

2019.03.13

인터넷 (비중확대)

오픈뱅킹(Open Banking)과

캐시리스(Cashless) 시대의 투자지침서



OPEN BANKING



FINTECH



payment



Cashless

Analyst 이경일

02)6923-7321

ki.lee@capefn.com

EU 지역에서 본격 시행되고 있는 지급결제서비스지침(PSD 2)의 영향으로 글로벌 금융시장 내 오픈뱅킹 생태계 구축이 가속화되는 가운데 최근 국내에서도 금융결제 인프라 혁신안이 발표되면서 국내 핀테크 산업 및 간편결제 서비스 업체들에 대한 성장기대감이 확대되고 있습니다.

과거에는 국내 핀테크 산업의 비활성화와 간편결제 시장 내 경쟁심화로 인해서 관련 업체들의 기업가치가 높게 평가 받지 못했으나 향후에는 금융결제 인프라 혁신방안이 모멘텀으로 작용하면서 국내 핀테크 기업들과 간편결제 사업자들의 기업 가치가 재평가될 것으로 예상됩니다.

인터넷 업종 최선호주는 자회사 LINE Financial을 통해 주요 아시아 지역에서 인터넷은행 등의 금융서비스를 준비하고 있는 NAVER, 차선호주로 국내 핀테크 사업 및 간편결제 서비스 관련 수혜가 예상되는 카카오와 NHN엔터테인먼트를 추천합니다.

Contents

Key Chart	04
-----------------	----

1 오픈뱅킹과 핀테크 생태계	08
------------------------------	----

오픈뱅킹(Open Banking) & PSD2
주요 국가별 오픈뱅킹 발전 과정
핀테크(FinTech)의 주요 서비스 영역
핀테크(FinTech)의 기업가치
국내 오픈뱅킹(Open Banking) 생태계의 변화
국내 주요 핀테크(FinTech)의 서비스 영역
국내 주요 핀테크(FinTech)의 기업가치

2 캐시리스(Cashless)와 모바일 결제서비스의 확산	20
--	----

중국과 인도가 주도하는 캐시리스(Cashless)
일본의 캐시리스(Cashless) 현황
국내 캐시리스(Cashless) 현황

3 기업분석	27
---------------------	----

NAVER (035420KS Buy 신규 TP 180,000원 신규)	
국내 핀테크 사업과 LINE의 금융서비스 확장	28
카카오 (035720KS Buy 신규 TP 140,000원 신규)	
카카오페이의 수익성 개선과 신사업 성과 기대	34
NHN엔터테인먼트 (181710KS Buy 신규 TP 100,000원 신규)	
글로벌 IP 기반 신작과 페이코 성장기대감 확대	38

인터넷 (비중확대)

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

오픈뱅킹(Open Banking)과 캐시리스(Cashless) 시대의 투자지침서

지난 2월말 금융위원회의 금융결제 인프라 혁신방안 발표로 국내 핀테크 산업과 간편결제 서비스가 본격적으로 활성화될 것으로 전망됩니다. 또한 간편결제의 충전(이용)한도 확대와 소액 후불결제가 허용됨으로써 기존 신용카드 중심의 국내 지급결제 생태계는 다양한 결제서비스가 경쟁하는 구도로 변화될 것으로 예상합니다.

오픈뱅킹(Open Banking)과 핀테크(FinTech) 생태계

- EU지역에서 지급결제서비스지침(PSD2)이 본격 시행되면서 오픈뱅킹 생태계 구축 가속화.
- PSD2에서 은행이 TPPs로부터 수취하는 API 이용에 대한 건당 수수료를 제한함으로써 오픈 API 활성화가 가능해지고 비은행권 사업자가 다양한 금융서비스를 제공할 수 있는 환경 조성. 핀테크 기업들은 오픈뱅킹 생태계를 통해 다수의 금융회사와 시스템 및 업무 표준화가 가능하기 때문에 시스템 개발 및 구축비용이 절감되어 수익성 개선효과 기대.
- 핀테크 산업은 지급결제 관련 서비스가 대다수를 차지하고 있으며 점차 ICT 기술을 접목한 다양한 분야의 서비스로 확대중. 최근에는 비대면 채널로만 금융서비스를 제공하는 네오뱅크와 웨어러블(Wearables), 사물인터넷(IoT), 인공지능(AI), 블록체인 등의 ICT 기술을 보험 상품 및 서비스에 결합한 인슈어테크 기업들이 핀테크 산업에서 약진 나타냄.

캐시리스(Cashless)와 모바일 결제서비스의 확산

- 현금을 대체할 지급결제 서비스에 대한 수요가 지속되면서 '16년 글로벌 비현금거래 결제 규모는 4,826억달러를 기록했고 '21년 8,764억달러까지 증가해 연평균(CAGR) 12.7%의 견조한 성장세 나타낼 전망.
- 향후 글로벌 비현금거래의 성장을 이끌 것으로 예상되는 국가는 중국과 인도, 아프리카와 브라질. 주된 이유는 1) 금융 인프라가 부실하고 대다수의 국민이 금융서비스로부터 소외되어 있다는 점, 2) 모바일 디바이스의 보급이 매우 빠르게 확산되고 있다는 공통점 보유했기 때문
- 일본과 국내도 정부가 관련 정책들을 추진하면서 캐시리스 확대 주도. 일본은 올해 10월 소비세를 인상(8%→10%) 앞두고 간편결제 사용시 결제금액의 5%를 포인트로 환급하는 정책 추진. 국내는 금융결제 인프라 혁신방안 발표.

Top pick: NAVER

- 인터넷 업종 Top Pick으로 NAVER 제시. 자회사 LINE Financial은 글로벌 최대 핀테크 기업인 Ant Financial의 성장 전략과 유사한 비즈니스 모델 구축 중. 올해 태국, 대만, 일본 등 LINE의 주요 서비스 지역에서 인터넷은행을 비롯한 금융서비스 본격화하며 기업가치 제고될 전망.
- 차선후주로 카카오, NHN엔터테인먼트 추천. 금융결제 인프라 혁신안 발표로 카카오페이와 페이코의 수익성 개선이 기대되는 가운데 국내 핀테크 사업도 가시화될 것으로 예상.

주요 기업 투자지침

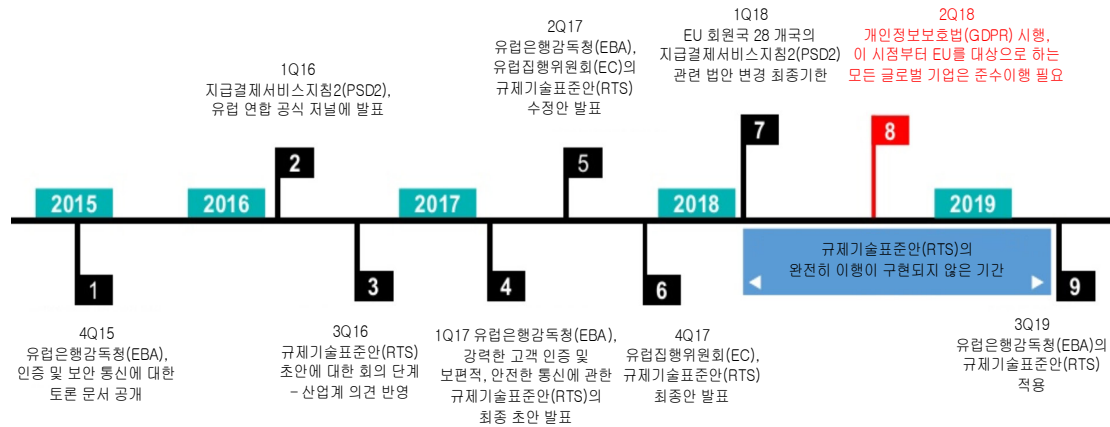
(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자지침	목표주가	현재주가	상승여력	2019E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
NAVER	Buy	180,000	133,500	34.8%	3,939	33.9	3.2	10.8	-4,365
카카오	Buy	140,000	106,000	32.1%	1,256	84.4	2.1	2.6	-1,161
NHN엔터테인먼트	Buy	100,000	85,600	16.8%	5,551	15.4	1.0	7.1	-560

자료: 케이프투자증권 리서치본부

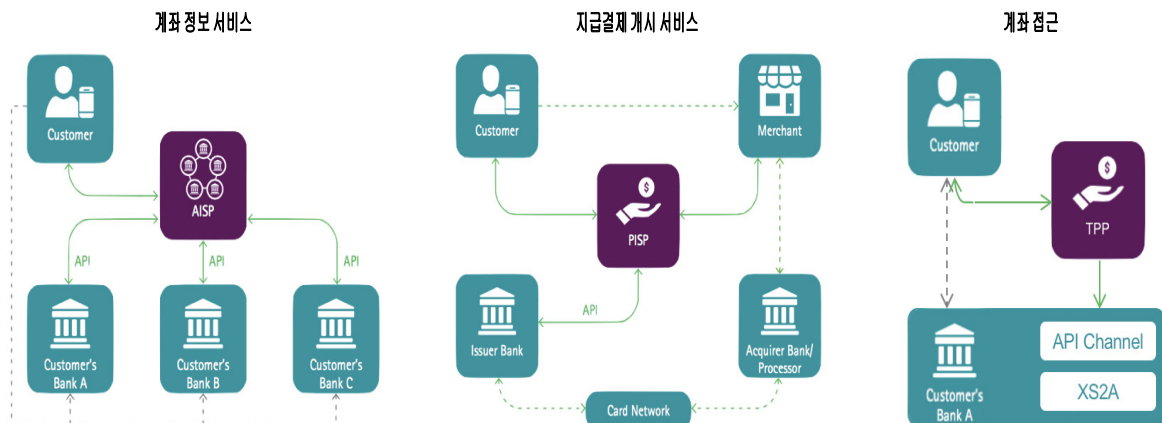
Key charts

EU의 PSD2 시행 타임라인



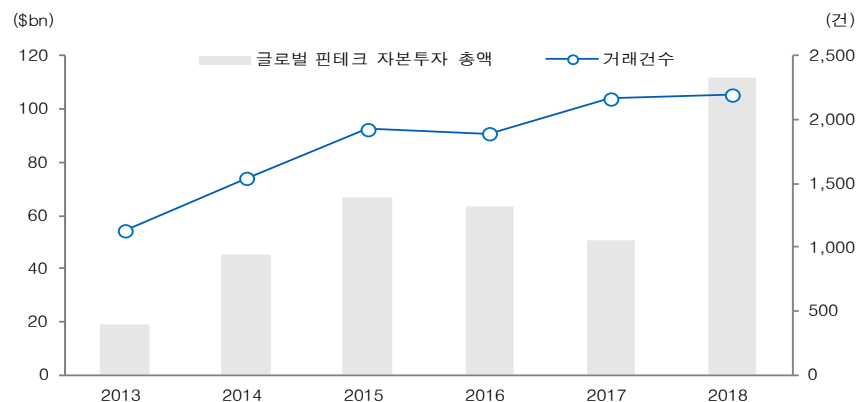
자료: 유럽집행위원회, 케이프투자증권 리서치본부

전통적 बैं킹 프로세스 VS 오픈뱅킹 비교



자료: 유럽집행위원회, 케이프투자증권 리서치본부

글로벌 핀테크 자본투자 총액(VC, PE and M&A) 추이

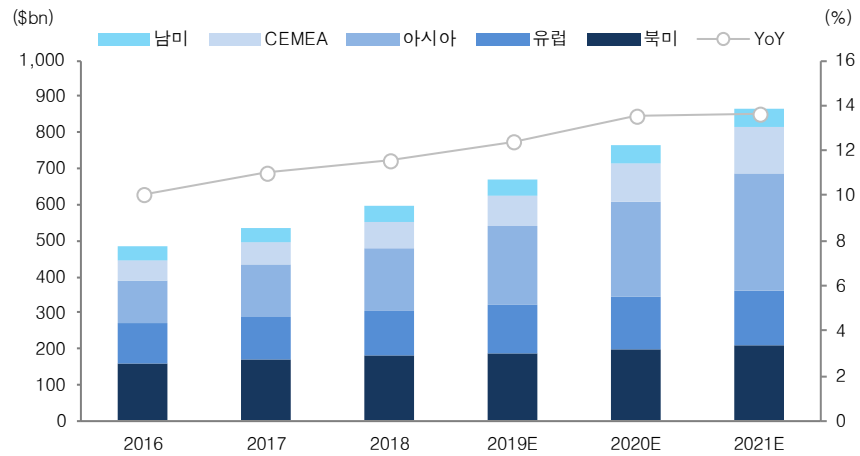


자료: KPMG, 케이프투자증권 리서치본부

글로벌 핀테크(FinTech) Top 30					(단위:\$mn)
기업명	설립	지역	분야	주요 서비스	기업가치
Ant Financial	2004	China	Payments	지급결제, 자산관리, 대출 등	150,000
Stripe	2013	US	Payments	온라인 지급결제	22,500
Markit	2003	UK	Financial Services	금융정보 제공	22,310
JD Finance	2013	China	Lending	소비자금융	19,800
Lufax	2011	China	Lending	소비자금융, P2P 대출플랫폼	18,500
Grab	2012	Singapore	Multi	차량공유, 모바일 지급결제	11,000
PayTm	2010	India	Payments	지급결제	10,000
Coinbase	2012	US	Payments	암호화폐 거래소	8,000
Square	2009	US	Payments	지급결제	6,000
Qufenqi	2014	China	Lending	온라인 대출	5,900
ZhongAn Insurance	2013	China	Insurance	온라인 보험, 인수어테크	5,500
Robinhood	2013	US	Wealth	투자플랫폼, 무료 주식거래	5,300
Sofi	2011	US	Lending	학자금 P2P 대출플랫폼	4,500
Nubank	2013	Brazil	Neo-Bank	인터넷전문은행, 신용카드	4,000
Credit Karma	2007	US	Financial Services	개인신용평가	4,000
Du Xiaoman Financial	2015	China	Multi	소비자대출, 자산관리	3,700
AfterPay Touch	2014	Australia	Payments	지급결제, 무이자 할부결제	3,280
Oscar Health	2013	US	Insurance	온라인 건강보험, 인수어테크	3,200
Circle	2013	US	Payments	블록체인 지급결제	3,000
UiPath	2012	US	Enterprise/Saas	RPA(업무자동화) 솔루션	3,000
Powa Technologies	2007	UK	Payments	지급결제	2,700
Plaid	2013	US	Enterprise/Saas	은행 인프라, API 솔루션	2,650
Klarna	2005	Sweden	Payments	지급결제, 신용결제	2,500
Confluent	2014	US	Data Analytics	실시간 스트리밍 솔루션	2,500
Mozido	2005	US	Payments	모바일 결제, 월렛	2,400
GreenSky	2006	US	Lending	온라인대출	2,340
Adyen	2006	Netherlands	Payments	지급결제, 통합 결제시스템	2,124
Zenefits	2013	US	Enterprise/Saas	무료 인적관리 SW	2,000
CommonBond	2011	US	Lending	P2P 대출플랫폼	2,000
Avant	2012	US	Lending	온라인 대출	2,000

