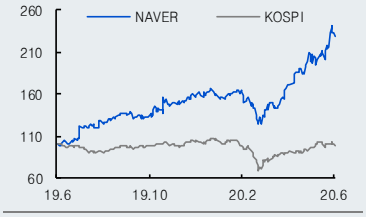
글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

인터넷
Company Report
2020.6.30

투자의견(유지)	매수
목표주가(12M,상향)	▲ 375,000원
현재주가(20/06/29)	264,000원
상승여력	42%

영업이익(20F,십억원)	1,053
Consensus 영업이익(20F,십억원)	990
EPS 성장률(20F,%)	6.8
MKT EPS 성장률(20F,%)	24.5
P/E(20F,x)	69.9
MKT P/E(20F,x)	14.7
KOSPI	2,093.48
시가총액(십억원)	43,366
발행주식수(백만주)	164
유동주식비율(%)	75.9
외국인 보유비중(%)	56.1
베타(12M) 일간수익률	0.51
52주 최저가(원)	114,000
52주 최고가(원)	279,000

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.8	43.9	131.6
상대주가	13.2	51.5	135.7



[인터넷 플랫폼 비즈니스]

김창권
02-3774-1614
changkwean.kim@miraeasset.com

정길원
02-3774-1675
gilwon.jeong@miraeasset.com

박정엽
02-3774-1652
jay.park@miraeasset.com

NAVER (035420)

하반기 상상할 수 있는 모든 주가 모멘텀의 집합체

웹툰의 재구성: 미래의 나스닥 콘텐츠 3대장

미국에 본사를 둔 Webtoon Ent.(웹툰엔터) 중심으로 웹툰 글로벌 사업이 재편 중이다. 연말에는 네이버와 LINE이 각각 67%, 33% 보유한 웹툰엔터가 일본 포함 전세계 사업을 총괄한다.

향후 1) **라인망가가 웹툰 가치 평가에 본격 반영**될 수 있다. 지배주주가 LINE이었던 과거보다 소유권이 단순해졌다. 2) 라인망가 전략 변화(단행본 → 연재형 중심)로 부진했던 일본 M/S가 재상승하고 원가율이 개선(배분율 감소)될 전망이다. 3) 규모의 경제가 기대된다. 연재 웹툰 저변 확대로 크로스보더 수급이 증가할 수 있다. 이 선순환은 유튜브에서 경험한 일이다. 4) 인지도 확대로 투자 유치(나스닥 공개 가능성), 글로벌 크리에이터 소싱에 유리해진다.

위 포인트를 감안해 웹툰엔터를 미국 베이스 글로벌 엔터 플랫폼으로 보길 권한다. **웹툰엔터 전체 가치로 10조원(네이버의 실질 지배력 77.5%)을 제시**한다. 21F 거래액 1.25조원에 PSR 8배를 적용했다. 비교 대상은 넷플릭스와 스포티파이다. 양사는 과거 비디오/음악의 스트리밍 전환기에 기회를 잡아 크게 성장했다. 웹툰엔터가 현재 마주한 환경과 많은 면에서 유사하다.

하반기 실적과 주가 모멘텀 동시에 기대

연결 기준 매출액 증가율이 2분기 YoY 13.0%에서 3분기와 4분기에는 각각 YoY 16.5%와 YoY 17.9%로 예상되면서 하반기로 갈수록 높아질 전망이다. 연간 매출액 전망치도 2020년 YoY 15.6%에서 2021년에는 YoY 21.5%로 기대가 높아지고 있다. 연간 연결 영업이익 증가율 전망치도 2020년 YoY 48.3%에서 2021년에는 YoY 99.8%로 배증될 전망이다.

하반기에는 1) 네이버파인낸셜 금융사업이 본격화되고, 2) 웹툰의 경우 일본 라인망가를 인수하고 사업 본사가 한국에서 미국으로 변경되면서 글로벌 사업 속도가 가속되고, 3) 일본에서도 LINE과 Z홀딩스가 합병되면서 시너지 효과 기대감이 높아질 전망이다.

목표주가 37.5만원으로 상향, 고PER는 강한 매수 신호

목표주가를 기존 33만원에서 37.5만원으로 상향한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 국내 네이버, 웹툰엔터테인먼트, 네이버파이낸셜 그리고 라인 상장 가치를 합산〈표 1 참조〉하여 구했다.

2003년부터 NAVER PER과 주가 추이를 그린 것이 4페이지의 〈그림 1〉이다. 대표 성장주인 NAVER PER 지표는 주가가 상승하면 같이 상승하고, 주가가 하락하면 동반 하락했다. NAVER는 고PER(PER 상승기)에 사고, 저PER(PER 하락기)에 매도하는 성장주이다. 현재 실적을 대입한 **PER이 높아질수록 그만큼 강력한 매수 신호**로 해석된다.

결산기 (12월)	12/17	12/18	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액 (십억원)	4,678	5,587	6,593	7,622	9,260	10,928
영업이익 (십억원)	1,179	943	710	1,053	2,103	2,496
영업이익률 (%)	25.2	16.9	10.8	13.8	22.7	22.8
순이익 (십억원)	773	649	583	621	1,516	1,789
EPS (원)	4,689	3,937	3,538	3,779	9,229	10,889
ROE (%)	18.5	13.0	10.6	10.2	21.3	20.6
P/E (배)	37.1	31.0	52.7	69.9	28.6	24.2
P/B (배)	4.8	3.1	4.3	5.6	4.7	4.0
배당수익률 (%)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1

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

CONTENTS

I. 실적 전망 및 Valuation **3**
1. Valuation: 고PER(PER 상승기)에 사고, 저PER에 팔고 3
2. 지배구조 변화: 웹툰과 Z홀딩스, 글로벌 플랫폼 탄생 5
3. 실적 전망: 하반기로 갈수록 내년이 될수록 실적 모멘텀 강화 7
4. 라인, Z홀딩스: 합병과 시너지의 시작 10

II. WEBTOON ENT: NETFLIX, SPOTIFY 다음 타자 **14**
1. 웹툰 지배구조 변화: 미래 나스닥 콘텐츠 3대장 14
2. Webtoon Ent.는 미국 베이스 글로벌 엔터 플랫폼, 적정 가치로 10조 부여 17
3. 동영상, 음악 다음은 웹툰: 스트리밍의 장기 집권이 시작됐다 25

III. 네이버파이낸셜: 10조 +α로 가는 길 **29**
1. 금융플랫폼 어떻게 평가할 것인가? 29
2. 10조 +α로 가는 길 36
3. 비즈니스모델이 먼저다 41

I. 실적 전망 및 Valuation

1. Valuation: 고PER(PER 상승기)에 사고, 저PER에 팔고

목표주가 상향: 33만원에서 → 37.5만원으로

목표주가를 기존 33만원에서 37.5만원으로 상향한다. NAVER 목표주가는 SOTP(Sum of The Parts) 방식으로 국내 네이버, 웹툰엔터테인먼트(네이버웹툰에서 변경), 네이버파이낸셜, LINE 상장 가치(Z홀딩스로 변경 예정)를 합산하여 구했다.

이번 목표주가 상향〈표 1〉은 1) Amazon, 페이스북 등 국내외 Peer 그룹 종목들의 주가 상승으로 비교 Valuation 지표가 높아졌고, 2) 웹툰 사업에 있어 네이버웹툰(한국)에서 웹툰엔터테인먼트(미국)로 지배구조가 변경되고 일본 라인망가를 인수한 것에 대한 새로운 평가를 내린 것에 주로 기인하고 있다.

하반기 실적과 주가 모멘텀에 대한 전망도 높아진 것으로 판단된다. 실적 기대감이 높아지는 것은 1) 전자상거래 시장 성장과 함께 시장 점유율이 상승하고 2) 5월 스마트채널 출시와 2월 타겟팅 적용에 따른 광고 매출액의 서프라이즈가 기대되고, 3) 6월에는 검색광고 판매도 코로나 이전 성장률을 회복하면서 불확실성에서 벗어나고 있고,

4) 네이버통장, 후불결제 등 네이버파이낸셜 금융 사업도 본격화되는 가운데, 5) 10월로 예정된 라인과 Z홀딩스 합병이 끝나면 연결 실적 수익성 개선 폭 확대가 예상되고 있기 때문이다.

