2018년 10월 30일

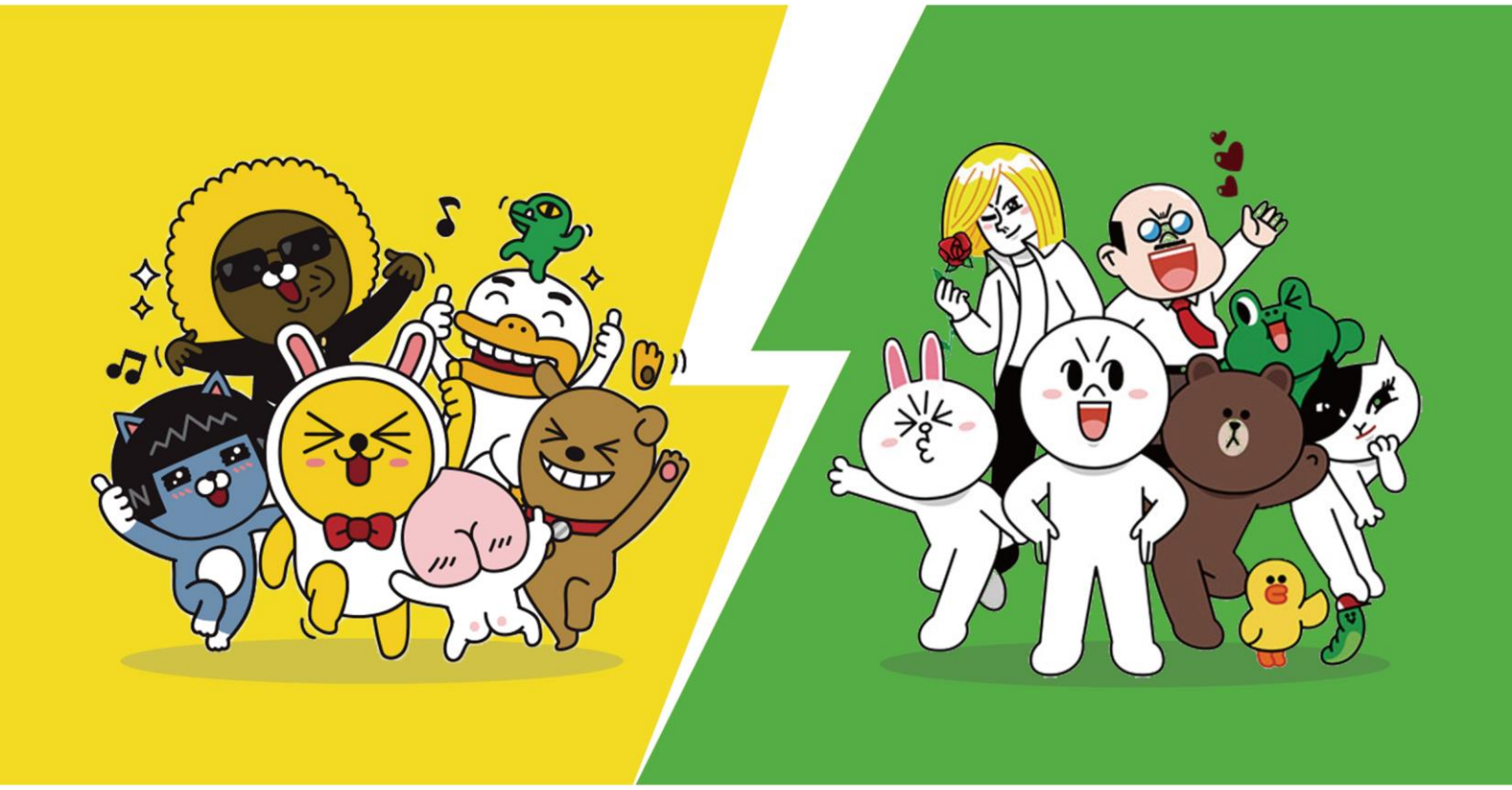
IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

IBKS Issue Report

인터넷/게임 (Overweight)

라이벌대전

KAKAO vs. NAVER



인터넷/게임
이승훈
02) 6915-5680
dozed@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만할 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

CONTENTS

Ⅰ. 사업구조 및 트래픽 경쟁구도 3

1. NAVER와 카카오의 사업부 분석 3
2. 사업부 및 경쟁구도 분석 12

Ⅱ. 미래 사업 전략 및 전망 19

1. NAVER 19
2. 카카오 22

기업분석 26

NAVER (035420):
2019년은 선택과 집중으로 성장 잠재력 높음 / 매수(유지) / 목표주가: 160,000원 26

카카오 (035720):
국내 최대 트래픽을 기반으로 수익화 시작 / 매수(유지) / 목표주가: 120,000원 31

Ⅰ. 사업구조 및 트래픽 경쟁구도

1. NAVER와 카카오의 사업부 분석

1) 사업부 비교

NAVER은 국내 네이버 포털과 일본 내 라인 중심
카카오는 카카오톡과 O2O 중심으로 성장

NAVER는 국내에서 포털 중심으로 사업을 진행하다가 2011년 라인을 일본에 출시한 이후 국내 네이버 포털과 일본 라인으로 사업이 이분화되었다. 한편 카카오는 2014년 다음커뮤니케이션을 합병하면서 카카오톡과 O2O 비즈니스 중심으로 사업이 성장했다. NAVER는 모바일 환경으로 넘어오면서 인터넷 사용량의 절대 우위를 상실했으나 검색 광고와 커머스의 견고한 성장성, 일본 라인의 높은 잠재력 때문에 기업 가치가 가파르게 증가했다.

카카오와 LINE은 비슷한 규모의 매출을 기록하고 있지만 사업을 영위하고 있는 시장(카카오 국내, LINE 일본 및 동남아시아)의 크기 차이로 LINE이 높은 밸류에이션을 적용받는다. LINE은 광고 매출 비중이 높은 반면 카카오는 콘텐츠와 O2O 사업부의 매출 비중이 높다. 두 회사 모두 모바일메신저를 기반으로 사업을 진행하지만 상이한 방향으로 사업을 진행 중이다.

표 1. NAVER, 카카오, LINE의 Valuation 비교

종목명	시가총액 (조원)	Performance(%)				PER(배)		ΔEPS	PBR	ROE
		-1D	-1W	-1M	-1Y	2018	2019	(%)	(배)	(%)
NAVER	18.6	-5.0	-11.4	-22.1	-32.7	25.3	23.6	-4.8	3.1	14.6
카카오	7.6	-3.5	-10.0	-23.3	-35.1	87.6	55.8	-35.2	1.5	1.8
LINE CORP	8.3	-5.3	-15.3	-29.2	-29.7	739.3	95.3	675.8	4.1	3.2

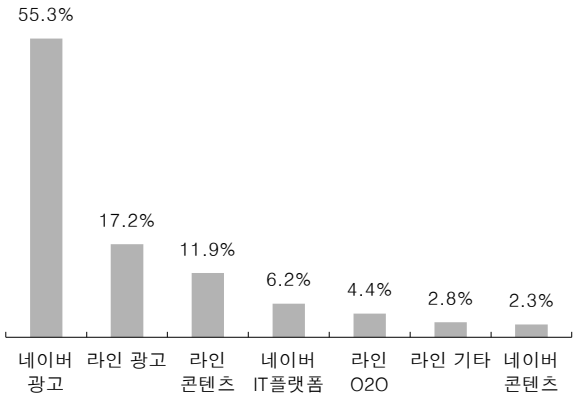
자료: Bloomberg, IBK투자증권

표 2. NAVER와 카카오의 주요 사업부별 연간 매출액

	2017	2018F		2017	2018F
	네이버			다음	
광고	2,687	3,032		437	436
콘텐츠	105	130			
IT플랫폼	218	340			
합계	3,009	3,506		437	436
	라인			카카오	
광고	687	909		160	223
콘텐츠	674	664		986	1198
O2O	172	269		279	401
기타	136	184		112	109
합계	1,669	2,027		1,537	1,931

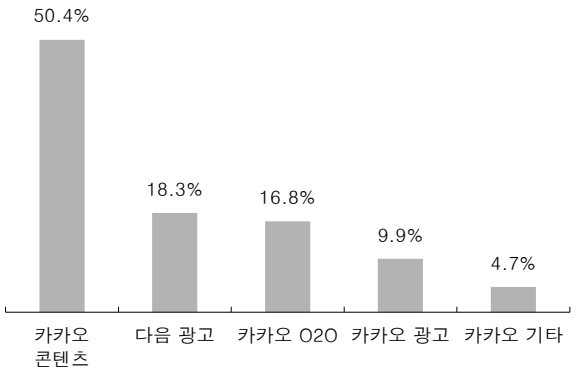
자료: NAVER, 카카오, LINE, IBK투자증권 추정

그림 1. NAVER 2018년 기준 사업부별 비중 추정



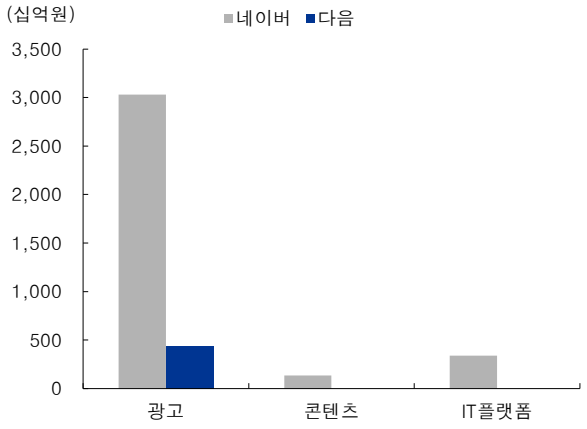
자료: NAVER, LINE, IBK투자증권 추정

그림 2. 카카오 2018년 기준 사업부별 비중 추정



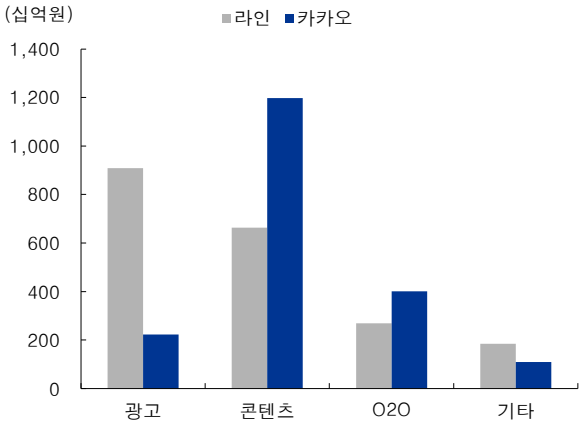
자료: 카카오, IBK투자증권 추정

그림 3. 네이버와 다음의 사업부별 2018년 매출 비교



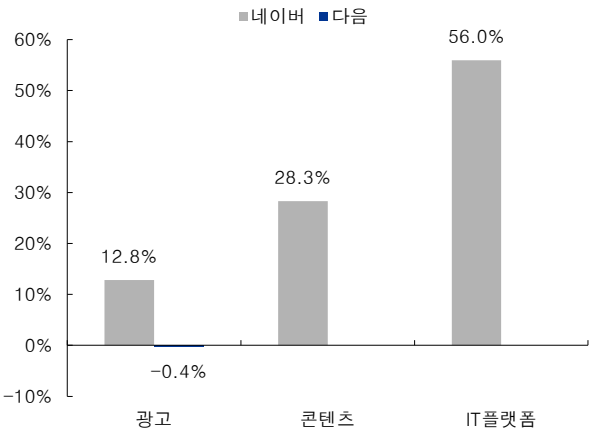
자료: NAVER, 카카오, IBK투자증권 추정

그림 4. 라인과 카카오의 사업부별 2018년 매출 비교



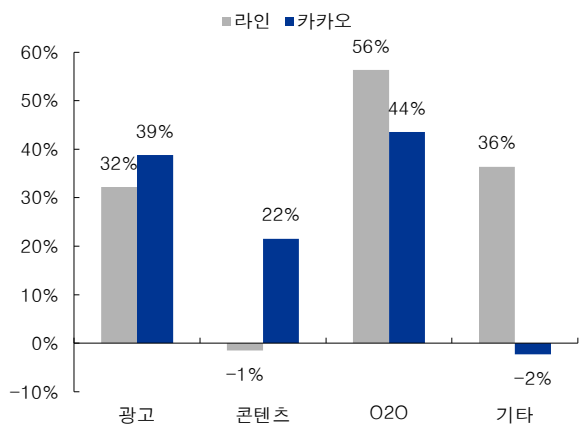
자료: NAVER,LINE, 카카오, IBK투자증권 추정

그림 5. 네이버와 다음의 사업부별 2018년 매출 성장률



자료: NAVER, 카카오, IBK투자증권 추정

그림 6. 라인과 카카오의 사업부별 2018년 매출 성장률



자료: NAVER,LINE, 카카오, IBK투자증권 추정

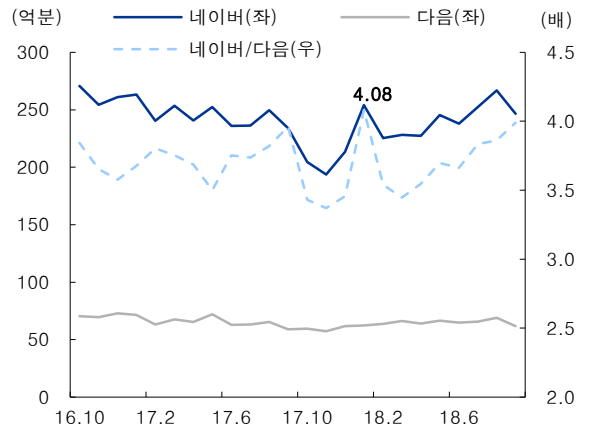
2) 네이버 vs 다음

모바일은 개별 애플레케이션 별 서비스가 집중되면서 검색은 네이버로 쏠림

국내 네이버와 다음의 트래픽은 총체류시간 기준 최대 4배 이상 차이가 났다. PC 환경에서는 브라우저 내에서 네이버와 다음을 상호 방문이 가능했다. 그러나 모바일로 전환되면서 브라우저보다는 개별의 애플리케이션을 통해 각 사이트에 방문하게 되면서 검색 포털은 네이버 집중현상이 심화되었다. 또한 카카오는 합병 이후 주요 서비스를 카카오 브랜드로 마케팅을 했기 때문에 다음 포털의 영향력이 축소될 수 밖에 없었다.

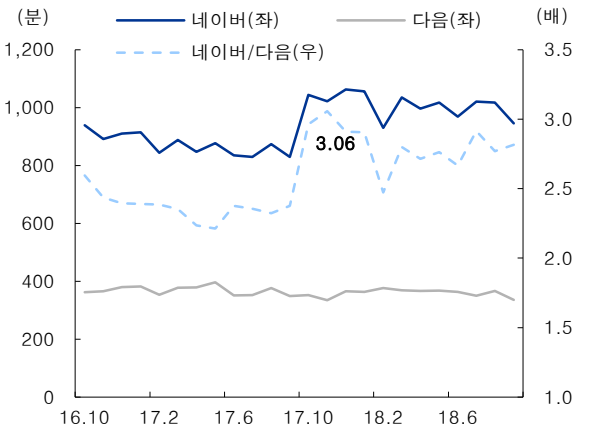
네이버는 PC에서의 검색, 커뮤니티, 커머스의 우위를 모바일까지 유지하면서 광고 중심으로 안정적인 성장세를 유지했다. 모바일로 전환되면서 검색광고 시장의 점유율이 확대되었으며 커머스와 O2O 사업를 통해 커머스 생태계를 구축하여 광고주를 증가시켰다.

