금융지주 컨소시엄의 인터넷 전문은행은 카카오톡 기반의 모바일은행 형태로서 다음카카오가 주도적 역할을 수행할 것으로 예상된다.

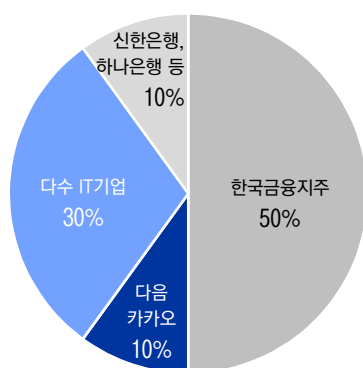
향후 일정은 9월 예비인가가 신청, 10-11월 심사, 12월 예비인가, 16년 상반기 본인가 일정이다.

한국금융지주와의 결합, 시너지 포인트 다수

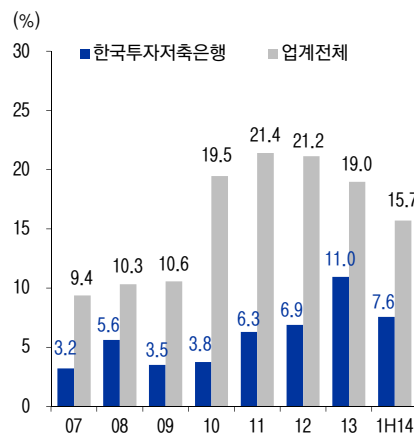
한국금융지주의 고유장점인 효율적인 비용관리 노하우는 인터넷 전문은행 모델에도 부합하며 금융투자 자회사들과의 시너지도 기대된다. 인터넷 전문은행의 여신업무 영역은 카드, 캐피탈사 등 2금융권과 중첩되므로 이들 업체들과 경쟁하기 위해선 고객층에 대한 신용위험 관리가 무엇보다 중요하다. 한국금융지주의 자회사인 한국투자저축은행은 상위 카드사에도 뒤지지 않는 대손율을 보이며 2%대의 ROA를 실현하고 있는 등 업계 최고의 여신관리 역량을 확보하고 있다.

그림48 다음카카오/한국금융지주 인터넷 전문은행 컨소시엄 관련

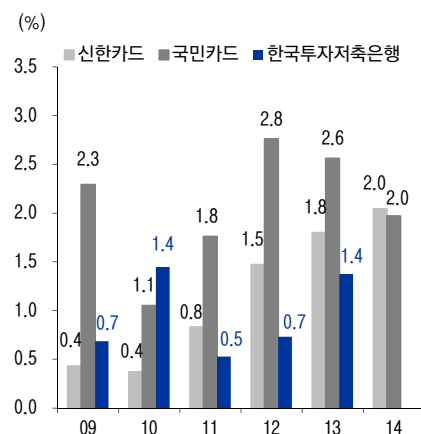
컨소시엄 구성 초기 예상 지분구조



한국투자저축은행 고정이하여신비율



한투자저축은행, 상위 카드사 대손율 비교



자료: 언론보도, 금융감독원, 이베스트투자증권 리서치센터

라. 카카오택시: 출발 대호조. 장기적으로 생활밀착형 서비스 안착 후 과금 단행 예상

콜택시앱 서비스인 카카오택시는 2015년 3월말 승객용 앱이 출시되었다. 8/13 기준 누적 기사앱 다운로드 14만, 누적 승객앱 다운로드 500만, 누적콜수 1,200만, 일평균 콜수 24만 등 폭발적인 지표를 보여주고 있다.

누적 기사앱 다운로드수는 15년 5월말 기준 전국 등록 택시기사수 28만명의 절반에 이르고 있다. 누적 기사앱 다운로드수는 7/7 기준 10만에서 8/13 기준 14만으로 한달 만에 40%나 증가하는 등 가파른 속도로 증가하고 있다. 머지 않은 시기에 전국 등록 택시기사 대부분이 카카오택시 기사용 앱을 다운로드할 것으로 예상된다.

8/13 기준 일평균 콜수는 24만명을 기록하고 있는데 이를 감안하면 카카오택시의 전국 콜택시앱 이용자 기준 M/S는 90%에 달할 것으로 추산된다. 더구나 일평균 콜수는 7/7 기준 15만에서 8/13 기준 24만으로 한달여만에 60%나 급증하는 등 가파른 속도로 증가하고 있어 카카오택시는 기존 콜택시앱 시장을 잠식하는 단계를 넘어 시장을 확장시키는 역할을 하고 있다.

서울의 경우 콜택시앱 뿐만 아니라 전화콜까지 포함한 모든 콜택시 이용자의 80% 이상을 장악한 것으로 추산된다. 카카오택시 출시 전 서울의 콜택시 일평균 콜수는 33,000개 정도였는데 8/13 현재 카카오택시의 서울 일평균 콜수는 10-11만(전국시장의 40-45%)개 정도로 추산된다. 서울의 경우 카카오택시의 출현으로 콜택시 시장 자체가 3배 이상 급성장한 것이다.

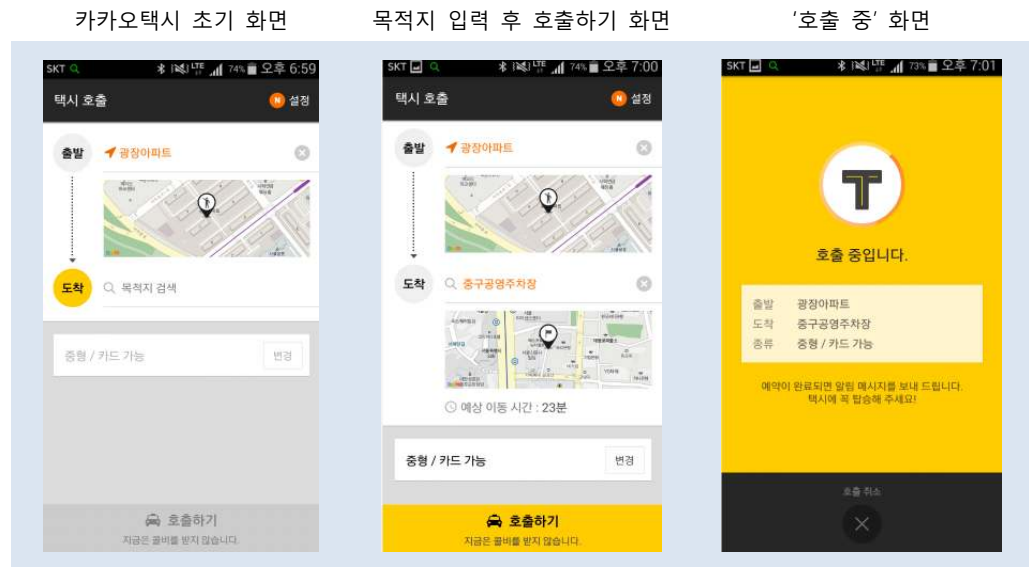
카카오택시는 현재까지는 무료서비스이다. 그리고, 아직은 유료 과금 계획이 전혀 없는 상황이다. 출발 초기 활동성이 좋다고 하여 곧바로 유료화를 단행하는 것은 바람직하지 않다고 판단한다. 일평균 콜수 측면에서 시장을 좀 더 키울 필요도 있고, 생활밀착형 서비스로 확실하게 자리잡을 때까지는 무료서비스를 이어가는 것이 바람직하다.

그러나, 장기적으로 생활밀착형 서비스로 안착하면 유료 과금이 단행될 것으로 예상된다. 현재로선 과금 방식을 논하는 것은 이르지만 콜비(from 기사 또는 from 승객 또는 from 기사 일부, 승객 일부 등) 형식일 것이라 가정만 해도 상당한 수준의 수수료 매출(대부분 영업이익 기여)이 발생하는 것으로 시뮬레이션 된다. 가령, 현재 일평균 콜수가 24만인데 여전히 가파른 증가추이를 감안하여 궁극적으로 일평균 콜수 50만 정도에서 생활밀착형 서비스로 안착될 것이라 가정한 후 콜당 500원 정도의 콜비만 적용해도 일평균 2.5억원, 연간 910억원의 수수료 매출이 계산되는 것이다.

그리고, 아직은 택시비 결제수단으로 카카오페이가 연동되지 않고 있으나 중장기적으로는 카카오페이를 택시비 결제수단으로 연동할 수도 있으며 이 경우 별도의 결제플랫폼 수수료 매출도 발생할 수 있다.

참고로 중국의 경우 콜택시앱 쌍두마차인 텐센트의 디디다처, 알리바바의 콰이디다처도 현재는 무료 서비스 중이며 공격적 마케팅으로 중국 콜택시앱 시장을 양분하고 있다. 반면, 카카오택시는 아직 카카오페이를 연동하고 있지 않으나 디디다처는 텐센트의 텐페이, 콰이디다처는 알리바바의 알리페이를 결제수단으로 연동하고 있다.

그림49 카카오택시 사용화면 예시



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 디디다처, 홈페이지 Main 화면



자료: xiaojukeji.com

그림51 디디다처, 텐페이 결제진행 화면



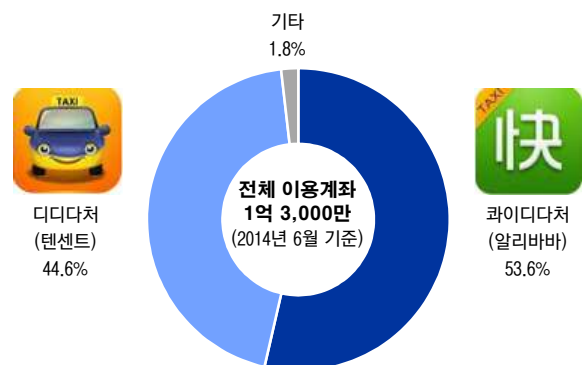
자료: 언론보도

그림52 콰이디다처, 다중 택시호출 방식 홍보화면



자료: kuaidadi.com

그림53 디디다처, 콰이디다처 중국 택시호출앱 시장 양분



자료: 언론보도

라. 카카오 프리미엄택시: 15년 10월 시범서비스 예정. 유료 서비스 예정

2015년 10월 카카오 프리미엄택시 시범서비스가 시작될 예정이다. 카카오 프리미엄택시는 '의전용 리무진 서비스' 형태가 될 전망이다. 차량은 2,800CC 이상의 중형 외제차 중심의 고급차량 100대로 출발한다.

카카오 프리미엄택시는 다음카카오, 서울택시조합, 하이엔(한국스마트카드가 100% 지분 보유한 자회사) 등 3개사의 제휴를 통한 서비스이다. 다음카카오는 앱(카카오 일반택시 앱 준용), 시스템, 서비스 정책 수립, 마케팅 등을 담당하며, 서울택시조합은 택시회사들의 참여를 유도하는 역할을 하며, 하이엔은 차량수급/기사채용/기사교육 등을 담당한다.