하반기로 예정된 주가 모멘텀은 지배구조 변경과 관계되어 있다. 1) 일본 라인망가 사업을 인수하고 웹툰 사업 본사가 한국에서 미국으로 변경되면서 글로벌 사업이 가속화되고, 2) LINE과 Z홀딩스 합병이 완료되면 일본 전자상거래 등에서 사업 시너지 기대감이 구체화될 것으로 예상된다.

표 1. Valuation **(십억원, 배, 원)**

구분		2020F	비고
개별 Naver 가치 1)	개별 Naver 순이익 전망치	1,279	
	적용PER	32.3	글로벌 Peer 광고의 Google, Facebook, Baidu, yahoo Japan과 전자상거래 Amazon, Alibaba, eBay 가중 평균(전자상거래 1: 광고 2 반영) PER
	목표주가 산출가치	41,369	국내 네이버포털의 가치(2020년 순이익 추정치 기준)
LINE 지분가치 2)	LINE 시가총액	14,936	일본 증시 시가 총액(2020년 6월 26일 기준)
	Naver LINE 지분율	73%	Z홀딩스와 합병을 계획하고 있으며 상장 폐지를 위해 공개매수 계획
	목표주가 산출가치	10,839	6월 23일 공개매수 가격을 5,200엔에서 5,380엔으로 올림
			Z홀딩스(일본 상장, 구 야후재팬) 지분 32.5%로 전환될 예정이며, 연결 실적에서 제외 지분법으로 실적 인식 예정
웹툰엔터테인먼트 가치 3)	웹툰엔터테인먼트 추정 가치	9,964	웹툰엔터 멀티플 목표치 PSR 8배 제시
	웹툰엔터테인먼트에 대한 실질 지배 지분율	77.5%	2021년 거래액 1.25조원 기준
	목표주가 산출가치	7,822	NAVER 직접 지분율 66.6%+LINE을 통한 지분율 10.9%(예상치 기준)
네이버파이낸셜 가치 4)	평가 가치	2,700	미래에셋그룹 출자 시 평가 금액 기준
	네이버파이낸셜 지분율	70%	
	목표주가 산출가치	1,890	
합산 = 1) + 2) + 3) + 4)		61,920	
주당목표가		375,000	

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

〈그림 1〉은 2003년부터의 NAVER PER과 주가 추이를 그린 그래프이다. 여타 성장주들도 비슷한 흐름을 보여주겠지만 NAVER의 PER 지표는 주가가 상승할 때는 같이 상승하고, 주가가 하락할 때는 동반해서 하락하였다.

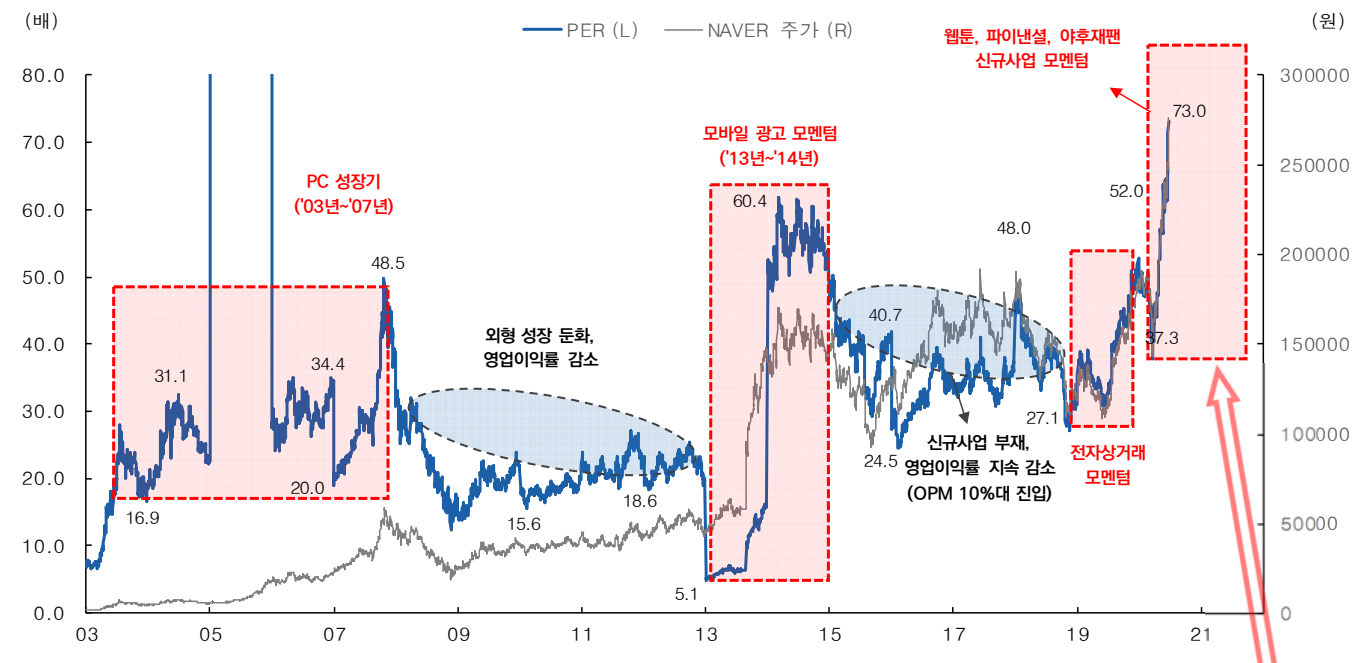
결국 **NAVER는 고PER(PER 상승기)에 사고, 저PER(PER 하락기)에 파는 것이 맞는 전략**으로 판단된다. NAVER는 한국 성장주를 대표하는 기업으로 현재 실적보다는 여러 경영 지표와 미래 실적 전망이 더 중요한 주가 결정 변수였던 것으로 판단된다.

〈그림 1〉에서 고PER(PER 상승기)를 기록할 때, 즉 주가 상승기에는 〈표 2〉와 같이 실적 역시 동반하여 개선되는 것이 관찰되었다. 반대로 2008년(PC 성장기 마감으로 매출액 증가율 하락)과 2015년(LINE의 IPO와 실적 개선 기대감 마감)과 2017년(모바일 광고 성장 기대감 마감)과 같이 성장을 주도하던 사업부의 성장세가 둔화되면 주가가 급락하기도 했다.

NAVER는 〈그림 1〉과 같이 PER 기준 밸류에이션이 사상 최고치를 경신하였다. 하지만 이는 경기 싸이클이 있거나 성장이 정체된 과거 전통 기업에서의 경우와 같은 고평가 시점이 아니라 **미래 성장 동력을 그 어느 때보다 많이 확보한 주가 상승기를 의미한다.**

NAVER는 1) 광고, 2) 전자상거래 등 캐시카우 수익기반이 새로운 성장 국면에 진입한 가운데 3) 웹툰, 4) Z홀딩스, 5) 파이낸셜 등 글로벌 성장 동력과 신규 수익모델이 미래 실적 기대감을 높이고 있다. NAVER의 현재 실적을 대입한 고PER은 그만큼 강력한 매수 신호로 해석된다.