그림 7. 네이버와 다음의 월별 총체류시간 추이



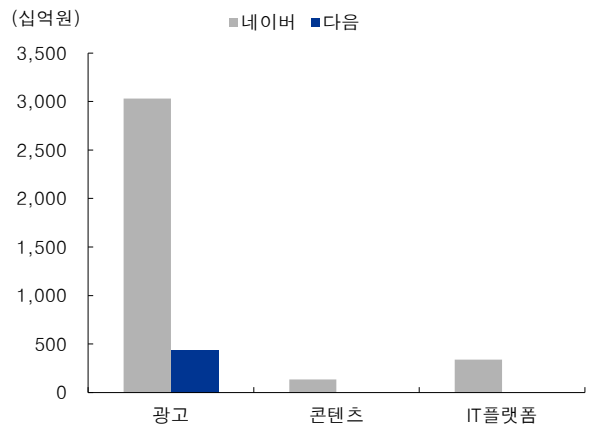
자료: 닐슨, IBK투자증권 추정

그림 8. 네이버와 다음의 월별 평균 체류시간 추이



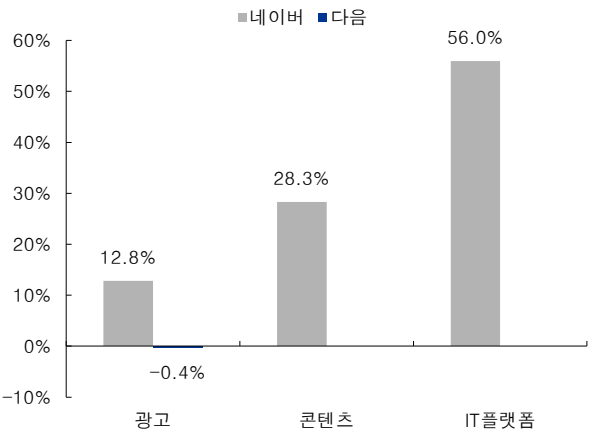
자료: 닐슨, IBK투자증권

그림 9. 네이버와 다음의 사업별 2018년 매출액 추정



자료: NAVER, 카카오, IBK투자증권 추정

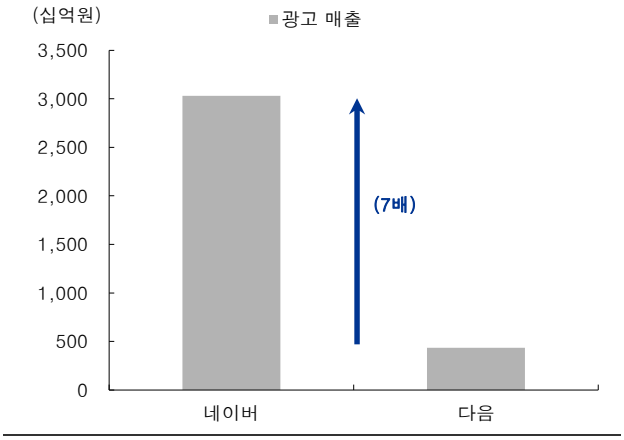
그림 10. 네이버와 다음의 사업별 2018년 성장률 추정



자료: NAVER, 카카오, IBK투자증권 추정

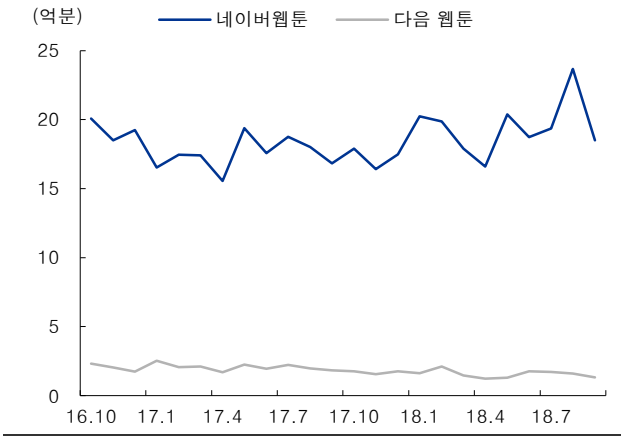
국내 포털 네이버와 다음의 광고 매출 차이는 약 7배 이상으로 트래픽의 4배보다 크다. 검색광고 시장의 점유율 차이가 결정적인 차이를 만든 것으로 분석된다.

그림 11. 2018년 네이버와 다음 포털 광고 매출



자료: NAVER, 카카오, IBK투자증권 추정

그림 12. 네이버웹툰과 다음웹툰의 총체류시간 추이

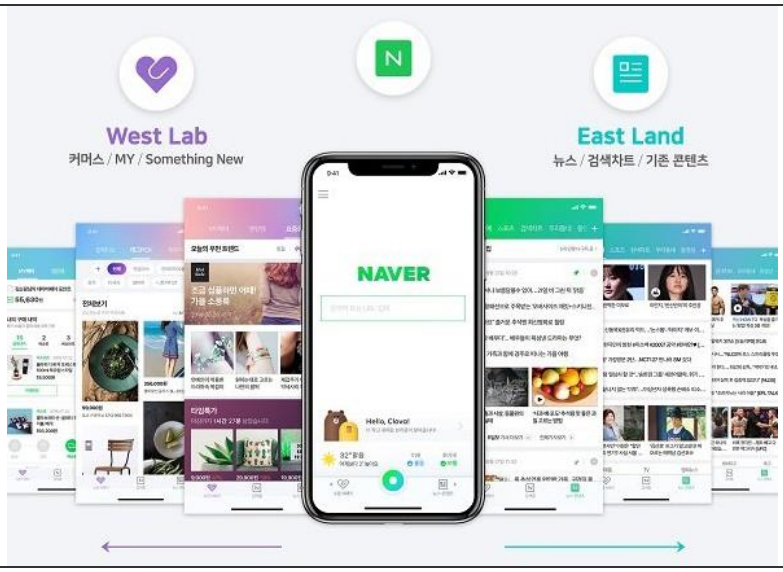


자료: 닐슨, IBK투자증권

네이버 모바일개편은 검색, 커머스, O2O 강화

최근 공개된 네이버의 모바일 개편 UX는 검색, 커머스, O2O 서비스의 강화에 집중한 것으로 판단된다. 그린닷을 통해 텍스트 검색에서 이미지, 음성, 장소 검색을 강화했으며 모든 콘텐츠에서 검색 서비스로 빠르게 이동할 수 있는 UI를 구현했다. 한편 새롭게 왼쪽 스와이프를 통해 커머스 및 신규 서비스를 배치하면서 콘텐츠와 커머스를 분리시켰다. 한편 플레이스, 스마트어라운드 등 O2O 서비스 강화를 통해 오프라인 사업자의 고객 이용이 증가하여 향후 오프라인 사업자들이 온라인 광고주로 유입되는 효과가 기대된다.

그림 13. 네이버 모바일 개편



자료: NAVER, IBK투자증권

3) 라인 vs 카카오

PC는 검색, 모바일은 커뮤니케이션이 핵심 가치

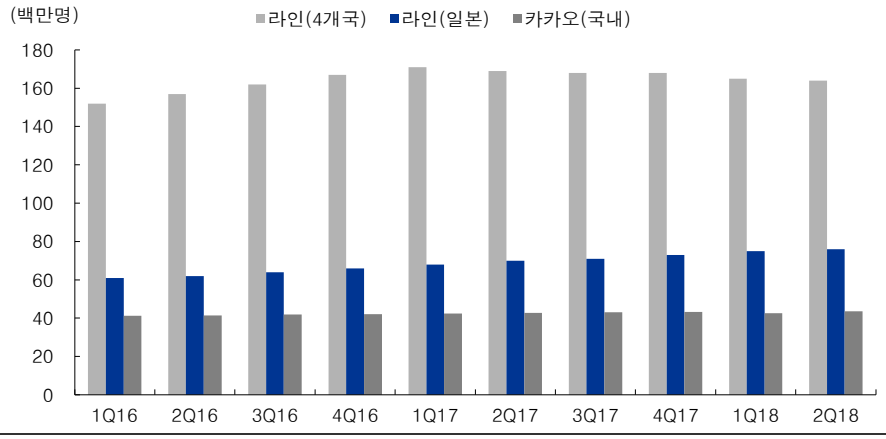
라인과 카카오는 모바일메신저 기반으로 다양한 사업을 진행한다. PC 환경에서 인터넷을 하는 가장 중요한 이유는 검색 서비스를 통한 정보 획득이었다. 반면 모바일 인터넷은 정보 획득보다는 커뮤니케이션이 선행하기 때문에 라인, 카카오, 위챗 등의 메신저가 높은 기업가치를 인정받는다.

라인 MAU 1.52억명, 카카오 MAU 4.4천만명

라인은 일본과 동남아, 카카오는 한국이 주요 시장이다. 라인은 월간 이용자 규모가 일본과 중요 동남아국가 기준 1.52억명, 일본만 7.6천만명이다. 반면 카카오는 국내 기준 4.4천만 명이 이용한다. 시장의 규모와 성장 가능성을 볼 때 라인이 우위에 있으나 시장에 따른 수익모델과 사업 방향은 상이하다.

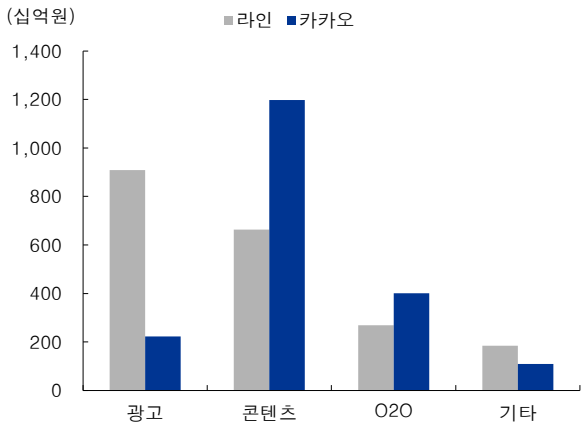
라인은 이용자 규모가 상대적으로 크기 때문에 메신저를 통한 광고 매출 비중이 높다. 반면 카카오는 게임, 멜론, 카카오페이지 기반의 콘텐츠와 모빌리티 매출 비중이 상대적으로 높다.

그림 14. 라인, 카카오의 MAU 추이



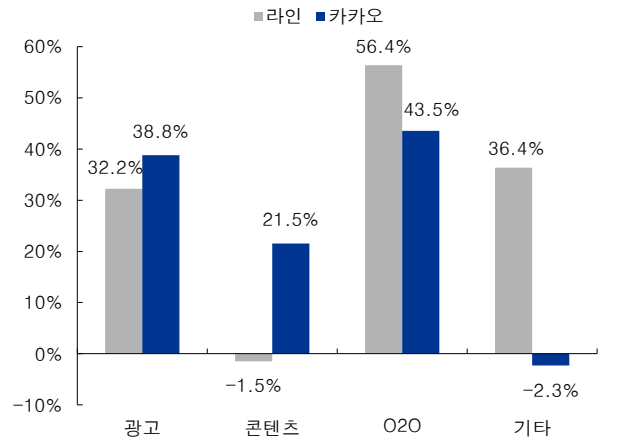
자료: LINE, 카카오, IBK투자증권

그림 15. 라인과 카카오의 사업부별 2018년 매출액 추정



자료: LINE, 카카오, IBK투자증권 추정

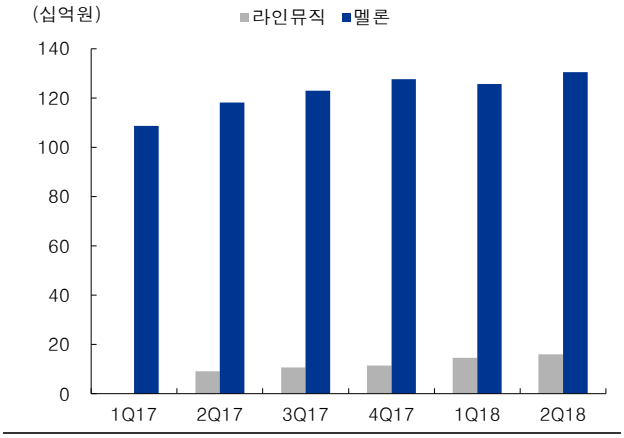
그림 16. 라인과 카카오의 사업부별 2018년 매출액 성장률 추정



자료: LINE, 카카오, IBK투자증권 추정

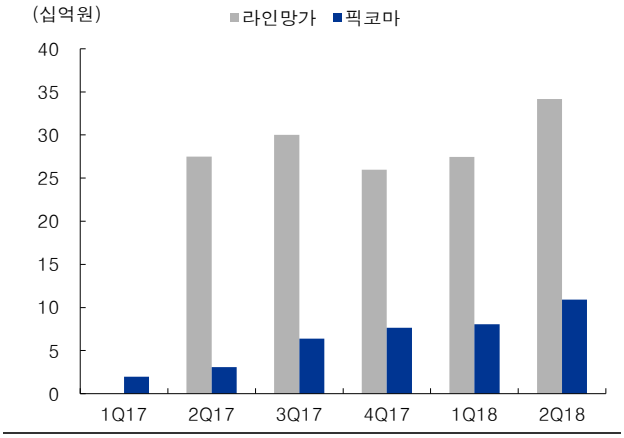
카카오는 카카오게임즈가 검은사막과 배틀그라운드 퍼블리싱을 성공하고 모바일게임 채널링 사업이 성장하면서 게임 사업 매출이 증가했다. 또한 로엔을 합병하여 멜론 기반으로 영상 콘텐츠 사업으로 확대할 예정이다. 한편 라인은 게임사업부의 성장이 정체되고 뮤직 사업이 미진하지만 라인망가를 통한 콘텐츠 유통 사업은 높은 성장세를 기록했다.

그림 17. 라인뮤직과 멜론의 분기 매출액 추이



자료: LINE, 카카오, IBK투자증권

그림 18. 라인망가와 픽코마의 분기 매출액 추이



자료: LINE, 카카오, IBK투자증권

4) O2O 비즈니스

Commerce

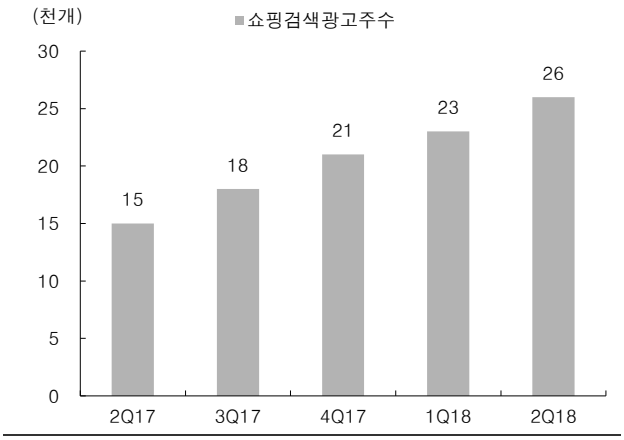
미국과 중국과 달리 국내 커머스 시장은 절대강자가 없는 상황

인터넷 시장 초기부터 포털과 커머스는 경쟁보다는 보완하는 관계로 성장했다. 검색을 통해 쇼핑몰로 유입되는 트래픽이 높았기 때문에 쇼핑 관련 검색어에서 검색광고 매출이 발생했다. 한편 소비자들이 검색을 통해 원하는 상품을 찾기 때문에 마케팅 채널로서 검색 포털이 커머스 기업에게 중요했다. 미국은 아마존, 중국은 알리바바가 시장점유율 50% 이상을 차지한다. 반면 국내 시장은 절대 강자가 없다. 오픈마켓과 소셜커머스의 경쟁이 심화되는 가운데 네이버는 쇼핑검색을 통해 커머스 시장에서 또다른 부가가치를 창출한다.

네이버는 네이버로그인, 쇼핑검색, 스마트스토어, 네이버페이를 통해 직접 쇼핑몰을 운영하지는 않지만 국내 커머스 시장에서 영향력이 크다. 최근 페이스북, 인스타그램 등 인플루런스 마케팅 채널이 활성화되면서 네이버 커머스의 위기론이 대두되었으나 네이버 포털, 카페, 블로그를 통한 커뮤니티 서비스 경쟁력은 아직 견고한 것으로 파악된다.