카카오 프리미엄택시는 카카오택시(일반택시)와 달리 유료 서비스를 단행할 예정이다. 다만, 8월말 현시점에선 과금 방식, 결제수단 등은 미공개 상태이다.

과금은 콜비 방식(콜당 정액제 과금)일 수도 있고, 서비스의 기본 컨셉이 '의전용 리무진 서비스'라는 점을 감안하면 택시비 자체에 대한 Revenue Sharing 방식이 될 가능성도 있어 보인다.

카카오택시(일반택시)의 경우 아직은 승객이나 기사(또는 택시회사)에게 콜비를 부담시키는 것은 이르다. 생활밀착형 서비스로 자리도 잡기 전에 선불리 콜비 과금을 단행한다면 승객이나 기사의 거부감을 불러일으켜 역풍을 맞을 수도 있기 때문이다.

그러나, 카카오 프리미엄택시는 특별한 날 의전용으로 쓰고 싶은 고객이 일반택시보다 훨씬 비싼 택시요금을 감안하고도 카카오 프리미엄택시 앱을 통해 고급 리무진 차량을 호출하여 서비스를 이용하는 것이므로 택시요금 자체에 일정수준의 다음카카오 Revenue Sharing을 포함시켜도 승객의 거부감은 없을 것이다. 즉, 다음카카오의 BM은 정액제 콜비가 아니라 택시요금에 연동되는 종량제 Revenue Sharing이 될 가능성도 있다는 것이다.

결제수단의 경우 카카오 프리미엄택시도 일반 신용카드 방식으로 출발할 가능성이 커 보인다. 그러나, 장기적으로 카카오페이가 이용도가 크게 증가할 경우 카카오페이를 결제수단으로 추가할 것으로 예상된다.

마. 카카오택시 인접사업: 향후 카카오택시, 카카오킥 등도 하나씩 론칭 예정

카카오택시, 카카오킥 등 카카오택시 인접사업도 하나씩 론칭할 가능성이 큰 사업들이다. 참고로 카카오택시, 카카오킥 중 하나는 빠르면 올해말 또는 내년초 늦어도 내년 상반기 내 론칭할 예정이다. 카카오택시의 경우 택시 시장이 콜택시 시장보다 크긴 하나, 콜택시 사업이나 리무진 사업과 달리 택시 운전은 주요 고객이 심야 취객이라는 점을 감안하면 전화콜 방식 대비 앱 방식의 효용성이 다소 떨어진다는 점에서 사업성에 대해 좀 더 검토해볼 필요는 있어 보인다. 반면, 킥배달 서비스는 기본적으로 앱방식 서비스에 적합한 모델이라 판단된다.

기타 포인트들 점검

1. 6월초 인도네시아 3대 SNS 중 하나인 패스(Path) 양수도

- ① MAU 1,000만명
- ② 양수도 가격은 미공개이나 모언론에서 공표한 2,000만불 정도 수준 추산
- ③ 카카오톡 해외 MAU가 1,000만명이며 이 또한 여러 국가 분산 수치임을 감안하면 인도네시아 단일 국가 MAU 1,000만명은 의미 있는 수치라 판단
- ④ 인도네시아 3대 SNS는 Facebook, Path, Instagram. MAU 순위는 Facebook이 1,200만명으로 1위, Path와 Instagram이 1,000만명으로서 2-3위
- ⑤ 즉, Path의 인도네시아 MAU 수준은 1, 2위와 격차가 큰 3위가 아니라 비슷한 수준의 3위이기 때문에 충분히 Monetization이 가능한 수준이라 판단
- ⑥ 따라서, 2,000만불 정도의 양수도 가격(모언론 공표 내용 참조. 실제치는 미공개)은 트래픽 가치 대비 훨씬 싼 가격이라 판단
- ⑦ 다음카카오 싱가포르(동남아 관장. 동사 지분 100%)에서 Path 서비스 운영 예정
- ⑧ 지분 인수가 아니라 Path 사업부 영업양수도임. 더구나, 기존 현지 Path 직원은 거의 승계하지 않는 조건
- ⑨ 동남아시아 거점 User Base 확보. 이를 바탕으로 다음카카오 서비스 연동 통한 시너지 창출 잠재력 풍부
- ⑩ 특히, 한국시장에서 론칭 초기 폭발적 반응을 보이고 있는 카카오택시와 같은 O2O 서비스가 Path를 활용할 수 있는 대표적인 서비스
- ⑪ 다만, 서비스 인수인계에만 6개월 정도가 소요된다는 점을 감안하면 O2O 등 서비스 연동은 내년에 단행될 것으로 전망

2. '국민내비 김기사' 제작 및 서비스 업체 '룩앤올' 지분 100% 인수

- ① 15.05.19 스마트폰 네이게이션 앱 '국민내비 김기사' 제작 및 서비스 업체 '룩앤올' 지분 100% 626억원 인수 발표
- ② 국내 이용자 1천만명 이상을 확보하고 있는 '국민내비 김기사' 앱 서비스 업체 '룩앤올' 지분 인수는 카카오택시 사업과의 시너지 측면에서 긍정적 투자라 판단. 기술적 측면의 시너지는 물론 향후 Monetization 측면에서도 시너지 기대(중장기적으로 콜비 형태 등으로 카카오택시 서비스 유료화 가능. 이와 별개로 네비게이션도 광고 모델 등의 형태로 유료 과금 모델 접목 가능)
- ③ 다음카카오는 6,000억원 이상의 순현금 보유 및 PC포털 다음, 모바일 SNS 카카오톡 등 막강한 Cashcow 보유. 따라서, 626억원의 투자금액은 자금 관리 측면에서도 전혀 부담스런 수준 아님

3. 다음 웹툰 작품 40여편 중국 대표 콘텐츠 플랫폼 4곳 통해 중국 진출

- ① 다음 웹툰 작품 40여편 텐센트의 QQ닷컴, 중국 최초 만화 사이트 U17(요유치), 차이나모바일의 모바일 콘텐츠 플랫폼 ‘열독기지’, 웹툰 전용 앱 ‘미람만화 앱’ 등 중국 대표 콘텐츠 플랫폼 4곳을 통해 PC 및 스마트폰 동시 서비스 시작
- ② 해외 각국의 인기 콘텐츠 플랫폼을 통한 다음 웹툰 글로벌 시장 공략 계획. 중국 진출은 이러한 계획의 첫 단추
- ③ 중국시장 진출에 이어 향후 일본시장도 진출 계획. 향후 미국시장도 현지 콘텐츠 업체와의 제휴 확대 계획

4. 중국 모바일게임 퍼블리싱 사업 시작

- ① 다음카카오 중국 사업소 퍼블리싱 전담 직원 50여명
- ② 개발사 달콩이 에스엠엔터테인먼트로부터 IP 제공받아 개발한 모바일 리듬게임 ‘슈퍼스타에스엠타운’ 7/23 중국시장 퍼블리싱 시작
- ③ ‘슈퍼스타에스엠타운’ 중국시장 퍼블리서는 추콩
- ④ 신용카드가 없어 앱마켓의 결제시스템 이용이 어려운 10대가 주사용층인 게임. 추콩은 중국 모바일게임 퍼블리셔 중 휴대폰결제 분야 강점
- ⑤ 중국 10-20대 모바일 사용자층의 한류 열풍 겨냥. 추콩과 함께 대대적 마케팅 예정. 중국 내 인기가 높은 보아, 동방신기, 슈퍼주니어, 슈퍼주니어-M, 소녀시대, 샤이니, 에프엑스, 엑소, 레드벨벳 등의 IP(지적재산권)를 기반으로 개발한 게임이라 히트 가능성에 대한 기대감은 있는 편(5월 상용화 예정이었다가 7/23 상용화. 메르스 여파 등으로 일정 연기)
- ⑥ 향후 360, 바이두, 잉용바오, 샤오미 등 중국 내에서 가장 영향력 있는 상위 8개 모바일 마켓에 한국 모바일게임 퍼블리싱 진행 계획(중국 로컬게임 소싱보단 한국 게임의 중국시장 진출 플랫폼 역할) : 중국 개발사에 최적화된 중국 진출 플랫폼 제공 + 커뮤니케이션, 문화적 장벽 최소화하는 조직 운영 + 숙련된 중국 PM들을 통한 현지화

Part III 실적 전망

1Q15, 2Q15 부진은 물론 올해는 매 분기 부진 전망. 일찌감치 예상하고 있는 부분

동사는 올해는 핀테크 및 O2O 등 신사업에 대한 공격적 투자의 시기로서 과도기적인 실적악화 시기이다. 즉, 1Q15, 2Q15 부진은 물론 3Q15 이후에도 실적부진은 지속될 수 밖에 없으며 이는 예정된 수순으로서 시장 참여자 대부분이 일찌감치 예상하고 있는 부분이다. 2015년은 기존 다음 PC포털 광고 부문은 구조적인 성장정체 Cycle에 접어든 가운데 카카오 게임 부문도 과도기적인 성장정체 국면을 지나고 있어 카카오 광고, 커머스, 기타 부문이 고성장을 지속하고 있음에도 전체 매출 성장성은 크게 둔화되는 시기이다. 반면, 2015년은 핀테크(카카오페이,뱅크월렛카카오, 인터넷 전문은행 등) 및 O2O(카카오택시, 카카오타임쿠폰, 카카오오더 등)를 중심으로 한 신사업에 대한 공격적 투자의 시기로서 마케팅비 등 투자성 영업비용은 크게 늘어나는 시기이기도 하다.

2H15는 1H15보다는 카카오 게임부문 성장성 다소 회복 가능성 상존

카카오 게임부문은 1H15 극히 부진했다. 그러나, 2H15는 1H15 대비 성장성이 다소 회복될 것으로 전망한다. 이는 2H15는 1H15 대비 카카오톡 계정 신작 론칭 라인업수 증가 예정, 카카오프렌즈 캐릭터 활용한 게임 몇 개 론칭 예정, 상하이 애니팡 및 애니팡 맞고 등 선데이토즈 기대신작 카카오톡 계정 론칭 예정 등을 감안한 것이다.