그림 1. NAVER 주가 및 PER 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 2. NAVER 연간 실적 추이

(십억원, %)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	166	229	357	573	920	1,208	1,237	1,313	2,121	1,799	2,312	2,758	3,254	4,023	4,678	5,587	6,593	7,622	9,260
영업이익	65	75	131	230	389	491	532	607	660	521	524	758	830	1,102	1,179	943	710	1,053	2,103
YoY																			
매출액		37.9	55.9	60.4	60.5	31.3	2.4	6.1	61.6	-15.2	28.5	19.3	18.0	23.6	16.3	19.4	18.0	15.6	21.5
영업이익		14.3	76.0	74.6	69.7	26.1	8.3	14.2	8.8	-21.1	0.6	44.7	9.5	32.7	7.0	-20.1	-24.7	48.3	99.8
OPM	39.3	32.6	36.8	40.0	42.3	40.7	43.0	46.3	31.1	29.0	22.7	27.5	25.5	27.4	25.2	16.9	10.8	13.8	22.7

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

2. 지배구조 변화: 웹툰과 Z홀딩스, 글로벌 플랫폼 탄생

하반기 NAVER는 사업과 지배 구조의 큰 변화가 예정되어 있다. 그리고 이러한 변화는 주가에 긍정적인 모멘텀이자 실적 전망에 긍정적인 변수로 작용할 전망이다.

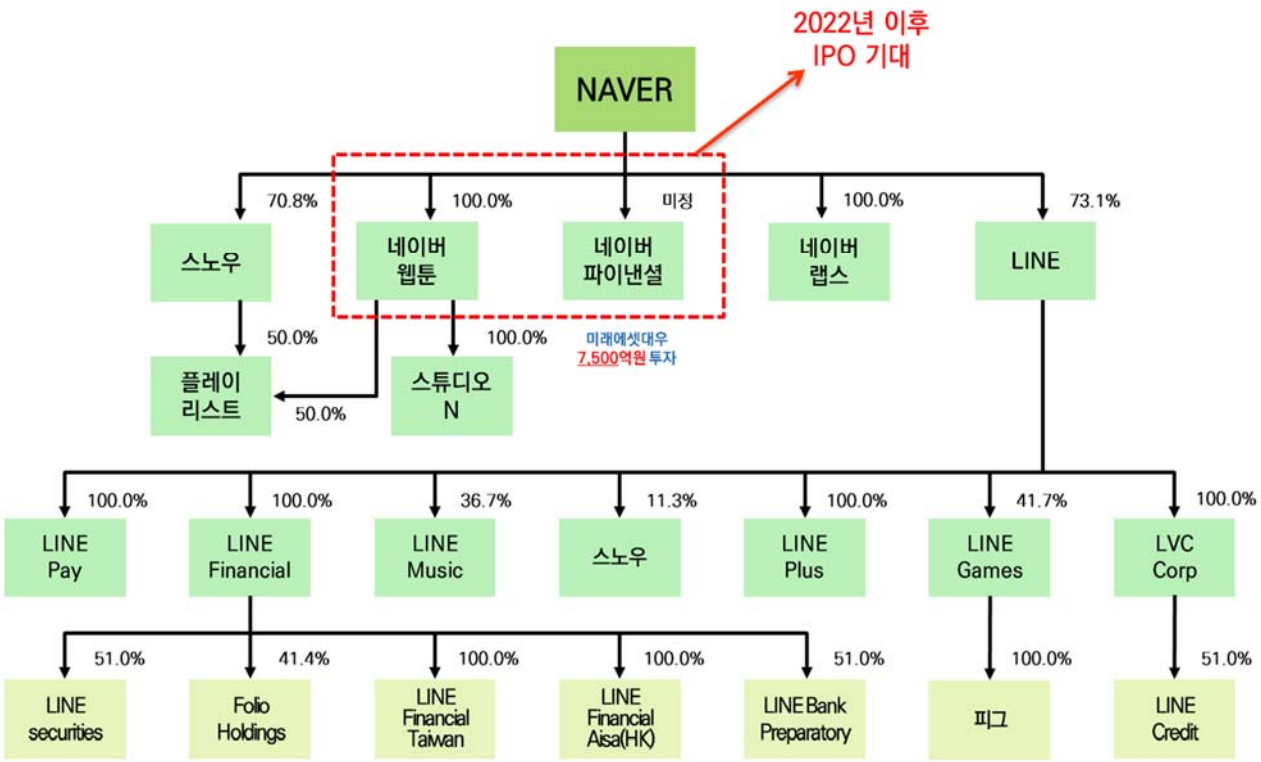
〈그림 2〉에서 〈그림 3〉으로의 자회사 지배구조 변화는 1) 신규 사업과 글로벌 사업에 대한 기대감을 높여주는 동시에, 2) 자회사 가치를 리레이팅(Z홀딩스 일본 상장 시가 총액과 웹툰 엔터테인먼트와 네이버파이낸셜 IPO(나스닥 등의) 기대감 상승)시키며 동사 주가 상승을 견인하고 있는 변수로 해석된다.

이번 지배구조 개편에서 돋보이는 한 가지 변화는 웹툰의 사업구조와 지배구조의 변화이다. 네이버웹툰은 일본에서 라인망가를 서비스하는 라인디지털프론티어와 8월에 합병할 예정이다. NAVER는 일본 라인에서 라인디지털프론티어 지분 전량을 인수하고 라인에는 웹툰엔터테인먼트 신주를 발행하기로 결정했다.

그리고 추후에는 이 미국의 웹툰엔터테인먼트가 중국 와통엔터테인먼트의 영업도 양수할 예정이다. NAVER의 웹툰 사업에 대한 지분율은 100%에서 66.4%(잠정)로 감소하나 라인망가까지 보유하게 되면서 한국, 미국, 유럽, 아시아 등 글로벌 웹툰 사업을 일원화하여 전개하게 된다.

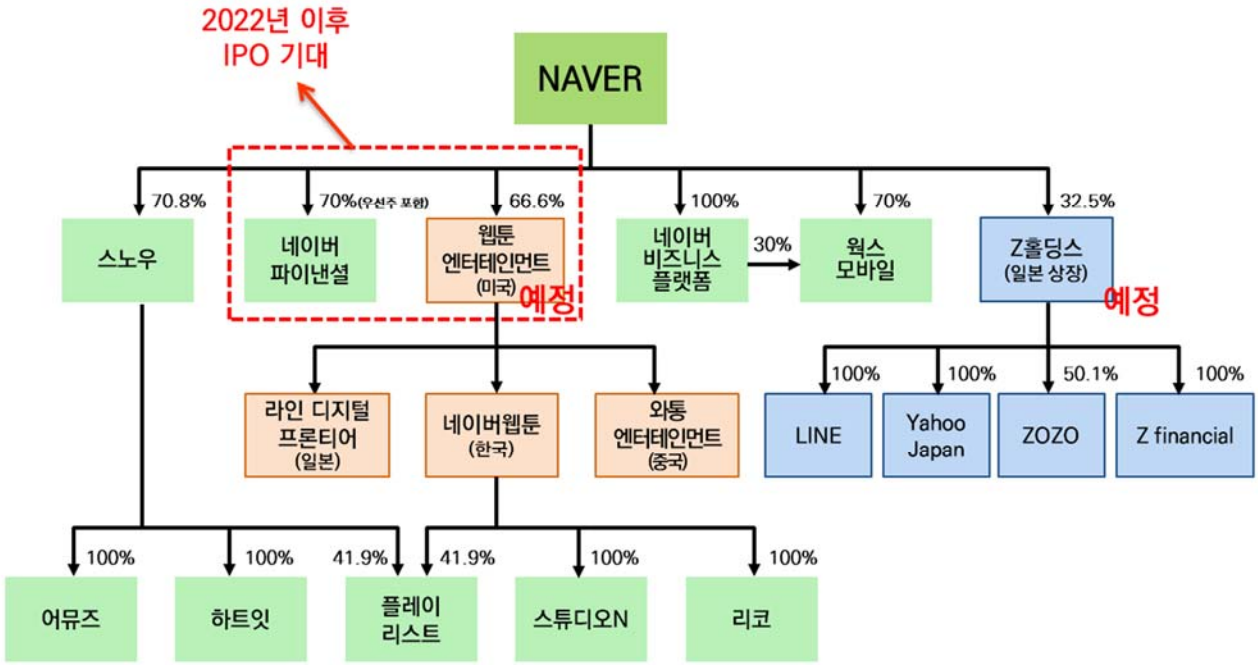
그래서 향후 미국 소재 웹툰엔터테인먼트를 본사로 글로벌 서비스를 강화한다는 계획이다. 이러한 웹툰사업의 지배 구조 변화는 1) 규모의 경제 실현에 따른 마케팅 등 경영 효율화와 2) 흑자인 라인망가와의 합병을 통한 수익성 개선 3) 교차 컨텐츠 소싱과 글로벌 동시 배급에 따른 컨텐츠 파워 확대 4) 사업 중심을 한국에서 미국과 유럽으로 이동시킴에 따른 글로벌 성장 동력 확보 5) 장기적으로 나스닥 IPO를 용이하게 만드는 효과를 낼 것으로 예상된다.