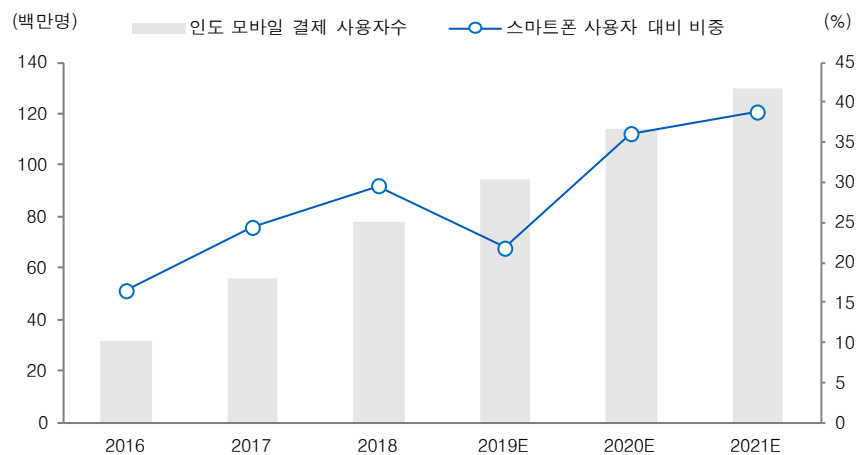
자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

글로벌 비현금거래 결제 규모 추이



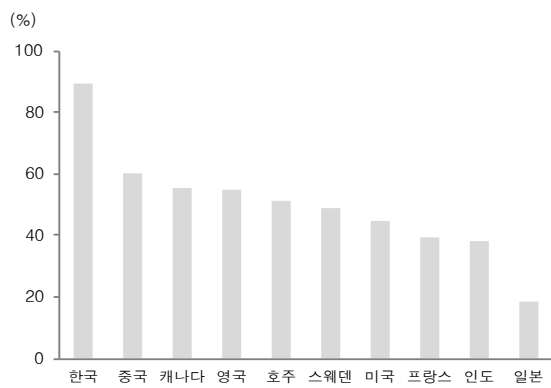
자료: Capgemini, 케이프투자증권 리서치본부

인도 모바일 결제 사용자 수 추이



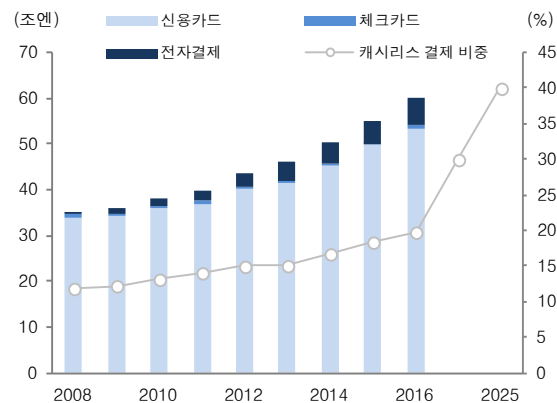
자료: eMarkter, 케이프투자증권 리서치본부

주요 국가별 캐시리스 결제 비중 (2015년 기준)



자료: 국제결제은행, 케이프투자증권 리서치본부

일본 비현금 결제규모 및 캐시리스 결제 비중 추이



자료: 일본경제산업성, 케이프투자증권 리서치본부

주요 국가별 지급결제서비스 업체의 기업가치					(단위:\$mn)
기업명	설립	지역	분야	주요 서비스	기업가치
Ant Financial	2004	China	Payments	지급결제, 자산관리, 대출 등	150,000
Stripe	2013	US	Payments	온라인 지급결제	22,500
PayTm	2010	India	Payments	지급결제	10,000
Coinbase	2012	US	Payments	암호화폐 거래소	8,000
Square	2009	US	Payments	지급결제	6,000
AfterPay Touch	2014	Australia	Payments	지급결제, 무이자 할부결제	3,280
Circle	2013	US	Payments	블록체인 지급결제	3,000
Powa Technologies	2007	UK	Payments	지급결제	2,700
Klarna	2005	Sweden	Payments	지급결제, 신용결제	2,500
Mozido	2005	US	Payments	모바일 결제, 월렛	2,400
Adyen	2006	Netherlands	Payments	지급결제, 통합 결제시스템	2,124
Affirm	2012	US	Payments	지급결제	1,800
Revolut	2015	UK	Payments	지급결제	1,700
TransferWise	2010	UK	Payments	지급결제	1,600

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

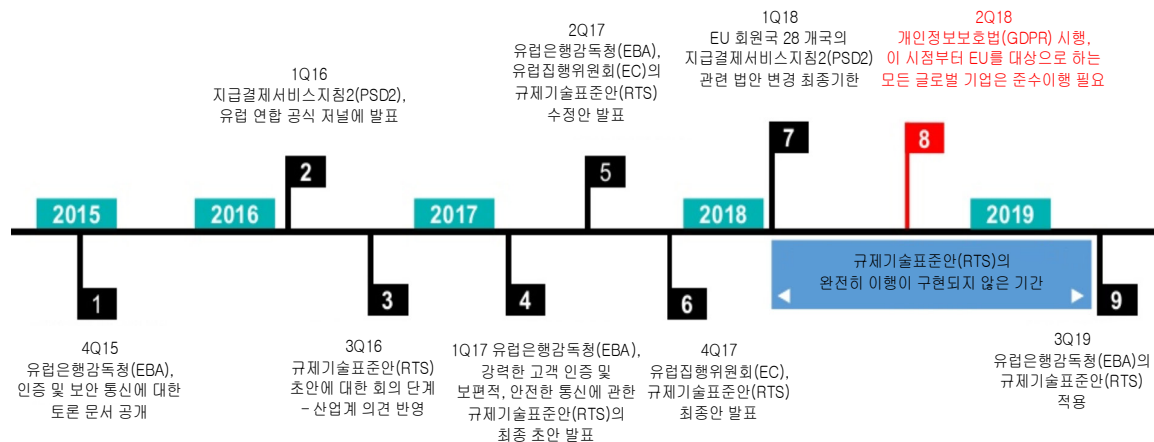
오픈뱅킹과 핀테크 생태계

오픈뱅킹(Open Banking) & PSD2

최근 글로벌 금융시장에서는 오픈뱅킹(Open Banking) 생태계가 본격화되면서 디지털금융 및 핀테크(FinTech) 산업의 활성화가 빠르게 확산되고 있다. 오픈뱅킹은 은행이 가진 소비자의 금융거래정보를 제3자 제공업자(Third-Party Providers, TPPs) 및 여타 은행과 공유하도록 허용하는 제도이며 은행권의 오픈 API(Application Programming Interface) 구축이 확대되면서 등장한 개념이다.

오픈뱅킹 생태계 구축이 가속화되고 있는 주된 요인은 EU지역에서 시행하고 있는 PSD2(Payment Service Directive 2)의 영향 때문이다. PSD2는 그 동안 금융기관이 독점해온 고객의 금융정보에 대해 제3자 제공업자(TPPs)의 접근을 제도적으로 강제하는 지급결제서비스에 관한 지침이다. PSD2의 시행으로 고객이 동의할 경우, 은행들은 오픈 API를 통해 TPPs에게 해당 고객의 금융정보를 의무적으로 제공해야 한다.

EU의 PSD2 시행 타임라인



자료: 유럽집행위원회, 케이프투자증권 리서치본부

유럽은행감독청은 핀테크를 포함한 비전통적 금융서비스 및 새로운 형태의 금융산업을 육성하고 시장 내 경쟁 촉진과 서비스 혁신을 유도하기 위해 PSD2를 도입했다. PSD2는 '16년 1월 공식안을 확정해 '18년 1월부터 본격 시행되었고 관련 후속조치로서 개인정보보호법(GDPR)이 '18년 5월부터 적용되고 있다. 규제기술표준안(RTS)은 늦어도 3Q19 무렵부터 시행될 예정이다. 개인정보보호법 시행으로 개인정보 데이터 활용에 관한 절차가 구체화되었고 향후 규제기술표준이 본격적으로 시행될 경우 강력한 2중 인증 체계 도입이 의무화된다.

PSD2의 주요 내용은 1) 제3자 제공업자(TPPs) 도입 및 규정, 2) 온라인 결제시 강력한 고객 인증(Strong Customer Authentication) 적용 의무화 등이다. 특히 PSD에서는 존재하지 않았던 지급지시서비스와 계좌정보서비스를 지급결제서비스 범위에 신규로 포함시키면서 지급지시서비스 제공업자(Payment Initiation Service Provider, PISP)와 계좌정보서비스 제공업자(Account Information Service Provider, AISP)의 역할을 새롭게 규정하고 있다. 현재 PSD2 지침에선 은행이 TPPs로부터 수취하는 API 이용에 대한 건당 수수료를 제한함으로써 오픈 API 활성화를 통해 비은행권 사업자가 다양한 금융서비스를 제공할 수 있는 환경이 조성된 상태다.

PSD2 주요 내용	
구분	개정 내용
카드 요금 지불의 과징금 개선	거래당사자 중 한 곳이라도 EU 내 주사업장이 있을 경우 적용
	유료화 외 통화 결제시에도 적용 가능
제 3 자 제공자(TPPs) 도입 및 규정	고객이 동의한 경우 은행권은 TPPs 에 오픈 API 형태로 금융정보 제공해야 함
	지급지시서비스 제공업자(PISP):
	고객이 동의할 경우 고객의 은행에서 타인의 계좌로 직접 자금을 이체해주는 서비스
	계좌정보서비스 제공업자(AISP):
온라인 결제시 강력한 고객 인증 적용 의무화	고객 계좌 정보에 대한 접근을 허용해 고객의 은행별 계좌 정보를 제공하는 서비스
	강력한 고객 인증(SCA): 2 가지 이상의 인증 수단 사용 필요
	단, 신뢰 가능한 대상 or 낮은 가격의 거래(30 유로 이하)인 경우 강력한 고객 인증 예외 가능

자료: 유럽집행위원회, 케이프투자증권 리서치본부

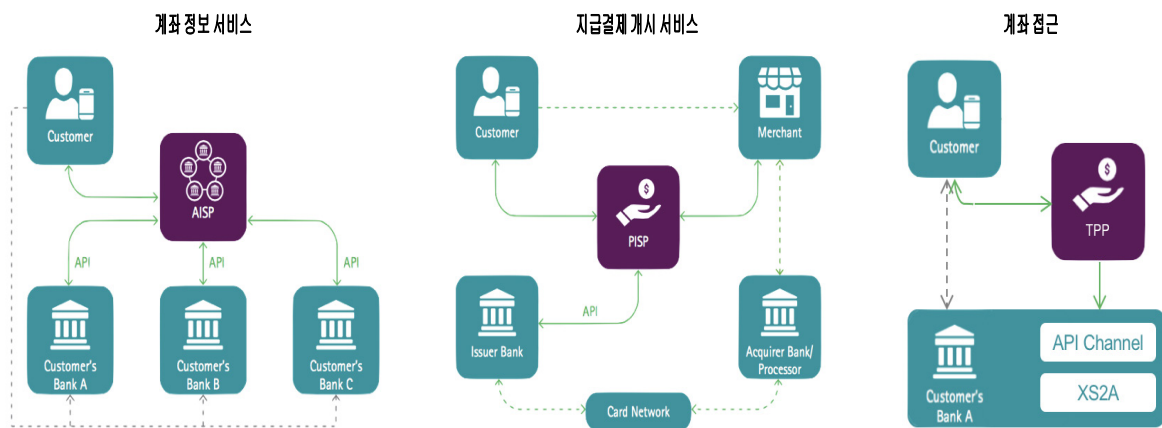
금융데이터의 공유 확대를 강제하는 PSD2의 시행은 금융데이터 플랫폼 형성을 촉진함으로써 고객의 편익을 증가시키고 핀테크 기업과 같은 제3자 제공업자(TPPs)의 금융서비스 사업환경을 획기적으로 개선시킨다. 이로써 다양한 핀테크 서비스를 통해 금융소비자의 효용을 증진시킬 수 있는 환경이 조성되었다.

한편 PSD2의 후속조치 중 하나인 규제기술표준안(RTS)이 정식 시행(3Q19 예상)될 경우 온라인 결제 시 강력한 고객 인증 적용이 의무화될 전망이다. 안전한 오픈 뱅킹 생태계를 구축하기 위해서는 보안에 대한 우려를 불식시킬 수 있는 조치가 필수적이기 때문이다. 강력한 고객 인증은 패스워드, 생체인식, 인증번호 등 다양한 인증요소 중에서 2가지 이상의 인증 수단을 사용하는 것을 의미한다.

PSD2에서는 계좌정보서비스 제공업자(AISP)를 금융소비자가 거래하는 은행의 계좌정보(예금주, 계좌번호 등), 최근 거래내역, 잔액 정보 등의 금융데이터를 통합하여 제공하는 사업자로 규정하고 있다. 이로써 기업 및 개인은 자신의 재무 상태에 대한 통합 정보를 제공받을 수 있으며, AISP는 해당 데이터를 활용해 리스크관리, 교차 판매, 금융상품 추천 등 다양한 형태의 비즈니스로 확장할 수 있다.

AISP가 구현 가능한 대표적인 서비스로는 소비자의 금융계좌(은행, 금융투자, 대출 등)에 대한 통합관리 서비스, 계좌이체 및 카드결제 내역을 통해 소비자의 수입/지출을 관리하는 종합자산관리 형태의 서비스 등이 있다. 실제로 사용자의 은행계좌 정보에 대한 통합 관리와 가계부 서비스를 제공하는 핀테크 기업 민트(mint)는 은행 계좌와 신용카드, 보험, 증권 내역뿐만 아니라 주식과 보유 부동산 가치 변동 등을 인포그래픽으로 제공하고 소비자에게 가장 적합한 금융상품(신용카드, 대출 등)을 추천하는 서비스를 통해 2,000만명 이상의 사용자를 확보했다.

전통적 बैं킹 프로세스 VS 오픈뱅킹 비교

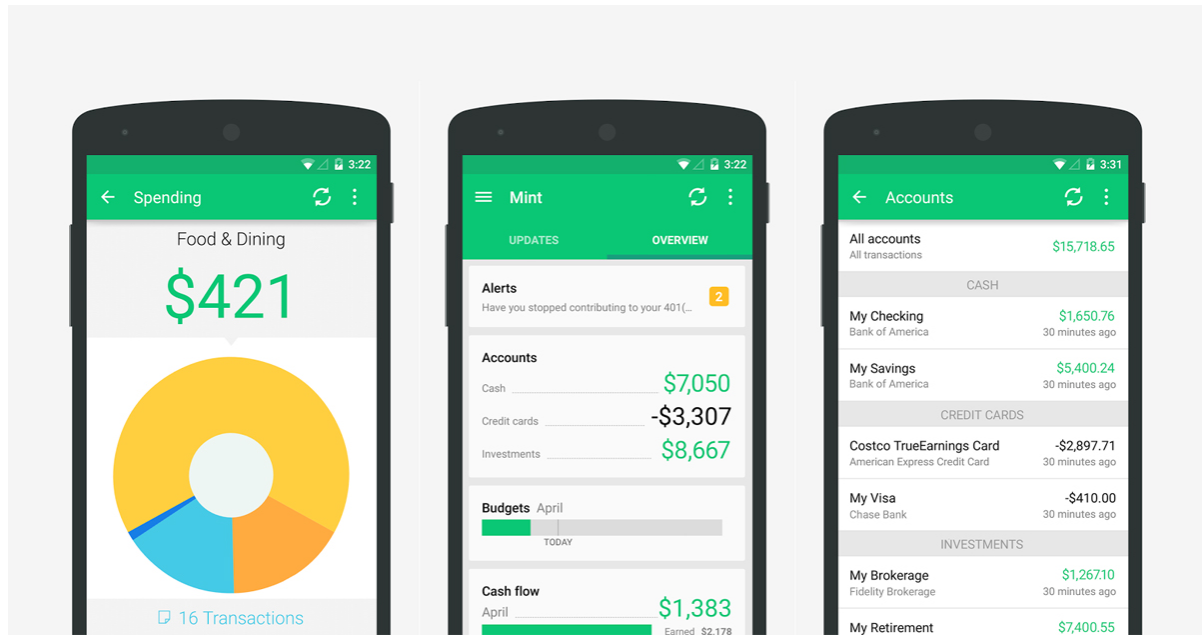


자료: 유럽집행위원회, 케이프투자증권 리서치본부

한편 지급지시서비스 제공업자(PISP)는 소비자의 지급개시 요청(payment order)에 따라 소비자의 은행계좌로부터 거래에 필요한 지급결제정보를 송/수신하여 판매자 등의 수취인에게 대금을 지급하는 사업자로 규정된다. 소비자의 대금을 지급받아 보유하거나 잔액 정보 등의 계좌정보를 열람할 수 있는 권한은 없고 이체에 필요한 자금여부 등을 확인해 거래 완결의 가부를 판단하고 지급하는 역할만 가능하다.