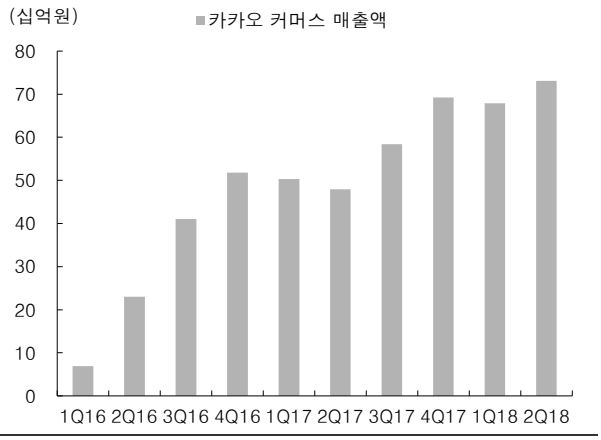
카카오나 라인 같은 모바일메신저 플랫폼은 상대적으로 커머스 플랫폼으로서 제한적이다. 카카오는 선물하기 서비스를 안착시키면서 2017년 1조원 이상의 거래액을 기록했으나 타 커머스 플랫폼에 비해 거래액 규모는 상대적으로 크지 않다.

그림 19. 네이버 쇼핑검색 광고주수 추이



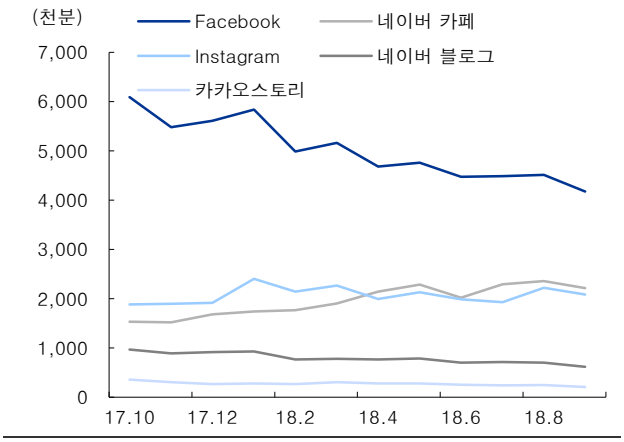
자료: NAVER, IBK투자증권

그림 20. 카카오 커머스 매출액 추이



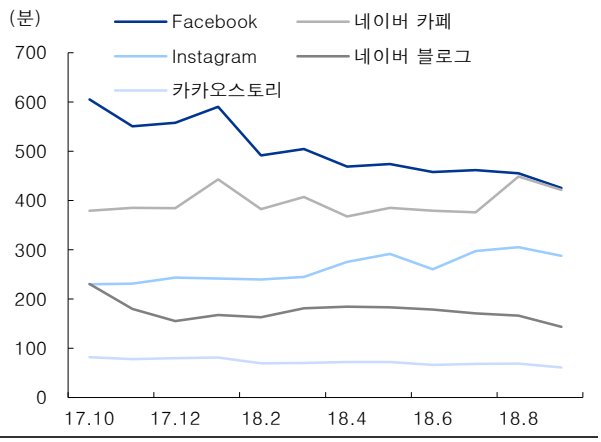
자료: 카카오, IBK투자증권

그림 21. 국내 주요 SNS의 총체류시간 월별 추이



자료: 닐슨, IBK투자증권

그림 22. 국내 주요 SNS의 평균이용시간 월별 추이



자료: 닐슨, IBK투자증권

Payment

네이버페이는 검색과 스마트스토어 시너지로 거래액 증가

네이버, 카카오, 라인 모두 자체 payment를 통해 기존 결제 시장을 잠식하고 있다. 국내 커머스 시장 내 영향력이 큰 네이버는 온라인에 집중하여 2분기 말 기준 23만 개 이상의 가맹점을 확보하면서 안정적으로 성장했다. 네이버 쇼핑검색으로 유입되는 이용자들은 네이버페이에 쉽게 노출되기 때문에 이 수단으로 결제할 가능성이 높아진다.

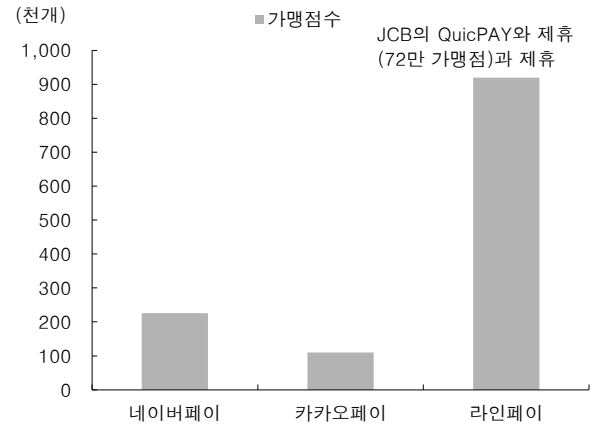
카카오페이는 오프라인 및 모빌리티 결제 증가

반면 카카오페이는 Captive 커머스는 약하지만 제휴와 오프라인 커머스 진출을 통해 거래액을 확대하고 있다. 최근 절대적 우위를 가진 모빌리티에서 자동결제 시스템이 적용되고 오프라인 QR 결제가 보급되면서 거래액이 빠르게 증가 중이다.

라인페이는 현금 결제 비중이 높은 일본에서 92만개 가맹점 확보

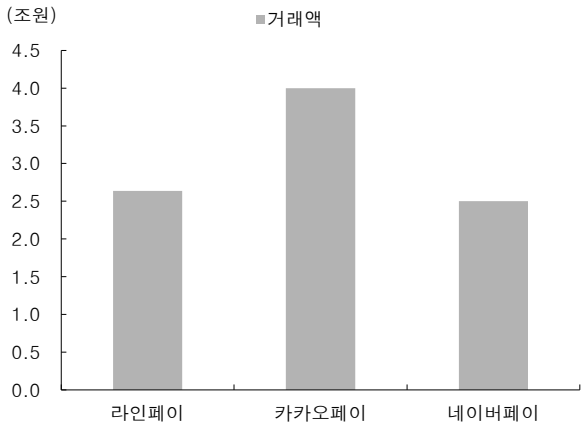
한국과 중국의 비현금 결제 비중이 89%, 60% 수준인 반면 일본은 18%에 불과하다. 라인페이는 일본에서 QR코드, NFC, 신용카드에 대응하고 63개 은행과 연계하여 향후 현금을 대체하는 역할을 할 것으로 전망된다. QR코드 결제는 스마트폰에서 QR코드를 읽고 결제를 하면 연결된 은행계좌에서 실시간으로 현금이 인출되는 시스템이다. JCB의 퀵페이(QuicPay)와 제휴를 통해 향후 100만 개 가맹점을 확보하는 것이 목표이다.

그림 23. 네이버페이, 카카오페이, 라인페이의 가맹점수



자료: NAVER, LINE, 카카오, IBK투자증권

그림 24. 각 payment 별 거래액(2Q18)



자료: NAVER, LINE, 카카오, IBK투자증권

그림 25. 카카오페이의 오프라인결제 QR코드

자료: 카카오, IBK투자증권

그림 26. 라인페이의 오프라인결제 QR코드

자료: LINE, IBK투자증권

Fintech

네이버페이는 검색과 스마트스토어 시너지로 거래액 증가

네이버는 커머스 시장의 높은 영향력을 가지고 네이버페이 중심으로 핀테크 서비스를 확장한다. 네이버는 미래에셋대우 CMA계좌나 신한금융의 통장 계좌에 간편결제 계좌를 연결하면 포인트 및 수수료 우대 혜택 등을 제공하는 상품을 출시했다. 카카오나 라인에 비해 핀테크 사업 진출은 보수적인 것으로 판단된다.

카카오는 카카오뱅크와 카카오페이 기반으로 핀테크 사업 기반 확보

카카오는 카카오뱅크를 설립하고 카카오페이 거래액이 증가하면서 핀테크의 기반을 마련했다. 은행은 이용자 중심의 서비스를 제공하면서 안정적으로 시장에 안착했으나 자산과 자본금에서 대형 은행들과 경쟁이 쉽지는 않다. 카카오페이 역시 간편결제 시장에 절대적인 점유율을 확보하기 어렵기 때문에 자체 수익을 기대하기 어려운 상황이다. 결국 카카오페이를 통해 축적되는 결제 정보와 카카오톡의 이용자 정보를 활용하여 다양한 금융 사업에 진출하기 위해 최근 증권사를 인수하는 등 향후 혁신적인 금융 서비스를 출시할 예정이다.

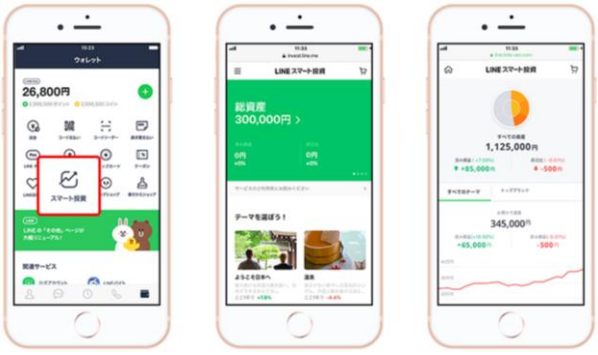
라인이 가장 적극적으로 핀테크 사업 진행

핀테크 사업은 라인이 가장 적극적이다. 일본 내 노무라증권, FOLIO, NKSJ 등과 업무협약을 통해 라인 이용자들이 쉽게 접근할 수 있는 다양한 금융상품이 출시될 예정이다. 최근 단기간, 특정활동에 적용되는 다양한 형태의 보험상품이 출시되었으며 라인페이를 통해 결제가 이루어진다. 또한 70여개 테마 중 선택하면 금융투자기업인 FOLIO의 AI 기반으로 주식에 분산투자되는 라인 스마트 투자 상품도 출시되었다.

그림 27. 라인의 모바일보험 서비스

자료: LINE, IBK투자증권

그림 28. 라인의 자산관리 상품 출시



자료: LINE, IBK투자증권

2. 사업부 및 경쟁구도 분석

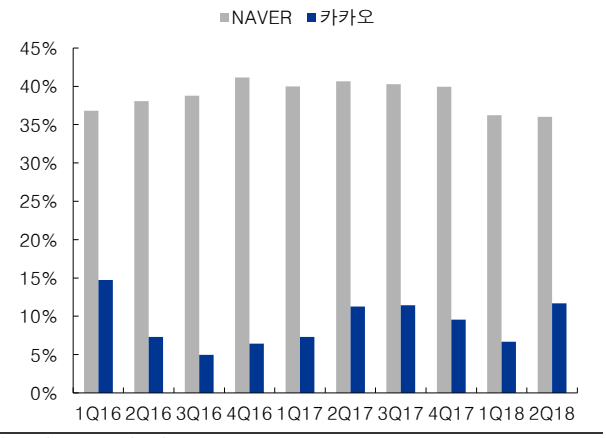
1) 종합분석

NAVER와 카카오의 실적 차이는 광고 부문에서 발생

NAVER와 카카오 실적의 차이는 광고 매출 비중 차이에서 발생하는 것으로 분석된다. 네이버 포털이 다음보다 검색과 절대 이용량에서 절대적인 우위를 차지하기 때문에 광고 매출이 높다. 또한 모바일 메신저 플랫폼은 포털 플랫폼에 비해 커머스와 검색 활동이 미미하기 때문에 상대적으로 광고 플랫폼으로서 매력이 낮다.

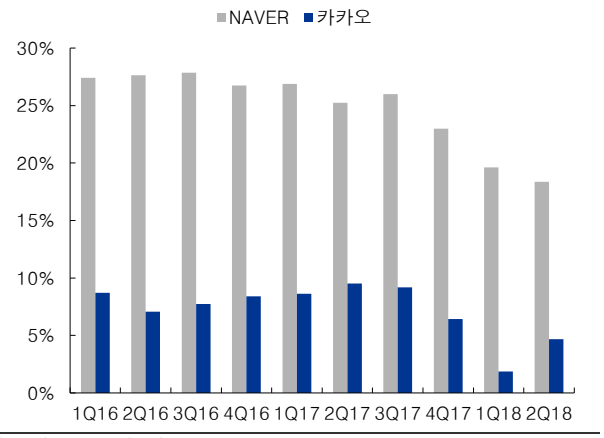
라인은 카카오에 비해 MAU(월평균 이용자수)가 높고 일본 시장의 구매력이 높기 때문에 광고 매출 비중이 상대적으로 높다. 카카오톡이 초기 게임 플랫폼으로 수익모델을 확장하는 과정에서 푸쉬메시지가 남발되면서 카카오톡 이용자들의 푸쉬형 광고에 대한 거부감이 높아진 것도 아쉬운 부분이다. 또한 라인은 타임라인이 메신저 내부에 위치한 반면 카카오스토리가 카카오톡과 분리되면서 SNS 기능이 약화된 것 역시 카카오가 광고 수익모델을 만드는데 어려운 점으로 판단된다.

그림 29. NAVER와 카카오의 연결 영업이익률 추이



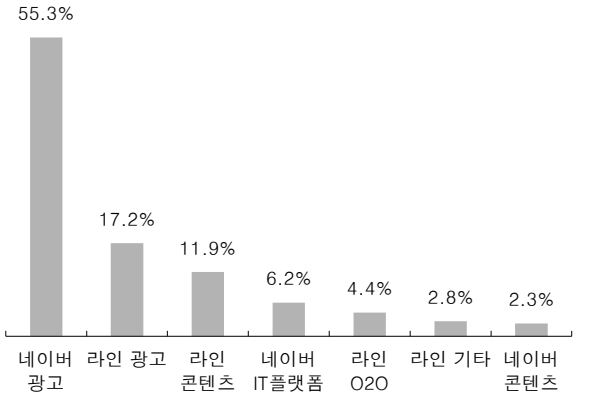
자료: 닐슨, IBK투자증권

그림 30. NAVER와 카카오의 별도 영업이익률 추이



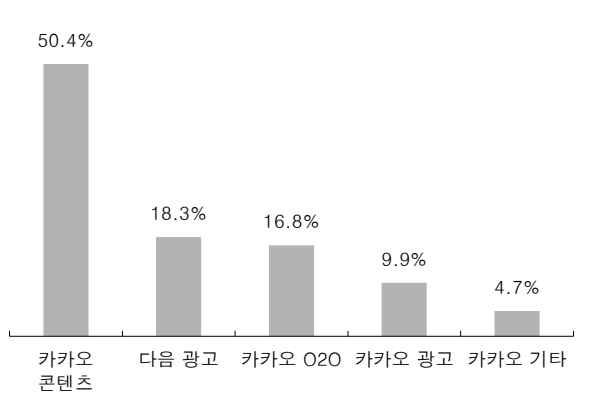
자료: 닐슨, IBK투자증권

그림 31. NAVER 2018년 기준 사업부별 비중 추정



자료: NAVER, 카카오, IBK투자증권 추정

그림 32. 카카오 2018년 기준 사업부별 비중 추정



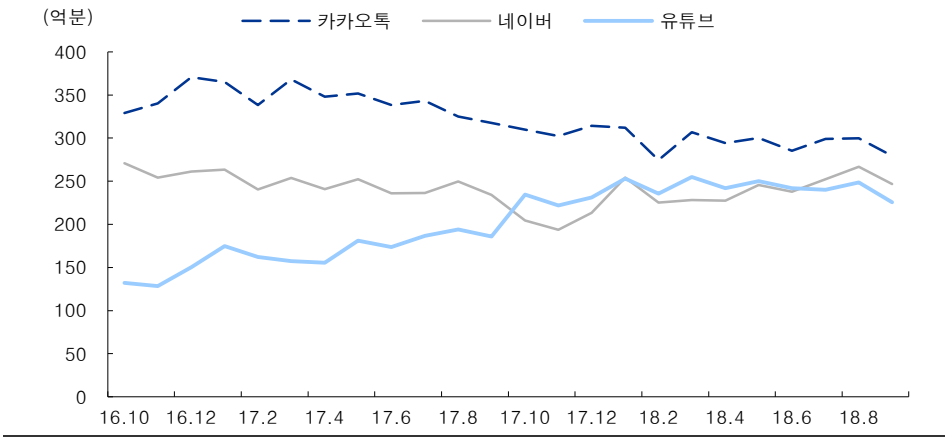
자료: NAVER,LINE, 카카오, IBK투자증권 추정

NAVER는 모바일 환경에서 검색의 절대적 우위 확보했으나 디스플레이 광고 매출은 둔화

NAVER는 PC 브라우저 환경이 모바일 애플리케이션 환경으로 전환되는 과정에서 네이버 애플리케이션에 트래픽을 집중하여 검색 지배력을 더욱 강화했다. 그러나 인터넷 이용자의 절대 이용시간은 PC 환경에서는 네이버가 절대적 우위에 있었으나 모바일로 넘어오면서 카카오톡과 유튜브 등 다양한 애플리케이션으로 우위를 빼앗기고 있다. 그 결과 NAVER의 디스플레이광고는 성장성이 둔화되는 것으로 분석된다.