그림 2. 현재 NAVER 주요 자회사 지분 관계도



자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 개편 이후 NAVER 주요 자회사 지분 관계도



자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

미국 법인 웹툰엔터테인먼트는 드라마와 영화 제작사 스튜디오N을 자회사로 보유하게 된다. 스튜디오N은 현재 국내 제작사와 '타인은 지옥이다', '쌉니다 천리마마트'를 제작 방영하였고 인기 웹툰 '여신강림'을 드라마로 제작 방영할 예정이다. 스튜디오N의 경우 웹툰 원작인 드라마 및 영화 제작에 대한 현지 제작사와의 논의가 더욱 활발해질 것으로 기대된다.

하반기에 주목해야할 또 다른 변화는 **일본 LINE이다. 결론적으로 NAVER 주가에 반영되는 일본 LINE의 가치는 LINE의 시가총액에서 Z홀딩스의 시가총액으로 변경되고 〈그림 2〉와 〈그림 3〉과 같이 지분율 변화도 예정**되어 있다.

NAVER와 소프트뱅크(Z홀딩스의 현재 대주주)는 LINE과 Z홀딩스(구, 야후재팬) 합병을 위한 중간 지주 역할을 하는 합작법인을 설립하기로 하고, 현재 도쿄와 뉴욕 증시에 상장된 LINE을 100% 손자회사로 둘 계획이다.

현재 LINE과 Z홀딩스와의 통합은 일본 및 한국 공정위 당국의 심사를 받고 있다. 통합 승인이 나면 LINE은 주주 총회를 열고 일반 주주를 대상으로 공개 매수를 할 예정이다.

또 **다른 IPO 후보인 네이버파이낸셜**도 6월 8일 네이버통장을 출시하는 등 2020년 하반기에는 사업이 본궤도에 진입할 전망이다. 네이버파이낸셜은 기존 간편 결제 플랫폼을 기반으로 최근에는 후불결제서비스를 준비하고 있다고 보도되었다. 후불결제서비스는 네이버쇼핑을 통해 구입한 상품 결제를 사후에 할 수 있어 신용카드서비스와 큰 차이가 없다.

3. 실적 전망: 하반기로 갈수록 내년이 될수록 실적 모멘텀 강화

NAVER의 실적은 3분기와 4분기로 갈수록 2020년보다 2021년 실적 기대감이 높아질 것으로 예상된다. 하반기 NAVER 지배구조 변화에 뒤이어 실적 기대감이 높아질 전망이다.

실적 기대치가 높아지고 있는 것은 1) 전자상거래 시장 점유율이 상승하면서 실적 기여도가 상승하고 있고, 2) 3분기부터 스페셜DA 등 광고 슬롯 확대와 프리미엄 상품 출시 효과가 본격 반영되고 5월 출시한 모바일 최상단에 노출되는 스마트채널 매출이 온기로 반영되고 시작하는데다,

3) 웹툰사업에서의 해외 매출 비중이 급격히 높아지는 가운데 사용자 증가에 따른 유료회원수가 늘어나고 월정액 네이버플러스 멤버쉽이 국내 유료 전환율을 높여 줄 것으로 예상되고, 4) 네이버 파이낸셜 사업도 3분기 이후에 본격화될 것으로 전망되기 때문이다.

하반기 예정된 실적 변수의 변화는 1) 이르면 3분기부터 LINE이 연결실적에서 제외되어 지분법으로 인식될 예정이고, 2) 3분기부터 웹툰 실적(매출항목 콘텐츠서비스에 반영)에 라인망가 실적이 합산되어 계상될 것이다.

〈표 3〉 연결 실적 전망은 상술한 실적 변수 변경을 아직 반영하지 않은 수치이다. 〈표 4〉의 개별 NAVER 실적 전망은 기대되고 있는 광고, 전자상거래 실적 개선 흐름을 더욱 자세하게 알 수 있는 지표로 해석된다.

〈표 3〉 연결 매출액은 분기별로 2분기에는 전년동기대비 13.0% 증가, 3분기에는 16.5%, 4분기에는 17.9% 증가가 예상된다. 연간으로는 2020년 매출액 증가율 전망치 15.6%와 비교해 큰 폭으로 높아진 2021년 매출액 증가율 전망치는 21.5%로 전망되고 있다.

〈표 5〉에서 같이 개별NAVER 매출액은 2020년 YoY 11.4% 증가가 예상되지만 2021년 매출액 증가율은 19.9%로 배증될 전망이다.

표 3. 연결 분기 및 연간 실적 전망 **(십억원, %)**

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,511	1,630	1,665	1,787	1,732	1,842	1,940	2,108	5,587	6,593	7,622	9,260
광고	142	167	153	172	144	172	178	225	573	633	719	957
비즈니스플랫폼	669	716	719	747	750	782	806	840	2,476	2,851	3,178	3,576
IT플랫폼	99	106	116	136	148	162	174	193	356	457	677	1,019
콘텐츠서비스	35	50	55	70	55	61	72	88	126	210	276	470
LINE 및 기타플랫폼	565	592	622	663	635	666	710	762	2,056	2,442	2,773	3,238
영업이익	206	128	202	173	222	241	273	317	942	710	1,053	2,103
영업이익률	13.6	7.9	12.1	9.7	12.8	13.1	14.1	15.0	16.9	10.8	13.8	22.7
순이익	91	28	85	197	135	146	147	190	624	400	618	1,509
순이익률	6.0	1.7	5.1	11.0	7.8	7.9	7.6	9.0	11.2	6.1	8.1	16.3
YoY 성장률												
매출액	15.4	19.6	19.1	17.9	14.6	13.0	16.5	17.9	19.4	18.0	15.6	21.5
광고	6.8	12.0	12.2	10.8	1.3	3.0	16.8	30.9	8.2	10.5	13.5	33.1
비즈니스플랫폼	12.9	17.1	17.3	13.4	12.0	9.2	12.0	12.6	14.7	15.2	11.5	12.5
IT플랫폼	36.8	22.6	27.2	28.8	49.4	52.7	49.7	41.8	63.4	28.5	48.0	50.5
콘텐츠서비스	18.2	61.6	64.2	118.4	58.3	21.7	31.7	25.6	20.4	66.5	31.7	70.4
LINE 및 기타플랫폼	17.5	21.8	18.7	17.3	12.3	12.5	14.2	14.9	23.2	18.8	13.6	16.8
영업이익	-19.8	-48.8	-8.8	-18.7	7.4	87.8	35.2	82.8	-20.1	-24.7	48.3	99.8
순이익	-40.9	-90.2	24.9	63.9	48.3	430.6	72.2	-3.2	-19.0	-35.8	54.4	144.0

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 4. NAVER의 2020~2021년 실적 예상 변경 (십억원, %)

	변경전		변경후		변경률		변경 사유
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	
매출액	7,612	8,933	7,622	9,260	0.1	3.7	
영업이익	1,065	1,823	1,053	2,103	-1.1	15.4	
순이익	626	1,309	618	1,509	-1.2	15.2	
영업이익률	14.0	20.4	13.8	22.7	-	-	
순이익률	8.2	14.7	8.1	16.3	-	-	