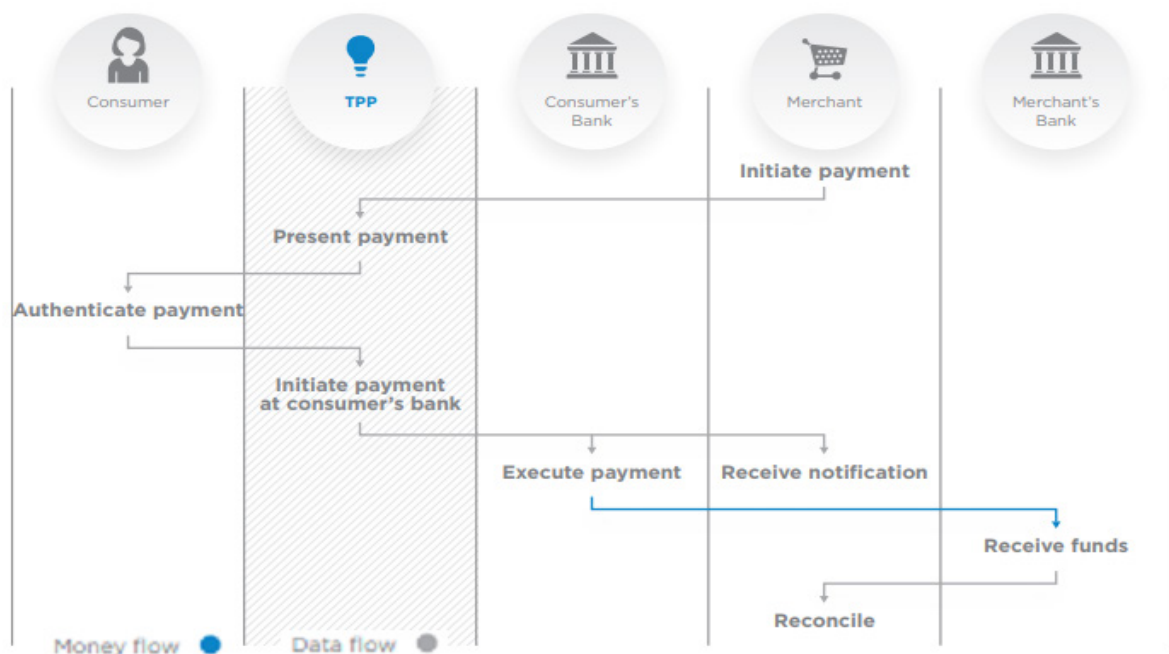
계좌기반 지급서비스 제공업자(Account Servicing Payment Service Provider, ASPSP)의 대표적인 예로는 아마존페이, 알리페이 등이 있다. 전자상거래업자인 아마존은 아마존페이를 지급인 및 수취인 계좌간의 지급지시를 통해 신용카드 없이도 지불대금을 지급하는 결제서비스를 제공하고 있다.

AISP 예시 - 핀테크 기업 민트(mint)의 자산관리서비스



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

PISP 예시 - 아마존페이의 지급결제 흐름

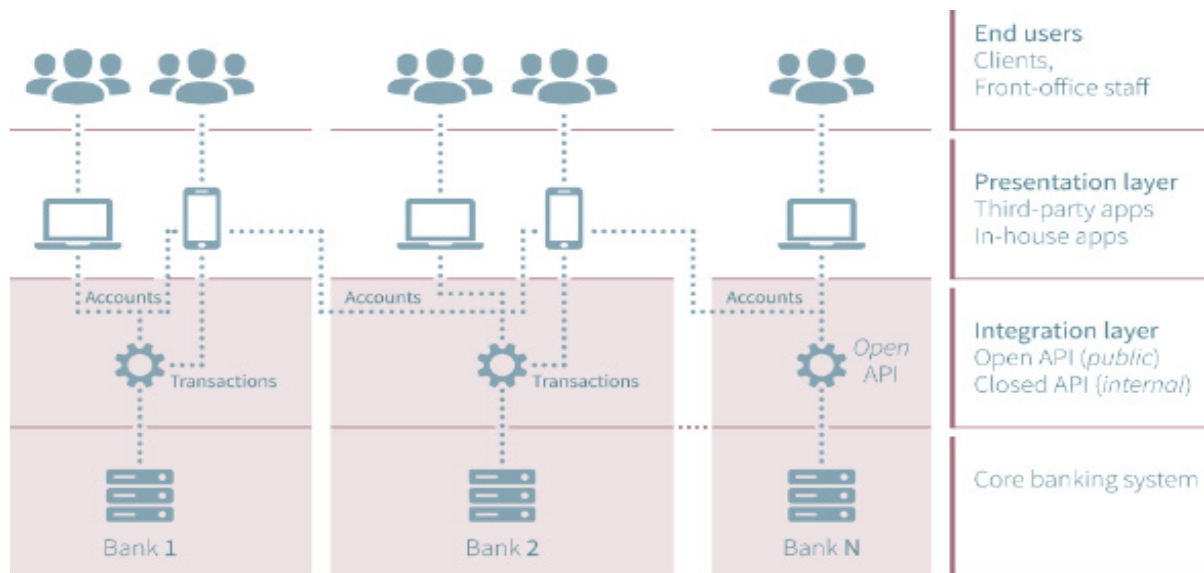


자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

오픈 API를 기반으로한 오픈뱅킹 생태계의 확산은 은행사업자, 핀테크 기업, 금융소비자 모두에게 경제적 효용을 제공함으로써 새로운 경제효과를 창출할 수 있다. 우선 기존의 은행사업자들은 오픈 API 사용건수에 비례한 일정한 수수료를 핀테크 기업으로부터 수취하게 되고 핀테크 시장이 성장함에 따라 수수료 수익도 증가하기 때문에 수익원을 다 변화할 수 있다.

한편 핀테크 기업들은 오픈뱅킹 생태계를 통해 다수의 금융회사와 시스템 및 업무 표준화가 가능하기 때문에 시스템 개발 및 구축비용이 절감되어 수익성 개선효과가 기대된다. 또한 금융기관들이 확보한 고객기반, 신뢰도, 보안성을 활용할 수 있고 이를 통해 절감한 투자여력을 신규시장 개척 및 신기술 개발에 투입 가능하다. 이로써 자금력이 열악한 중소 핀테크 기업들의 사업 여건이 개선된다.

오픈뱅킹 생태계



자료: Synpulse, 케이프투자증권 리서치본부

금융소비자 입장에서는 다양한 핀테크 서비스를 통해 사용자에게 최적화된 금융서비스를 제공받게 되고 금융회사의 보증 능력에 기반하여 핀테크 서비스의 보안성 및 안정성을 보장 받을 수 있다.

결론적으로 오픈뱅킹 생태계의 확산은 1) 금융고객의 증가 → 2) 핀테크 기업의 수익 증가 → 3) 금융회사의 수익 증가 → 4) 금융회사의 투자 확대 → 5) 핀테크 산업 활성화로 이어지는 선순환 효과를 형성하게 된다.

주요 국가별 오픈뱅킹 발전 과정

PSD2는 현재 EU에 국한되어 시행중인 법규지만 미국의 경우 이미 2010년 7월에 발효된 도드-프랭크법을 통해 금융소비자의 정보 접근성을 보장하는 것이 법제화되었고 이로써 금융기관들의 오픈 API 제공이 빠르게 확산되고 있다. 현재는 미국 금융사(은행, 카드사 등) 가운데 약 90% 이상이 오픈 API를 제공 중이다.

EU 오픈뱅킹 도입 연혁

일시	주요내용
2007년	지급결제서비스지침(PSD) 시행
2009년	PSD 전면 의무 적용
2013년	유럽집행위원회, PSD 개정 추진
2015년	10월 유럽 의회에서 PSD2 채택
2016년	1월 PSD2 시행
2018년	PSD 전면 의무 적용
2019년	9월 규제기술표준(RTS) 제정 및 시행

자료: 유럽집행위원회, 케이프투자증권 리서치본부

영국 오픈뱅킹 도입 연혁

일시	주요내용
2000년	11월 정보자유법이 제정
2010년	오픈 데이터 정책 추진
2015년	오픈뱅킹워킹그룹(OBWG) 설립
2017년	지급결제서비스 법률 개정
2018년	1월 지급결제서비스 법률 발효
2018년	API 표준요건 발표

자료: 유럽집행위원회, 케이프투자증권 리서치본부

유럽연합은 2007년 지급결제서비스지침(PSD) 도입 이후 지침의 적용 범위를 벗어난 지급결제서비스의 법적 불확실성과 새로운 형태의 보안 위험이 발생하면서 2013년에 개정 필요성이 대두되었다. 2015년 10월 유럽의회에서 PSD2가 공식 채택되었고 2018년 1월부터 각국의 법령에 입법화되어 의무 적용되고 있는 상태다.

영국의 경우 2000년 11월 정보자유법이 제정되었고 2010년 이후 오픈 데이터 정책이 본격화되었다. 2015년 공정경쟁당국(CMA) 주도로 영국내 9개 대형은행이 오픈뱅킹워킹그룹(OBWG)을 설립했고 이를 통해 데이터 공유, 보안 프레임워크 등 표준화된 기술규격을 협의하고 정부 주도의 오픈뱅킹 체제를 정착시키고 있다.

단일의 API 및 보안 기술표준을 기반으로한 PSD2 시행이 본격화됨으로써 금융정보 소유의 주체가 더 이상 은행사업자에 한정되지 않고 모든 기업에 개방되는 오픈뱅킹 서비스가 글로벌 금융시장에 확산될 것으로 전망한다.

핀테크(FinTech)의 주요 서비스 영역

핀테크 산업은 기본적으로 오픈 API 또는 지급결제서비스지침 같은 제도를 기반으로 성장하기 시작했기 때문에 주요 사업영역도 지급결제 관련 서비스가 대다수를 차지하고 있으며 이후 인공지능(AI), 클라우드, 빅데이터 등의 ICT 기술을 접목한 다양한 분야의 서비스로 확대되고 있다.

초기에는 전통적 금융기업의 핀테크 서비스가 주류였으나 현재는 ICT 기업, 플랫폼 기업, 보안업체 등의 다양한 비금융기업이 제공하는 핀테크 서비스가 시장을 주도하고 있다.

PSD2의 지급결제서비스 범위

구분	내용
입금	현금 입금 등에 필요한 서비스
인출	입금이체, 납부자자동이체, 출금이체 등
카드결제	여신을 수반하는 지급거래
지급수단 발행	카드, 전자지갑 등 발행
송금	국내외 송금
지급지시서비스	지급결제정보를 송/수신해 대금 지불
계좌정보서비스	소비자의 금 정보를 통합하여 제공

자료: 유럽집행위원회, 케이프투자증권 리서치본부

핀테크(FinTech)의 주요 서비스 분야

구분	내용
지급결제	전자결제서비스
송금	모바일 및 이메일 송금
대출	비대면 및 P2P 대출
자산관리	다양한 금융상품 및 투자플랫폼 제공
보험	ICT 기술 활용, InsurTech
인터넷전문은행	온라인 전용으로 여수신 기능 제공
보안/데이터 분석	금융보안기술, 빅데이터 솔루션

자료: Accenture, 케이프투자증권 리서치본부

핀테크의 주요 서비스 영역은 지급결제서비스로부터 시작해 여수신, 자산관리, 보험, 보안 및 데이터분석까지 광범위하게 확대되고 있다. 한편 개별 국가가 처한 특수성에 기인해 금융 인프라 수준, 전자상거래 여건, 정부의 정책방향 등의 차이에 따라 핀테크 산업의 발달 양상도 상이하게 나타나고 있다.

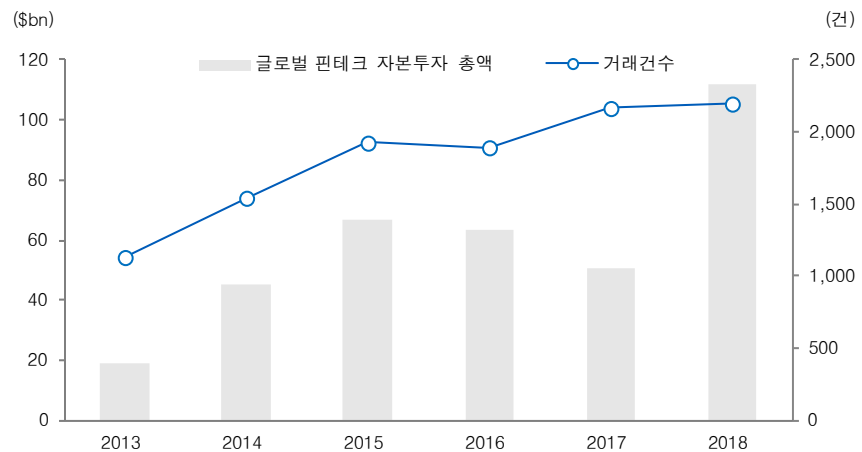
국내의 경우 신용카드와 인터넷뱅킹 등을 통해 실시간으로 송금/결제가 가능하지만 미국의 경우는 지급결제가 완료되기까지 시간이 많이 소요되는 특성 때문에 페이팔 등 결제정보가 노출되지 않는 신속한 간편 결제서비스가 활성화 되었다. 중국은 신용카드 시스템, 지급결제 인프라 등이 미비하고 전자상거래 관련 사기가 빈번하여 결제대금을 예치해 대금지급에 대한 보증이 가능한 에스크로 방식의 충전식 전자지갑 서비스인 알리페이가 시장을 지배하고 있다. 특히 미국의 페이팔이나 중국의 알리페이는 시장지배력을 가진 전자상거래 사업자(이베이, 알리바바)의 독점적인 결제수단으로 사용되면서 급격하게 확산될 수 있었다.

핀테크(FinTech)의 기업가치

인공지능(AI), 클라우드, 빅데이터 등의 ICT 기술을 기반으로 한 다양한 분야의 핀테크 서비스가 증가하면서 핀테크 산업에 대한 자본투자가 견조하게 성장하는 동시에 핀테크 기업들의 기업가치도 동반 상승하고 있다. 글로벌 핀테크 산업의 자본투자 총액(VC, PE, M&A 포함)은 '13년 189억달러에서 '18년 1,118억달러까지 확대되며 연평균(CAGR) 42.7% 수준의 견조한 성장세를 나타내고 있다.

아시아 핀테크 시장을 선도하고 있는 중국의 감독 및 규제가 강화되면서 2017년에는 일시적으로 핀테크 산업에 대한 신규 투자 규모가 감소하였지만 네오뱅크(Neo-Bank), 인슈어테크(InsurTech) 분야가 강한 성장세를 나타내면서 핀테크의 자본투자 총액은 작년에 다시 성장세로 전환되었다.