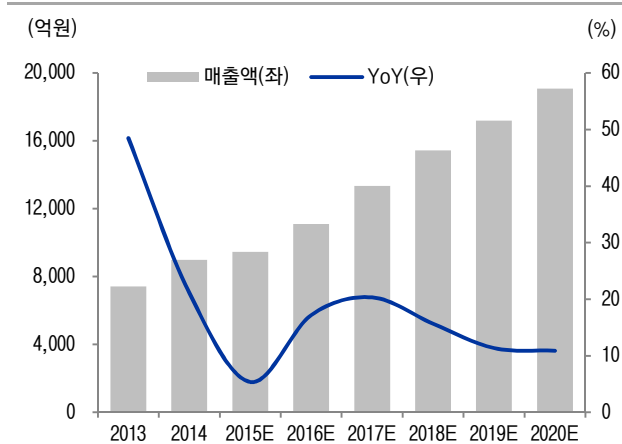
카카오 부문 폭발적 성장잠재력 유효. 특히, 핀테크, O2O 신사업 잠재력 무궁무진

카카오 부문의 광고, 커머스, 기타 매출 성장성은 지속적으로 고성장하고 있을 뿐만 아니라 장기적으로는 성장성이 더욱 강화될 것으로 전망한다. 카카오 광고부문 및 커머스 부문은 지금도 고성장이 지속되고 있지만 향후 카카오페이/뱅크월렛카카오 등과의 시너지도 기대해볼 수 있다. 카카오 게임부문 성장성은 2015년 상반기 들어 다소 주춤했지만 하반기에는 신작 라인업 강화, 모바일웹보드 게임 론칭 등으로 재차 강화될 것으로 전망한다. 무엇보다 카카오페이/뱅크월렛카카오/인터넷 전문은행 등의 핀테크 신사업과 카카오택시/카카오 프리미엄택시 등의 O2O 신사업의 폭발적 잠재력을 주목할 필요가 있다. 카카오택시는 출발초기 폭발적인 호응을 얻고 있다. 아직은 무료 서비스 중이지만 중장기적으로 생활밀착형 서비스로 안착되면 유료과금 모델을 접목할 가능성이 크다.

올해는 과도기적 실적부진기. 그러나, 내년부턴 가파른 실적회복 전망

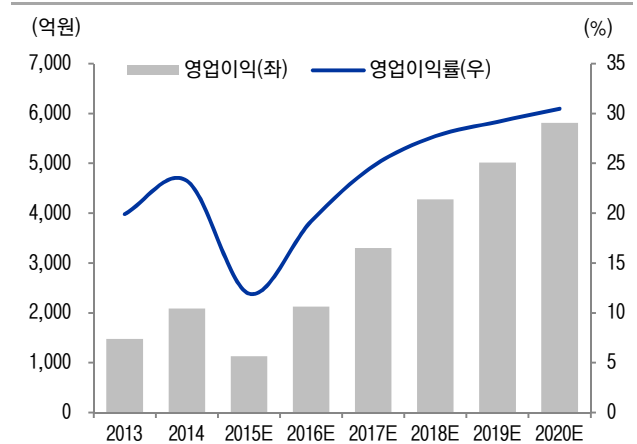
올해는 다음 PC포털 부문 성장정체, 카카오 게임부문의 성장둔화 등으로 카카오 광고, 커머스, 기타부문의 고성장에도 불구하고 전체매출 성장성은 크게 둔화되고, 투자성 영업비용은 대폭 증가하면서 영업이익은 전년대비 대폭 감소할 것으로 전망한다. 그러나, 내년은 카카오 게임부문의 성장성 회복, 카카오 광고/커머스/기타 부문의 고성장 지속으로 매출 성장성 및 수익성 모두 대폭 개선될 것으로 전망한다. 참고로 당사에선 아직 핀테크 및 O2O 주요 신사업의 경우 세부적인 매출추정은 단행하지 않고 있다.

그림54 다음카카오 연도별 매출액 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 다음카카오 연도별 영업이익 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표14 다음카카오 연도별 실적 전망

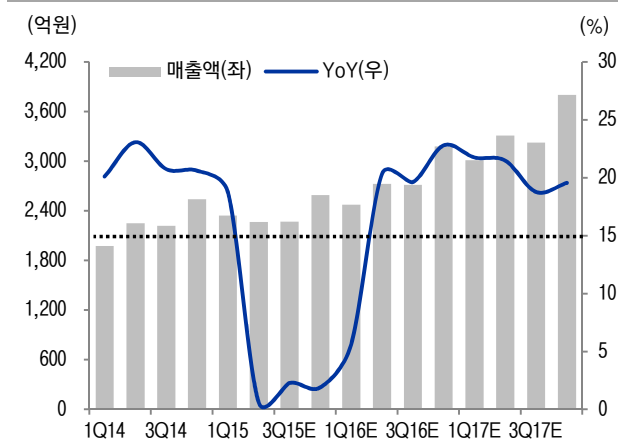
(억원, 원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액	7,416	8,984	9,466	11,094	13,349	15,440	17,196	19,071
광고	5,199	5,834	6,043	6,610	7,589	8,610	9,526	10,537
게임	1,942	2,576	2,466	2,838	3,418	3,916	4,306	4,693
커머스	171	367	610	884	1,259	1,644	1,967	2,317
기타	104	207	346	762	1,084	1,269	1,397	1,524
영업이익	1,476	2,089	1,129	2,129	3,300	4,279	5,015	5,813
영업이익률(%)	19.9	23.3	11.9	19.2	24.7	27.7	29.2	30.5
순이익	1,275	1,415	1,017	1,708	2,638	3,422	4,012	4,651
순이익률(%)	17.2	15.7	10.7	15.4	19.8	22.2	23.3	24.4
지배주주순이익	1,273	1,437	1,009	1,691	2,612	3,387	3,971	4,603
전체 순이익 대비 비중(%)	99.8	101.5	99.2	99.0	99.0	99.0	99.0	99.0
EPS	2,255	2,433	1,696	2,850	4,401	5,709	6,693	7,759
EPS(지배주주)	2,250	2,471	1,683	2,822	4,357	5,651	6,624	7,679
EPS(지배주주, Stock Option diluted)	2,084	2,352	1,652	2,770	4,276	5,546	6,501	7,537
YoY(%)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출액		21.1	5.4	17.2	20.3	15.7	11.4	10.9
광고		12.2	3.6	9.4	14.8	13.5	10.6	10.6
게임		32.6	-4.3	15.1	20.4	14.6	10.0	9.0
커머스		113.9	66.5	44.8	42.4	30.7	19.6	17.8
기타		100.0	67.1	120.1	42.3	17.1	10.0	9.2
영업이익		41.5	-45.9	88.5	55.0	29.7	17.2	15.9
순이익		10.9	-28.1	68.0	54.5	29.7	17.2	15.9
순이익(지배주주)		12.9	-29.8	67.7	54.4	29.7	17.2	15.9
EPS		7.9	-30.3	68.0	54.5	29.7	17.2	15.9
EPS(지배주주)		9.8	-31.9	67.7	54.4	29.7	17.2	15.9
EPS(지배주주, Stock Option diluted)		12.9	-29.8	67.7	54.4	29.7	17.2	15.9

주: 1) K-IFRS 연결기준

2) 2013년, 2014년 실적 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산. 2013년, 2014년 실적은 회계상 실적과는 다르다는 점 유의

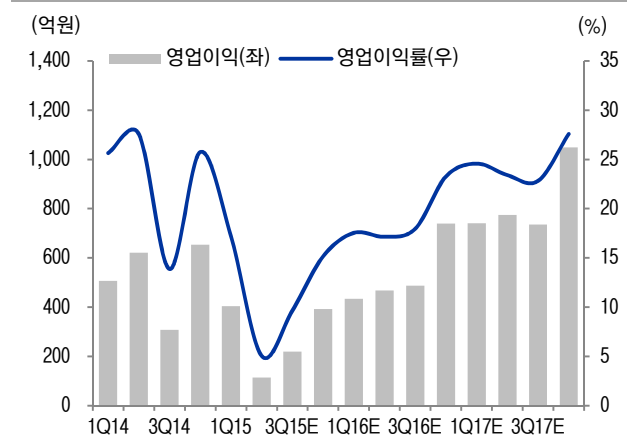
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 다음카카오 분기별 매출액 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 다음카카오 분기별 영업이익 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표15 다음카카오 분기별 실적 전망

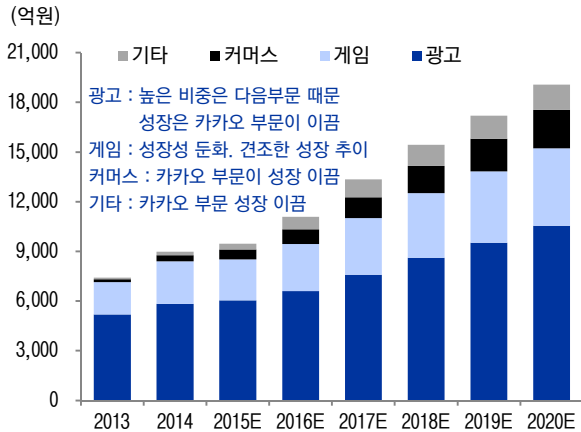
(억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	1,974	2,252	2,218	2,540	2,344	2,265	2,269	2,589	2,476	2,725	2,714	3,179	3,014	3,311	3,223	3,801
광고	1,287	1,474	1,419	1,654	1,418	1,507	1,473	1,645	1,495	1,643	1,606	1,866	1,699	1,888	1,838	2,164
게임	593	626	675	683	700	540	581	646	636	712	707	782	773	857	852	935
커머스	58	88	78	143	155	137	126	192	215	201	191	277	307	289	275	388
기타	36	63	47	61	71	81	89	105	129	169	211	253	235	277	258	313
영업이익	506	621	308	654	404	114	219	392	434	467	487	740	741	775	736	1,049
영업이익률(%)	25.6	27.6	13.9	25.7	17.2	5.0	9.7	15.2	17.5	17.1	18.0	23.3	24.6	23.4	22.8	27.6
순이익	402	559	-63	517	308	214	191	304	344	378	410	577	582	625	613	819
순이익률(%)	20.4	24.8	-2.8	20.4	13.2	9.4	8.4	11.7	13.9	13.9	15.1	18.1	19.3	18.9	19.0	21.5
QoQ(%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	-6.3	14.1	-1.5	14.5	-7.7	-3.4	0.2	14.1	-4.4	10.1	-0.4	17.1	-5.2	9.8	-2.6	17.9
광고	-10.8	14.6	-3.7	16.5	-14.3	6.3	-2.3	11.7	-9.1	9.9	-2.3	16.2	-9.0	11.1	-2.6	17.7
게임	1.6	5.6	7.8	1.2	2.5	-22.9	7.6	11.2	-1.4	11.9	-0.8	10.7	-1.2	10.9	-0.7	9.8
커머스	10.3	51.4	-11.9	84.2	8.7	-11.9	-7.8	52.5	11.8	-6.6	-5.1	45.5	10.6	-5.9	-4.6	41.0
기타	29.2	77.0	-26.5	30.9	16.6	13.5	9.7	18.7	22.2	31.2	24.9	19.9	-7.1	17.7	-6.8	21.4
영업이익	31.6	22.7	-50.5	112.7	-38.3	-71.7	91.6	79.1	10.7	7.6	4.3	51.7	0.2	4.6	-5.1	42.6
순이익	7.9	39.1	적전	흑전	-40.4	-30.7	-10.8	59.5	13.1	9.9	8.6	40.6	0.9	7.5	-2.0	33.7
YoY(%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출액	20.1	23.1	20.7	20.6	18.8	0.6	2.3	1.9	5.6	20.3	19.6	22.8	21.8	21.5	18.8	19.6
광고	7.4	14.3	11.9	14.6	10.2	2.2	3.8	-0.5	5.5	9.0	9.0	13.4	13.6	14.9	14.5	16.0
게임	54.2	31.9	34.9	17.1	18.1	-13.7	-13.9	-5.4	-9.1	31.9	21.7	21.2	21.5	20.4	20.5	19.5
커머스	60.4	111.3	90.7	170.8	166.9	55.3	62.6	34.6	38.5	46.8	51.1	44.2	42.7	43.7	44.4	39.9
기타	46.6	171.7	66.8	120.1	98.6	27.3	90.0	72.4	80.7	108.9	137.9	140.3	82.7	63.9	22.4	23.9
영업이익	18.0	85.1	-6.0	70.0	-20.3	-81.6	-28.8	-40.0	7.6	308.6	122.6	88.5	70.6	65.9	50.9	41.8
순이익	20.4	128.2	적전	39.0	-23.2	-61.8	흑전	-41.2	11.4	76.7	115.2	89.7	69.3	65.5	49.4	42.0