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 5. 개별 연간 실적 전망 (십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
매출액	913	1,000	996	991	918	1,058	1,138	1,230	3,459	3,900	4,344	5,210
배너광고	142	167	153	172	144	172	178	225	573	633	719	957
검색광고 및 전자상거래	669	716	719	747	750	782	806	840	2,476	2,851	3,178	3,576
기타	101	118	124	73	24	104	154	164	410	416	447	677
영업비용	572	651	654	630	593	676	716	755	2,196	2,506	2,739	3,223
영업이익	341	349	343	361	325	382	422	475	1,264	1,394	1,604	1,987
영업이익률	37.3	34.9	34.4	36.5	35.5	36.1	37.1	38.6	36.5	35.7	36.9	38.1
순이익	257	279	311	246	327	302	314	336	919	1,093	1,279	1,439
순이익률	28.2	27.9	31.2	24.8	35.6	28.6	27.6	27.3	26.6	28.0	29.4	27.6
YoY 성장률												
매출액	12.6	16.2	16.5	6.3	0.6	5.8	14.3	24.1		12.7	11.4	19.9
배너광고	6.8	12.0	12.2	10.8	1.3	3.0	16.8	30.9		10.5	13.5	33.1
검색광고 및 전자상거래	12.9	17.1	17.3	13.4	12.0	9.2	12.0	12.6		15.2	11.5	12.5
기타	19.2	16.8	16.9	-38.6	-76.0	-11.4	24.2	126.2		1.3	7.6	51.4
영업이익	16.0	12.6	8.8	4.8	-4.5	9.5	23.1	31.4		10.3	15.1	23.8
순이익	21.1	9.7	65.0	0.1	27.2	8.3	1.0	36.8		18.9	17.1	12.5

주: 배너광고는 연결 실적 배너광고, 웹툰 배너광고 매출액이 포함됨
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터 추정

광고부문 매출액은 〈표 6〉, 〈표 7〉과 같이 2분기, 3분기, 4분기를 거치면서 광고매출/노출시간로 대표되는 단위당 매출지표가 상승할 전망이다.

광고는 1) 2월 성과형 광고 판매 채널 GFA 확대와 타겟팅 강화, 2) 6월과 7월 주력 상품인 스페셜 DA 프리미엄형(기본형보다 20% 비싼) 출시와 판매 구좌 확대(8개에서 10개로), 3) 5월 18일 모바일 페이지 최상단에 신규 광고 상품 스마트채널 판매를 시작하였다.

비즈니스플랫폼 매출로 인식되는 CPC 검색광고〈표 8 참고〉는 1) 6월부터 코로나19의 악영향에서 벗어나 예년 수준 성장률을 회복한 것으로 확인되고 있고, 2) 쇼핑검색 시 나타나는 광고 개수를 기존 4~8개에서 6~12개로 배증할 계획인 것으로 보도되었다.

전자상거래 매출액은 〈그림 4〉와 같이 3분기와 4분기를 거치면서 급증할 것으로 예상된다. 전자상거래 관련 매출액이 〈표 3〉의 비즈니스플랫폼부문에서 차지하는 비중이 2019년 10%에서 2020년 20%로 높아져 실적 영향력이 높아진 가운데,

1) 2019년 4분기 따뜻한 날씨로 인한 의류 판매 부진의 기저효과가 있고, 2) 4분기는 전체 온라인 쇼핑 거래액의 30% 가까이가 기록되는 최대 성수기이고, 3) 1분기에 확인된 NAVER의 시장점유율 확대 효과에다, 4) 여행, 레저부문의 정상화로 인한 수혜까지 기대되고 있다.

표 6. 광고부문 매출액 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
광고 매출액(십억원)	133	149	136	155	142	167	153	172	144	172	178	225	529	573	633	719
총이용시간(십억분)	86	87	85	83	83	82	83	81	89	90	91	88	332	342	329	358
광고 매출/노출시간(원)	1.5	1.7	1.6	1.9	1.7	2.0	1.8	2.1	1.6	1.9	2.0	2.5	1.6	1.7	1.9	2.0
YoY	15%	5%	1%	0%	12%	19%	15%	13%	-6%	-6%	7%	21%		5%	15%	4%
QoQ	-17%	11%	-6%	17%	-8%	17%	-9%	15%	-24%	18%	3%	30%				

자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 7. 모바일 첫 페이지 DA광고 매출

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
광고 매출액(십억원)	133	149	136	155	142	167	153	172	144	172	178	225	529	573	633	719
모바일 첫 페이지 DA광고 매출(십억원)	65	73	67	76	70	82	75	84	71	84	87	110	259	281	310	352
모바일 총이용시간(십억분)	63	63	62	60	60	58	61	61	69	70	71	68	227	247	241	278
광고 매출/노출시간(원)	1.0	1.2	1.1	1.3	1.2	1.4	1.2	1.4	1.0	1.2	1.2	1.6	1.1	1.1	1.3	1.3
YoY	7%	-1%	-4%	-2%	11%	20%	14%	9%	-12%	-14%	1%	16%		0%	13%	-2%
QoQ	-20%	12%	-7%	18%	-9%	21%	-12%	12%	-26%	18%	3%	30%				

자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 8. 비즈니스플랫폼부문 매출액 전망

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
비즈니스 플랫폼 매출액(십억원)	593	612	613	659	669	716	719	747	750	782	806	840	2158	2476	2851	3178
총이용시간(십억분)	86	87	85	83	83	82	83	81	89	90	91	88	332	342	329	358
비즈니스 플랫폼 매출/노출시간(원)	6.9	7.0	7.2	7.9	8.1	8.7	8.6	9.2	8.4	8.7	8.9	9.5	6.5	7.2	8.7	8.9
YoY	13%	11%	10%	11%	18%	24%	21%	16%	4%	0%	2%	4%		11%	20%	2%
QoQ	-4%	2%	3%	11%	2%	7%	-1%	6%	-8%	3%	2%	8%				

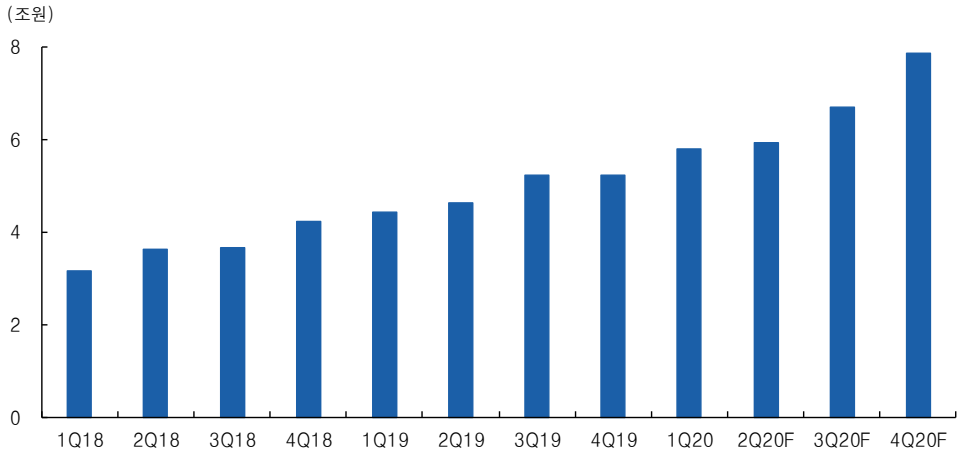
자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 9. 쿼리당 비즈니스플랫폼 매출액

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2017	2018	2019	2020F
비즈니스 플랫폼 매출액(십억원)	593	612	613	659	669	716	719	747	750	782	806	840	2158	2476	2851	3178
총쿼리수(십억)	24.5	23.6	23.0	22.0	22.2	21.6	22.2	22.0	24	26	28	29	89.9	93.1	88.0	107
비즈니스 플랫폼 매출/총쿼리수(원)	24.2	25.9	26.7	29.9	30.2	33.1	32.3	34.0	31.2	30.0	28.8	29.3	24.0	26.6	32.4	29.8
YoY	12%	10%	8%	12%	25%	28%	21%	14%	4%	-9%	-11%	-14%		11%	22%	-8%
QoQ	-9%	7%	3%	12%	1%	10%	-2%	5%	-8%	-4%	-4%	2%				

자료: KoreanClick, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 4. NAVER 분기 결제금액 추이



자료: 언론사 종합, 미래에셋대우 리서치센터 추정

4. 라인, Z홀딩스: 합병과 시너지의 시작

LINE 주가는 현재 〈그림 8〉과 같이 공개 매수를 앞두고 횡보하고 있다. 현재는 한국과 일본 공정거래위원회의 인가를 기다리고 있는 상황이다. LINE과 합병된 이후에 Z홀딩스 주가는 〈그림 7〉의 다음과 카카오 합병 이후와 같은 우상향 트렌드가 예상된다.