글로벌 핀테크 자본투자 총액(VC, PE and M&A) 추이



자료: KPMG, 케이프투자증권 리서치본부

최근 네오뱅크와 인슈어테크 기업들이 핀테크 산업에서 약진을 나타내고 있다. 네오뱅크는 비대면 채널로만 금융서비스를 제공하는 인터넷은행으로 로보어드바이저를 활용한 자산관리, 빅데이터 기반의 대출상품, 생체인식 인증제도 도입, 간편송금 서비스 등으로 고객기반을 급속히 확대하고 있다.

인슈어테크는 웨어러블(Wearables), 사물인터넷(IoT), 인공지능(AI), 블록체인 등의 ICT 기술을 보험 상품 및 서비스에 결합함으로써 개인 맞춤형 보험 서비스를 저렴하게 제공하며 저소득층의 보험 가입을 유도할 수 있기 때문에 국가 차원에서도 권장되는 분야다.

글로벌 핀테크(FinTech) Top 30

기업명	설립	지역	분야	주요 서비스	기업가치
Ant Financial	2004	China	Payments	지급결제, 자산관리, 대출 등	150,000
Stripe	2013	US	Payments	온라인 지급결제	22,500
Markit	2003	UK	Financial Services	금융정보 제공	22,310
JD Finance	2013	China	Lending	소비자금융	19,800
Lufax	2011	China	Lending	소비자금융, P2P 대출플랫폼	18,500
Grab	2012	Singapore	Multi	차량공유, 모바일 지급결제	11,000
PayTm	2010	India	Payments	지급결제	10,000
Coinbase	2012	US	Payments	암호화폐 거래소	8,000
Square	2009	US	Payments	지급결제	6,000
Qufenqi	2014	China	Lending	온라인 대출	5,900
ZhongAn Insurance	2013	China	Insurance	온라인 보험, 인수어테크	5,500
Robinhood	2013	US	Wealth	투자플랫폼, 무료 주식거래	5,300
Sofi	2011	US	Lending	학자금 P2P 대출플랫폼	4,500
Nubank	2013	Brazil	Neo-Bank	인터넷전문은행, 신용카드	4,000
Credit Karma	2007	US	Financial Services	개인신용평가	4,000
Du Xiaoman Financial	2015	China	Multi	소비자대출, 자산관리	3,700
AfterPay Touch	2014	Australia	Payments	지급결제, 무이자 할부결제	3,280
Oscar Health	2013	US	Insurance	온라인 건강보험, 인수어테크	3,200
Circle	2013	US	Payments	블록체인 지급결제	3,000
UiPath	2012	US	Enterprise/Saas	RPA(업무자동화) 솔루션	3,000
Powa Technologies	2007	UK	Payments	지급결제	2,700
Plaid	2013	US	Enterprise/Saas	은행 인프라, API 솔루션	2,650
Klarna	2005	Sweden	Payments	지급결제, 신용결제	2,500
Confluent	2014	US	Data Analytics	실시간 스트리밍 솔루션	2,500
Mozido	2005	US	Payments	모바일 결제, 월렛	2,400
GreenSky	2006	US	Lending	온라인대출	2,340
Adyen	2006	Netherlands	Payments	지급결제, 통합 결제시스템	2,124
Zenefits	2013	US	Enterprise/Saas	무료 인적관리 SW	2,000
CommonBond	2011	US	Lending	P2P 대출플랫폼	2,000
Avant	2012	US	Lending	온라인 대출	2,000

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

국내 오픈뱅킹(Open Banking) 생태계의 변화

금융결제 인프라 혁신방안으로 핀테크 기업가치 제고될 전망

지난 2월말 금융위원회가 금융결제 인프라 혁신방안을 발표하면서 그 동안 미진한 모습을 보였던 국내 오픈뱅킹 생태계에도 큰 변화가 나타날 것으로 전망한다. 이번 발표된 혁신안은 1) 금융결제망을 개방해 오픈뱅킹 생태계를 구축하고 2) 핀테크 및 간편결제 서비스의 성장을 촉진하는 내용이 핵심이다.

특히 오픈뱅킹의 법제도와 핀테크 기업에 금융결제망을 개방하는 정책은 현재 EU가 시행하고 있는 PSD2와 거의 흡사한 형태다. 금융당국은 지난 '16년 8월 금융권 공동 오픈 API를 도입했지만 높은 수수료 장벽은 핀테크 기업들에게 큰 부담으로 작용했다. 그러나 이번 혁신안을 통해 API 이용 수수료를 기존의 10% 수준으로 낮출 것을 명시하고 있으며 이로써 국내 핀테크 산업이 활성화될 수 있는 환경이 마련되었다.

금융결제 인프라 혁신방안 주요내용

추진 과제	추진 일정	소관
① 공동 결제시스템(오픈뱅킹) 구축	금결원 규약 개정 등('19년)	금융위·금결원
② 오픈뱅킹 법제도와	전금법 개정('19.3분기)	금융위
③ 핀테크기업에 금융결제망 개방	전금법 및 한은규정 개정 등(중장기)	금융위·한은
④ 업종별 → 기능별 규율 체계 전환	전금법 개정('19.3분기)	금융위
⑤ 새로운 전자금융업 도입 (My Payment·종합지급결제업)	전금법 개정('19.3분기)	금융위
⑥ 소액 후불결제 서비스 허용	혁신금융서비스 지정('19.2분기)	금융위
⑦ 낡은 규제 개선		
간편결제 수단 이용·충전안도 확대	전금법시행령·감독규정 개정('19.2분기)	금융위
외국환간편결제 허용	외국환거래법 시행령·감독규정 개정('19.2분기)	기재부·금융위
신용카드 보다 더 큰 혜택 제공 허용	여전법 개정 등('19.3분기)	금융위
간편결제 단말기 보급관련 규제 완화	여전법 유권해석 등('19.1분기)	금융위
⑧ 범용성 제고를 위한 제도 지원		
대중교통 결제 기능 지원	교통사업자 협의('19.1분기)	금융위
제로페이 연계 강화	지속 추진	중기부·금융위
⑨ 세제 인센티브 방안 검토 추진	필요시 세법개정 추진('19년)	기재부·금융위

자료: 금융위원회, 케이프투자증권 리서치본부

또한 간편결제의 충전(이용)한도 확대와 소액 후불결제가 허용됨으로써 기존 신용카드 중심의 국내 지급결제 생태계는 다양한 결제서비스가 경쟁하는 구도로 변화될 전망이다.

국내 주요 핀테크(FinTech)의 서비스 영역

국내 핀테크 산업은 과거 금융업계의 높은 규제장벽으로 금융과 ICT산업과의 융합이 더디게 진행됨에 따라 단순 간편결제 분야 위주로만 발전해왔다. 그러나 2H18 은산분리법이 완화된데 이어 최근 발표된 금융결제 인프라 혁신방안을 통해 국내 핀테크 산업이 본격적으로 활성화될 전망이다.

특히 이번 금융결제 혁신안에는 EU의 PSD2와 동일하게 PISP와 AISP 도입을 추진하고 있다는 점이 긍정적이다. PISP와 AISP 도입으로 핀테크 업체는 금융소비자의 계좌정보에 대한 접근과 지급지시가 허용되고 개별 은행들과 일일이 계약을 체결할 필요가 없기 때문에 핀테크산업 활성화를 촉진할 것으로 전망한다.

국내 주요 핀테크 기업별 서비스 분야

분야	구분	주요 서비스 및 사업전략
지급결제	카카오페이	다양한 서비스와 연계로 외형확대
	네이버페이	자사 쇼핑 플랫폼 기반의 스몰 비즈니스 전략
	페이코	삼성페이 연동으로 외형확대
	삼성페이	오프라인 중심으로 사용자경험에 집중
송금	카카오페이	예약, 더치페이 등 다양한 기능 추가
	토스	전화번호만으로 간편송금
Neo-Bank	카카오뱅크	중금리대출 비중확대로 수익화
	K뱅크	중금리대출, 해외송금
보험	토스	보험 보장내역 분석, 미니보험 판매
자산관리	카카오페이	투자 서비스(P2P 대출)
	토스	부동산, 펀드 소액투자 등
	데일리금융그룹	로보어드바이저, 금융 플랫폼

자료: Accenture, 케이프투자증권 리서치본부

현재 국내에서는 전자상거래 관련 지급결제는 네이버페이, 송금 관련 서비스는 카카오페이와 토스가 주도하고 있으며 Neo-Bank 분야에서는 카카오뱅크가 빠르게 성장하고 있다. 과거 국내 핀테크 산업은 지급결제와 송금 분야 위주로만 약진을 나타냈지만 은산분리법 완화와 금융결제 인프라 혁신안을 통해 향후에는 글로벌 핀테크 시장에서 강한 성장세를 보이고 있는 자산관리, Neo-Bank, 보험(인슈어테크) 분야도 성장이 본격화될 전망이다.

국내 주요 핀테크(FinTech)의 기업가치

국내 핀테크 산업의 비활성화와 간편결제 시장내 경쟁심화로 국내 핀테크 기업들의 기업가치는 높게 평가받지 못했다. 그러나 국내 간편결제 시장이 상위 4개 업체(네이버페이, 카카오페이, 페이코, 삼성페이)로 재편되는 가운데 각 사업자들은 각자의 분야에서 견조한 성장을 지속하고 있다. 금융결제 인프라 혁신방안을 필두로 규제환경 또한 우호적으로 전환되고 있기 때문에 향후 국내 핀테크 기업들의 기업가치는 재평가될 것으로 예상된다.

국내 주요 핀테크 기업의 투자유치 및 기업가치 평가액

구분	일시	주요 투자자	투자규모	기업가치 평가액
데일리금융그룹	4Q17	SBI 인베스트먼트	Unknown	Unknown
페이코	4Q17	GS 홈쇼핑, 한화인베스트먼트 등	125	526
카카오페이	1Q17	Ant Financial	230	588
토스	4Q18	Kleiner Perkins, Ribbit Capital 등	0	1,300

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

국내 핀테크 기업들 중에서 외부 투자자로부터 투자를 유치한 업체로는 데일리금융그룹, 페이코, 카카오페이, 토스 등이 있다. 토스의 경우 작년말에 추가적인 투자를 유치하면서 최근의 견조한 GMV 성장에 대한 평가가 반영됐지만 나머지 3개 업체에 대한 기업가치 평가액에는 최근의 성장세가 반영되지 못한 것으로 판단한다. 금융결제 인프라 혁신방안을 통해 국내 핀테크 산업이 본격화될 것을 감안할 때 향후 국내 핀테크 업체들의 기업가치도 상향조정될 가능성이 크다.

CAPE

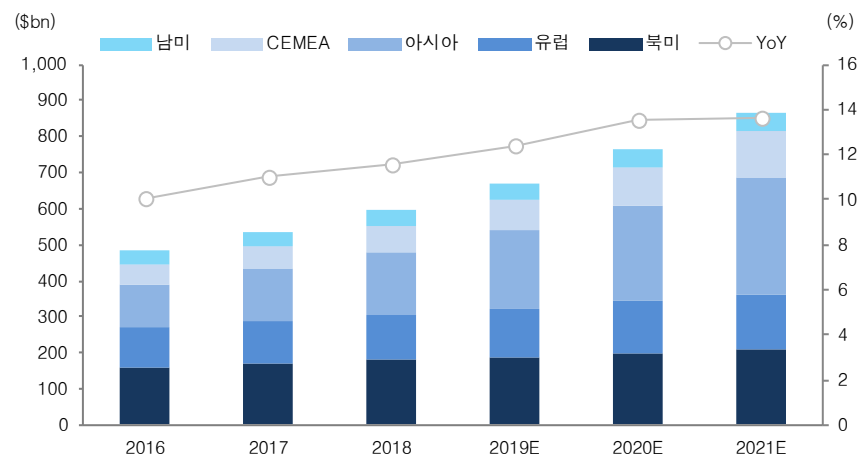
캐시리스(Cashless)와 모바일 결제서비스의 확산

중국과 인도가 주도하는 캐시리스(Cashless)

전세계적으로 스마트 디바이스의 사용자가 빠르게 증가하고 전자상거래의 이용률이 높아지면서 현금을 대신한 편리하고 안전한 새로운 결제 방식에 대한 수요가 확대되고 있다. 현금을 대체할 지급결제 서비스에 대한 수요가 지속되면서 '16년 전세계 비현금거래 결제 규모는 4,826억달러를 기록했고 '21년 8,764억달러까지 증가해 연평균(CAGR) 12.7%의 견조한 성장세를 나타낼 전망이다.

현재 글로벌 시장에서는 수백개의 결제수단이 사용되고 있으며 사용 편의성과 안전성을 확보한 간편결제 서비스의 성장성이 부각받고 있다. 또한 이와 관련된 결제기술 및 풍부한 이용자와 자본력을 보유한 ICT 기업이 지급결제 시장에 진출하면서 기존에 은행과 카드사들이 주도하던 지급결제 산업의 지형에 큰 변화가 나타나고 있다.

글로벌 비현금거래 결제 규모 추이

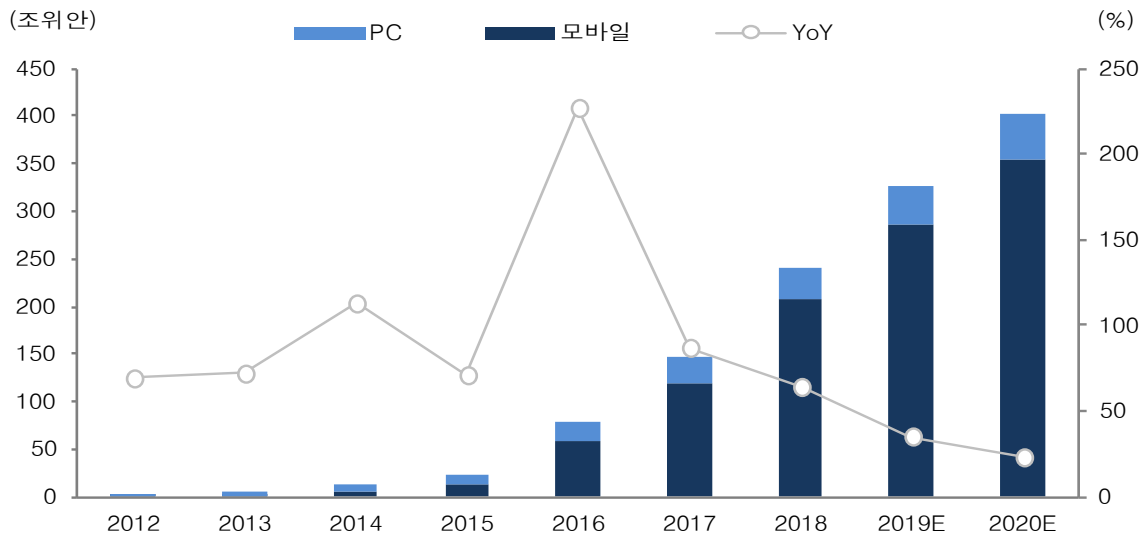


자료: Capgemini, 케이프투자증권 리서치본부

모바일 통신에 기반한 디지털 금융거래의 확산은 캐시리스 사회로의 진전을 견인하고 있으며 중국과 인도는 이러한 변화를 주도하고 있다. 17년 중국 제3자 결제 시장은 약 147조위안(21.5조달러)으로 '12~'17년동안 연평균(CAGR) 107% 수준의 고성장세를 지속했다. 동기간 PC 결제 시장은 연평균(CAGR) 49% 증가하는데 반해 모바일 결제 시장이 연평균(CAGR) 278% 증가하면서 전체시장의 성장을 견인했다. 이로써 모바일 결제 시장의 비중은 '12년 4%에서 '17년 82% 수준까지 확대되었다.