현재 NAVER는 검색시장의 지배력을 기반으로 커머스, 네이버페이, O2O 서비스의 생태계를 강화한다. 쇼핑검색을 통해 전문쇼핑몰이 성장하면서 중소형 커머스 광고주들이 증가하고 검색 광고 집행 규모가 증가했다. 한편 O2O 서비스를 통해 오프라인 사업자들이 네이버 포털에서 매출이 발생하면서 오프라인 광고주들이 신규 광고주로 유입되는 효과가 나타났다.

그림 33. 네이버, 카카오, 유튜브의 월별 총체류시간 추이



자료: 닐슨, IBK투자증권

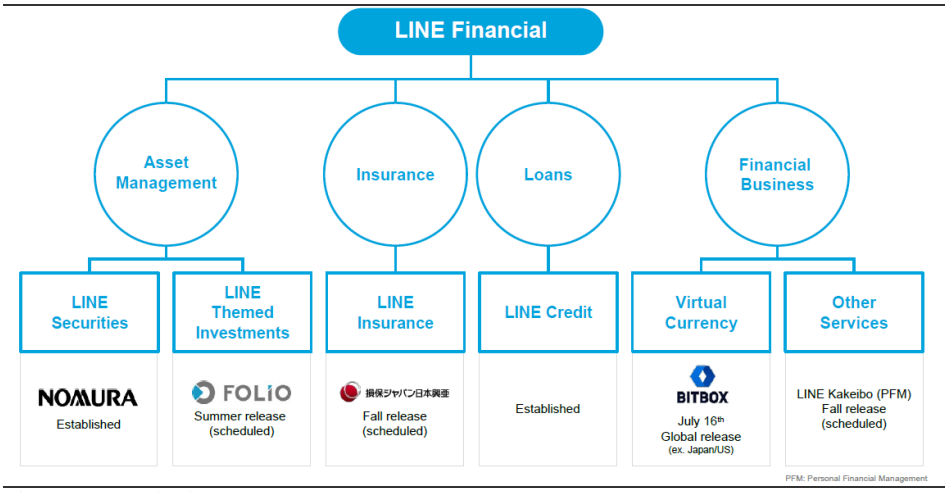
카카오는 콘텐츠 유통 및 신사업을 통해 신규 트래픽을 창출했으나 뚜렷한 수익모델이 부재

카카오는 콘텐츠 유통을 통해 외형을 키우는 동시에 자회사에서 다양한 신규 사업을 시작하여 대규모 트래픽을 만들었다. 그러나 아직 명확한 수익모델이 없기 때문에 NAVER에 비해 트래픽의 효율성이 낮다. 카카오톡, 카카오게임, 카카오택시, 카카오뱅크까지 모바일에 특화된 신규 트래픽을 만들어냈다. 동시에 포털 다음을 인수하여 광고 사업의 기반을 확보하고 로엔을 합병하면서 뮤직, 영상 콘텐츠로의 확장이 가능해졌다.

광고 부문은 올해부터 카카오모먼트가 카카오톡과 다음모바일 등에 적용되면서 광고 효과가 검증되기 시작했다. 하반기는 광고 효과를 광고주에게 홍보하는 과정이다. 한편 카카오톡의 범용성과 O2O와 콘텐츠 비즈니스의 우위를 통해 카카오페이가 온오프라인 시장에서 빠르게 안착했다. 카카오톡의 소셜 정보와 결제 정보를 결합하여 핀테크 사업을 강화하기 위한 기반이 2018년 만들어진 것으로 판단된다. 카카오 모빌리티 역시 신규 수익모델이 결합되고 규제 완화가 진행되면서 수익화가 가시화되고 있다.

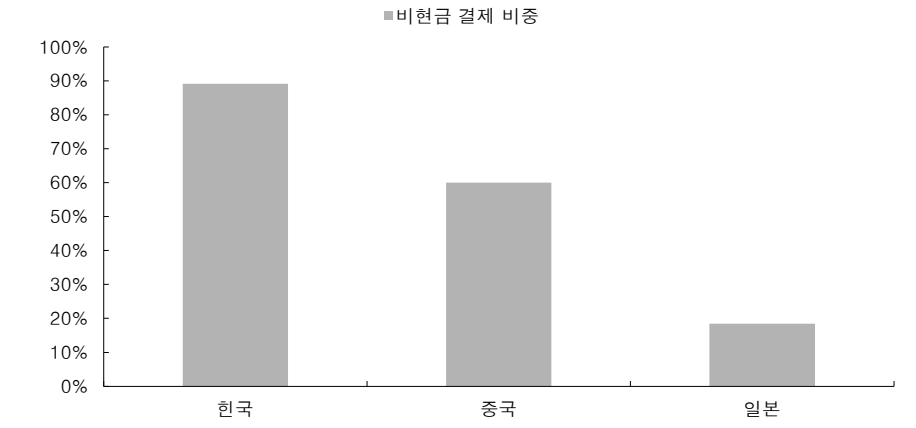
라인은 핀테크 사업을 위한 구조를 완성한 것으로 파악된다. 현금 중심의 일본 시장에서 라인페이를 기반으로 금융 서비스의 접근성을 확대했다. 한편 상대적으로 금융산업 발전이 미진한 동남아 국가에는 선점하기 위해 서비스를 빠르게 강화한 것으로 판단된다. 카카오가 새로운 서비스를 출시하고 신규 트래픽을 확보했던 것에 비해 라인은 이미 보유한 트래픽을 수익화하는 방향으로 사업을 진행시킨 것으로 파악된다.

그림 34. 라인 파이낸셜의 자회사 구조



자료: LINE, IBK투자증권

그림 35. 한국, 중국, 일본의 비현금 결제 비중 비교



자료: LINE, 언론자료, IBK투자증권

2) 경쟁구도

카카오는 콘텐츠 유통 및 신사업을 통해 신규 트래픽을 창출했으나 뚜렷한 수익모델이 부재

과거 포털 네이버와 다음은 검색광고와 디스플레이광고 시장에서 강도높은 경쟁을 했으나 모바일 환경으로 넘어오면서 직접 경쟁이 크게 감소했다. 광고 부문은 네이버가 카카오를 압도하고 있으며 국내 콘텐츠 유통 가운데 게임, 뮤직은 카카오가 우위를 가진다. 클라우드 사업은 NAVER만 진입하고 있으며 O2O의 커머스와 인터넷뱅크는 카카오만 사업을 진행 중이다.

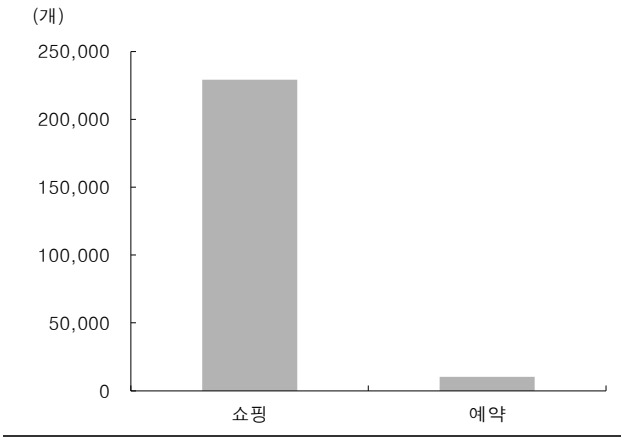
현재 NAVER와 카카오가 치열하게 경쟁하는 부문은 간편결제, 웹툰&웹소설의 콘텐츠 유통 분야이다. 그러나 네이버페이가 네이버 쇼핑검색 기반으로 온라인 커머스에서 거래액이 집중되는 반면에 카카오페이는 외부 제휴 커머스, O2O 및 오프라인 매장결제 등으로 범위를 확대하고 있다.

표 3. NAVER와 카카오의 주요 사업부별 연간 매출액

	2017	2018F		2017	2018F
	네이버			**다음**	
광고	2,687	3,032		437	436
콘텐츠	105	130			
IT플랫폼	218	340			
합계	3,009	3,506		437	436
	라인			**카카오**	
광고	687	909		160	223
콘텐츠	674	664		986	1,198
O2O	172	269		279	401
기타	136	184		112	109
합계	1,669	2,027		1,537	1,931

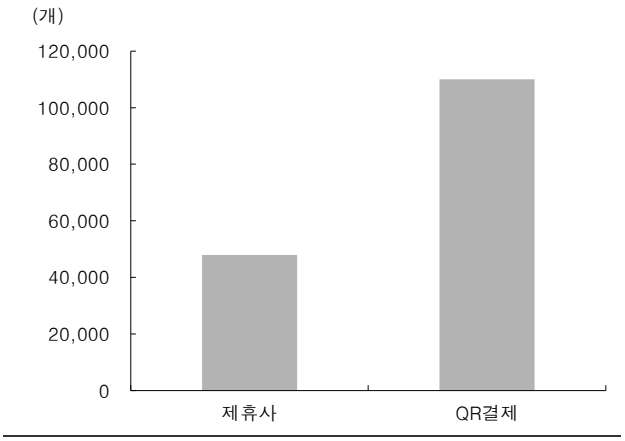
자료: NAVER, 카카오, LINE, IBK투자증권 추정

그림 36. 네이버페이의 사용처



자료: NAVER, IBK투자증권

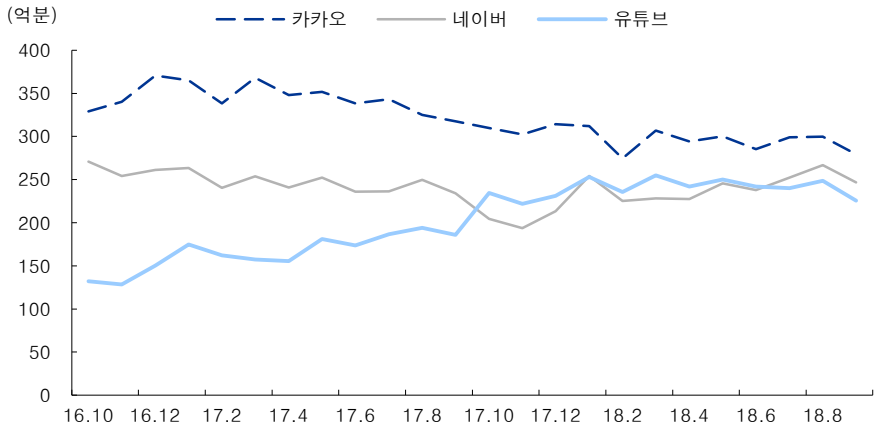
그림 37. 카카오페이의 사용처



자료: 카카오, IBK투자증권

광고 부문에서 검색광고는 NAVER가 절대적 우위를 가지고 메신저 기반의 PUSH형 광고는 카카오가 우위를 가진다. 최근 카카오가 적용하는 성과형 광고인 카카오모먼트의 성과에 따라 디스플레이광고 시장은 변화 가능성이 존재한다. 단지 동영상광고 시장은 유튜브가 가파르게 성장했기 때문에 양사 모두 열세인 상황이다.

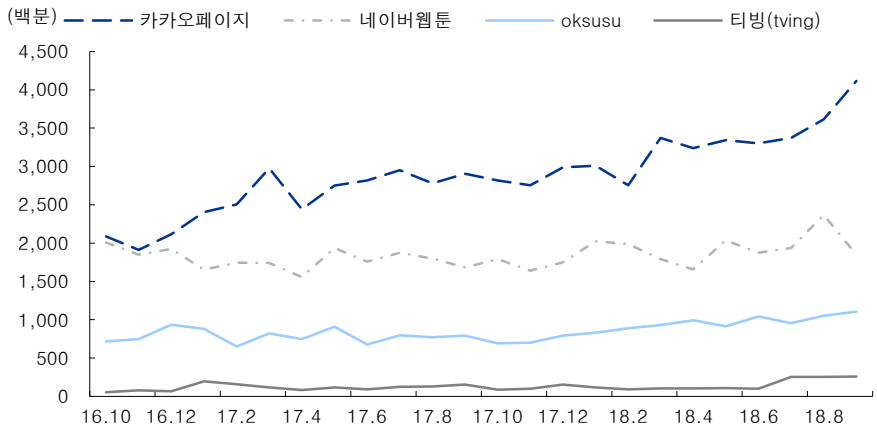
그림 38. 카카오, 네이버, 유튜브의 Web+App 합산 총체류시간 추이



자료: 닐슨, IBK투자증권

콘텐츠 부문은 카카오가 상대적 우위를 가진다. NAVER은 게임 부문을 분사시키면서 관련 매출이 미미하고 네이버 뮤직은 성장이 정체되어 있다. 반면 카카오가 로엔을 인수하면서 음악 서비스에서 절대적 우위를 점하고 있다. 웹툰, 웹소설 등 디지털콘텐츠 유통은 카카오가 카카오페이지를 통해 점유율을 급격히 확대했다. PC 인터넷 환경에서는 검색 포털을 중심으로 콘텐츠, 커뮤니티로 확산되었던 반면에 모바일 환경에서는 애플리케이션 별로 서비스가 구동되기 때문에 검색 포털의 영향력이 축소되었다. 따라서 네이버가 검색 트래픽을 타 서비스로 유입시키는 전략이 모바일에서는 실효성이 떨어지는 것으로 판단된다.

그림 39. 국내 주요 콘텐츠 생산, 유통 플랫폼의 월별 총체류시간 추이



자료: 닐슨, IBK투자증권

카카오는 모빌리티와 인터넷뱅크 사업에 공격적으로 진입하면서 시장을 선점했다. 모빌리티 분야는 네트워크 효과가 적용되는 서비스이기 때문에 타 사업자가 진입하기 어렵다. 기존 운송 사업자들과 갈등이 심화되면서 수익모델 안착에 시간이 필요하지만 2019년부터 관련 매출이 빠르게 상승할 가능성이 높다. 반면 인터넷뱅크는 기존 은행 사업자들이 막강한 영향력을 가지고 있고 서비스 차별화에 한계가 있기 때문에 시장 점유율 확대가 쉽지 않을 전망이다.

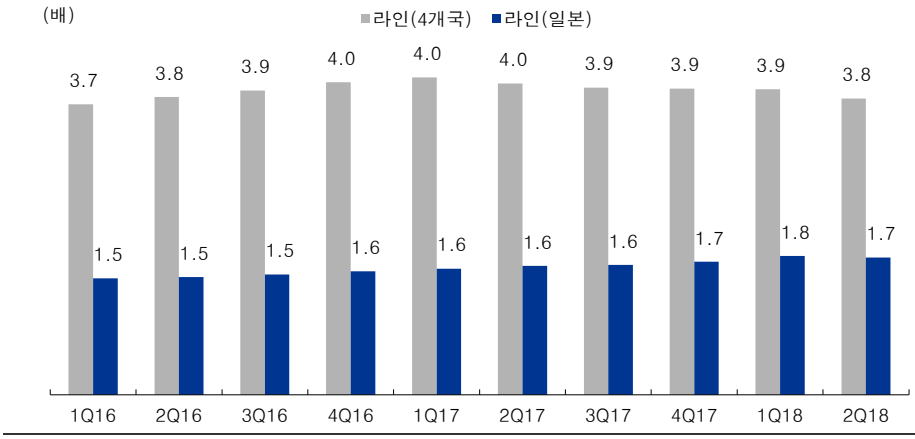
한편 NAVER는 IT서비스로 클라우드와 라인웍스 같은 SW 서비스를 강화했다. 클라우드 서비스 사업은 글로벌 인터넷 기업을 통해 그 사업성이 검증되었다. 글로벌 인터넷 기업들이 클라우드 서버 사업에서 외형을 확대하면서 수익성이 빠르게 개선되는 사례가 증가했다. NAVER 역시 대용량의 트래픽을 기반으로 사업을 진행하기 때문에 대규모 IT 인프라 투자가 필요하고 클라우드는 그 인프라를 기반으로 레버리지를 만들 수 있다. 라인웍스는 일본에서 라인 기반으로 그룹웨어 부문 시장점유율 1위를 기록했다. 향후 라인웍스 SW 시장을 기반으로 일본 내 클라우드 사업이 확대될 것으로 기대된다.