주: 1) K-IFRS 연결기준

2) 2013년, 2014년 분기별 실적 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산한 것으로서 회계상 실적과는 다르다는 점 유의

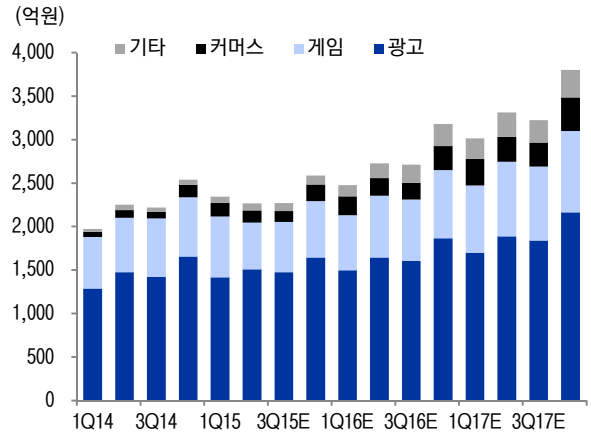
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 다음카카오 부문별 매출액 추이 (연간)



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 다음카카오 부문별 매출액 추이 (분기)



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표16 다음카카오 부문별 매출 전망 (연간)

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출	7,416	8,984	9,466	11,094	13,349	15,440	17,196	19,071
광고	5,199	5,834	6,043	6,610	7,589	8,610	9,526	10,537
게임	1,942	2,576	2,466	2,838	3,418	3,916	4,306	4,693
커머스	171	367	610	884	1,259	1,644	1,967	2,317
기타	104	207	346	762	1,084	1,269	1,397	1,524
YoY(%)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출		21.1	5.4	17.2	20.3	15.7	11.4	10.9
광고		12.2	3.6	9.4	14.8	13.5	10.6	10.6
게임		32.6	-4.3	15.1	20.4	14.6	10.0	9.0
커머스		113.9	66.5	44.8	42.4	30.7	19.6	17.8
기타		100.0	67.1	120.1	42.3	17.1	10.0	9.2

주 1) K-IFRS 연결기준. 2) 13년, 14년 매출 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산한 것으로서 회계상 매출과는 다르다는 점 유의

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

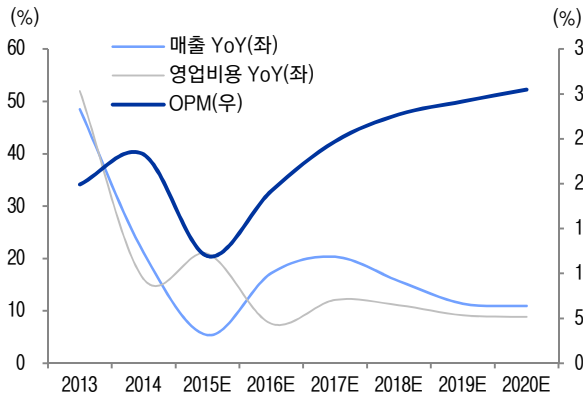
표17 다음카카오 부문별 매출 전망 (분기)

(억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출	1,974	2,252	2,218	2,540	2,344	2,265	2,269	2,589	2,476	2,725	2,714	3,179	3,014	3,311	3,223	3,801
광고	1,287	1,474	1,419	1,654	1,418	1,507	1,473	1,645	1,495	1,643	1,606	1,866	1,699	1,888	1,838	2,164
게임	593	626	675	683	700	540	581	646	636	712	707	782	773	857	852	935
커머스	58	88	78	143	155	137	126	192	215	201	191	277	307	289	275	388
기타	36	63	47	61	71	81	89	105	129	169	211	253	235	277	258	313
YoY(%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출	20.1	23.1	20.7	20.6	18.8	0.6	2.3	1.9	5.6	20.3	19.6	22.8	21.8	21.5	18.8	19.6
광고	7.4	14.3	11.9	14.6	10.2	2.2	3.8	-0.5	5.5	9.0	9.0	13.4	13.6	14.9	14.5	16.0
게임	54.2	31.9	34.9	17.1	18.1	-13.7	-13.9	-5.4	-9.1	31.9	21.7	21.2	21.5	20.4	20.5	19.5
커머스	60.4	111.3	90.7	170.8	166.9	55.3	62.6	34.6	38.5	46.8	51.1	44.2	42.7	43.7	44.4	39.9
기타	46.6	171.7	66.8	120.1	98.6	27.3	90.0	72.4	80.7	108.9	137.9	140.3	82.7	63.9	22.4	23.9
QoQ(%)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출	-6.3	14.1	-1.5	14.5	-7.7	-3.4	0.2	14.1	-4.4	10.1	-0.4	17.1	-5.2	9.8	-2.6	17.9
광고	-10.8	14.6	-3.7	16.5	-14.3	6.3	-2.3	11.7	-9.1	9.9	-2.3	16.2	-9.0	11.1	-2.6	17.7
게임	1.6	5.6	7.8	1.2	2.5	-22.9	7.6	11.2	-1.4	11.9	-0.8	10.7	-1.2	10.9	-0.7	9.8
커머스	10.3	51.4	-11.9	84.2	8.7	-11.9	-7.8	52.5	11.8	-6.6	-5.1	45.5	10.6	-5.9	-4.6	41.0
기타	29.2	77.0	-26.5	30.9	16.6	13.5	9.7	18.7	22.2	31.2	24.9	19.9	-7.1	17.7	-6.8	21.4

주 1) K-IFRS 연결기준. 2) 13년, 14년 분기별 매출 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산한 것으로서 회계상 매출과는 다르다는 점 유의

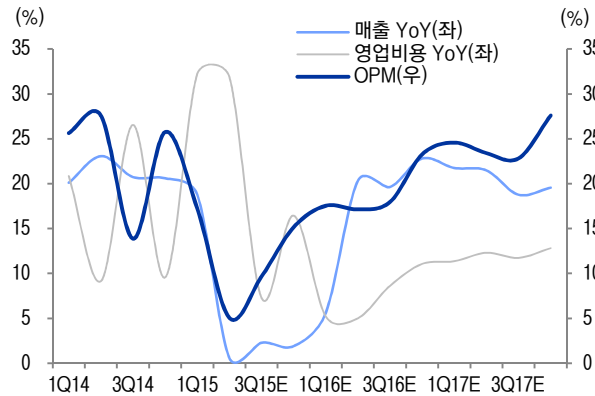
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 다음카카오 매출/영업비용 YoY, OPM 추이 (연간)



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 다음카카오 매출/영업비용 YoY, OPM 추이 (분기)



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 다음카카오 매출/영업비용/영업이익 전망 (연간)

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출	7,416	8,984	9,466	11,094	13,349	15,440	17,196	19,071
% yoy	48.5	21.1	5.4	17.2	20.3	15.7	11.4	10.9
영업비용 합계	5,940	6,895	8,337	8,965	10,049	11,161	12,181	13,258
% yoy		16.1	20.9	7.5	12.1	11.1	9.1	8.8
인건비	1,713	2,304	2,623	2,615	2,736	2,902	3,060	3,211
% yoy		34.5	13.8	-0.3	4.6	6.0	5.5	4.9
수수료	2,335	2,932	3,359	3,880	4,673	5,453	6,152	6,920
% yoy		25.6	14.6	15.5	20.4	16.7	12.8	12.5
광고선전비	835	401	788	812	889	963	1,037	1,109
% yoy		-51.9	96.5	3.0	9.5	8.4	7.6	6.9
기타	1,057	1,257	1,566	1,658	1,751	1,843	1,932	2,019
% yoy		18.9	24.6	5.8	5.6	5.2	4.9	4.5
영업이익	1,476	2,089	1,129	2,129	3,300	4,279	5,015	5,813
% yoy		41.5	-45.9	88.5	55.0	29.7	17.2	15.9
영업이익률(%)	19.9	23.3	11.9	19.2	24.7	27.7	29.2	30.5

주: 1) K-IFRS 연결기준, 2) 13년, 14년 실적 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산한 것으로서 회계상 실적과는 다르다 는 점 유의

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 다음카카오 매출/영업비용/영업이익 전망 (분기)

(억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E
매출	1,974	2,252	2,218	2,540	2,344	2,265	2,269	2,589	2,476	2,725	2,714	3,179	3,014	3,311	3,223	3,801
% yoy	20.1	23.1	20.7	20.6	18.8	0.6	2.3	1.9	5.6	20.3	19.6	22.8	21.8	21.5	18.8	19.6
영업비용 합계	1,467	1,631	1,910	1,886	1,940	2,150	2,050	2,196	2,041	2,258	2,227	2,439	2,273	2,536	2,488	2,752
% yoy	20.8	9.1	26.5	9.6	32.2	31.9	7.3	16.4	5.2	5.0	8.6	11.1	11.4	12.3	11.7	12.8
인건비	477	524	743	560	618	719	627	659	644	660	642	670	662	688	674	712
% yoy	25.5	33.0	76.6	8.1	29.6	37.2	-15.6	17.6	4.2	-8.3	2.4	1.7	2.8	4.4	5.0	6.3
수수료	617	706	749	860	771	830	826	933	818	973	965	1,124	989	1,180	1,152	1,352
% yoy	21.8	25.8	29.1	25.2	24.9	17.5	10.3	8.5	6.1	17.3	16.9	20.5	21.0	21.3	19.3	20.3
광고선전비	108	89	113	91	172	197	213	206	181	198	211	222	201	218	230	241
% yoy	25.4	-69.2	-54.0	-57.4	59.2	121.5	88.5	126.1	5.2	0.7	-1.2	7.7	10.8	9.9	9.1	8.3
기타	266	311	305	375	380	405	383	398	399	428	408	423	422	450	432	448
% yoy	9.9	24.5	16.3	23.8	43.1	30.1	25.5	6.3	5.0	5.6	6.5	6.3	5.8	5.2	5.8	5.7
영업이익	506	621	308	654	404	114	219	392	434	467	487	740	741	775	736	1,049
% yoy	18.0	85.1	-6.0	70.0	-20.3	-81.6	-28.8	-40.0	7.6	308.6	122.6	88.5	70.6	65.9	50.9	41.8
영업이익률(%)	25.6	27.6	13.9	25.7	17.2	5.0	9.7	15.2	17.5	17.1	18.0	23.3	24.6	23.4	22.8	27.6