중국 모바일 결제 시장이 고성장할 수 있는 핵심 요인은 신용카드 인프라가 구축되기 전에 제3자 지불 결제 수단이 시장을 선점했기 때문이다. 알리페이는 2008년 온라인에서 오프라인 결제 시장으로 사업 영역을 확장했고 현재 100만개 이상의 오프라인 가맹점을 보유하고 있다. 또한 2009년부터 모바일 결제 서비스를 제공하기 시작했다.

중국 제3자 결제 시장 규모 추이



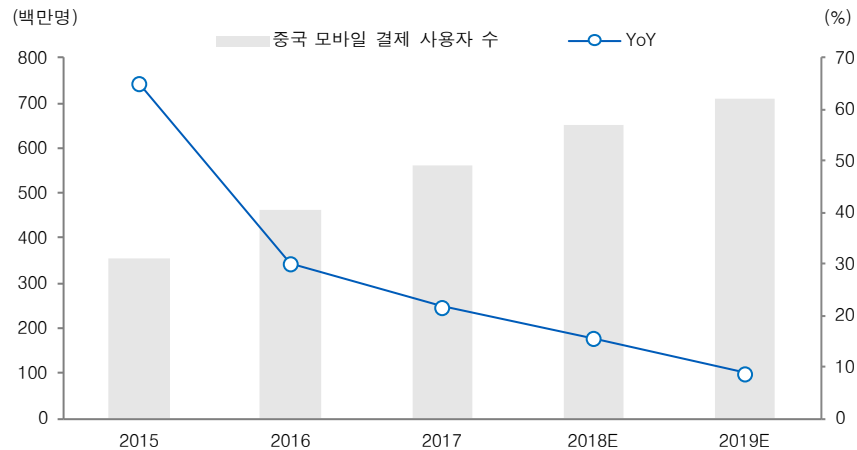
자료: 艾瑞咨询, 케이프투자증권 리서치본부

알리페이는 오프라인 결제 시장에서 점유율을 확대하기 위해 기존의 은련카드가 과점하고 있는 POS 시스템이 아니라 소비자와 판매자 사이에서 직접 거래를 연결해주는 QR 코드 결제방식을 도입했다. 판매자 입장에서는 수수료가 절감되고 초기 단말기 구매 비용에 대한 부담도 없었기 때문에 POS 시스템 보다 유리했고 소비자도 어느 환경에서나 간편하게 결제할 수 있는 편의성 측면의 이점이 있었다.

이로써 QR코드 결제는 급속히 확산되었고 오프라인에서도 알리페이의 점유율이 급증했다. QR코드는 대부분이 사용자가 판매자의 QR 코드를 스캔하여 결제를 진행하는 가맹점 고유 QR 생성 방식으로 이뤄진다. 소비자는 자신의 알리페이 앱을 이용해 가맹점의 QR 코드를 스캔하고 결제 금액을 입력하면 결제가 처리된다.

QR코드 결제가 오프라인에서 확산되면서 모바일 결제 사용자 수도 견조한 성장세를 나타냈다. '17년 중국 모바일 결제 사용자 수는 5.6억명(22% YoY)으로 증가세가 지속되고 있다. 중국은 연내 45만개의 신규 4G 기지국을 구축할 예정이며 지속적인 인터넷 인프라 확장을 추진하고 있어 향후에도 중국 모바일 결제 사용자 수는 견조한 성장세를 나타낼 것으로 전망한다.

중국 모바일 결제 사용자 수 추이

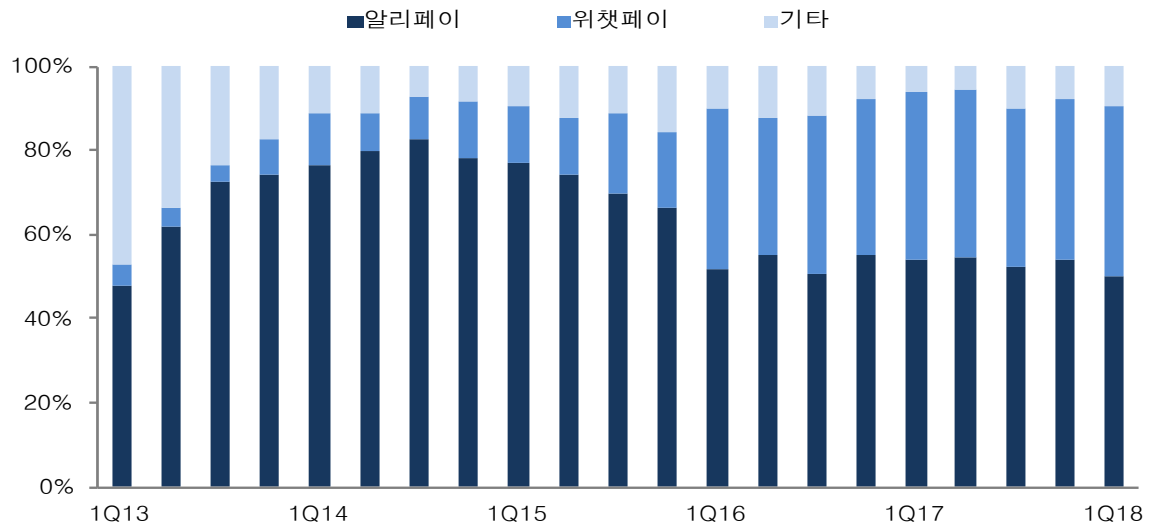


자료: 艾瑞咨询, 케이프투자증권 리서치본부

한편 중국 모바일 결제 시장에서는 최근 알리페이와 위챗페이의 경쟁이 심화되고 있다. 2013년 위어바오 출시 이후 2014년 알리페이의 중국 모바일 결제 시장 점유율은 80%를 상회했다. 그러나 2015년부터 알리페이의 시장점유율은 50%대로 급락한 반면 텐페이의 시장 점유율은 7% 수준에서 40%까지 급증한 상태다. 텐페이의 점유율 증가는 중국 내 슈퍼앱으로 불리는 위챗 플랫폼의 시장 지배력으로부터 비롯된다.

위챗페이는 지급결제 서비스 외에도 데이터 분석, 사용자 분석 서비스, 마케팅 등 통합적인 비즈니스 솔루션을 제공한다. 사업자는 공식계정을 팔로우한 사용자에게 푸쉬 메시지와 발송과 쇼핑물 개시를 할 수 있으며 고객센터를 개설해 실시간으로 고객 응대가 가능하다. 또한 사업자는 위챗 플랫폼에서 포스트를 통한 마케팅이 가능하고 소비자는 쿠폰을 SNS로 직접 공유시킬 수 있다. 더불어 오픈 API를 통해 사업자가 자신의 아이디어를 위챗 안에서 구현할 수 있도록 지원한다.

중국 제3자 결제 시장 규모 추이



자료: 艾瑞咨询, 케이프투자증권 리서치본부

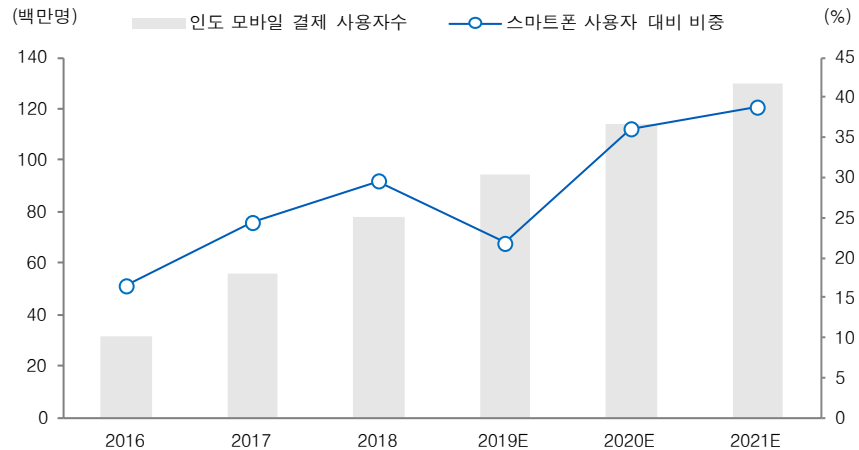
위챗페이는 텐페이의 시스템을 위챗 플랫폼에 적용한 것으로 텐페이는 온라인 결제에 사용되지만 위챗페이는 온/오프라인 결제 방식이라는 점에서 차이가 존재한다. 위챗페이는 QR코드 결제, 인앱(In-App)결제, 공식계정 결제 등 3가지 방식의 결제 방식을 모두 지원한다. 위챗 플랫폼의 영향력을 바탕으로 위챗페이는 향후에도 중국 모바일 결제 시장에서 견조한 성장을 지속할 것으로 예상된다.

현재 인도에서도 중국과 유사한 형태로 캐시리스가 급속히 확산되고 있다. 1) 금융인프라가 부실하고 대다수의 국민이 금융서비스로부터 소외되어 있다는 점, 2) 모바일 디바이스의 보급이 매우 빠르게 확산되고 있다는 공통점이 양국가에서 캐시리스가 급격히 진행될 수 있는 원동력 역할을 하고 있다.

향후 글로벌 비현금거래의 성장을 이끌 것으로 예상되는 국가는 중국과 인도 외에 아프리카와 브라질도 포함된다. 이들 국가들은 모두 막대한 인구를 기반으로 모바일 디바이스의 보급도 매우 빠르게 확산되고 있다는 공통점이 존재한다.

인도 경제는 본래 GDP의 60%를 개인소비가 차지하고 이러한 소비의 90% 이상이 현금으로 이뤄지는 상태였다. 그러나 위조지폐를 없애고 지하경제를 소멸하기 위해 '16년 11월 고액권을 폐지하는 화폐개혁을 전격적으로 실시한 이후부터 이용 가능한 현금이 부족해졌고 이러한 상황에서 모바일 결제서비스가 매우 유효하고 독보적인 대안으로 부상하면서 급격한 캐시리스가 진행되고 있다.

중국 모바일 결제 사용자 수 추이



자료: eMarkter, 케이프투자증권 리서치본부

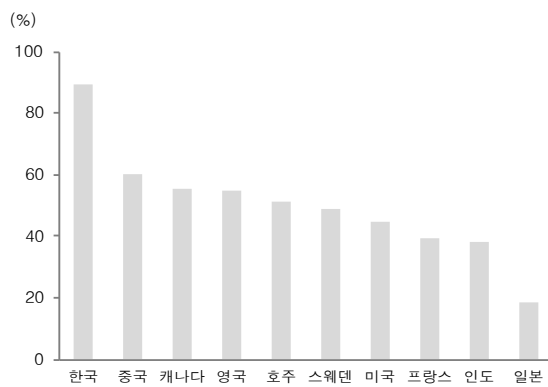
인도의 대표적인 간편결제 서비스인 PayTM은 화폐개혁 이후 은행권 교환서비스 등을 제공하면서 신규 이용자 수가 기존대비 1000% 급증했으며 일일 거래량과 거래액은 각각 700여건, 12억 루피(약 206억원) 수준까지 폭발적으로 증가했다. 중국의 알리바바는 PayTM과 Freecharge의 2대 핀테크 업체의 대주주이며 Mobikwik도 대만 및 홍콩자본이 투자하고 있다. 화폐개혁에 따른 인도경제의 불확실성 때문에 외국인 투자가 감소하고 있는 상황에서도 핀테크에 대한 투자는 증가할 것으로 예상된다.

인도의 캐시리스화의 진전은 화폐개혁 효과 뿐만 아니라 인도 정부차원의 지속적인 정책 추진과 지원을 기반으로 가능해졌으며 막대한 성장잠재력을 지닌 인도 핀테크 시장에 대한 투자와 공격적인 사업전략이 견인하고 있다. 캐시리스 확산이 지속되면서 인도 모바일 결제 사용자수는 '16년 3,200만명에서 '21년 1.3억명까지 증가해 연평균(CAGR) 32.4의 견조한 성장세를 나타낼 전망이다. 또한 동기간 전체 스마트폰 사용자 중에서 모바일 결제 이용자의 비중은 16.5%에서 38.8% 수준까지 확대될 것으로 예상된다.

일본의 캐시리스(Cashless) 현황

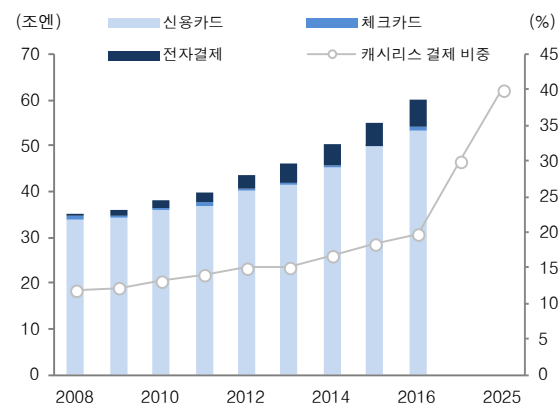
일본의 경우 캐시리스 결제 확대는 일본 정부가 주도하고 있다. 일본은 역사적으로 상거래에서 현금결제 비중이 매우 높은 국가이며 캐시리스 결제 비중은 약 18.4%로 한국(89.1%), 중국(60.0%), 미국(45.0%) 등 주요 국가와 비교할 때 현저히 낮은 수준이다. 한편 일본의 명목 GDP 대비 현금 유통규모 비중은 약 20%로 타국가 대비 월등히 높다. 일본의 현금결제 비중이 매우 높은 주된 이유는 1) 신용카드 사용을 빚으로 인식하는 사회적 분위기와 2) 상거래 정보 공개를 회피하려는 소비문화 때문이다.

주요 국가별 캐시리스 결제 비중 (2015년 기준)



자료: 국제결제은행, 케이프투자증권 리서치본부

일본 비현금 결제규모 및 캐시리스 결제 비중 추이



자료: 일본경제산업성, 케이프투자증권 리서치본부

2020년 도쿄올림픽과 2025 오사카 엑스포 등 주요 국제행사 개최로 2020년 일본을 방문하는 관광객 수가 4,000만명을 넘어설 것으로 예상되는 가운데 지급결제 도입을 통한 사회적 비용절감과 데이터 활용 목적으로 일본정부는 최근 캐시리스 사회(Cashless society) 확대를 위한 로드맵을 발표했다.

일본 경제산업성은 2016년 약 20%의 캐시리스 결제 비중을 2025년 40% 수준까지 확대할 계획이다. 2016년 기준 일본내 비현금 결제 규모는 약 60조엔이며 이 중 전자결제 비중은 약 10%인 6조엔 수준에 불과하다. 따라서 향후 일본내 캐시리스 결제가 확대될 경우 LINE Pay 등과 같은 간편결제 기업들의 성장여력은 큰 폭으로 증가할 것으로 예상된다.

최근 일본 정부는 캐시리스 결제 정책과 올해 10월 예정된 소비세율 인상에 대한 대책으로 캐시리스 결제수단으로 지불할 경우 결제금액의 5%를 포인트로 환급하는 정책을 추진하고 있다. 한편 정부의 지원정책이 발표되면서 일본 모바일 결제시장은 야후와 소프트뱅크의 페이페이, 라쿠텐, LINE Pay간의 경쟁이 심화되고 있는 상태다.

국내 캐시리스(Cashless) 현황

국내에서의 캐시리스는 매우 빠르게 이뤄지고 있지만 대부분 신용카드가 견인하고 있으며 글로벌 최고수준의 모바일 디바이스 보급에도 불구하고 모바일 기반의 디지털금융과 같은 혁신적인 핀테크 서비스의 비중은 매우 낮은 상황이다.