3) 해외

NAVER는 라인이 일본과 동남아시아에서 핵심 모바일메신저로 자리를 잡으면서 글로벌 인터넷 사업자로 진화했다. 라인 MAU(월 평균 이용자수)는 카카오 MAU 대비 주요 4개국은 약 4배, 일본은 1.7배가 크다. 최근 핀테크 사업에 집중하면서 수익모델을 다변화하고 있다. 추가적으로 유럽 시장을 타켓으로 프랑스 자회사에 투자를 진행하면서 유럽 내 스타트업 육성 사업을 진행 중이다.

카카오는 대부분의 사업이 국내 시장에 집중되어 있다. 과거 인도네시아의 SNS 메신저인 패스를 인수했으나 최근에 사업을 종료하는 등 해외 사업 성과는 미진하다. 최근 일본 내 웹툰 서비스 픽코마의 매출액이 빠르게 증가하는 것이 긍정적이다. 향후 자체 콘텐츠 기반으로 글로벌 플랫폼 기업과의 제휴를 하거나 국내 모빌리티 사업의 해외 진출이 기대된다.

그림 40. 라인 지역별 MAU와 카카오 MAU 비교(라인 MAU / 카카오 MAU)



자료: LINE, 카카오, IBK투자증권

II. 미래 사업 전략 및 전망

1. NAVER

네이버는 검색 우위를 기반으로 로그인에서 네이버페이로 이어지는 커머스 생태계를 O2O 서비스로 확장시킬 것으로 전망된다. 검색 트래픽을 기반으로 검색과 커머스에 집중하여 트래픽의 수익화가 가속화될 것으로 전망된다. 이번 모바일 개편을 통해 검색 기능을 다양화하고 모든 콘텐츠에서 검색으로 바로 유입될 수 있는 UI를 구현했다.

한편 2019년 이후 클라우드와 핀테크 사업이 국내 사업에서 신규 성장 모멘텀으로 자리잡을 것으로 판단된다.네이버는 신규 시장을 개척하기 위해 서비스를 출시하기보다는 기존 서비스를 고도화하는데 더욱 집중한다.

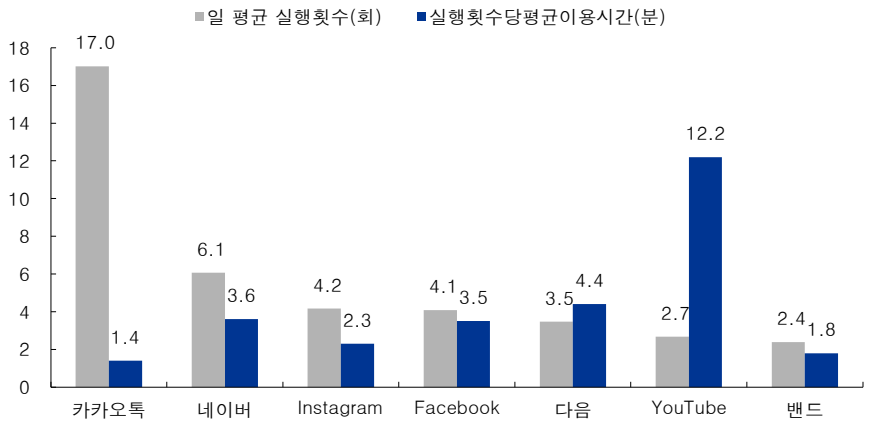
중장기 로드맵 및 리스크 요인

인터넷이 모바일 환경으로 이동하면서 네이버는 검색 서비스의 절대적 우위는 확보했으나 검색 서비스의 파급력은 약화되었다. 과거 네이버 포털 내에서 검색, 카페, 블로그, 뉴스, 콘텐츠 등이 모두 소비되었으나 지금은 각 애플리케이션 별로 이용자가 분산되었다. 이번 개편은 모바일 환경의 특성이 반영되어 네이버 역시 선택과 집중을 할 수 밖에 없는 상황이 반영된 것으로 판단된다.

PC 인터넷은 브라우저의 최초 설정 사이트가 가장 중요했다. 대부분의 이용자들이 검색을 위해서 네이버를 첫페이지로 설정했기 때문에 네이버는 검색에서 메일, 블로그, 카페 등의 서비스로 이용자를 유입시킬 수 있었다. 그러나 모바일 환경에서는 브라우저의 첫페이지 효과가 사라졌기 때문에 각각 애플리케이션의 실행 횟수가 중요하다.

일 평균 실행횟수가 카카오톡이 17회로 가장 높으며 실행 횟수당 평균이용시간은 유튜브가 가장 높다. 네이버가 과거 PC 환경에서의 절대적인 트래픽 우위가 사라지고 있기 때문에 미디어, 콘텐츠 유통의 우위 역시 사라질 것으로 전망된다. 따라서 디스플레이 광고의 성장성은 둔화될 것으로 예상된다.

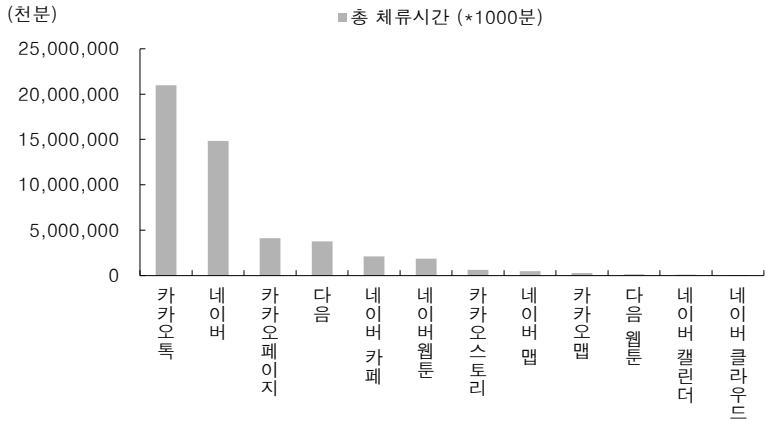
그림 41. NAVER, 카카오의 주요 애플리케이션별 총체류시간(2018년 9월 기준)



자료: 닐슨, IBK투자증권

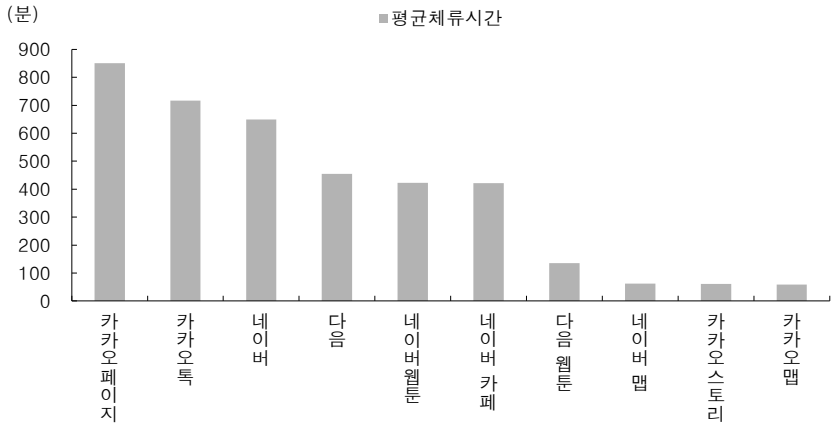
모바일 환경에서는 검색을 통한 트래픽 레버리지 효과가 낮기 때문에 과거 Fast Follower 전략이 약해질 가능성이 높다. 국내 인터넷 이용자들은 네이버와 카카오의 브랜드 인지도 차이가 거의 없어진 상황이고 카카오의 모빌리티, 카카오뱅크의 서비스 역시 이용자들의 만족도가 높기 때문에 향후 네이버가 유사한 분야에 진출하더라도 이용자를 확보하기 위해서는 높은 마케팅비용이 필요할 것으로 판단된다.

그림 42. NAVER, 카카오의 주요 애플리케이션별 총체류시간 (2018년 9월 기준)



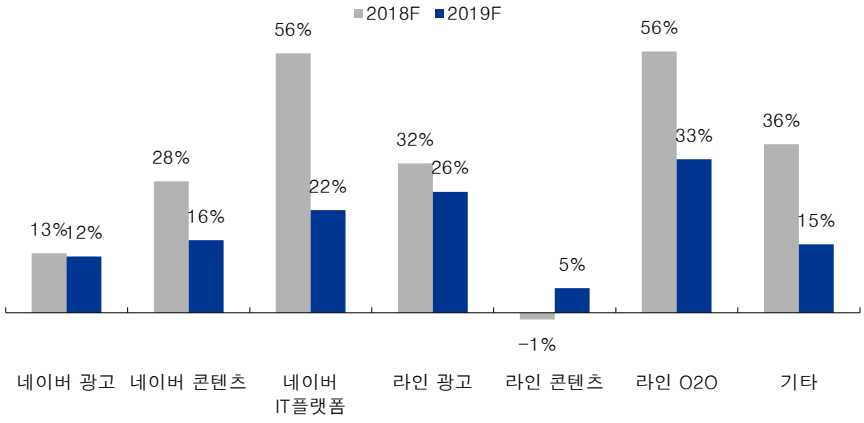
자료: 닐슨, IBK투자증권

그림 43. NAVER, 카카오의 주요 애플리케이션별 평균체류시간 (2018년 9월 기준)



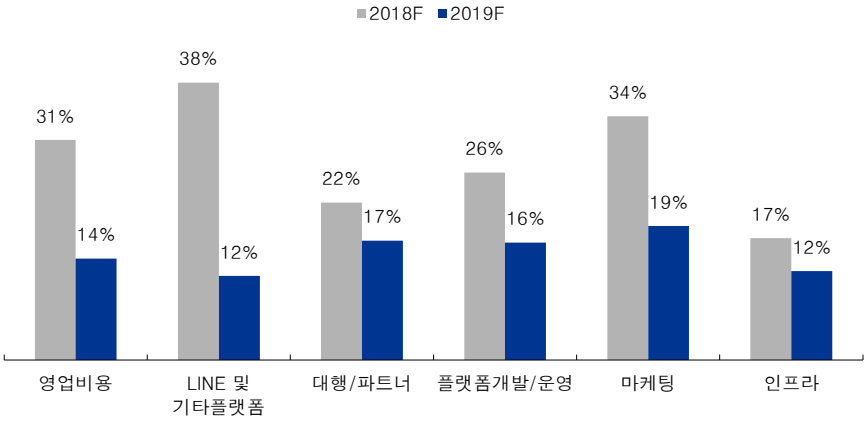
자료: 닐슨, IBK투자증권

그림 44. 네이버와 라인 주요 사업부의 2018, 2019년 매출 성장률



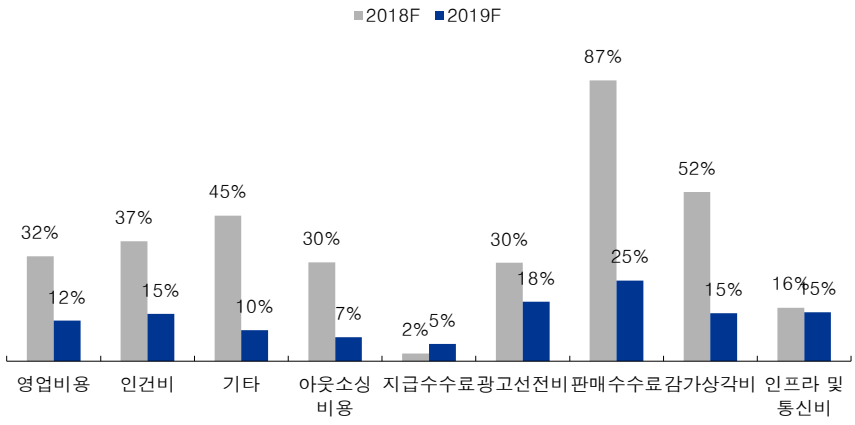
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 45. NAVER의 비용 별 2018, 2019년 증가율



자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 46. LINE의 비용 별 2018, 2019년 증가율



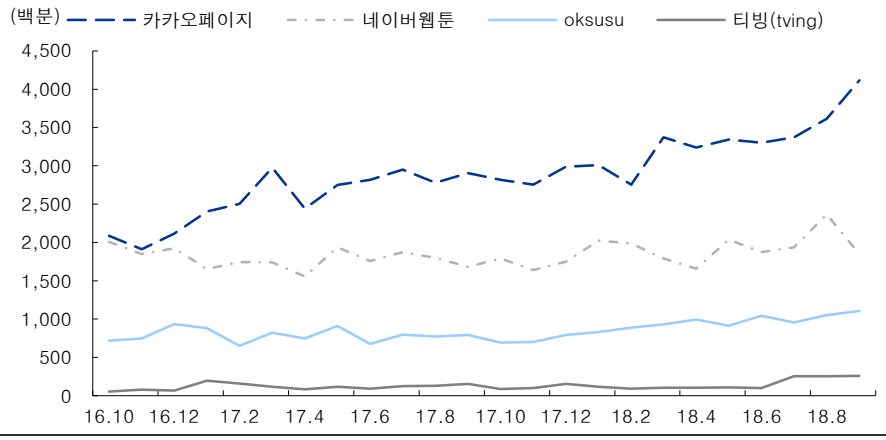
자료: LINE, IBK투자증권 추정

2. 카카오

카카오는 향후 핀테크와 콘텐츠 제작유통 두가지 축으로 성장 잠재력이 높다. 우선 모빌리티 중심으로 O2O 서비스를 확대하고 커머스를 강화하면서 온오프라인 카카오페이 거래액을 확대할 예정이다. 카카오의 이용자 정보, 커머스 행태, 결제 정보를 결합한 금융관련 빅데이터를 기반으로 신용평가, 자산관리, 단기대출 등 다양한 금융상품이 발표될 예정이다.

한편 로엔을 합병하면서 멜론은 카카오톡에 결합하는 한편 나머지 사업부를 분할하여 영상콘텐츠 제작 사업을 강화할 것이다. 이 사업은 초기 투자 비용이 크지만 카카오페이지가 향후 넷플릭스 같은 SVOD(주문형 VOD)로 단기간에 진화할 수 있으면 그룹 차원의 시너지를 낼 것으로 판단된다.

그림 47. NAVER, 카카오의 주요 애플리케이션별 총체류시간(2018년 9월 기준)

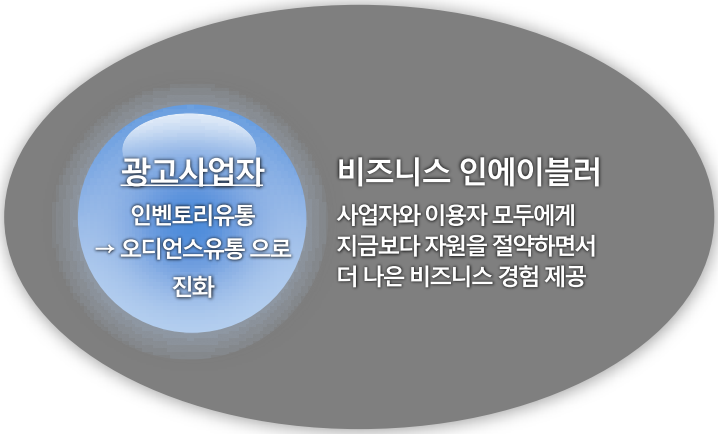


자료: 닐슨, IBK투자증권

카카오는 안정적으로 사업을 확장하기 위해서는 광고 매출 비중을 확대하는 것이 중요하다. 2018년 카카오 플랫폼 광고 매출은 전년 대비 +38.8% 성장할 것으로 전망된다. 상반기 성과형 광고 상품인 카카오모먼트 광고가 카카오 플랫폼에 안착하면서 높은 광고 효과를 기록한 것으로 나타났다. 하반기부터 광고주를 대상으로 광고 효과를 설명하고 카카오모먼트의 적용 범위를 확대하면서 광고 매출이 성장할 것으로 전망된다.