주: 1) K-IFRS 연결기준, 2) 13년, 14년 분기별 실적 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산한 것으로서 회계상 실적과는 다르다 는 점 유의

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 다음 부문 & 카카오 부문 매출 전망 Breakdown

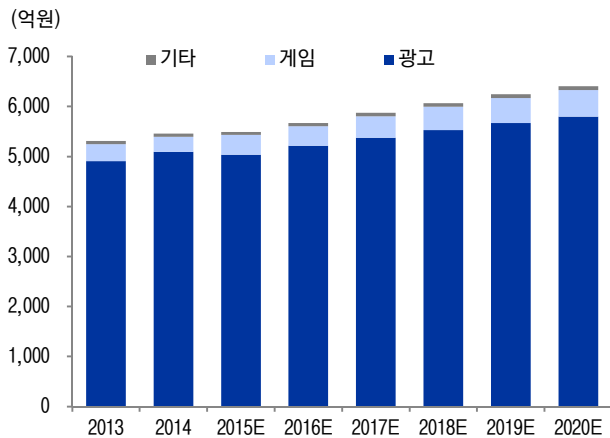
(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
광고	5,199	5,834	6,043	6,610	7,589	8,610	9,526	10,537
다음	4,911	5,093	5,037	5,213	5,377	5,530	5,671	5,801
카카오	288	741	1,007	1,398	2,212	3,081	3,855	4,736
게임	1,942	2,576	2,466	2,838	3,418	3,916	4,306	4,693
다음	337	304	394	394	430	464	498	531
카카오	1,605	2,272	2,073	2,444	2,988	3,452	3,808	4,162
커머스	171	367	610	884	1,259	1,644	1,967	2,317
카카오	171	367	610	884	1,259	1,644	1,967	2,317
기타	104	207	346	762	1,084	1,269	1,397	1,524
다음	60	64	62	65	69	72	74	77
카카오	43	143	284	696	1,015	1,198	1,322	1,447
매출합계	7,416	8,984	9,466	11,094	13,349	15,440	17,196	19,071
다음	5,309	5,461	5,492	5,672	5,875	6,066	6,244	6,409
카카오	2,108	3,523	3,974	5,422	7,474	9,375	10,952	12,662
YoY(%)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
광고		12.2	3.6	9.4	14.8	13.5	10.6	10.6
다음		3.7	-1.1	3.5	3.2	2.8	2.6	2.3
카카오		157.6	35.8	38.8	58.3	39.3	25.1	22.8
게임		32.6	-4.3	15.1	20.4	14.6	10.0	9.0
다음		-9.9	29.6	0.1	9.0	8.1	7.3	6.6
카카오		41.5	-8.8	17.9	22.3	15.5	10.3	9.3
커머스		113.9	66.5	44.8	42.4	30.7	19.6	17.8
카카오		113.9	66.5	44.8	42.4	30.7	19.6	17.8
기타		100.0	67.1	120.1	42.3	17.1	10.0	9.2
다음		6.7	-3.5	5.5	4.9	4.4	4.0	3.6
카카오		229.6	98.8	145.1	45.8	18.0	10.4	9.5
매출합계		21.1	5.4	17.2	20.3	15.7	11.4	10.9
다음		2.9	0.6	3.3	3.6	3.2	2.9	2.7
카카오		67.1	12.8	36.4	37.9	25.4	16.8	15.6
부문별 다음 & 카카오 비중(%)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
광고	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
다음	94.5	87.3	83.3	78.9	70.9	64.2	59.5	55.1
카카오	5.5	12.7	16.7	21.1	29.1	35.8	40.5	44.9
게임	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
다음	17.4	11.8	16.0	13.9	12.6	11.9	11.6	11.3
카카오	82.6	88.2	84.0	86.1	87.4	88.1	88.4	88.7
커머스	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
카카오	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
기타	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
다음	58.1	31.0	17.9	8.6	6.3	5.6	5.3	5.1
카카오	41.9	69.0	82.1	91.4	93.7	94.4	94.7	94.9
매출합계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
다음	71.6	60.8	58.0	51.1	44.0	39.3	36.3	33.6
카카오	28.4	39.2	42.0	48.9	56.0	60.7	63.7	66.4

주: 1) K-IFRS 연결기준

2) 2013년, 2014년 매출 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산한 것. 2013년, 2014년 매출은 회계상 매출과는 다르다는 점 유의

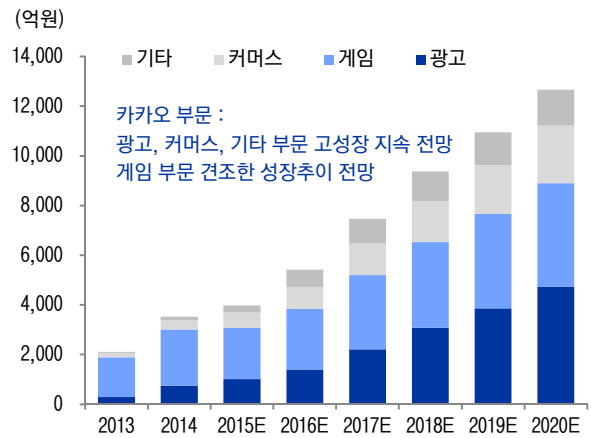
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 다음 부문 매출액 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 카카오 부문 매출액 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 다음 부문 매출 전망

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출	5,309	5,461	5,492	5,672	5,875	6,066	6,244	6,409
광고	4,911	5,093	5,037	5,213	5,377	5,530	5,671	5,801
게임	337	304	394	394	430	464	498	531
기타	60	64	62	65	69	72	74	77
YoY(%)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출		2.9	0.6	3.3	3.6	3.2	2.9	2.7
광고		3.7	-1.1	3.5	3.2	2.8	2.6	2.3
게임		-9.9	29.6	0.1	9.0	8.1	7.3	6.6
기타		6.7	-3.5	5.5	4.9	4.4	4.0	3.6

주: 1) K-IFRS 연결기준

2) 13년, 14년 매출 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산한 것으로서 회계상 매출과는 다르다는 점 유의

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 카카오 부문 매출 전망

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출	2,108	3,523	3,974	5,422	7,474	9,375	10,952	12,662
광고	288	741	1,007	1,398	2,212	3,081	3,855	4,736
게임	1,605	2,272	2,073	2,444	2,988	3,452	3,808	4,162
커머스	171	367	610	884	1,259	1,644	1,967	2,317
기타	43	143	284	696	1,015	1,198	1,322	1,447
YoY(%)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
매출		67.1	12.8	36.4	37.9	25.4	16.8	15.6
광고		157.6	35.8	38.8	58.3	39.3	25.1	22.8
게임		41.5	-8.8	17.9	22.3	15.5	10.3	9.3
커머스		113.9	66.5	44.8	42.4	30.7	19.6	17.8
기타		229.6	98.8	145.1	45.8	18.0	10.4	9.5

주: 1) K-IFRS 연결기준

2) 13년, 14년 매출 모두 다음, 카카오 합병기준으로 환산한 것으로서 회계상 매출과는 다르다는 점 유의

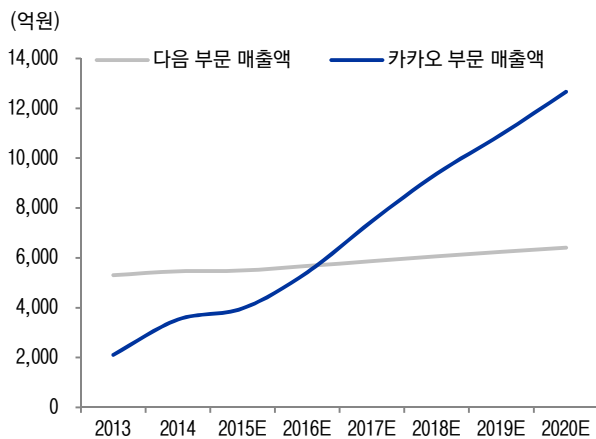
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 다음 부문, 카카오 부문 실적 전망 Breakdown

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
다음카카오								
매출	7,416	8,984	9,466	11,094	13,349	15,440	17,196	19,071
% yoy		21.1	5.4	17.2	20.3	15.7	11.4	10.9
영업이익	1,476	2,089	1,129	2,129	3,300	4,279	5,015	5,813
% yoy		41.5	-45.9	88.5	55.0	29.7	17.2	15.9
% 영업이익률	19.9	23.3	11.9	19.2	24.7	27.7	29.2	30.5
순이익(지배주주)	1,273	1,437	1,009	1,691	2,612	3,387	3,971	4,603
% yoy		12.9	-29.8	67.7	54.4	29.7	17.2	15.9
% 순이익률	17.2	16.0	10.7	15.2	19.6	21.9	23.1	24.1
다음 부문								
매출	5,309	5,461	5,492	5,672	5,875	6,066	6,244	6,409
% yoy		2.9	0.6	3.3	3.6	3.2	2.9	2.7
% 비중	71.6	60.8	58.0	51.1	44.0	39.3	36.3	33.6
영업이익	818	450	307	464	610	715	772	837
% yoy		-45.0	-31.7	51.1	31.6	17.1	8.1	8.4
% 영업이익률	15.4	8.2	5.6	8.2	10.4	11.8	12.4	13.1
% 비중	55.4	21.5	27.2	21.8	18.5	16.7	15.4	14.4
순이익(지배주주)	659	30	247	333	439	515	557	605
% yoy		-95.5	735.8	34.9	31.7	17.3	8.3	8.5
% 순이익률	12.4	0.5	4.5	5.9	7.5	8.5	8.9	9.4
% 비중	51.8	2.1	24.5	19.7	16.8	15.2	14.0	13.1
카카오 부문								
매출	2,108	3,523	3,974	5,422	7,474	9,375	10,952	12,662
% yoy		67.1	12.8	36.4	37.9	25.4	16.8	15.6
% 비중	28.4	39.2	42.0	48.9	56.0	60.7	63.7	66.4
영업이익	659	1,639	822	1,664	2,689	3,565	4,242	4,976
% yoy		148.9	-49.8	102.5	61.6	32.6	19.0	17.3
% 영업이익률	31.2	46.5	20.7	30.7	36.0	38.0	38.7	39.3
% 비중	44.6	78.5	72.8	78.2	81.5	83.3	84.6	85.6
순이익(지배주주)	614	1,407	762	1,358	2,173	2,873	3,413	3,998
% yoy		129.1	-45.8	78.3	60.0	32.2	18.8	17.1
% 순이익률	29.1	39.9	19.2	25.1	29.1	30.6	31.2	31.6
% 비중	48.2	97.9	75.5	80.3	83.2	84.8	86.0	86.9
다음카카오 순이익(지배주주)	1,273	1,437	1,009	1,691	2,612	3,387	3,971	4,603
증가액		164	-428	683	920	775	584	632
다음 부문 순이익(지배주주)	659	30	247	333	439	515	557	605
증가액		-629	217	86	106	76	43	47
카카오 부문 순이익(지배주주)	614	1,407	762	1,358	2,173	2,873	3,413	3,998
증가액		793	-645	596	815	699	541	585