금융인프라 및 신용카드 시스템이 충분하게 갖춰져 있기 때문에 이용자 측면에서는 대체재를 필요로 하는 수요 자체가 낮은 점이 모바일 결제서비스 확산에 장애가 되고 있다.

그러나 최근 금융결제 인프라 혁신안이 발표되면서 공동 결제시스템을 통한 오픈뱅킹 생태계 구축과 핀테크 기업의 API 이용 수수료 대폭 인하로 국내에서도 간편결제 서비스가 활성화될 수 있는 환경이 조성되었다.

이후에는 핀테크 기업에 금융결제망을 직접 개방함으로써 건전성, 전산 역량 등 일정 수준의 자격을 갖춘 핀테크 결제사업자는 금융결제망에 직접 참여해 독자적으로 자금 이체를 할 수 있도록 제도를 마련할 계획이다.

주요 국가별 지급결제 서비스 기업

기업명	설립	지역	분야	주요 서비스	기업가치
Ant Financial	2004	China	Payments	지급결제, 자산관리, 대출 등	150,000
Stripe	2013	US	Payments	온라인 지급결제	22,500
PayTm	2010	India	Payments	지급결제	10,000
Coinbase	2012	US	Payments	암호화폐 거래소	8,000
Square	2009	US	Payments	지급결제	6,000
AfterPay Touch	2014	Australia	Payments	지급결제, 무이자 할부결제	3,280
Circle	2013	US	Payments	블록체인 지급결제	3,000
Powa Technologies	2007	UK	Payments	지급결제	2,700
Klarna	2005	Sweden	Payments	지급결제, 신용결제	2,500
Mozido	2005	US	Payments	모바일 결제, 월렛	2,400
Adyen	2006	Netherlands	Payments	지급결제, 통합 결제시스템	2,124
Affirm	2012	US	Payments	지급결제	1,800
Revolut	2015	UK	Payments	지급결제	1,700
TransferWise	2010	UK	Payments	지급결제	1,600

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

기업분석

NAVER (035420KS Buy 신규 TP 180,000원 신규)	28
카카오 (035720KS Buy 신규 TP 140,000원 신규)	34
NHN엔터테인먼트 (181710KS Buy 신규 TP 100,000원 신규)	38

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

NAVER (035420KS | Buy 신규 | TP 180,000원 신규)**국내 핀테크 사업과 LINE의 금융서비스 확장**

최근 발표된 금융위의 금융결제 인프라 혁신방안 발표로 네이버페이의 국내 핀테크 사업에 대한 기대감 확대되는 가운데 LINE은 이르면 2H19 태국에서 인터넷은행 사업 개시할 것으로 예상됩니다. 네이버페이의 수익성이 개선되는 가운데 LINE의 금융서비스가 본격화 된다는 점이 Catalyst로 작용할 전망이다.

네이버페이의 국내 핀테크 사업 기대

- 금융결제 인프라 혁신방안 발표로 네이버페이의 국내 핀테크 성장기대감 확대. 우선 2H19 간편결제의 충전(이용)한도 확대와 소액 후불결제 허용으로 네이버페이의 GMV 성장폭 확대될 전망. 한편 3월중 스마트스토어에 입점한 사업자를 대상으로 판매대금의 80%를 선지급하는 에스크로 서비스 및 대출서비스를 시행할 예정. 네이버페이 GMV를 통해 확보한 대규모 자금 유동성과 광고형 데이터 기술을 바탕으로 다양한 핀테크 사업을 국내에 출시할 계획.

LINE의 금융서비스 본격화가 Catalyst로 작용할 전망

- 1) LAP 온기반영에 의한 퍼포먼스 광고의 CPM 레벨증가와 2) 1Q19 스마트채널 공식 출시로 인한 신규매출 기여로 '19년 LINE 광고 매출 1,358억원(+24% YoY) 기록할 전망.
- LINE은 미즈호파이낸셜그룹과 라인뱅크(지분 51%)를 설립해 '20년부터 일본 인터넷은행 사업을 시작할 예정이며 대만에서는 현지 로컬 은행들과의 컨소시엄을 통해 라인뱅크(지분 41%) 설립 준비중. 또한 태국의 카시콘 은행과 합작해 인터넷은행 카시콘라인의 설립을 추진중이며 2H19 론칭할 계획.

투자의견 Buy, 목표주가 180,000원으로 커버리지 개시

- 동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 140,000원을 제시하며 커버리지 개시. NAVER 포털 16.6조원, LINE Core Business 가치 5.6조원, LINE Strategic Business 가치 0.7조원 등을 반영한 주당 NAV 약 179,267원. 동사의 주가는 LINE Pay의 GMV, 가맹점 수 추이, LINE Financial의 금융사업 진척도에 좌우될 전망.

Stock Data**경영실적 전망**

계산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018P	2019E	2020E
매출액	(십억원)	4,023	4,678	5,587	6,591	7,642
영업이익	(십억원)	1,102	1,179	942	928	1,101
영업이익률	(%)	27.4	25.2	16.9	14.1	14.4
지배주주순이익	(십억원)	749	773	663	649	762
EPS	(원)	4,546	4,689	4,022	3,939	4,625
증감률	(%)	44.4	3.1	-14.2	-2.1	17.4
PER	(배)	34.1	37.1	30.3	33.9	28.9
PBR	(배)	5.2	4.8	3.1	3.2	3.0
ROE	(%)	23.7	16.3	11.9	10.8	11.7
EV/EBITDA	(배)	18.2	18.8	14.3	16.5	14.2
순차입금	(십억원)	-3,017	-3,182	-3,811	-4,365	-4,985
부채비율	(%)	54.3	51.2	52.3	56.6	59.6

CAPE

I. Valuation

NAVER 목표주가 산정					(단위: 십억원, 배, %)
구분	Value	지분율	할인율	비고	
NAVER 포털 가치	16,578				
19E 순이익(별도)	921				
Target P/E(배)	18			글로벌 Peers 평균 대비 10% 할인	
LINE Core Business 가치	5,564	72.9%	10.0%		
MAU(백만명)	165			4Q18 LINE MAU	
MAU 당 기업가치(천원)	51			스냅챗 및 트위터의 MAU 당 기업가치 평균 적용	
LINE Strategic Business 가치	673	72.9%	90.0%		
LINE Pay MAU(백만명)	50			LINE MAU의 30% 적용	
MAU 당 기업가치(천원)	187			2Q15 Ant Financial의 MAU 당 기업가치 적용	
EV	22,815				
순현금	4,365				
자사주	2,365			자사주 11.3%	
NAV	29,546				
주식수(백만주)	164.8				
주당 NAV	179,267				
목표주가	180,000				
현재가	133,500			3/11 종가	
% upside	34.8%				

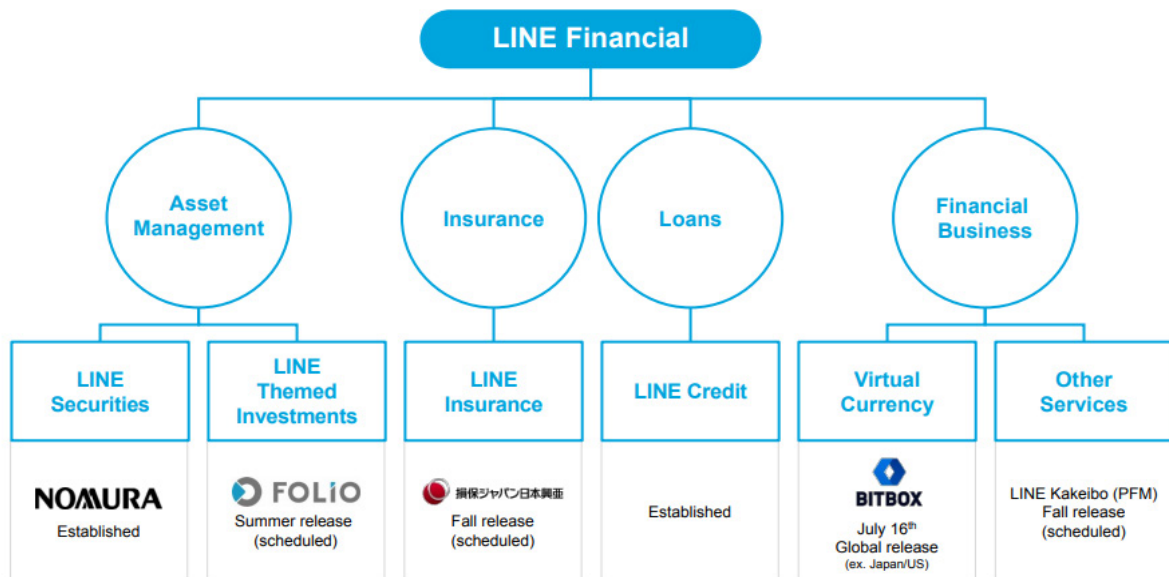
자료: 케이프투자증권 리서치본부

II. 투자포인트

1) LINE Financial VS Ant Financial

LINE은 LINE Pay의 가맹점 수수료를 3년간 무료화 하는 등 공격적으로 모바일 결제시장 점유율 확대에 주력하는 가운데 LINE Financial을 설립함으로써 Ant Financial과 구조적으로 유사한 금융서비스 수직계열화를 구축하고 있다. 우선 증권 분야에선 노무라와 공동출자한 LINE 증권(라인 51%, 노무라 49%)을 통해 비대면형 증권 브로커리지 서비스를 제공할 예정이며 온라인 증권사 폴리오와 협력해 LINE 앱내에서 테마 투자상품을 판매할 계획이다. 또한 고아손해보험과의 업무제휴 계약 체결로 스마트폰에서 상담하고 보험가입까지 가능한 모바일 특화 보험 서비스를 구축할 예정이다.

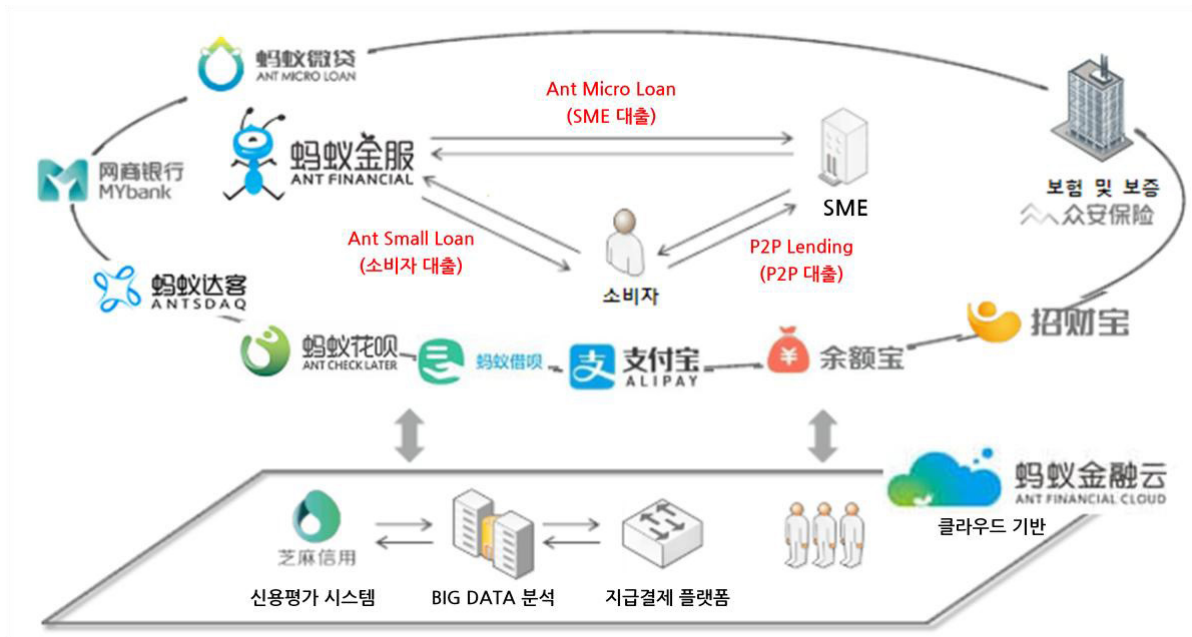
LINE Financial의 주요 금융서비스 자회사



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

한편 LINE Credit은 개인신용도를 점수로 평가하고 그에 따라 대출한도 및 금리 수준을 결정한다는 측면에서 소프트뱅크와 미즈호은행이 합작해 설립한 대출서비스 기업 제이스코어와 사업구조가 유사하다. LINE은 메시징 앱을 서비스하면서 축적한 방대한 유저 데이터와 AI 기반의 데이터 분석 역량을 통해 효과적으로 소비자의 신용도를 평가할 수 있다. 대출 심사도 AI기반으로 진행되므로 인건비가 절감되며 고정비용이 적은 만큼 더 낮은 금리의 대출이 가능하다. 자산관리 서비스 LINE 가계부는 LINE Pay를 비롯한 인터넷 बैं킹, 신용카드와 연계함으로써 LINE 플랫폼내에서 투자, 결제, 자산관리를 일괄적으로 수행가능하다.

Ant Financial 금융서비스의 Value Chain)



자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

Ant Financial의 주요 금융 자회사 및 계열사)

사업분야	자회사 및 계열사명	주요 서비스
Wealth management	위어바오(余额宝)	알리페이의 계정의 여유자금으로 머니마켓펀드(MMF) 운용
	자오차이바오(招财宝)	정기적금 형태의 P2P 투자상품 판매하는 자산관리 플랫폼
Financing	마이저에베이(蚂蚁借呗)	개인 소비 목적을 위한 대출 서비스
	마이화베이(蚂蚁花呗)	할부결제 기능을 지원하는 가상 신용카드 서비스
	앤츠닥(蚂蚁达客)	증권형 클라우드펀딩 플랫폼
	마이뱅크(网商银行)	소비자 대출에 주력하는 인터넷전문은행
Insurance	앤트마이크론	빅데이터 모델에 기반한 SME 대출 서비스
	중안보험(众安保险)	안전한 e-커머스 거래를 위한 보증보험 등을 판매하는 온라인 종합보험사
Other	즈마신용(芝麻信用)	빅데이터 기반의 개인신용평가 서비스
	앤트파이낸셜 클라우드	클라우드 컴퓨팅 기반의 전산시스템 구축