2019년부터 카카오톡은 광고 인벤토리를 유통하는 사업에서 이용자와 커머스 사업자를 연결시켜주는 플랫폼으로 진화할 예정이다. 현재 카카오톡 이용자는 제품을 구매하기 위해서는 외부 커머스 애플리케이션을 재구동시켜야 한다. 그러나 향후 카카오톡은 채팅창 내에서 로그인, 결제, 배송, AS 등 구매를 위한 전체 프로세스가 가능한 솔루션을 제공할 것이다. 카카오톡 내 커머스가 활성화될 경우 새로운 광고 수익모델이 가파르게 성장할 것으로 예상된다.

그림 48. 카카오톡의 광고 사업형태 진화



자료: 닐슨, IBK투자증권

중장기 로드맵 및 리스크 요인

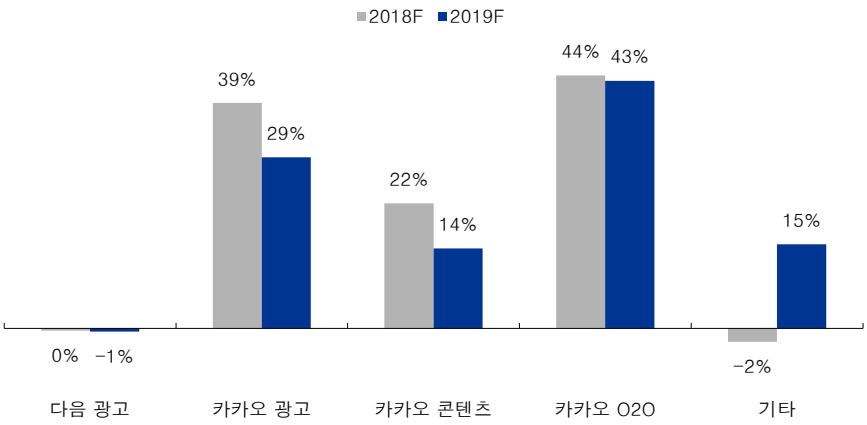
O2O 사업은 기존 오프라인 사업에 인터넷, 모바일 등 IT 신기술을 결합하여 소비자에 새로운 가치를 제공한다. 결국 새로운 시장이 만들어지기도 하지만 기존에 이미 형성된 시장을 가지고 기존 사업자와 O2O 사업자는 경쟁을 하게되어 분쟁의 가능성이 커진다. 카카오가 주력하고 있는 모빌리티, 간편결제, 공유경제, 금융 등의 O2O 사업은 기존 사업자들과 갈등이 심화될 가능성이 높기 때문에 서비스 출시 단계부터 사회적 인식 변화와 규제완화를 위한 노력이 필요할 것으로 판단된다.

핀테크 사업의 기반이 되는 카카오페이는 이용자들의 사용 빈도를 확대하기 위해서는 카카오 내 커머스 사업 강화가 예상된다. 12월 커머스 사업을 분사하여 카카오S(가칭)을 설립하고 코리아센터 인수들 외형 확대하는 전략은 긍정적이다. 또한 쇼핑하기의 정식 서비스가 시작되고 카카오톡 내 커머스가 내재화되면서 새로운 생태계를 형성할 것으로 기대된다. 최근 독점적 지위를 가진 모빌리티 분야에 자동결제 기능이 추가되면서 강력한 Captive 마켓이 확보되었다. 추가적으로 이미 시장을 선점하고 카카오페이의 고객인 오픈마켓이나 소셜커머스와는 경쟁을 회피할 수 있는 커머스 플랫폼 구축이 필요하다.

카카오M은 영상콘텐츠 제작을 강화는 과정에서 다수의 콘텐츠를 제작, 공급할 수 있는 유통 채널을 충분히 확보하는 것이 중요하다. 콘텐츠 제작은 다수의 작품을 제작하여 실패와 성공의 노하우가 축적될 때 경쟁력이 확보된다. 지상파 및 케이블, OTT 등 미디어 플랫폼에 다수의 영상 콘텐츠를 공급할 때 제작 역량이 강화되고 고정비 비중 축소를 통해 수익성을 빠르게 개선할 수 있을 것으로 전망된다.

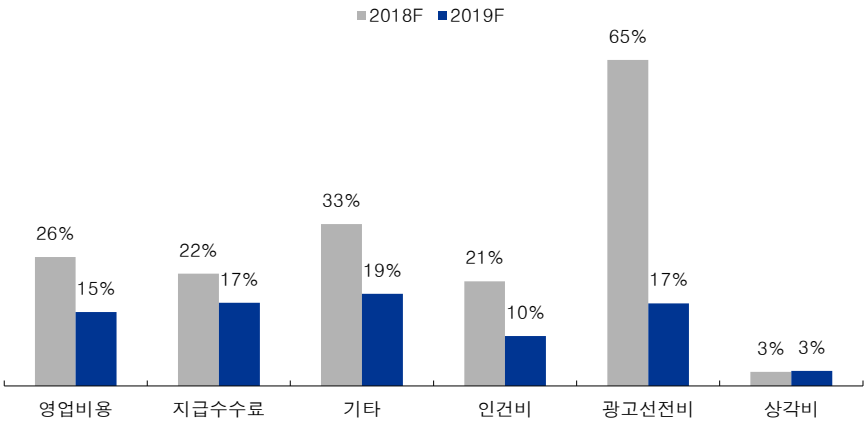
카카오게임즈는 국내 PC, 모바일게임 시장이 모두 성숙기에 진입했기 때문에 채널링과 퍼블리싱 사업이 정체기에 진입했다. 카카오톡 기반의 채널링 플랫폼이 하드코어 장르에는 효과가 미미하지만 캐주얼 장르에는 충분히 지배를 유지하는 것으로 파악된다. 우선적으로 캐주얼 게임 자체 개발력을 강화하여 채널링과 퍼블리싱을 통해 자체 신작 게임의 흥행 비율을 상승시키는 것이 필요하다. 외부 게임이 카카오 채널링 서비스에 쉽게 접근할 수 있는 정책 변화가 필요하고 퍼블리싱 사업은 선별적으로 진행하는 것이 필요한 것으로 판단된다.

그림 49. 카카오 주요 사업부의 2018, 2019년 매출 성장률



자료: 카카오, IBK투자증권 추정

그림 50. 카카오의 비용 별 2018, 2019년 증가율



자료: 카카오, IBK투자증권 추정

Company Analysis

기업명	투자의견	목표주가
NAVER (035420)	매수(유지)	160,000원
카카오 (035720)	매수(유지)	120,000원

매수 (유지)

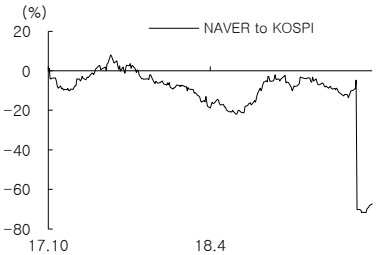
NAVER (035420)

목표주가	160,000원
현재가 (10/29)	109,500원
KOSPI (10/29)	1,996.05pt
시가총액	18,047십억원
발행주식수	164,813천주
액면가	100원
52주 최고가	190,000원
최저가	109,500원
60일 일평균거래대금	70십억원
외국인 지분율	60.2%
배당수익률 (2018F)	0.2%
주주구성	
국민연금	10.00%
Oppenheimer Funds, Inc. 외 18 인	5.06%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-10%	-5%	-22%
절대기준	-24%	-24%	-38%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	160,000	910,000	액면분할
EPS(18)	4,214	25,044	▼
EPS(19)	5,012	27,859	▼

NAVER 상대주가 (%)



2019년은 선택과 집중으로 성장 잠재력 높음

2019년 매출액 +15.4%, 영업이익 21.9% 성장 전망

NAVER는 2019년 매출액 6조 3,865억원(YoY +15.4%), 영업이익 1조 1,767억원(YoY +21.9%)를 달성할 것으로 추정됨. 외형은 매출 비중이 가장 큰 비즈니스플랫폼이 +13.8% 증가하고 라인 광고 역시 24.3% 성장할 것으로 전망됨. 수익성은 인건비와 마케팅비의 증가율이 둔화되고 라인이 내년 하반기 흑자전환을 하면서 영업이익률이 전년 대비 +1.0%p(2018년 17.4% 추정) 개선될 것으로 분석됨

검색과 커머스의 생태계 강화 및 라인 수익모델 개선 기대

모바일로 전환되면서 인터넷 이용시간이 카카오톡과 유튜브 등으로 분산되어 디스플레이 광고 시장 점유율 하락하지만 검색 지배력은 더욱 강화됨. 쇼핑 검색에서 네이버페이로 이어지는 커머스 생태계가 견고하고 O2O 서비스가 확대되면서 온오프라인 광고주가 지속적으로 유입될 것으로 전망됨. 한편 라인은 광고 인벤토리를 확대하고 광고 타켓팅을 고도화하는 광고 플랫폼 개편이 마무리되는 내년 1분기부터 광고 매출이 다시 성장할 것으로 전망됨. 네이버페이와 클라우드 사업이 포함된 네이버의 IT플랫폼 부문과 4분기부터 금융상품이 출시되는 라인 파이낸셜의 성장 잠재력이 높은 것으로 판단됨

목표주가 16만원, 상승여력

목표주가는 국내 포털 사업부 19.2조원, 라인의 지분가치 4.8조원를 반영하여 산출함. 국내 네이버 포털의 모바일 개편, 라인 광고 플랫폼 교체로 매출 비중이 가장 큰 광고 매출의 불확실성이 확대됨. 그러나 이 불확실성은 내년 1분기부터 해소될 것으로 예상되며 2019년 외형 성장과 비용 증가가 둔화되면서 실적 개선 속도가 가파를 것으로 전망됨

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	4,023	4,678	5,533	6,387	7,281
영업이익	1,102	1,179	965	1,177	1,491
세전이익	1,132	1,196	1,087	1,143	1,462
지배주주순이익	749	773	695	826	1,066
EPS(원)	4,546	4,689	4,214	5,012	6,468
증가율(%)	44.4	3.1	-10.1	18.9	29.1
영업이익률(%)	27.4	25.2	17.4	18.4	20.5
순이익률(%)	18.9	16.5	12.6	11.6	13.0
ROE(%)	26.2	18.5	13.7	14.3	15.9
PER	170.5	185.5	26.8	22.5	17.5
PBR	35.5	30.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	18.6	19.0	14.7	10.9	8.6

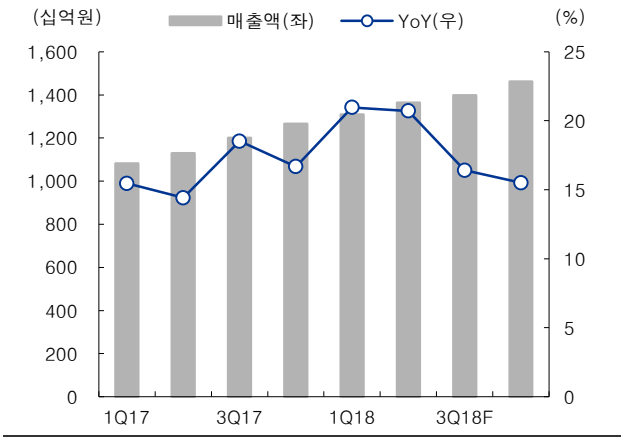
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 4. NAVER의 실적 추정

(십억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	**1,082**	**1,130**	**1,201**	**1,266**	**1,309**	**1,364**	**1,398**	**1,462**	**4,679**	**5,533**	**6,387**
QoQ	*-0.3%*	*4.4%*	*6.3%*	*5.4%*	*3.4%*	*4.2%*	*2.5%*	*4.6%*			
YoY	*15.5%*	*14.4%*	*18.5%*	*16.7%*	*21.0%*	*20.7%*	*16.4%*	*15.5%*	*16.3%*	*18.3%*	*15.4%*
광고	112	134	133	151	133	149	136	158	529	576	607
비즈니스플랫폼	511	522	550	576	593	612	613	639	2,158	2,456	2,794
IT플랫폼	43	49	59	66	73	86	89	93	218	340	415
콘텐츠서비스	25	25	27	28	30	32	36	37	105	134	155
LINE 및 기타플랫폼	391	400	432	446	481	486	524	536	1,669	2,027	2,416
영업이익	**291**	**285**	**312**	**291**	**257**	**251**	**222**	**236**	**1,179**	**965**	**1,177**
OPM	*26.9%*	*25.2%*	*26.0%*	*23.0%*	*19.6%*	*18.4%*	*15.9%*	*16.1%*	*25.2%*	*17.4%*	*18.4%*
QoQ	*0.2%*	*-1.9%*	*9.4%*	*-6.7%*	*-11.7%*	*-2.5%*	*-11.5%*	*6.5%*			
YoY	*13.2%*	*4.6%*	*10.6%*	*0.3%*	*-11.6%*	*-12.1%*	*-29.0%*	*-18.9%*	*7.0%*	*-18.1%*	*21.9%*
세전이익	**307**	**305**	**321**	**263**	**256**	**388**	**187**	**231**	**1,196**	**1,087**	**1,143**
QoQ	*11.1%*	*-0.5%*	*5.2%*	*-18.1%*	*-2.7%*	*51.9%*	*-51.9%*	*23.5%*			
YoY	*19.7%*	*-2.0%*	*11.4%*	*-4.8%*	*-16.7%*	*27.3%*	*-41.8%*	*-12.2%*	*5.7%*	*-9.1%*	*5.2%*
순이익(지배)	**205**	**173**	**214**	**180**	**165**	**264**	**99**	**166**	**773**	**695**	**826**
NIM	*19.0%*	*15.3%*	*17.8%*	*14.2%*	*12.6%*	*19.4%*	*7.1%*	*11.4%*	*16.5%*	*12.6%*	*12.9%*
QoQ	*16.3%*	*-15.7%*	*23.6%*	*-15.8%*	*-8.3%*	*59.9%*	*-62.5%*	*67.8%*			
YoY	*24.2%*	*-18.6%*	*10.0%*	*2.0%*	*-19.6%*	*52.6%*	*-53.8%*	*-7.8%*	*3.1%*	*-10.1%*	*18.9%*

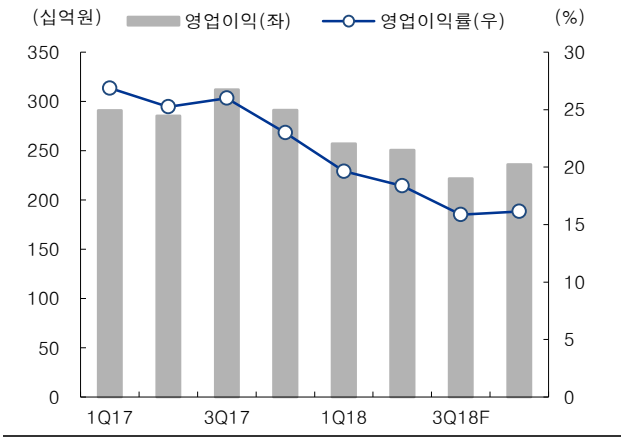
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 51. NAVER의 매출액 및 YoY 추이



자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 52. NAVER의 영업이익 및 영업이익률 추이