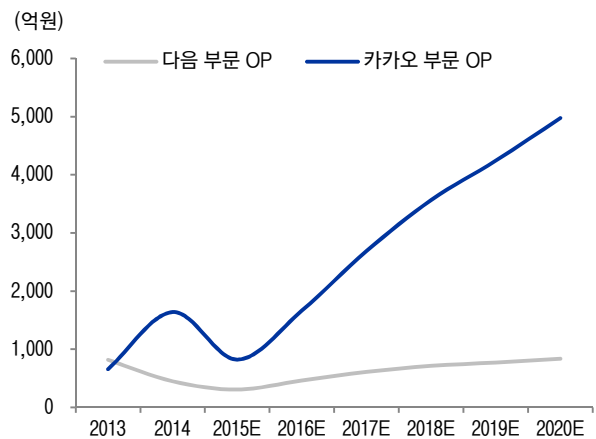
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 다음 부문 VS 카카오 부문 매출 추이 비교



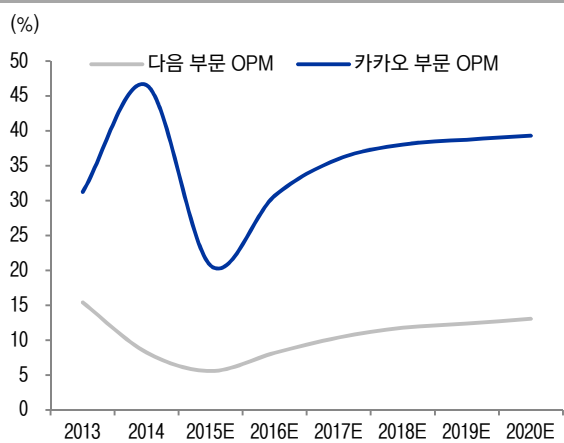
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 다음 부문 VS 카카오 부문 영업이익 추이 비교



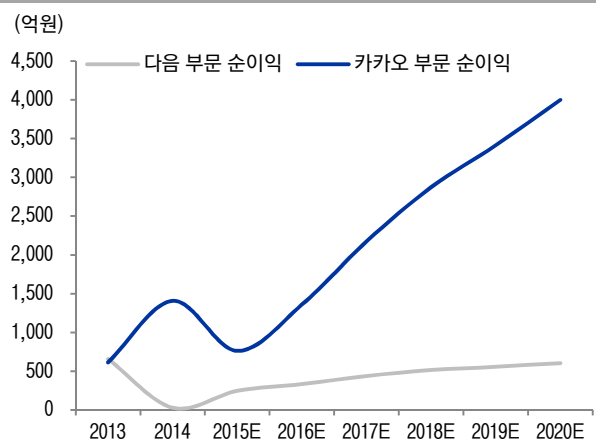
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 다음 부문 VS 카카오 부문 OPM 추이 비교



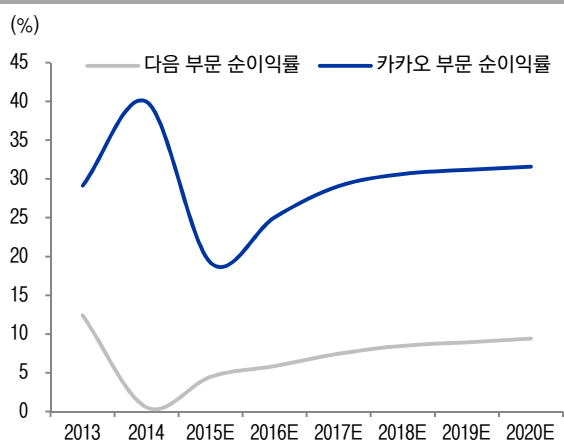
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 다음 부문 VS 카카오 부문 순이익 추이 비교



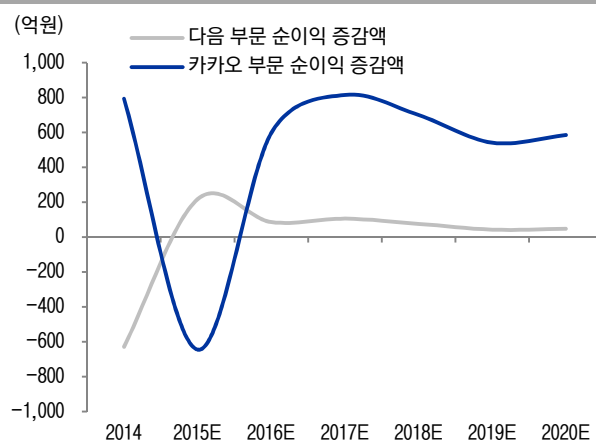
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 다음 부문 VS 카카오 부문 순이익률 추이 비교



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 다음 부문 VS 카카오 부문 순이익 증감 추이 비교



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV Valuation & 투자 의견

목표주가 190,000원 유지. 투자 의견 Buy 유지

다음카카오에 대해 목표주가 190,000원을 유지하고, 투자 의견 Buy를 유지한다. 목표주가 산출내역은 [표25], [표27], [표25], [표31]을 참조하기 바란다.

실적부진을 상쇄하고도 남는 신사업 스토리

동사에 대해서는 단기 실적흐름 부진보다는 다수의 신사업 파이프라인을 보유하고 있는 가운데 신사업 하나하나가 무궁무진한 성장잠재력을 보유하고 있다는 점을 주목해야 한다. 신사업 투자에 따른 손익의 악화는 무조건 부정적으로만 봐서는 안 된다. 투자를 단행한지 상당한 기간이 흐르고 있음에도 사업지표면에서 성공 시그널을 보여주지 못하고 지속적으로 투자비용만 투입되는 사업이라면 부정적으로 평가해도 된다. 그러나, 비록 투자비용으로 인해 손익은 악화되지만 그에 대한 반대급부로서 긍정적 사업지표를 통해 성공 시그널을 보여준다면 오히려 긍정적으로 평가해야 한다. 그리고, 사업초기 단계에서는 뚜렷한 사업지표를 보여주지 못하더라도 긍정적 기대감을 유지할 필요가 있다.

다음모바게, 마이피플 등은 초기엔 손익악화에도 불구하고 신사업 잠재력 관점에서 긍정적으로 평가되다가 상당한 기간이 흐르는 동안에도 사업지표 개선이 이뤄지지 못하면서 시장의 평가도 부정적으로 돌아선 대표적인 사례였다.

반면, 카카오택시는 무료사업으로서 상당한 수준의 손익악화 요인임에도 출발초기 폭발적인 사업지표를 보여주면서 중장기 성장잠재력에 대해 매우 긍정적으로 평가받고 있는 대표적인 신사업이다.

그리고, 카카오페이,뱅크월렛카카오 등은 아직은 사업초기로서 아주 폭발적인 사업지표는 보여주고 있지 않으나 여전히 미래 성장엔진으로서의 잠재력에 대한 기대감이 유효하게 작용하고 있는 신사업이다. 카카오페이,뱅크월렛카카오의 사업지표는 폭발적이지는 않아도 상당히 견조한 수준의 흐름을 보이고 있어 긍정적으로 평가할 만하며 향후 결제 및 송금 서비스 자체는 물론 광고, 커머스 부문과의 시너지 및 다양한 O2O 신사업과의 시너지도 기대된다는 점을 주목해야 한다.

샵검색, 카카오채널, 카카오TV 등은 이제 막 론칭한 신사업들인데 카카오톡의 소셜 기능에 적합한 서비스로라는 점에서 론칭시점부터 기대감이 작동하고 있는 신사업들이다.

카카오 프리미엄 택시, 카카오택시 인접사업, 인터넷 전문은행 등은 향후 론칭 예정인데 론칭 전부터 긍정적 기대감이 작용하고 있는 신사업들이다.

그 밖에 카카오페이지, 카카오뮤직 등은 론칭 후 1-2년이 지나면서 점점 성장속도가 빨라지고 있는 신사업으로서 성장잠재력이 새롭게 조명되고 있는 신사업들이다.

목표주가 산출내역 1 : Valuation Table 1

[표24]에서 보듯이 당사에서는 다음카카오의 펀드멘털 지표는 Global Peer 대비 2015년은 대폭 열위이나 2016년은 소폭 열위 수준으로 대폭 개선되고 2017년은 소폭 우위 수준으로 더욱 개선될 것으로 추정하고 있다. 이는 카카오 부문 중심의 광고, 커머스, 기타 부문의 고성장 추이, 게임부문의 성장성 회복 가능성 등을 감안한 것이다.

그러나, 1) 카카오택시, 2) 카카오 프리미엄택시, 3) 카카오택시 인접사업(카카오퀵, 카카오대리운전 등), 4) 카카오페이/뱅크월렛카카오, 5) 인터넷 전문은행, 6) 카카오뮤직, 7) 카카오페이지, 8) 샵검색, 카카오채널(카카오검색), 카카오TV 등 다양한 신사업들에 대한 개별적인 실적전망은 전혀 감안하지 않은 것이라는 점에서 중장기 추정 측면에선 매우 보수적인 시각을 견지한 추정이라 하겠다.

[표25]에서 보듯이 다음카카오 목표주가 190,000원 산정에 적용한 16E, 17E EPS 대비 PER는 Global Peer 평균 대비 상당수준의 프리미엄이 부과된 것으로서 Global Peer 대비 펀드멘털 지표 수준과 비교할 때 과도한 것처럼 보일 수도 있겠다. 그러나, 이는 추정의 한계에 따른 밸류에이션 딜레마일 뿐이다. 위에서 언급한 다양한 신사업 잠재력은 현시점에서 실적추정에 반영하기는 어려우나 상당한 수준의 Multiple 프리미엄으로 반영하는 것은 충분히 有意하다고 판단한다.