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

III. Earning Forecast

NAVER 실적 전망									(단위: 십억원, %)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E
매출액	1,309.1	1,363.6	1,397.7	1,516.5	1,556.1	1,620.4	1,640.8	1,774.1	4,678.5	5,586.9	6,591.4
YoY	21.0	20.7	16.4	19.8	18.9	18.8	17.4	17.0	19.8	32.7	21.9
QoQ	3.4	4.2	2.5	8.5	2.6	4.1	1.3	8.1			
비즈니스플랫폼	592.7	611.6	613.1	658.5	674.7	683.6	692.5	741.4	2157.4	2475.9	2792.1
LINE 및 기타플랫폼	481.2	485.9	524.0	565.3	589.5	606.6	633.7	680.7	1672.5	2056.4	2510.5
광고	133.1	148.7	136.1	155.1	141.5	161.1	146.7	165.4	526.4	572.9	614.7
IT플랫폼	72.5	85.7	88.5	105.6	115.0	132.3	129.6	146.9	217.8	352.3	523.7
콘텐츠서비스	29.6	31.7	36.1	32.0	35.5	36.9	38.3	39.7	104.3	129.4	150.6
영업비용	1,052.1	1,113.0	1,176.0	1,303.3	1,346.0	1,413.3	1,396.5	1,507.8	3,499.3	4,644.4	5,663.7
LINE 및 기타플랫폼	497.2	511.9	578.6	660.8	677.8	703.9	710.0	764.1	1579.1	2248.4	2855.9
대행/파트너	240.4	262.2	254.7	278.2	269.4	301.2	283.0	324.9	854.0	1035.5	1178.5
플랫폼개발/운영	183.2	190.2	193.1	192.0	227.9	224.1	220.2	226.4	598.7	758.5	898.6
마케팅	71.0	84.9	82.3	99.5	100.6	109.3	106.1	112.8	242.4	337.7	428.9
인프라	60.3	63.8	67.3	72.9	70.3	74.7	77.2	79.6	225.1	264.3	301.8
영업이익	257.0	250.6	221.7	213.2	210.1	207.2	244.2	266.3	1179.2	942.5	927.8
YoY	-11.6	-12.1	-29.0	-26.8	-18.2	-17.3	10.2	24.9	7.0	-20.1	-1.6
QoQ	-11.7	-2.5	-11.5	-3.8	-1.4	-1.4	17.9	9.0			
OPM	19.6	18.4	15.9	14.1	13.5	12.8	14.9	15.0	25.2	16.9	14.1

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

NAVER | 국내 핀테크 사업과 LINE의 금융서비스 확장

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E
유동자산	4,784	5,494	6,303	7,190	매출액	4,678	5,587	6,591	7,642
현금및현금성자산	1,908	2,059	2,250	2,491	증가율(%)	16.3	19.4	18.0	15.9
매출채권 및 기타채권	1,025	1,224	1,444	1,674	매출원가	0	0	0	0
재고자산	36	43	51	59	매출총이익	4,678	5,587	6,591	7,642
비유동자산	3,235	3,270	3,392	3,570	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	1,388	1,657	1,955	2,267	판매비와 관리비	3,499	4,644	5,664	6,541
유형자산	1,150	938	779	660	영업이익	1,179	942	928	1,101
무형자산	340	317	299	286	영업이익률(%)	25.2	16.9	14.1	14.4
자산총계	8,019	8,765	9,695	10,760	EBITDA	1,385	1,177	1,104	1,234
유동부채	2,303	2,530	2,947	3,383	EBITDA M%	29.6	21.1	16.8	16.1
매입채무 및 기타채무	1,246	1,488	1,755	2,035	영업외손익	17	49	48	53
단기차입금	211	211	211	211	지분법관련손익	-14	-4	-6	-6
유동성장기부채	150	0	0	0	금융손익	83	51	56	62
비유동부채	411	481	557	637	기타영업외손익	-52	3	-2	-4
사채 및 장기차입금	50	50	50	50	세전이익	1,196	992	976	1,154
부채총계	2,714	3,010	3,504	4,020	법인세비용	425	331	329	394
지배기업소유자본	4,762	5,214	5,653	6,205	당기순이익	770	661	647	759
자본금	16	16	16	16	지배주주순이익	773	663	649	762
자본잉여금	1,508	1,508	1,508	1,508	지배주주순이익률(%)	16.5	11.8	9.8	9.9
이익잉여금	4,556	5,007	5,446	5,998	비지배주주순이익	-3	-2	-2	-3
기타자본	-1,318	-1,318	-1,318	-1,318	기타포괄이익	-143	0	0	0
비지배자본	543	540	538	535	총포괄이익	627	661	647	759
자본총계	5,305	5,754	6,191	6,740	EPS 증가율(%, 지배)	3.1	-14.2	-2.1	17.4
총차입금	416	266	266	266	이자손익	36	40	45	51
순차입금	-3,182	-3,811	-4,365	-4,985	총외화관련손익	-16	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E		2017A	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	940	942	1,063	1,142	총발행주식수(천주)	32,963	164,813	164,813	164,813
영업에서 창출된 현금흐름	1,295	1,212	1,326	1,464	시가총액(십억원)	28,678	20,107	22,003	22,003
이자 수취	41	40	46	52	주가(원)	174,000	122,000	133,500	133,500
이자 지급	-2	0	0	0	EPS(원)	4,689	4,022	3,939	4,625
배당금 수입	21	21	21	21	BPS(원)	36,008	38,748	41,411	44,759
법인세부담액	-415	-331	-329	-394	DPS(원)	1,446	1,446	1,446	1,446
투자활동 현금흐름	-1,310	-598	-661	-691	PER(X)	37.1	30.3	31.0	26.4
유동자산의 감소(증가)	-22	-328	-363	-379	PBR(X)	4.8	3.1	2.9	2.7
투자자산의 감소(증가)	-591	-269	-298	-311	EV/EBITDA(X)	18.8	14.3	14.7	12.7
유형자산 감소(증가)	-466	0	0	0	ROE(%)	16.3	11.9	10.8	11.7
무형자산 감소(증가)	-251	0	0	0	ROA(%)	10.7	7.9	7.0	7.4
재무활동 현금흐름	636	-192	-211	-210	ROIC(%)	154.1	114.8	322.1	-576.6
사채및차입금증가(감소)	38	-150	0	0	배당수익률(%)	0.8	1.2	1.1	1.1
자본금및자본잉여금 증감	291	0	0	0	부채비율(%)	51.2	52.3	56.6	59.6
배당금 지급	-33	-42	-211	-210	순차입금/자기자본(%)	-60.0	-66.2	-70.5	-74.0
외환환산으로 인한 현금변동	-85	0	0	0	유동비율(%)	207.8	217.2	213.9	212.6
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	2,073.9	1,929.5	2,435.7	2,889.7
현금증감	181	152	191	241	총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7
기초현금	1,726	1,908	2,059	2,250	매출채권 회전율	5.4	5.0	4.9	4.9
기말현금	1,908	2,059	2,250	2,491	재고자산 회전율	201.0	140.7	139.9	138.8
FCF	468	942	1,063	1,142	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

카카오 (035720KS | Buy 신규 | TP 140,000원 신규)**카카오페이의 수익성 개선과 신사업 성과 기대**

최근 금융위가 발표한 금융결제 인프라 혁신방안을 통해 카카오페이 거래액의 성장폭 확대와 수익성 개선이 기대됩니다. 1Q19 카카오뱅크의 흑자전환이 예상되는 가운데 바로투자증권 인수가 완료된 이후 CMA 서비스 등의 금융서비스 사업이 본격화될 것으로 전망합니다.

금융결제망 개방으로 카카오페이 수익성 큰 폭으로 개선될 전망

- 금융위원회가 발표한 금융결제망 개방으로 '20년부터 오픈뱅킹 전면 도입될 경우 은행의 API 이용 수수료 인하로 인해 카카오페이의 수익성 대폭 개선될 전망. 작년 카카오페이의 연간 GMV 20조원, '18년 12월 월간 GMV 3조원으로 대부분의 거래가 송금서비스에서 발생하고 있어 가장 큰 수혜 예상.

신사업에 대한 기대감 유효

- 정부가 주도하는 사회적 대타협기구 설립 이후 카풀 서비스를 제한적으로 운영하는데 합의. 또한 스타벅스 등의 사용자 확대와 카카오톡 바이크 등의 공유서비스 확대 및 정부의 간편결제 육성정책을 통해 카카오페이의 GMV 성장폭 확대될 전망. 3/6일부터 시작된 공유 전기자전거 서비스인 카카오톡 바이크도 카카오페이 유저 기반 확대에 긍정적 영향 미칠것으로 기대.

투자의견 Buy, 목표주가 140,000원으로 커버리지 개시

- 동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가 140,000원을 제시하며 커버리지 개시. SOTP 방식으로 다음포털가치 1.4조원, 카카오톡 메신저 가치 2.6조원, 카카오톡 M 2.7조원 등을 반영한 주당 NAV는 약 136,691원. 카카오뱅크의 1Q19 흑자 전환이 예상되는 가운데 바로투자증권 인수 완료 후 CMA 서비스 출시하며 금융서비스 본격화될 전망. 이익 성장잠재력을 확보하고 있기에 단기 이익 관점보다는 중장기적 성장가능성에 더 주목해야 할 시기라고 판단.



경영실적 전망		2016A	2017A	2018P	2019E	2020E
결산기(12월)	단위					
매출액	(십억원)	1,464	1,972	2,395	2,814	3,255
영업이익	(십억원)	116	165	94	159	259
영업이익률	(%)	7.9	8.4	3.9	5.7	8.0
지배주주순이익	(십억원)	58	109	61	105	176
EPS	(원)	874	1,602	783	1,256	2,113
증감률	(%)	-31.2	83.4	-51.1	60.4	68.3
PER	(배)	88.1	85.5	131.5	84.4	50.2
PBR	(배)	1.5	2.3	2.1	2.1	2.0
ROE	(%)	2.1	3.0	1.6	2.6	4.3
EV/EBITDA	(배)	24.3	30.5	50.9	38.8	26.3
순차입금	(십억원)	121	-770	-947	-1,161	-1,449
부채비율	(%)	48.1	40.9	45.2	48.9	51.8

CAPE

I. Valuation

카카오 목표주가 산정

(단위: 십억원, 배, %)

구분	Value	추정치	Multiple	지분율	할인율	비고
다음포털	1,444	401	18x	-	-	12M fwd 매출액, 순이익률 20%, 글로벌 포털기업 평균 P/E 적용
카카오톡 메신저	2,592	59	43.6	-	-	라인 및 트위터 MAU 당 기업가치 평균 적용
카카오 M	2,734	78	35	-	-	12M fwd 순이익, 과거 3년 historical P/E 평균 적용
카카오게임즈	688	79	16	60%	10%	12M fwd 순이익, 국내 게임사 평균 P/E
카카오뱅크	732	2,711		30%	10%	RIM(잔여이익모델)에 의한 적정가치 산정
카카오모빌리티	1,017	1,630	-	69%	10%	카카오모빌리티 외부 투자유치 평가액
카카오페이지	318	614		58%	10%	포도트리 외부 투자유치 평가액
카카오페이	713	1,300	-	61%	10%	카카오페이 외부 투자유치 평가액
EV	10,237					영업가치 + 투자자산가치
순현금	1,161					
NAV	11,398					EV - 순차입금
주식수(백만주)	83					
주당 NAV	136,691					NAV/주식수
목표주가	140,000					
현재가	106,000					3/11 종가
% upside	32.1					

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

II. Earning Forecast

카카오 실적 전망									(단위: 십억원, %)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E
매출액	555.4	588.9	599.3	651.3	644.5	684.1	727.6	758.0	1,972.3	2,394.9	2,814.3
YoY	25.2	25.7	16.3	19.6	0.0	0.0	0.0	0.0	21.4	17.5	15.7
QoQ	2.0	6.0	1.8	8.7	0.0	0.0	0.0	0.0			
광고	154.6	166.4	167.1	181.6	176.8	189.9	187.9	198.9	595.7	669.7	753.6
콘텐츠	285.6	302.8	306.7	311.2	316.7	330.3	347.0	357.6	985.5	1206.2	1351.6
뮤직	126.3	130.5	136.0	142.1	143.7	150.5	160.3	163.9	478.3	534.8	618.4
게임	105.6	111.6	99.4	102.7	101.9	104.1	106.4	108.6			
기타	53.8	60.7	71.3	66.4	71.0	75.7	80.4	85.0	89.7	94.4	99.0
기타	115.2	119.8	125.5	158.5	151.0	163.9	192.7	201.5	391.1	519.0	709.1
영업비용	545.0	561.3	568.6	625.8	617.5	646.1	682.4	709.2	1,806.9	2,300.8	2,655.1
지급수수료	210.3	223.0	228.6	245.8	247.2	262.1	280.5	282.9	730.4	907.7	1072.7
인건비	110.0	107.9	110.9	125.5	129.0	126.9	124.0	136.0	360.1	454.3	515.9
콘텐츠수수료	40.0	45.7	52.1	54.1	55.5	58.1	62.3	64.9	121.4	191.9	240.7
상품원가	46.8	42.9	45.3	46.9	48.0	48.2	50.4	51.6	133.2	181.8	198.3
광고선전비	47.9	45.3	36.3	50.9	35.2	41.3	48.5	50.1	116.5	180.4	175.2
영업이익	10.4	27.6	30.7	25.5	27.1	38.0	45.2	48.9	165.4	94.2	159.2
YoY	-72.9	-38.2	-35.3	-27.2	160.4	37.8	47.4	91.5	42.4	-43.1	69.0
QoQ	-70.3	165.2	11.1	-16.8	6.1	40.4	18.9	8.2			
OPM	1.9	4.7	5.1	3.9	4.2	5.6	6.2	6.4	8.4	3.9	5.7

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

카카오 | 카카오페이의 수익성 개선과 신사업 성과 기대

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E
유동자산	1,993	2,262	2,566	2,949	매출액	1,972	2,395	2,814	3,255
현금및현금성자산	1,117	1,198	1,315	1,503	증가율(%)	34.7	21.4	17.5	15.7
매출채권 및 기타채권	310	377	443	512	매출원가	0	0	0	0
재고자산	22	26	31	36	매출총이익	1,972	2,395	2,814	3,255
비유동자산	4,356	4,371	4,398	4,440	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	373	452	532	615	판매비와 관리비	1,807	2,301	2,655	2,996
유형자산	271	218	178	148	영업이익	165	94	159	259
무형자산	3,690	3,677	3,665	3,653	영업이익률(%)	8.4	3.9	5.7	8.0
자산총계	6,349	6,632	6,964	7,389	EBITDA	295	160	211	301
유동부채	1,041	1,227	1,411	1,604	EBITDA M%	15.0	6.7	7.5	9.2
매입채무 및 기타채무	425	516	607	702	영업외손익	-12	2	5	8
단기차입금	174	174	174	174	지분법관련손익	9	-1	-2	-3
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	33	12	15	18
비유동부채	801	839	878	918	기타영업외손익	-54	-8	-7	-6
사채 및 장기차입금	621	621	621	621	세전이익	153	97	165	267
부채총계	1,842	2,066	2,288	2,522	법인세비용	28	26	44	64
지배기업소유자본	4,029	4,079	4,172	4,336	당기순이익	125	70	121	203
자본금	34	34	34	34	지배주주순이익	109	61	105	176
자본잉여금	3,604	3,604	3,604	3,604	지배주주순이익률(%)	6.3	2.9	4.3	6.2
이익잉여금	403	452	545	709	비지배주주순이익	16	9	16	27
기타자본	-11	-11	-11	-11	기타포괄이익	-6	0	0	0
비지배자본	479	488	504	531	총포괄이익	119	70	121	203
자본총계	4,508	4,567	4,675	4,867	EPS 증가율(%, 지배)	83.4	-51.1	60.4	68.3
총차입금	797	798	798	799	이자손익	3	10	12	15
순차입금	-770	-947	-1,161	-1,449	총외화관련손익	-13	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E		2017A	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	372	267	304	383	총발행주식수(천주)	67,909	83,388	83,388	83,388
영업에서 창출된 현금흐름	334	281	334	430	시가총액(십억원)	9,303	8,589	8,839	8,839
이자 수취	13	20	22	25	주가(원)	137,000	103,000	106,000	106,000
이자 지급	-3	-10	-10	-10	EPS(원)	1,602	783	1,256	2,113
배당금 수입	2	2	2	2	BPS(원)	59,344	48,921	50,036	52,009
법인세부담액	-3	-26	-44	-64	DPS(원)	148	148	148	148
투자활동 현금흐름	-355	-176	-175	-184	PER(X)	85.5	131.5	82.0	48.7
유동자산의 감소(증가)	-206	-97	-96	-101	PBR(X)	2.3	2.1	2.1	2.0
투자자산의 감소(증가)	-117	-80	-79	-83	EV/EBITDA(X)	30.5	50.9	37.6	25.5
유형자산 감소(증가)	-72	0	0	0	ROE(%)	3.0	1.6	2.6	4.3
무형자산 감소(증가)	-26	0	0	0	ROA(%)	2.1	1.1	1.8	2.8
재무활동 현금흐름	468	-10	-11	-11	ROIC(%)	3.6	2.9	4.4	7.2
사채및차입금증가(감소)	-210	0	0	1	배당수익률(%)	0.1	0.1	0.1	0.1
자본금및자본잉여금 증감	499	0	0	0	부채비율(%)	40.9	45.2	48.9	51.8
배당금 지급	-16	-10	-12	-12	순차입금/자기자본(%)	-17.1	-20.7	-24.8	-29.8
외환환산으로 인한 현금변동	-10	0	0	0	유동비율(%)	191.5	184.4	181.9	183.8
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	14.7	9.5	16.0	26.0
현금증감	475	81	118	188	총자산회전율	0.3	0.4	0.4	0.5
기초현금	642	1,117	1,198	1,315	매출채권 회전율	7.0	7.0	6.9	6.8
기말현금	1,117	1,198	1,315	1,503	재고자산 회전율	115.6	100.3	98.8	98.1
FCF	297	267	304	383	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

Analyst 이경일 · 02)6923-7321 · ki.lee@capefn.com

NHN엔터테인먼트 (181710KS | Buy 신규 | TP 100,000원 신규)

글로벌 IP 기반 신작과 페이코 성장기대감 확대

금융결제망 개방으로 향후 페이코의 수익성 개선과 국내 핀테크 사업에 대한 기대감이 확대될 전망입니다. 단순한 간편 결제 서비스가 아닌 금융 플랫폼으로서의 적극적인 수익형 비즈니스 모델 도입을 통해 올해 흑자전환이 가능할 전망입니다. 그 동안 성장이 둔화됐던 게임사업 부문도 글로벌 IP 기반의 신작 출시를 통해 실적이 개선될 것으로 예상합니다.