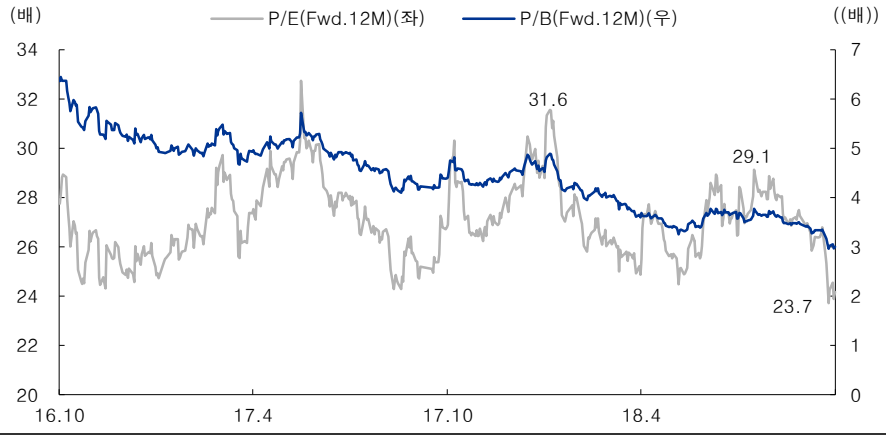
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

표 5. NAVER의 목표주가 산정

포털부문 12개월 FW 지배주주순이익(십억원)	10,022	
Target PER	19	구글의 2019년 예상 PER
포털부분 적정 시가총액(조원)	**19.2**	
라인 12개월 FW PSR(십억원)	2,319	
Target PSR	4	카카오 2018년 평균 PSR
라인 시가총액(조원)	9.3	
네이버 지분율(%)	73.3	
라인 적정 시가총액(십억원)	**4.8**	30% 할인
포털 + 라인 적정 시가총액(조원)	24	
순차입금(십억원)	-2,453	2018년 말 기준
적정 시가총액(조원)	**26.5**	
주식수(천주)	164,813	자사주 제외
목표주가	**160,507**	

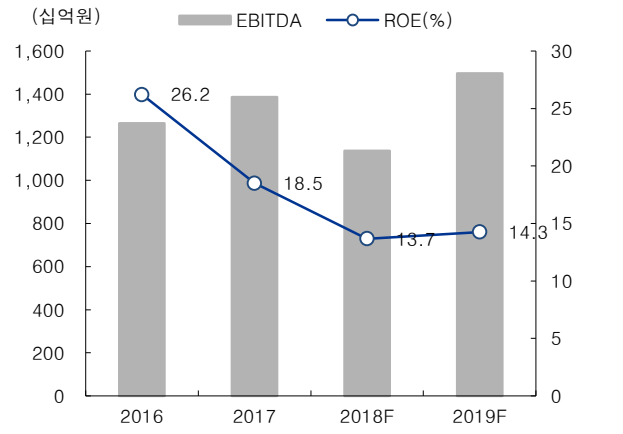
자료: NAVER, LINE, IBK투자증권

그림 53. NAVER의 PER, PBR 추이



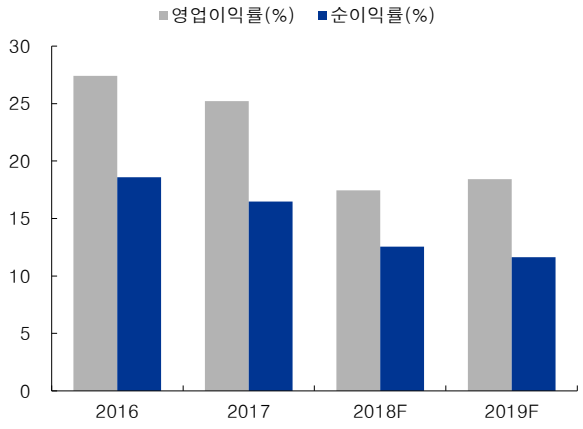
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 54. NAVER의 EBITDA 및 ROE 추이



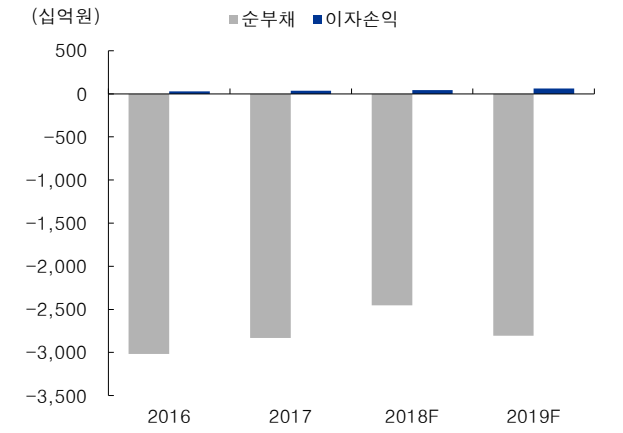
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 55. NAVER의 영업이익률 및 순이익 추이



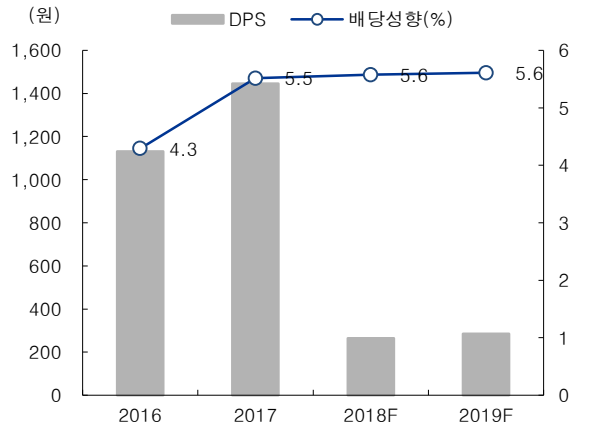
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 56. NAVER의 순부채 및 이자손익 추이



자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 57. NAVER의 DPS 및 배당성향 추이



자료: NAVER, IBK투자증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	4,023	4,678	5,533	6,387	7,281
증가율(%)	23.6	16.3	18.3	15.4	14.0
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	4,023	4,678	5,533	6,387	7,281
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판관비	2,921	3,499	4,567	5,210	5,790
판관비율(%)	72.6	74.8	82.6	81.6	79.5
영업이익	1,102	1,179	965	1,177	1,491
증가율(%)	32.7	7.0	-18.1	21.9	26.7
영업이익률(%)	27.4	25.2	17.4	18.4	20.5
순금융손익	29	83	84	30	35
이자손익	30	36	43	62	71
기타	-1	46	41	-32	-36
기타영업외손익	10	-52	25	-64	-64
종속/관계기업손익	-9	-14	13	0	0
세전이익	1,132	1,196	1,087	1,143	1,462
법인세	361	423	392	400	512
법인세율	31.9	35.4	36.1	35.0	35.0
계속사업이익	771	773	694	743	950
중단사업손익	-12	-3	1	0	0
당기순이익	759	770	695	743	950
증가율(%)	46.8	1.5	-9.7	6.9	27.9
당기순이익률 (%)	18.9	16.5	12.6	11.6	13.0
지배주주당기순이익	749	773	695	826	1,066
기타포괄이익	-35	-143	88	0	0
총포괄이익	724	627	783	743	950
EBITDA	1,265	1,385	1,136	1,496	1,836
증가율(%)	28.3	9.5	-18.0	31.7	22.7
EBITDA마진율(%)	31.4	29.6	20.5	23.4	25.2

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	4,200	4,784	4,820	5,424	6,189
현금및현금성자산	1,726	1,908	2,194	2,470	2,871
유가증권	1,243	1,334	821	924	1,039
매출채권	475	622	671	775	889
재고자산	10	36	44	51	59
비유동자산	2,171	3,235	4,012	4,419	4,905
유형자산	863	1,150	1,320	1,428	1,551
무형자산	112	340	347	356	371
투자자산	797	1,388	1,929	2,100	2,297
자산총계	6,371	8,019	8,832	9,842	11,095
유동부채	1,804	2,303	2,342	2,605	2,899
매입채무및기타채무	0	0	0	0	0
단기차입금	227	211	291	315	341
유동성장기부채	0	150	150	150	150
비유동부채	437	411	506	550	599
사채	150	0	0	0	0
장기차입금	0	50	120	120	120
부채총계	2,241	2,714	2,848	3,154	3,498
지배주주지분	3,595	4,762	5,403	6,190	7,215
자본금	16	16	82	82	82
자본잉여금	1,217	1,508	1,524	1,524	1,524
자본조정등	-1,424	-1,200	-1,466	-1,466	-1,466
기타포괄이익누계액	-25	-117	0	0	0
이익잉여금	3,810	4,556	5,263	6,050	7,075
비지배주주지분	535	543	581	498	382
자본총계	4,130	5,305	5,984	6,688	7,596
비이자부채	1,864	2,303	2,286	2,569	2,887
총차입금	377	411	561	585	611
순차입금	-2,592	-2,831	-2,453	-2,808	-3,299

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,546	4,689	4,214	5,012	6,468
BPS	21,811	28,895	32,783	37,560	43,775
DPS	1,131	1,446	265	285	370
밸류에이션(배)					
PER	170.5	185.5	26.8	22.5	17.5
PBR	35.5	30.1	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	18.6	19.0	14.7	10.9	8.6
성장성지표(%)					
매출증가율	23.6	16.3	18.3	15.4	14.0
EPS증가율	44.4	3.1	-10.1	18.9	29.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.8	0.2	0.3	0.3
ROE	26.2	18.5	13.7	14.3	15.9
ROA	14.1	10.7	8.2	8.0	9.1
ROIC	259.4	164.0	77.3	67.8	81.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	54.3	51.2	47.6	47.2	46.0
순차입금 비율(%)	-62.8	-53.4	-41.0	-42.0	-43.4
이자보상배율(배)	181.5	2,073.9	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	9.1	8.5	8.6	8.8	8.8
재고자산회전율	311.2	201.0	137.3	133.5	132.3
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	1,164	940	816	1,086	1,318
당기순이익	759	770	695	743	950
비현금성 비용 및 수익	624	663	398	353	374
유형자산감가상각비	146	183	153	292	317
무형자산상각비	17	24	18	27	28
운전자본변동	88	-139	-48	-72	-77
매출채권등의 감소	-56	-176	-45	-104	-113
재고자산의 감소	0	0	-3	-7	-7
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-308	-355	-229	62	71
투자활동 현금흐름	-942	-1,310	-577	-944	-1,075
유형자산의 증가(CAPEX)	-154	-472	-423	-400	-440
유형자산의 감소	57	6	3	0	0
무형자산의 감소(증가)	-21	-28	-27	-36	-43
투자자산의 감소(증가)	-366	-952	-462	-172	-197
기타	-458	136	332	-336	-396
재무활동 현금흐름	698	636	-33	133	159
차입금의 증가(감소)	0	49	70	0	0
자본의 증가	0	0	66	0	0
기타	698	587	-169	133	159
기타 및 조정	-7	-85	81	0	0
현금의 증가	913	181	287	275	402
기초현금	813	1,726	1,908	2,194	2,470
기말현금	1,726	1,908	2,194	2,470	2,871

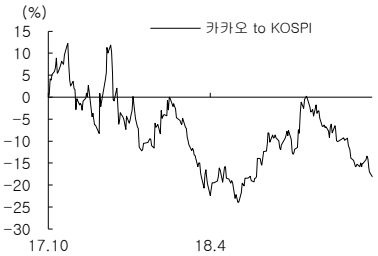
매수 (유지)

목표주가	120,000원
현재가 (10/29)	87,600원
KOSPI (10/29)	1,996.05pt
시가총액	7,305십억원
발행주식수	83,386천주
액면가	500원
52주 최고가	161,000원
최저가	87,600원
60일 일평균거래대금	53십억원
외국인 지분율	24.5%
배당수익률 (2018F)	0.1%
주주구성	
김범수 외 27 인	29.23%
MAXIMO PTE	6.72%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-14%	-4%	-24%
절대기준	-26%	-23%	-39%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	120,000	148,000	▼
EPS(18)	952	1,637	▼
EPS(19)	1,569	2,730	▼

카카오 상대주가 (%)



카카오 (035720)

국내 최대 트래픽을 기반으로 수익화 시작

2019년 매출액 +17.7%, 영업이익 90.7% 성장 전망

카카오는 2019년 매출액 2조 7,809억원(YoY +17.7%), 영업이익 1,697억원(YoY +90.7%)을 달성할 것으로 추정됨. 외형은 카카오 광고, 콘텐츠 유통 및 O2O 부분이 +30% 내외 증가하면서 매출 성장을 견인할 것으로 분석됨. 수익성은 증가율이 둔화된 인건비와 광고선전비의 2019년 증가가 둔화되면서 2019년 1분기부터 빠르게 개선될 것으로 추정됨

광고, 콘텐츠 유통 및 O2O 비즈니스가 성장 견인

카카오모먼트 광고 상품을 채택하는 광고주가 증가하면서 모바일 광고가 2019년 +18.7% 성장할 것으로 예상됨. 카카오톡 내 커머스 플랫폼이 강화되고 모빌리티 등 O2O 이용 정보가 결합되면서 광고 타켓팅이 더욱 견고해질 것으로 예상됨. 한편 카카오페이지와 픽코마를 중심으로 콘텐츠 유통, 제작 사업이 전년 대비 +34% 성장할 것으로 전망됨. 카카오페이지의 혁신적인 유료화 모델과 자체 콘텐츠 매출 비중이 증가하면서 향후 영상 콘텐츠 유통 시장까지 점유율이 확대될 것으로 예상됨. 끝으로 모빌리티는 2019년부터 수익화모델이 안정화되고, 핀테크 부문 역시 카카오페이와 증권사의 시너지가 본격화될 것으로 판단됨

목표주가 12만원 하향, 상승여력

목표주가는 12개월 FW BPS에 Target PBR 1.9배를 적용하여 산출함. 카카오는 모바일메신저와 모빌리티 분야에서 국내 절대적 우위를 보유함. 각각 수익모델이 약하기 때문에 막대한 트래픽을 수익화하지 못했으나 광고와 모빌리티의 수익모델이 2018년 안착하여 2019년부터 매출 성장이 가속화될 것으로 전망됨

(단위:십억원,배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,464	1,972	2,363	2,781	3,201
영업이익	116	165	89	170	297
세전이익	100	153	153	199	358
지배주주순이익	58	109	74	131	235
EPS(원)	874	1,602	952	1,569	2,820
증가율(%)	-31.2	83.4	-40.6	64.8	79.8
영업이익률(%)	7.9	8.4	3.8	6.1	9.3
순이익률(%)	4.5	6.3	3.7	5.4	8.4
ROE(%)	1.9	2.9	1.6	2.5	4.3
PER	88.1	85.5	95.5	57.9	32.2
PBR	1.5	2.3	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	24.3	30.7	28.9	20.6	14.1

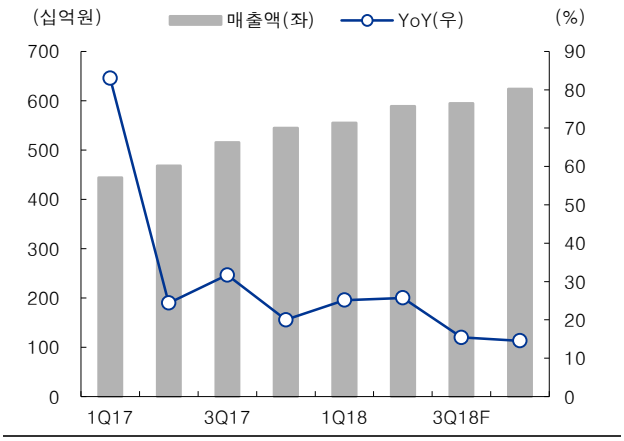
자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 6. 카카오의 실적 추정