1) 합병 이후의 실적 개선 전망, 2) 단기적으로 일본 전자상거래 시장 점유율 상승, 3) 장기적으로 NAVER, 소프트뱅크가 주도하는 아시아 대표 금융 플랫폼으로써 위상이 기대되기 때문이다.

Z홀딩스의 합병 이후의 실적 전망을 〈표 10~15〉에서 예상되는 실적 컨센서스로 확인하여 보았다. 〈표 15〉와 같이 LINE과 Z홀딩스 두 회사의 실적 컨센서스를 단순 합산하면 1분기 영업이익 240억엔에서 2분기, 3분기, 4분기에는 각각 360억엔, 400억엔, 530억엔으로 전망되고 있다.

연간으로도 〈표 12〉처럼 LINE과 Z홀딩스 두 회사의 실적 컨센서스를 단순 합산하면 2019년 매출액과 영업이익은 각각 1조 2,340억엔, 1,050억엔이고, 2020년의 합산 실적은 매출액과 영업이익으로 각각 1조 4,140억엔과 1,480억엔이 전망되고 있다.

이러한 실적 전망 컨센서스에는 합병 이후의 시너지 효과는 여전히 반영되지 않고 있다. 기대되는 첫 번째 합병 시너지 효과는 비용 절감이다. 실제로 LINE과 Z홀딩스 양사는 지난 3년간 일본 간편 결제 시장을 선점하기 위해 무리하게 마케팅 비용을 집행해 왔다.

그리고 〈그림 5, 6〉과 〈표 16〉와 같이 양사 합병은 일본 최대 인터넷 트래픽을 가진 라인 메신저 플랫폼과 일본 2위 전자상거래 기업의 결합이라는 측면에서 단기적으로 Z홀딩스의 전자상거래 시장 점유율의 큰 폭 상승이 예상된다.

〈표 16〉에서 알 수 있듯이 LINE과 Z홀딩스를 합쳐 6천만명에 가까운 간편 결제 가입자(중복 포함)와 1억 천만명(중복 포함)의 포인트(적립금) 가입자를 보유하게 되면서 쇼핑 인프라 역시 큰 폭으로 개선될 전망이다.

표 10. 라인 연간 실적 컨센서스 (십억엔)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	167	207	227	262	298
영업이익	25	16	-39	-19	2
순이익	8	-4	-47	-18	3

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 11. Z홀딩스 연간 실적 컨센서스 (십억엔)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	882	946	1,007	1,152	1,224
영업이익	188	158	144	167	198
순이익	135	98	84	79	17

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 12. 라인, Z홀딩스 연간 실적 컨센서스 합산 (십억엔)

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,049	1,153	1,234	1,414	1,522
영업이익	213	174	105	148	200
순이익	143	94	37	61	20

주: 현재 Z홀딩스의 결산월은 3월, 라인은 12월. 위 수치는 결산월을 12월로 통일 후 합산하여 구한 값임.
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

표 13. 라인 분기 실적 컨센서스 (십억엔)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	41	40	43	46	49	51	52	56	55	55	56	61	59	65	68	71
영업이익	4	15	6	1	1	9	-4	9	-8	-14	-6	-11	-4	-5	-3	0
순이익	1	9	2	-4	-1	4	-9	2	-10	-16	-7	-13	-8	-6	-2	4

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 14. Z홀딩스 분기 실적 컨센서스 (십억엔)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	223	213	215	231	238	232	233	243	247	239	246	275	293	275	280	304
영업이익	40	52	43	53	38	48	36	37	21	36	39	48	29	41	44	53
순이익	32	36	32	35	28	33	22	15	9	27	24	24	7	21	23	29

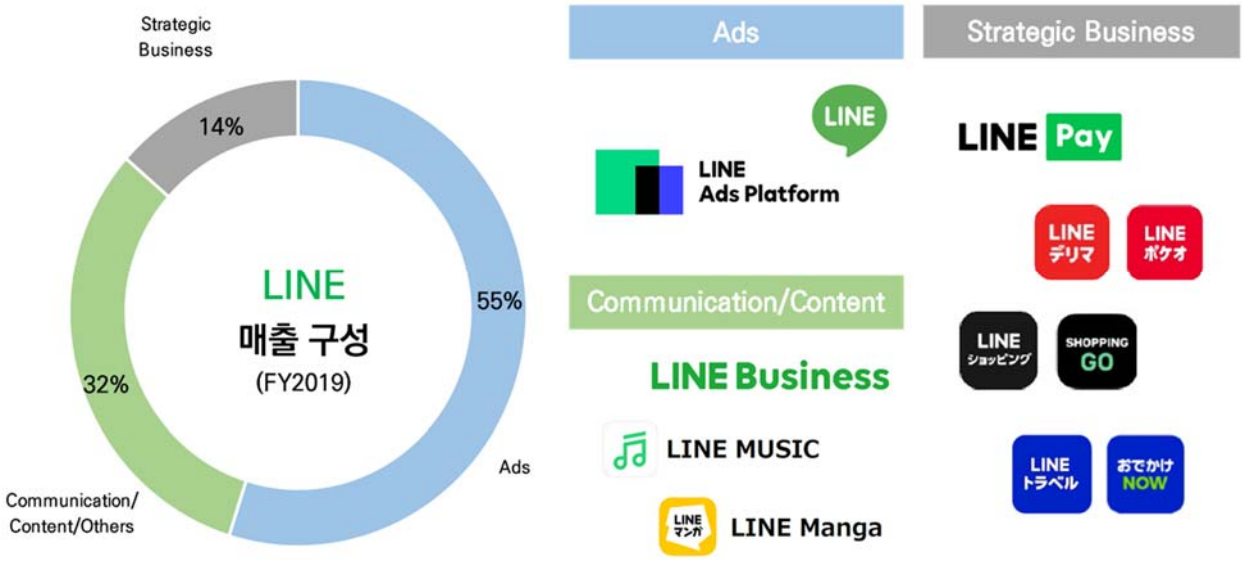
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

표 15. 라인, Z홀딩스 분기 실적 컨센서스 합산 (십억엔)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20F	3Q20F	4Q20F
매출액	263	253	258	277	287	282	285	299	302	294	301	336	352	340	348	374
영업이익	44	67	49	53	39	57	32	46	13	22	34	36	24	36	40	53
순이익	33	45	34	32	27	37	13	17	-2	11	16	11	-2	15	20	33

주: 현재 Z홀딩스의 결산월은 3월, 라인은 12월. 위 수치는 결산월을 12월로 통일 후 합산하여 구한 값임.
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터 추정