글로벌 IP 기반의 신작출시로 게임사업 부문의 성장 기대

- 올해 유명 IP 기반의 신작출시 기대감 확대. 2Q19 디즈니 토이 컴퍼니, 3Q19 닥터마리오 월드를 비롯해 2H19 글로벌 IP 기반의 신작 1종 추가로 출시될 예정.

페이코의 핀테크 사업 기대감 확대

- 금융결제망 개방으로 향후 페이코 수익성 개선에 대한 기대감 확대. 올해 페이코는 정밀한 타겟팅 기반의 대출 서비스, 페이코 포인트를 활용한 해외결제, 보험 채널링, 해외송금 등 다양한 금융 서비스로 영역을 확대할 계획. 단순 간편결제를 넘어선 금융 플랫폼으로써 적극적인 수익형 비즈니스 모델 도입을 통해 올해 흑자전환 가능할 전망.
- '18년 NHN KCP와 페이코 중심의 결제/광고 매출은 4,316억원(+648% YoY) 기록. 삼성페이와의 제휴를 통한 페이코의 오프라인 가맹점 확대가 NHN KCP의 PG 매출증가 견인. PG 매출은 '14년 1,174억원에서 '18년 3,676억원 수준까지 급증.

투자자의견 Buy, 목표주가 100,000원으로 커버리지 개시

- 동사에 대해 투자자의견 매수, 목표주가 100,000원을 제시하며 커버리지 개시. 게임부문 사업가치 0.7조원, 페이코 가치 0.5조원, 투자자산 및 순현금 가치 0.8조원을 반영한 주당 NAV 약 102,775원. 신작 모바일 게임에 대한 흥행기대감과 페이코의 핀테크 사업이 Catalyst로 작용할 전망.

Stock Data



경영실적 전망

계산기(12월)	단위	2016A	2017A	2018P	2019E	2020E
매출액	(십억원)	856	909	1,268	1,523	1,715
영업이익	(십억원)	26	35	78	110	148
영업이익률	(%)	3.1	3.8	6.2	7.2	8.6
지배주주순이익	(십억원)	13	17	83	109	114
EPS	(원)	639	849	4,263	5,551	5,850
증감률	(%)	-92.8	32.7	402.5	30.2	5.4
PER	(배)	78.7	80.6	13.4	15.4	14.6
PBR	(배)	0.7	0.9	0.7	1.0	0.9
ROE	(%)	0.5	0.6	2.6	7.1	8.0
EV/EBITDA	(배)	9.3	14.7	8.1	9.8	7.0
순차입금	(십억원)	-445	-489	-410	-560	-706
부채비율	(%)	21.7	27.7	34.7	37.8	38.7

NHN엔터테인먼트 실적 전망									(단위: 십억원, %)		
	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017E	2018E	2019E
매출액	232.2	325.2	338.9	371.3	358.2	367.1	388.0	409.9	909.1	1,267.5	1,523.1
YoY	2.4	44.6	54.2	56.2	54.3	12.9	14.5	10.4	6.2	39.4	20.2
QoQ	-2.3	40.1	4.2	9.6	-3.5	2.5	5.7	5.6			
PC	52.8	41.2	40.1	41.2	40.1	38.9	37.8	36.7	202.4	175.3	153.5
모바일	63.6	57.3	67.6	73.2	78.6	80.9	95.2	105.5	273.5	261.7	360.2
결제/광고	26.3	128.0	132.4	139.9	134.3	143.7	148.2	154.6	57.7	426.5	580.9
커머스	37.1	40.6	40.8	53.0	40.1	40.1	40.2	40.2	154.6	171.6	160.6
엔터테인먼트	32.1	35.2	36.8	41.5	42.2	40.0	42.8	48.5	134.0	145.5	173.5
영업비용	216.8	310.3	317.1	344.9	339.2	339.4	358.6	375.8	874.4	1,189.1	1,412.9
지급수수료	91.5	181.2	183.6	215.9	205.3	210.7	222.0	235.4	387.0	672.3	873.5
인건비	74.8	80.2	81.3	85.7	85.4	90.1	92.8	92.5	277.5	322.0	360.8
광고선전비	15.9	14.2	18.0	25.7	30.8	20.9	25.9	29.0	83.8	73.9	106.6
영업이익	15.4	14.9	21.8	26.3	19.0	27.7	29.4	34.1	34.7	78.4	110.2
YoY	66.6	50.3	294.6	161.4	23.6	86.0	34.9	29.5	31.7	125.7	40.6
QoQ	52.8	-3.1	46.3	20.7	-27.8	45.7	6.1	16.0			
OPM	6.6	4.6	6.4	7.1	5.3	7.5	7.6	8.3	3.8	6.2	7.2

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

NHN엔터테인먼트 | 글로벌 IP 기반 신작과 페이코 성장기대감 확대

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E	(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E
유동자산	948	931	1,021	1,147	매출액	909	1,268	1,523	1,715
현금및현금성자산	368	224	317	420	증가율(%)	6.2	39.4	20.2	12.6
매출채권 및 기타채권	241	290	203	162	매출원가	0	0	0	0
재고자산	17	20	24	27	매출총이익	909	1,268	1,523	1,715
비유동자산	1,170	1,362	1,497	1,598	매출총이익률(%)	100.0	100.0	100.0	100.0
투자자산	544	758	911	1,025	판매비와 관리비	874	1,189	1,413	1,567
유형자산	118	97	81	70	영업이익	35	78	110	148
무형자산	352	350	348	347	영업이익률(%)	3.8	6.2	7.2	8.6
자산총계	2,118	2,293	2,518	2,745	EBITDA	68	101	128	162
유동부채	396	508	594	659	EBITDA M%	7.5	8.0	8.4	9.4
매입채무 및 기타채무	221	308	370	417	영업외손익	20	36	74	83
단기차입금	82	82	82	82	지분법관련손익	-10	-4	-3	-7
유동성장기부채	9	0	0	0	금융손익	74	40	77	90
비유동부채	63	83	96	107	기타영업외손익	-45	0	0	0
사채 및 장기차입금	7	7	7	7	세전이익	54	114	184	231
부채총계	460	591	691	765	법인세비용	46	70	59	79
지배기업소유자분	1,507	1,590	1,699	1,813	당기순이익	9	44	125	153
자본금	10	10	10	10	지배주주순이익	17	83	109	114
자본잉여금	1,238	1,238	1,238	1,238	지배주주순이익률(%)	1.0	3.5	8.2	8.9
이익잉여금	278	362	470	585	비지배주주순이익	-8	-40	17	38
기타자본	-19	-19	-19	-19	기타포괄이익	-22	0	0	0
비지배자본	151	112	129	167	총포괄이익	-14	44	125	153
자본총계	1,658	1,702	1,827	1,980	EPS 증가율(%, 지배)	32.7	402.5	30.2	5.4
총차입금	105	97	97	97	이자손익	9	9	9	12
순차입금	-489	-410	-560	-706	총외화관련손익	-4	0	0	0

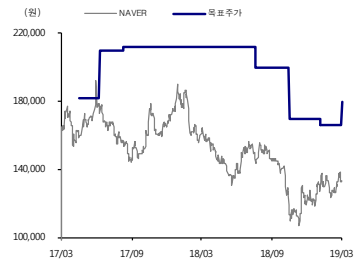
현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2017A	2018P	2019E	2020E		2017A	2018P	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-43	136	302	261	총발행주식수(천주)	19,565	19,565	19,565	19,565
영업에서 창출된 현금흐름	27	196	351	327	시가총액(십억원)	1,338	1,121	1,675	1,675
이자 수취	8	9	10	12	주가(원)	68,400	57,300	85,600	85,600
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	849	4,263	5,551	5,850
배당금 수입	1	1	1	1	BPS(원)	78,326	82,589	88,140	93,990
법인세부담액	-79	-70	-59	-79	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-86	-271	-210	-157	PER(X)	80.6	13.4	10.3	9.8
유동자산의 감소(증가)	-50	-56	-57	-43	PBR(X)	0.9	0.7	0.7	0.6
투자자산의 감소(증가)	-51	-214	-153	-115	EV/EBITDA(X)	14.7	8.1	5.4	3.6
유형자산 감소(증가)	-82	0	0	0	ROE(%)	0.6	2.6	7.1	8.0
무형자산 감소(증가)	-39	0	0	0	ROA(%)	0.4	2.0	5.2	5.8
재무활동 현금흐름	196	-8	0	0	ROIC(%)	1.3	6.6	20.8	41.8
사채및차입금증가(감소)	72	-8	0	0	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	27.7	34.7	37.8	38.7
배당금 지급	-11	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	-29.5	-24.1	-30.6	-35.7
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	239.1	183.1	171.7	174.1
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	117.6	181.7	266.6	358.5
현금증감	67	-144	92	104	총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.7
기초현금	301	368	224	317	매출채권 회전율	4.1	4.8	6.2	9.4
기말현금	368	224	317	420	재고자산 회전율	47.2	69.2	69.3	67.2
FCF	-128	136	302	261	매입채무 회전율	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: Company Data, 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

NAVER(035420) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-01-30	2017-04-28	2017-06-20	2017-07-27	2017-08-21	2017-10-26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	10,800원	182,000원	210,000원	210,000원	212,000원	212,000원
제시일자	2018-01-25	2018-07-30	2018-10-23	2018-10-26	2019-01-16	2019-03-12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자 변경
목표주가	212,000원	200,000원	200,000원	170,000원	166,000원	
제시일자	2019-03-12					
투자의견	Buy					
목표주가	180,000원					

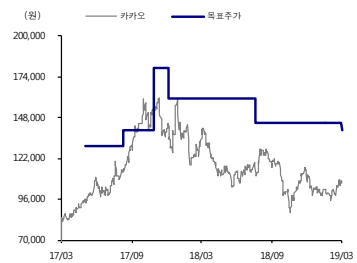


목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-01-30	Buy	10,800원	1397.58	1538.89
2017-04-28	Buy	182,000원	-5.67	5.49
2017-06-20	Buy	210,000원	-19.62	-15.43
2017-08-21	Buy	212,000원	-28.05	-23.11
2018-07-30	Buy	200,000원	-27.43	-22.10
2018-10-26	Buy	170,000원	-29.05	-21.76
2019-01-16	Buy	166,000원	-21.04	-16.57
2019-03-12	Buy	180,000원		

카카오(035720) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-02-09	2017-05-12	2017-08-10	2017-08-21	2017-11-09	2017-12-17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Hold
목표주가	110,000원	130,000원	130,000원	140,000원	180,000원	160,000원
제시일자	2018-01-14	2018-02-08	2018-02-27	2018-07-30	2018-08-10	2018-10-23
투자의견	Hold	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	160,000원	160,000원	160,000원	145,000원	145,000원	145,000원
제시일자	2018-11-09	2019-01-22	2019-03-12	2019-03-12		
투자의견	Buy	Buy	담당자 변경	Buy		
목표주가	145,000원	145,000원		140,000원		



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-02-09	Buy	110,000원	-21.18	-13.45
2017-05-12	Buy	130,000원	-20.40	-7.69
2017-08-21	Buy	140,000원	-1.15	13.93
2017-11-09	Buy	180,000원	-18.47	-10.56
2017-12-17	Hold	160,000원	-11.07	-0.31
2018-02-08	Buy	160,000원	-15.30	-0.31
2018-07-30	Buy	145,000원	-20.09	-13.45
2019-03-12	Buy	140,000원		

NHN엔터테인먼트(181710) 추가 및 목표주가 추이

제시일자	2016-11-14	2018-02-20	2018-07-30	2018-08-13	2018-10-17	2018-10-23	
투자의견	Buy	NR	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	70,000원	-	90,000원	90,000원	82,000원	82,000원	
제시일자	2018-11-12	2019-01-18	2019-03-12	2019-03-12			
투자의견	Buy	Buy	담당자 변경	Buy			
목표주가	73,000원	73,000원		100,000원			
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2016-11-14	Buy	70,000원	-9.57	20.00
2017-11-14	1년경과	70,000원	3.45	18.86
2018-02-20	NR	-	-	-
2018-07-30	Buy	90,000원	-28.77	-25.22
2018-10-17	Buy	82,000원	-37.15	-35.73
2018-11-12	Buy	73,000원	-21.88	-15.07
2019-03-12	Buy	100,000원		

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

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.75%) · 매도(0.00%) · 중립(6.25%)	* 기준일 2018.12.31까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

리서치본부장
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332
yukyum@capefn.com

투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
투자전략	윤영교	팀장	6923-7352	skyhum00@capefn.com
퀀트	방인성	연구위원	6923-7334	antonio81@capefn.com
시황	한지영	책임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
퀀트 RA	김윤보	전임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com
RA	김기철	전임연구원	6923-7335	timman1904@capefn.com
기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
은행/증권	전배승	연구위원	6923-7353	junbs@capefn.com
화장품/음식료	김혜미	책임연구원	6923-7337	consumer@capefn.com
RA	홍준기	전임연구원	6923-7315	joonkih00@capefn.com
기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
정유/화학	전유진	전임연구원	6923-7354	yujinjin@capefn.com
RA	김충현	전임연구원	6923-7314	chunghyun333@capefn.com
기업분석3팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
제약/바이오	김형수	연구위원	6923-7342	knkhs@capefn.com
인터넷/게임	이경일	책임연구원	6923-7321	ki.lee@capefn.com
스몰캡	정솔이	전임연구원	6923-7322	sjung@capefn.com
스몰캡	김광진	전임연구원	6923-7339	kwangjin.kim@capefn.com

Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.