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	**444**	**468**	**515**	**545**	**555**	**589**	**595**	**624**	**1,972**	**2,363**	**2,781**
QoQ	*-2.2%*	*5.6%*	*10.0%*	*5.7%*	*2.0%*	*6.0%*	*1.0%*	*4.9%*			
YoY	*83.0%*	*24.4%*	*31.7%*	*20.0%*	*25.2%*	*25.7%*	*15.4%*	*14.6%*	*34.7%*	*19.8%*	*17.7%*
1.광고	133	151	152	160	155	166	162	172	596	655	721
1)모바일	70	83	89	96	94	101	102	111	338	409	486
2)PC	63	68	62	64	60	65	60	61	257	246	236
2.콘텐츠	222	236	262	266	286	303	299	311	986	1,198	1,363
1)게임	80	79	94	89	106	112	102	110	342	429	473
2)뮤직	110	117	122	129	126	130	131	133	479	520	557
3)콘텐츠기타	33	39	45	48	54	61	66	68	165	249	333
3.기타	89	81	102	119	115	120	134	141	391	510	697
영업이익	**38**	**45**	**47**	**35**	**10**	**28**	**23**	**28**	**165**	**89**	**170**
OPM	*8.6%*	*9.5%*	*9.2%*	*6.4%*	*1.9%*	*4.7%*	*3.9%*	*4.4%*	*8.4%*	*3.8%*	*6.1%*
QoQ	*0.4%*	*16.5%*	*6.1%*	*-26.0%*	*-70.3%*	*165.3%*	*-15.0%*	*17.5%*			
YoY	*81.7%*	*67.7%*	*56.5%*	*-8.2%*	*-72.9%*	*-38.2%*	*-50.5%*	*-21.4%*	*42.4%*	*-46.2%*	*90.7%*
세전이익	**18**	**36**	**63**	**36**	**37**	**57**	**25**	**34**	**153**	**153**	**199**
QoQ	*-55.9%*	*97.4%*	*75.1%*	*-43.0%*	*3.4%*	*53.4%*	*-55.6%*	*33.9%*			
YoY	*9.5%*	*70.4%*	*199.1%*	*-13.2%*	*103.8%*	*58.3%*	*-59.9%*	*-5.8%*	*52.8%*	*0.0%*	*29.9%*
순이익(지배)	**54**	**11**	**32**	**12**	**14**	**18**	**18**	**24**	**109**	**74**	**131**
NIM	*12.1%*	*2.4%*	*6.2%*	*2.1%*	*2.5%*	*3.1%*	*3.1%*	*3.8%*	*5.5%*	*3.1%*	*4.7%*
QoQ	*129.1%*	*-79.0%*	*183.6%*	*-64.1%*	*20.2%*	*32.6%*	*-0.5%*	*30.5%*			
YoY	*307.7%*	*28.0%*	*162.4%*	*-50.9%*	*-74.2%*	*62.5%*	*-43.0%*	*106.9%*	*88.3%*	*-31.6%*	*76.0%*

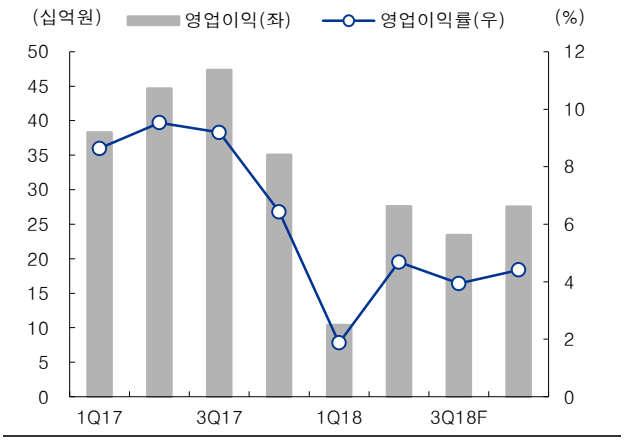
자료: 카카오, IBK투자증권 추정

그림 58. 카카오의 매출액 및 YoY 추이



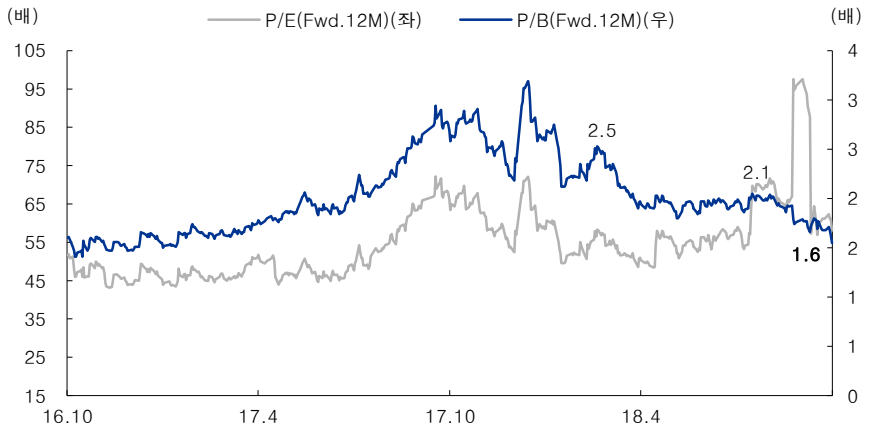
자료: 카카오, IBK투자증권 추정

그림 59. 카카오의 영업이익 및 영업이익률 추이



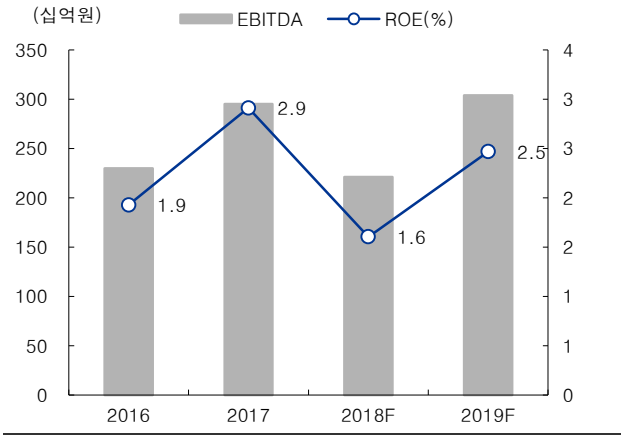
자료: 카카오, IBK투자증권 추정

그림 60. 카카오의 PER, PBR 추이



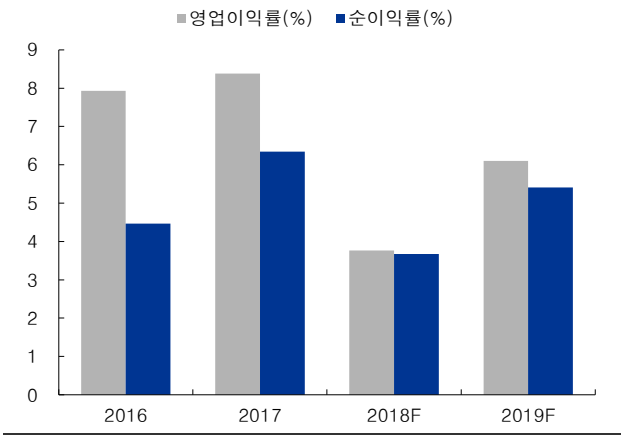
자료: WiseFN, IBK투자증권

그림 61. 카카오의 EBITDA 및 ROE 추이



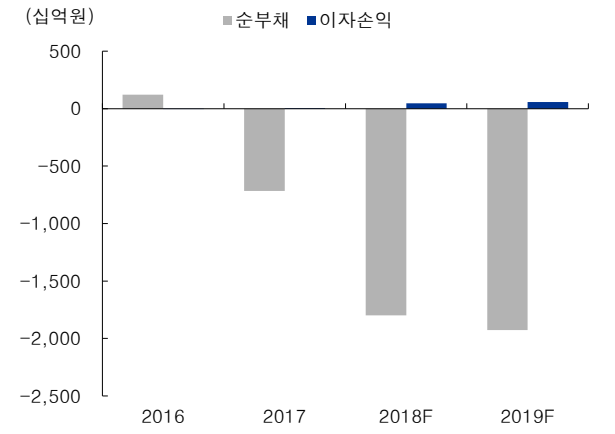
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 62. 카카오의 영업이익률 및 순이익 추이



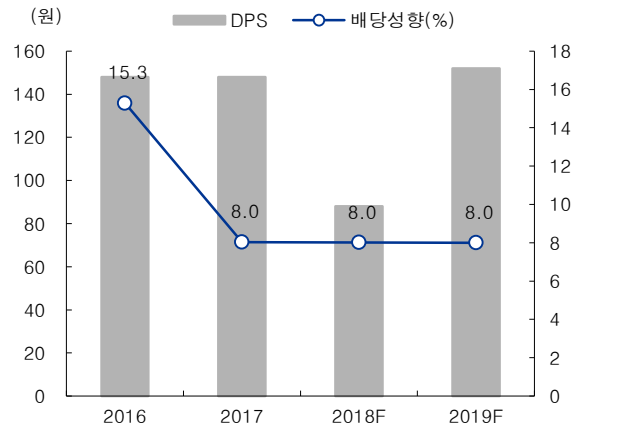
자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 63. 카카오의 순부채 및 이자손익 추이



자료: NAVER, IBK투자증권 추정

그림 64. 카카오의 DPS 및 배당성향 추이



자료: NAVER, IBK투자증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,464	1,972	2,363	2,781	3,201
증가율(%)	57.1	34.7	19.8	17.7	15.1
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	1,464	1,972	2,363	2,781	3,201
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판관비	1,348	1,807	2,274	2,611	2,903
판관비율(%)	92.1	91.6	96.2	93.9	90.7
영업이익	116	165	89	170	297
증가율(%)	31.1	42.4	-46.2	90.7	75.3
영업이익률(%)	7.9	8.4	3.8	6.1	9.3
순금융손익	1	33	49	29	61
이자손익	-5	3	47	57	61
기타	6	30	3	-28	0
기타영업외손익	-6	-54	-9	0	0
종속/관계기업손익	-10	9	24	0	0
세전이익	100	153	153	199	358
법인세	35	28	67	49	88
법인세율	34.7	18.4	43.4	24.5	24.5
계속사업이익	65	125	87	150	270
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	65	125	87	150	270
증가율(%)	-16.9	91.1	-30.6	73.1	79.8
당기순이익률 (%)	4.5	6.3	3.7	5.4	8.4
지배주주당기순이익	58	109	74	131	235
기타포괄이익	-1	-6	-4	0	0
총포괄이익	65	119	83	150	270
EBITDA	230	295	221	304	434
증가율(%)	40.2	28.4	-25.1	37.4	43.0
EBITDA마진율(%)	15.7	15.0	9.4	10.9	13.6

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,217	1,993	3,070	3,249	3,506
현금및현금성자산	642	1,117	1,724	1,806	1,964
유가증권	237	394	877	921	967
매출채권	174	179	184	218	252
재고자산	13	22	34	41	47
비유동자산	4,267	4,356	4,744	4,784	4,867
유형자산	254	271	276	282	294
무형자산	3,733	3,690	3,704	3,710	3,752
투자자산	256	373	724	747	770
자산총계	5,484	6,349	7,814	8,033	8,373
유동부채	806	1,041	1,710	1,758	1,807
매입채무및기타채무	95	108	0	0	0
단기차입금	204	174	760	760	760
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	975	801	268	296	328
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	796	621	42	42	42
부채총계	1,781	1,842	1,978	2,053	2,135
지배주주지분	3,433	4,029	5,237	5,361	5,584
자본금	34	34	42	42	42
자본잉여금	3,105	3,604	4,740	4,740	4,740
자본조정등	-11	-6	-3	-3	-3
기타포괄이익누계액	1	-5	-21	-21	-21
이익잉여금	304	403	480	604	827
비지배주주지분	270	479	599	618	654
자본총계	3,703	4,508	5,836	5,980	6,238
비이자부채	781	1,046	1,176	1,251	1,334
총차입금	1,000	795	802	802	802
순차입금	121	-716	-1,799	-1,925	-2,129

투자지표

(12월 결산)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	874	1,602	952	1,569	2,820
BPS	50,765	59,332	62,809	64,294	66,969
DPS	148	148	88	152	275
밸류에이션(배)					
PER	88.1	85.5	95.5	57.9	32.2
PBR	1.5	2.3	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	24.3	30.7	28.9	20.6	14.1
성장성지표(%)					
매출증가율	57.1	34.7	19.8	17.7	15.1
EPS증가율	-31.2	83.4	-40.6	64.8	79.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.2	0.1	0.1	0.2	0.3
ROE	1.9	2.9	1.6	2.5	4.3
ROA	1.5	2.1	1.2	1.9	3.3
ROIC	2.3	3.4	2.5	4.3	7.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	48.1	40.9	33.9	34.3	34.2
순차입금 비율(%)	3.3	-15.9	-30.8	-32.2	-34.1
이자보상배율(배)	8.1	14.7	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	11.1	11.2	13.0	13.8	13.6
재고자산회전율	163.5	115.6	84.6	74.3	73.1
총자산회전율	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	317	372	219	283	379
당기순이익	65	125	87	150	270
비현금성 비용 및 수익	155	181	100	105	76
유형자산감가상각비	56	61	66	68	71
무형자산상각비	58	69	66	66	66
운전자본변동	115	28	103	-30	-29
매출채권등의 감소	-28	-2	0	-34	-34
재고자산의 감소	-8	1	-9	-6	-6
매입채무등의 증가	0	0	0	0	0
기타 영업현금흐름	-19	38	-71	57	61
투자활동 현금흐름	-1,000	-355	-899	-231	-279
유형자산의 증가(CAPEX)	-81	-75	-68	-75	-82
유형자산의 감소	1	3	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-24	-28	-39	-72	-108
투자자산의 감소(증가)	-108	-111	-272	-23	-24
기타	-788	-144	-520	-61	-65
재무활동 현금흐름	924	468	1,228	31	58
차입금의 증가(감소)	0	0	-6	0	0
자본의 증가	0	0	1,054	0	0
기타	924	468	180	31	58
기타 및 조정	3	-10	58	0	0
현금의 증가	244	475	607	82	157
기초현금	397	642	1,117	1,724	1,806
기말현금	642	1,117	1,724	1,806	1,964

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당사항없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

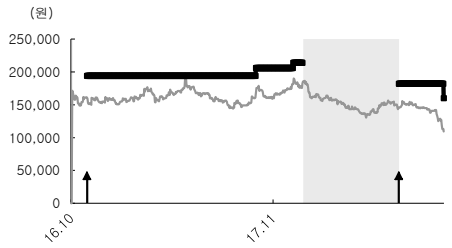
투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	127	84.1
중립	24	15.9
매도	0	0.0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

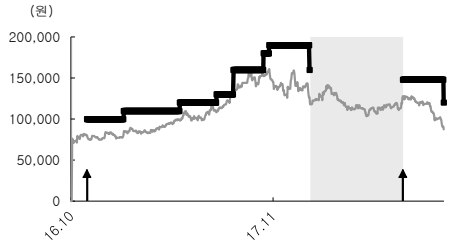
(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

NAVER 주가 및 목표주가 추이



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2016.11.29		담당자변경	-	-					
2016.11.29	매수	194,000	-16.99	-1.03					
2017.10.26	매수	206,000	-18.44	-11.84					
2018.01.07	매수	214,000	-27.40	-11.21					
2018.08.02		담당자변경	-	-					
2018.08.02	매수	182,000	-21.20	-14.40					
2018.10.29	매수	160,000							

카카오 주가 및 목표주가 추이



추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저	추천 일자	투자 의견	목표가 (원)	괴리율(%) 평균	괴리율(%) 최고/최저
2016.11.29		담당자변경	-	-	2018.10.29	매수	120,000		
2016.11.29	매수	100,000	-21.34	-15.70					
2017.02.09	매수	110,000	-19.56	-9.36					
2017.05.30	매수	120,000	-12.58	0.00					
2017.08.10	매수	130,000	-8.13	0.38					
2017.09.12	매수	160,000	-8.83	-0.31					
2017.11.10	매수	180,000	-13.43	-11.11					
2017.11.21	매수	190,000	-25.96	-16.05					
2018.02.08	매수	160,000	-25.70	-11.56					
2018.08.10		담당자변경	-	-					
2018.08.10	매수	148,000	-22.07	-13.51					