그림 5. 라인 사업 현황



자료: 라인, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. Z홀딩스 사업 현황

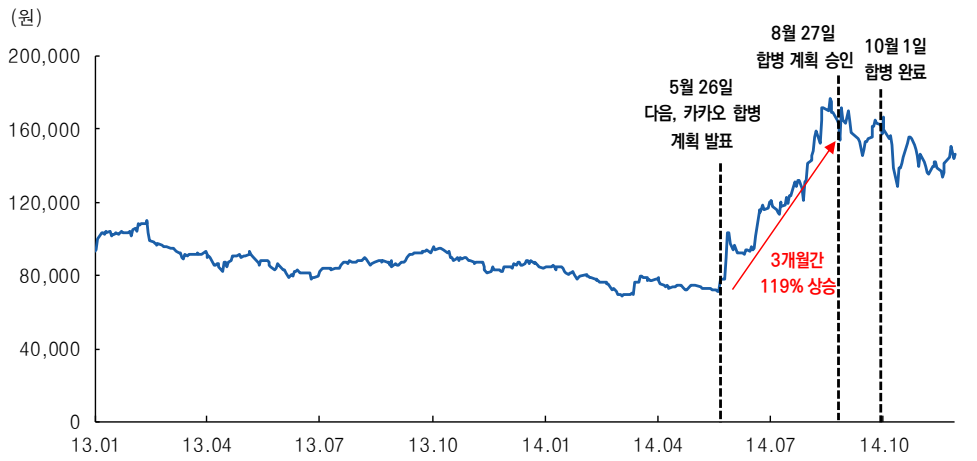
자료: Z홀딩스, 미래에셋대우 리서치센터

표 16. 라인과 야후재팬의 주요사업

EC 시장규모 18조 6400억엔	
	국내유통총액
라쿠텐	3조 4000억엔
야후	2조 3400억엔
아마존	1조 5000억엔
메르카리	4900억엔
SNS	
	월간 이용자수
LINE	8200만명
트위터	4500만명
인스타그램	3300만명
페이스북	2600만명
스마트폰결제 규모 82조원	
	등록자수
LINE페이	3700만명
PayPay	1900만명
d결제	1000만명
au페이	600만명
메르페이	500만명
포인트 시장규모 1조 8930억엔	
	회원수
라쿠텐슈퍼포인트	**1억명 이상**
Ponta	9200만명
T포인트	7000만명
LINE포인트	4100만명
d포인트	3800만명

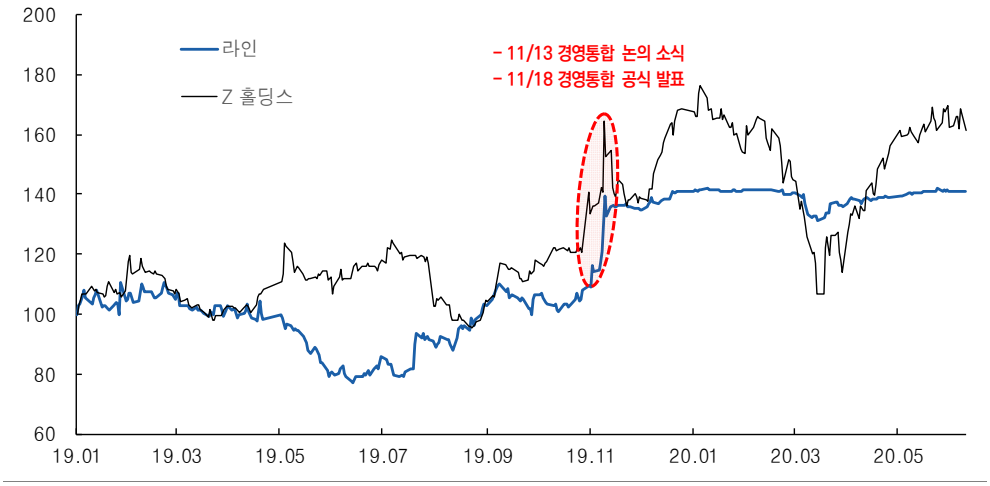
자료: 경제산업성, 야노경제연구소, 니혼게이자이, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 다음, 카카오 합병 당시 주가 추이



자료: Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 라인, Z홀딩스 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

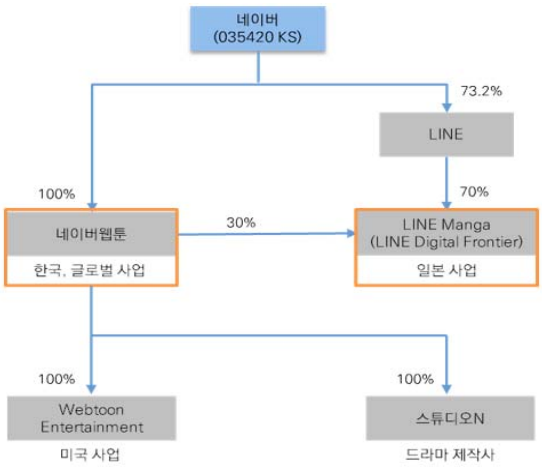
II. WEBTOON ENT: NETFLIX, SPOTIFY 다음 타자

1. 웹툰 지배구조 변화: 미래 나스닥 콘텐츠 3대장

NAVER의 웹툰사업 지배구조가 변화하고 있다. 미국 Webtoon Ent.(기존 네이버웹툰이 100% 보유)는 20년 5월 LINE Digital Frontier(일본) 지분 70%를 인수하면서 LINE Corp.에 신주를 발행했다. 20년 6월에는 웹툰엔터코리아(기존 네이버웹툰에서 중국 제외) 유상증자에도 참여했다.

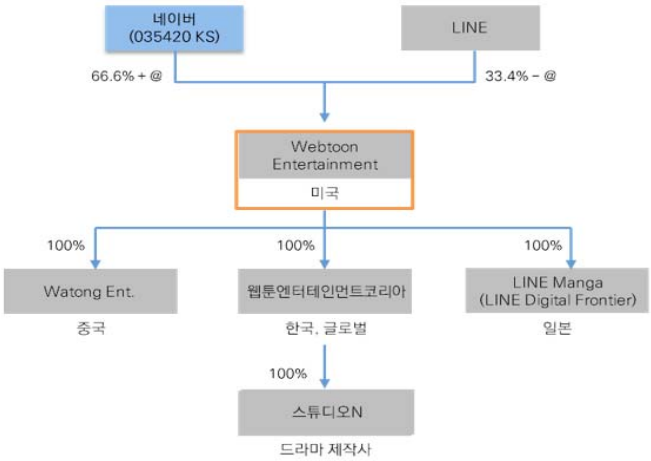
최근 추진되는 주식 교환과 분할, 합병 등은 **미국에 본사를 둔 Webtoon Entertainment를 중심으로 글로벌 웹툰사업 구조를 재편하기 위한 것**이다. 동사가 목표하는 형태는 NAVER와 LINE이 Webtoon Ent.의 지분을 각각 66.6% 이상, 33.4% 이하로 보유하고, Webtoon Ent.가 웹툰엔터테인먼트코리아(기존 네이버웹툰 분할, 전세계), LINE Digital Frontier(일본), Watong Ent.(기존 네이버웹툰 분할, 중국)를 자회사로 갖는 구조다. 남은 과정은 NAVER가 100% 보유한 Watong Ent.를 Webtoon Ent. 산하에 편입시키는 것이다. 연내 또 한번의 주식 교환 등을 통해 이 과정이 진행되면 Webtoon Ent. 중심의 웹툰사업 구조 재편이 최종 마무리될 것이다.

그림 9. 기존 웹툰사업 구조: 네이버웹툰이 글로벌 사업 총괄, LINE이 일본 라인망가 대주주



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 연말 예상 웹툰사업 구조: 미국 Webtoon Ent.가 전세계 사업을 총괄



자료: 미래에셋대우 리서치센터

지배 구조 변화로 1) 라인망가 가치가 NAVER의 웹툰사업 가치 평가에 본격 반영될 수 있다. NAVER → Webtoon Ent.→ 라인망가(LDF)로 소유권이 단순해지기 때문이다. 일본은 트래픽과 거래액이 안정적으로 발생하고 손익 측면에서도 이미 흑자를 기록 중이다. Webtoon Ent. 연결 실적 및 가치 평가에 긍정적인 영향을 줄 변수다. 참고로 라인망가의 19년 거래액은 약 2,700억원으로 네이버웹툰과 유사했고, 내부 주식 교환 시 반영된 라인망가의 가치는 네이버웹툰 가치의 47.7%였다.