가령, 카카오택시는 현시점에서 회사측에선 유료화 계획이 전혀 없기 때문에 이를 특정 유료화 시기 및 특정 과금방식을 가정하여 실적전망에 임의로 반영하기는 어려우나, 출발초기 폭발적 사업지표를 보여주고 있다는 것만으로도 밸류에이션 프리미엄요인으로 감안되는 것이 합당하지 않겠는가? 이는 다수의 다른 신사업들도 마찬가지라 판단한다.

표24 Global Peer 펀드멘털 비교

(%)	2016E				2017E			
	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE	매출 YoY	OPM	EBITDA Margin	ROE
Facebook	35.1	53.7	62.5	13.4	29.2	52.6	61.5	15.4
Twitter	45.0	16.3	26.3	2.3	33.4	20.7	29.7	11.8
Google	18.4	37.2	48.8	15.9	16.1	37.7	48.7	17.4
Yahoo	-0.8	8.6	23.8	1.7	3.2	11.3	26.0	2.0
Baidu	32.0	16.3	22.4	22.0	28.8	19.3	24.1	23.5
Tencent	27.1	39.2	44.2	30.3	25.0	39.3	44.0	29.1
Alibaba	31.2	33.1	50.0	20.6	28.2	36.5	47.1	21.4
Amazon	19.4	2.9	10.0	24.4	19.7	4.4	11.5	31.1
Ebay	4.7	32.2	40.5	19.0	6.4	34.4	41.6	15.9
Rakuten	14.2	20.2	24.5	16.7	11.1	21.1	24.6	16.7
NAVER	8.2	25.5	30.8	23.2	9.6	27.5	32.8	22.1
Everage	21.3	25.9	34.9	17.2	19.2	27.7	35.6	18.8
다음카카오	17.2	19.2	26.2	19.5	20.3	24.7	30.8	25.2

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표25 다음카카오 Valuation Table 1

(각국통화, 배)	현재가	목표가	2016E			2017E		
			EPS	PER (현재가)	PER (목표가)	EPS	PER (현재가)	PER (목표가)
Facebook	90.56	111.86	2.73	33.2	41.0	3.52	25.7	31.8
Twitter	26.00	39.48	0.62	41.9	63.6	1.07	24.2	36.8
Google	646.83	736.25	33.63	19.2	21.9	38.85	16.6	19.0
Yahoo	34.10	50.60	0.67	50.7	75.3	0.74	46.1	68.4
Baidu	157.40	216.18	7.34	21.4	29.4	64.76	2.4	3.3
Tencent	136.20	177.30	5.28	25.8	33.6	5.54	24.6	32.0
Alibaba	70.32	97.12	3.45	20.4	28.2	27.97	2.5	3.5
Amazon	515.78	652.07	8.69	59.3	75.0	13.48	38.3	48.4
Ebay	26.52	29.29	1.95	13.6	15.0	2.20	12.0	13.3
Raukuten	1,765.50	2,302.86	69.50	25.4	33.1	82.23	21.5	28.0
NAVER	516,000	730,000	18,555	27.8	39.3	21,915	23.5	33.3
Everage				30.8	41.4		21.6	28.9
다음카카오	124,000	190,000	2,770	44.8	68.6	4,276	29.0	44.4

주: 다음카카오 16E, 17E EPS는 지배주주순이익 기준 Stock Option 희석효과 Fully 반영한 것
 자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

목표주가 산출내역 2 : Valuation Table 2

다음카카오 목표주가 190,000원은 시가총액 11.6조원에 해당한다. 목표 시가총액 11.6조원은 다음 부문 0.6조원, 카카오 부문 11.0조원의 합산으로 산정된 것이다.

다음카카오 지배주주순이익 전망치를 다음 부문, 카카오 부문으로 Breakdown한 후 다음 부문은 16E PER 18.7배, 17E PER 15.5배를 적용하여 적정가치 0.6조원을 산출했고, 카카오 부문은 16E PER 81.0배, 17E PER 50.3배를 적용하여 적정가치 11.0조원을 산출했다. 이 경우 카카오 부문 적용 PER는 과도한 수준인 것처럼 보일 수도 있겠다. 그러나, 다음카카오 핵심 신사업 거의 대부분은 카카오 부문 신사업이라는 점을 감안할 때 가시적인 PER 수준에 부담을 가질 필요는 없다고 판단한다.

가령, 다양한 신사업 중 카카오택시 하나만을 예로 들어보자. 카카오택시는 현재 일평균 콜수가 24만개이며 여전히 고성장 추이가 지속되고 있다. 궁극적인 일평균콜수를 50만개 정도로 가정하고, 콜비 500원만 가정해도 일평균 콜비 매출 2.5억원, 연간 콜비 매출 910억원이 산출되며 대부분 영업이익으로 기여된다. 이는 16년, 17년 카카오 부문 영업이익 전망치 대비 각각 55%, 34%에 달하는 수준이다. 더구나 충성도 높은 생활밀착형 서비스로 안착되면 콜비는 500원 이상으로 책정될 수도 있을 것이다. 아울러 카카오택시 외에도 다수의 신사업이 포진되어 있다는 점도 고려해야 할 것이다.

표26 다음 부문, 카카오 부문 지배주주순이익 전망 Breakdown

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
다음카카오 지배주주순이익	1,273	1,437	1,009	1,691	2,612	3,387	3,971	4,603
다음 부문 지배주주순이익	659	30	247	333	439	515	557	605
카카오 부문 지배주주순이익	614	1,407	762	1,358	2,173	2,873	3,413	3,998

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표27 다음카카오 Valuation Table 2

부문			2016E	2017E
다음 부문	지배주주순이익	억원	333	439
	주식수		13,562,629	13,562,629
	EPS	원	2,455	3,234
	적용 PER	배	18.7	15.5
	적정주가	원	45,916	50,122
	적정 시가총액	(A) : 억원	6,227	6,798
카카오 부문	지배주주순이익	억원	1,358	2,173
	Stock Option 감안 주식수	(a = b + c)	30,543,880	30,543,880
	합병 前 주식수	(b)	27,643,880	27,643,880
	Stock Option 행사가능 물량	(c)	2,900,000	2,900,000
	EPS (Stock Option 희석 감안)	원	4,448	7,115
	적정 PER	배	81.0	50.3
	적정주가	원	360,259	357,868
	적정 시가총액	(B) : 억원	110,037	109,307
다음카카오	적정 시가총액	(C = A + B) : 억원	116,264	116,105
	Stock Option 감안 주식수	(d = e + f)	61,074,053	61,074,053
	합병 後 주식수	(e)	56,563,063	56,563,063
	Stock Option 잠재물량	(f = g × 합병비율)	4,510,990	4,510,990
	합병 前 카카오 물량	(g)	2,900,000	2,900,000
	적정주가(주당 기업가치)	원	190,366	190,105

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표28 카카오택시 실적기여 적용 시 카카오 부문 적용 PER 변화 시뮬레이션

카카오 부문			2016E	2017E
현재 실적전망치 기준	지배주주순이익	억원	1,358	2,173
	Stock Option 감안 주식수		30,543,880	30,543,880
	EPS (Stock Option 희석 감안)	원	4,448	7,115
	적정 PER	배	81.0	50.3
	적정주가	원	360,259	357,868
	적정 시가총액	억원	110,037	109,307
카카오택시 실적기여 가정 1 : 일평균 콜수 50만개 가정 콜비 500원 가정	지배주주순이익	억원	2,103	2,918
	기존 전망치		1,358	2,173
	카카오택시 기여		745	745
	일평균콜 50만개 × 콜비 500원 × 365일		913	913
	법인세 유효세율	%	18.4%	18.4%
	Stock Option 감안 주식수		30,543,880	30,543,880
	EPS (Stock Option 희석 감안)	원	6,885	9,552
	적정 PER	배	52.3	37.5
	적정주가	원	360,259	357,868
	적정 시가총액	억원	110,037	109,307
카카오택시 실적기여 가정 2 : 일평균 콜수 50만개 가정 콜비 1,000원 가정	지배주주순이익	억원	2,848	3,662
	기존 전망치		1,358	2,173
	카카오택시 기여		1,489	1,489
	일평균콜 50만개 × 콜비 1,000원 × 365일		1,825	1,825
	법인세 유효세율	%	18.4%	18.4%
	Stock Option 감안 주식수		30,543,880	30,543,880
	EPS (Stock Option 희석 감안)	원	9,323	11,990
	적정 PER	배	38.6	29.8
	적정주가	원	360,259	357,868
	적정 시가총액	억원	110,037	109,307

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Kakao, LINE, Facebook의 MAU당 기업가치 비교

카카오 부문 적정가치 11.0조원을 기준으로 환산한 카카오톡 글로벌 및 카카오 스토리 합산 MAU당 가치는 148,000원이다. 이는 LINE의 MAU당 목표가치보다는 2배 정도 높고, 페이스북의 MAU당 목표가치에 비해서는 절반 정도 수준이다.

Facebook > Kakao > LINE 순서의 MAU당 기업가치 순위는 현재로서는 합당하다고 판단한다. Facebook은 고성장과 고수익성을 동시 실현하고 있는 단계로서 3사 중 MAU의 생산성이 가장 높은 상황이다. LINE과 Kakao는 모두 올해는 성장성도 잠시 숨을 고르는 가운데 공격적 투자에 따른 손익악화 시기로서 본격적인 Monetization의 단계가 아니다. 다만, Kakao는 LINE에 비해서는 카카오택시, 카카오 프리미엄택시, 인터넷 전문은행, 샵검색, 카카오톡채널, 카카오톡TV 등 다양한 신사업 모델이 강하게 작용하고 있어 MAU당 기업가치는 LINE보다는 높게 형성되는 것이 합당하다고 판단한다.

LINE의 경우 MAU당 기업가치를 제고하기 위해선 일본 외 지역의 Monetization 수위를 높여야 할 것으로 판단한다. LINE의 MAU가 2억명 이상이라고 하나 이중 매출비중이 집중되어 있는 일본 MAU는 절반 정도에 불과하다. 나머지 절반 정도의 MAU가 생산성을 발휘하려면 대만, 태국, 인도네시아 등 일본 외 강점 지역에서 본격적인 매출을 발생시켜야 한다.

반면, 카카오톡은 매출의 대부분이 국내시장에서 발생하지만 MAU도 80% 이상이 국내시장에 집중되어 있어 앞으로도 국내시장만 집중하면 된다. 그리고, 카카오톡스토리는 매출, MAU 국내시장 집중도가 거의 100%이다.

표29 카카오 주요 서비스 MAU 현황

(백만명)	2013	2014	2015E
카카오톡 글로벌 MAU	50.6	48.3	47.9
국내 MAU	35.7	37.4	39.5
해외 MAU	14.9	10.8	8.3
카카오톡스토리 MAU	23.6	25.2	26.4
카카오톡 PC MAU	5.3	7.2	7.6
카카오톡뮤직 MAU	1.9	4.4	4.9

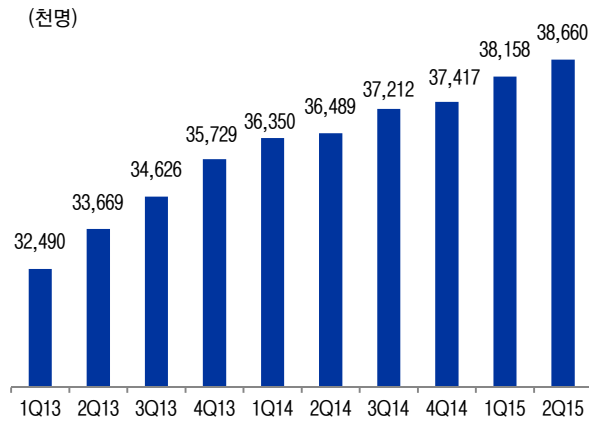
자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표30 카카오톡, 카카오톡스토리 국내시장 M/S 현황

모바일메신저	이용시간 M/S (%)	모바일 SNS	MAU M/S (%)
카카오톡	96.8	카카오톡스토리	42.3
기타	3.2	BAND	28.7
		Facebook	21.8
		기타	7.2
합계	100.0	합계	100.0

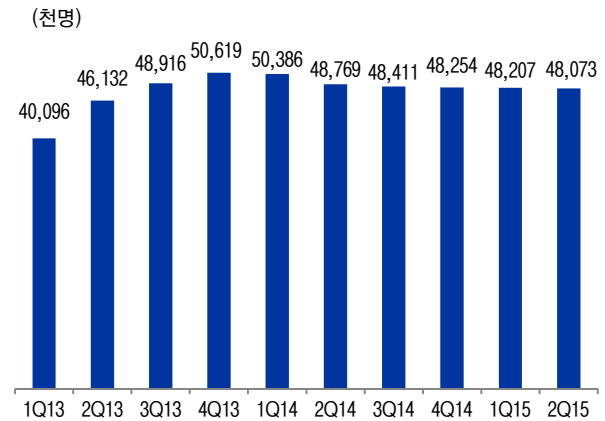
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 카카오톡 국내 MAU 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 카카오톡 글로벌 MAU 추이



자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

표31 Kakao, LINE, Facebook의 MAU당 기업가치 비교

	다음카카오 Kakao 부문	LINE	Facebook
시가총액(목표주가 기준) : 억원	110,037	174,703	3,756,444
15년말 예상 MAU : 억명	0.743	2.5	14.0
MAU당 기업가치(목표시총 기준) : 원	148,168	69,881	268,509

▶ 다음카카오 Kakao 부문

- ▷ 목표 시가총액 110,037억원 : 표27 16E 기준 참조
- ▷ 15년 예상 MAU 0.743억명 : 표29 15E 기준 참조 (카카오톡 글로벌 MAU 0.479억명 + 카카오토크 MAU 0.264억명)

▶ LINE

- ▷ NAVER 목표주가 73만원. 이는 목표시총 24.1조원에 해당
- ▷ NAVER 목표 시가총액 24.1조원 = 라인 가치 17.5조원 + 기존 NAVER 가치 6.6조원
- ▷ 라인 MAU는 2Q15말 기준 2억명 초반대. 2015년말 2.5억명 정도 예상

▶ Facebook

- ▷ 월가 페이스북 평균 목표주가 기준 목표 시가총액 375.6조원
- ▷ 15년말 예상 MAU 14.0억명 : Mobile Only MAU 7.1억명 + Mobile & Web MAU 6.9억명
- : 즉, Web Only MAU 1.9억명은 배제한 Mobile MAU

▶ 3사간 MAU당 가치 비교

- ▷ Facebook
 - 3사 중 MAU당 기업가치 가장 높음
 - 매출 고성장 지속 + Monetization 활발 → 고수익 창출 지속
- ▷ LINE
 - 3사 중 MAU당 기업가치 가장 낮음
 - 매출 고성장 초입 Cycle 지난 후 과도기적 성장둔화 + 공격적 투자 지속 → 본격적 손익창출 前
- ▷ 다음카카오 카카오 부문
 - 3사 중 MAU당 기업가치는 중간 수준
 - 매출 고성장 초입 Cycle 지난 후 과도기적 성장둔화 + 공격적 투자 지속 → 본격적 손익창출 前
 - 그러나, 다음카카오 카카오 부문은 다양한 신사업 기대감 측면에서 LINE보다는 단기모멘텀 풍부한 상황
 - 카카오톡, 인터넷 전문은행, 검색 등 신사업 잠재력이 가치평가에 상당수준 기여

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

다음카카오 (035720) 추정 재무제표 _ K-IFRS Consolidation * 13, 14 년 실적도 모두 합병기준으로 환산한 것으로서 회계상 실적과는 다름)

재무상태표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	5,302	7,997	8,235	9,457	11,991
현금 및 현금성자산	1,332	4,526	4,633	5,292	6,802
단기금융상품	2,690	1,845	1,889	2,158	2,774
매출채권 및 기타채권	1,115	1,084	1,143	1,339	1,611
비유동자산	3,447	19,697	20,592	21,479	22,088
유형자산	1,398	1,969	2,278	2,672	2,873
무형자산	876	16,890	17,413	17,849	18,206
투자자산	1,056	777	836	890	940
자산총계	8,750	27,694	28,827	30,936	34,078
유동부채	1,228	2,275	2,396	2,809	3,379
매입채무 및 기타채무	688	1,091	1,150	1,348	1,621
미지급법인세	54	207	218	255	307
기타	486	977	1,029	1,206	1,451
비유동부채	207	773	839	899	954
장기충당부채	12	18	23	27	30
기타	195	755	816	872	923
부채총계	1,436	3,048	3,235	3,708	4,333
지배주주지분	7,161	24,560	25,592	27,228	29,745
자본금	203	291	300	300	300
자본잉여금 및 기타	2,841	22,348	22,455	22,455	22,455
이익잉여금	4,117	1,921	2,837	4,473	6,990
비지배주주지분	153	86	0	0	0
자본총계	7,314	24,646	25,592	27,228	29,745
부채 및 자본총계	8,750	27,694	28,827	30,936	34,078

현금흐름표

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동 현금흐름	1,968	2,924	1,787	2,686	3,687
영업에서 창출된	2,115	3,121	1,991	3,056	4,288
당기순이익	1,275	1,415	1,017	1,708	2,638
조정사항	803	1,000	939	1,231	1,486
유무형자산상각비	463	541	731	776	806
법인세비용	139	251	263	442	684
이자손익	-129	-123	-138	-160	-176
기타	330	330	83	173	172
자산,부채 증감	36	707	35	118	163
법인세,이자,배당금 등	-147	-198	-203	-370	-601
투자활동 현금	-1,562	77	-1,695	-1,955	-2,056
단기금융상품 증감	-586	844	-44	-269	-616
유형자산 증감	-565	-957	-801	-918	-743
무형자산 증감	-76	-98	-763	-688	-620
투자/기타비유동자산증감	-335	287	-87	-81	-77
재무활동 현금	-377	198	15	-72	-121
배당금 지급	-150	-150	-100	-72	-121
자기주식 취득	-286	227	0	0	0
기타	59	121	115	0	0
총현금흐름	28	3,194	107	659	1,510
기초 현금 및 현금성자산	1,305	1,332	4,526	4,633	5,292
기말 현금 및 현금성자산	1,332	4,526	4,633	5,292	6,802
기말 단기금융상품	2,690	1,845	1,889	2,158	2,774
기말 총현금유동성	4,022	6,372	6,522	7,450	9,576

자료: 다음카카오, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	7,416	8,984	9,466	11,094	13,349
영업비용	5,940	6,895	8,337	8,965	10,049
영업이익	1,476	2,089	1,129	2,129	3,300
EBITDA	1,940	2,630	1,861	2,905	4,106
영업외손익	-32	-306	151	22	22
기타수익	99	21	125	28	29
기타비용	130	433	224	142	158
금융수익	132	170	289	164	180
금융비용	58	17	14	3	3
지분법손익	-74	-47	-25	-24	-25
세전계속사업이익	1,444	1,783	1,280	2,150	3,322
계속사업법인세비용	139	251	263	442	684
계속사업순이익	1,306	1,533	1,017	1,708	2,638
중단사업손익	-30	-118	0	0	0
당기순이익	1,275	1,415	1,017	1,708	2,638
지배주주순이익	1,273	1,437	1,009	1,691	2,612
총포괄이익	1,231	1,463	1,051	1,766	2,728
Profitability(%)					
영업이익률	19.9	23.3	11.9	19.2	24.7
EBITDA Margin	26.2	29.3	19.7	26.2	30.8
당기순이익률	17.2	15.7	10.7	15.4	19.8
ROA	15.8	7.8	3.6	5.7	8.1
ROE	18.7	8.9	12.8	19.5	25.2
ROIC	22.2	25.3	11.3	19.3	25.0

주요 투자지표

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Valuation (배)					
P/E	37.3	50.8	73.1	43.5	28.2
P/B	7.4	9.3	9.1	7.9	6.4
EV/EBITDA	22.4	24.9	36.4	23.0	15.8
P/CF	24.6	32.4	42.4	28.9	21.1
Per Share Data (원)					
EPS	2,255	2,433	1,696	2,850	4,401
BPS	11,382	13,340	13,644	15,647	19,251
CPS	3,415	3,812	2,924	4,285	5,879
DPS	265	173	120	202	312
Growth (%)					
매출액	48.5	21.1	5.4	17.2	20.3
영업이익	35.8	41.5	-45.9	88.5	55.0
EPS	0.0	7.9	-30.3	68.0	54.5
총자산	18.2	216.5	4.1	7.3	10.2
자기자본	15.7	237.0	3.8	6.4	9.2
Stability (%)					
부채비율	19.6	12.4	12.6	13.6	14.6
유동비율	431.7	351.5	343.6	336.7	354.8
자기자본비율	15.7	237.0	3.8	6.4	9.2
영업이익/금융비용(x)	779.4	1,215.7	664.5	1,273.6	1,974.4
이자보상배율(x)	763.5	1,038.8	754.1	1,287.6	1,988.9
총차입금(억원)	9	3	3	3	3
순차입금(억원)	-4,013	-6,369	-6,520	-7,448	-9,573



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 성종화)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다..

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+20% 이상 기대 -20% ~ +20% 기대 -20% 이하 기대	90.6% 9.4% 100.0%	2015년 2월 2일부터 당사 투자등급이 기존 4단계 (Strong Buy / Buy / Marketperform / Sell)에서 3단계 (Buy / Hold / Sell)로 변경 투자 의견 비율은 2014. 7. 1 ~ 2015. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)