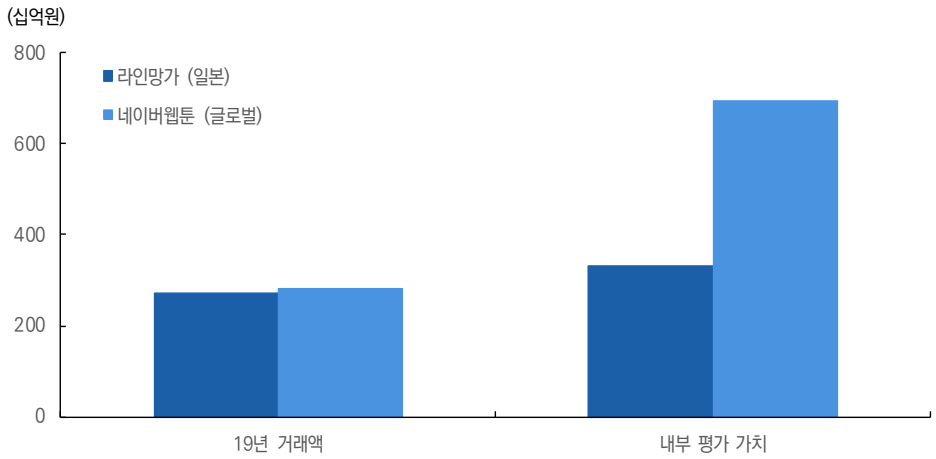
2) 라인망가에 연재형 콘텐츠가 증가하면 일본 내 M/S가 재상승할 가능성이 높다. 현재 일본 라인망가는 단행본 중심으로 서비스가 구성되어 있는데, 이는 최근 일본 내 경쟁사 픽코마의 점유율 확대와 라인망가의 상대적인 부진 원인으로 지목된다. 과거와 달리 일본에서도 단행본보다 연재형 콘텐츠의 신규 유저 유입과 결제액 증가가 더욱 빨라졌기 때문이다.

따라서 라인망가 내 연재형 콘텐츠 비중을 높일 니즈가 생겼고, 이를 위해서는 라인망가(과거 네이버웹툰 지분 30%, 라인 지분 70%)에 대한 보다 확실한 지배력이 필요했다. 이번 경영 통합을 통해 네이버웹툰 영향권(한국/미국/동남아)의 연재형 콘텐츠를 라인망가에 손쉽게 공급하게 되면 단행본에서 연재물로 무게 중심을 이동하기에 수월하다. 지배 주주(네이버웹툰은 NAVER, 라인망가는 라인)가 달랐던 과거에 비해 보다 빠르고 확실한 방향 설정이 가능할 전망이다.

3) 일원화된 글로벌 웹툰 플랫폼 탄생으로 규모의 경제가 발현될 가능성이 높다. 장기간의 실험을 통해 증명된 연재형 수익모델이 전체 국가를 대상으로 서비스되면 크로스보더 콘텐츠 공급과 수요가 강화될 수 있다. 히트 작품 커버리지가 넓어져 기대 수익이 자연히 증가한다. 이에 따라 유능한 신규 작가 유인이 용이해진다. 콘텐츠 퀄리티 상승 → 이용자 증가 → 기대 수익 증가 → 유능한 크리에이터 유입의 선순환이 안착될 수 있다. 유튜브에서 유사한 흐름이 나타난 바 있다.

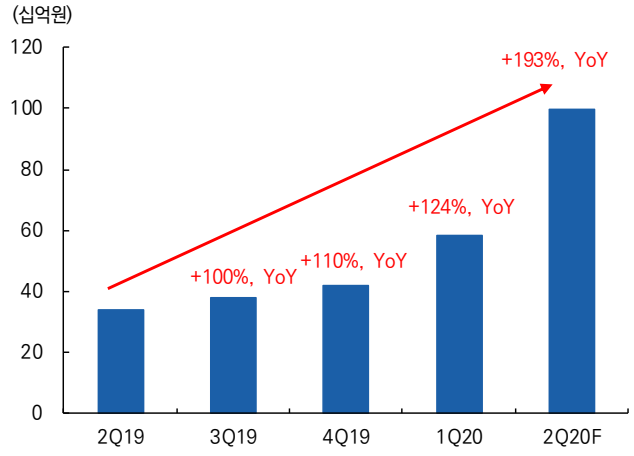
4) 미국 Webtoon Ent.가 사업을 총괄하기 때문에 **마케팅 재원 등 다양한 목적의 투자 유치(나스닥 공개 가능성), 인지도 확대, 글로벌 작품 및 크리에이터 소싱 등에 기존보다 유리**해진다. 이미 동 법인은 트래픽이 안정 성장하고 있어 손익 개선 가시성이 높다. 향후 동영상, 음악을 뒤잇는 콘텐츠 플랫폼으로서 새로운 포맷과 시장 확장에 따른 레버리지가 긍정적인 평가를 받을 것으로 본다.

그림 11. 기존 네이버웹툰과 라인망가의 거래액 비교



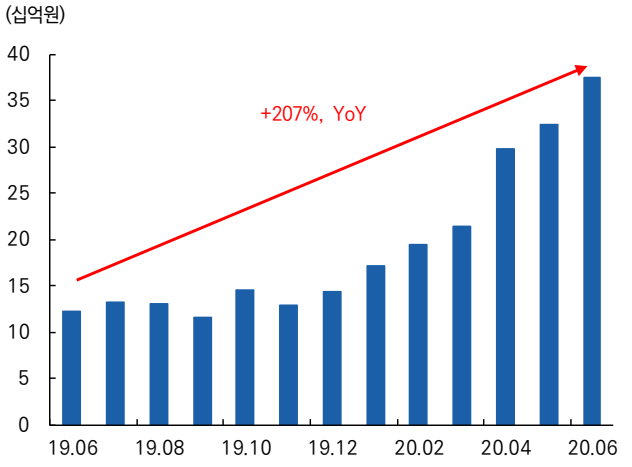
주: 내부 평가 가치는 지분 교환 비율 산정을 위한 것으로 시장 평가와 무관
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 연재 만화에 강한 픽코마는 최근 분기 거래액이 급증



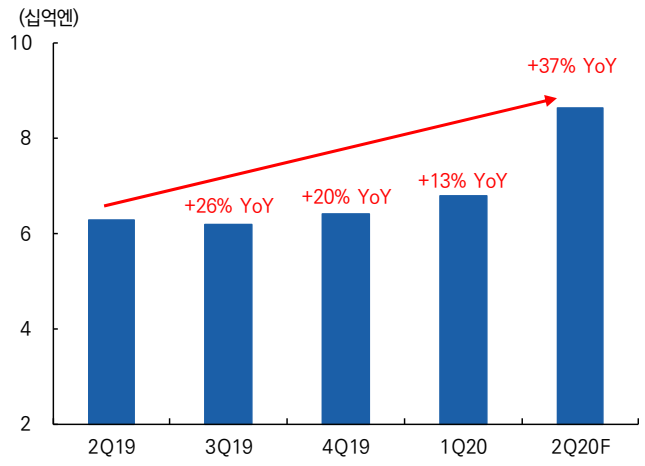
주: 거래액은 Sensortower 추정치를 참고, 실제 수치와 차이가 있을 수 있음
자료: Sensortower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 연재 만화에 강한 픽코마는 최근 월 거래액이 급증



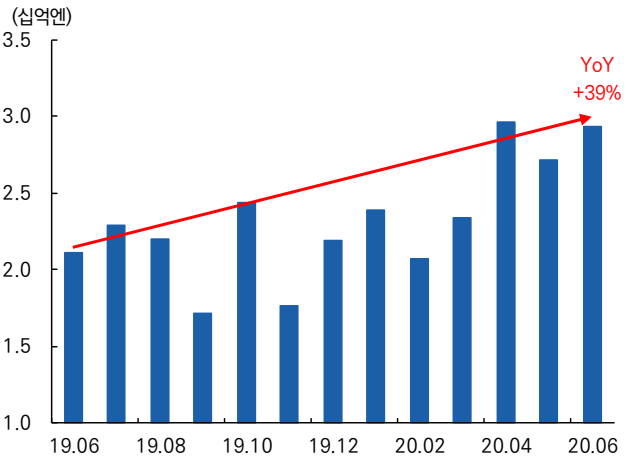
주: 거래액은 Sensortower 추정치를 참고, 실제 수치와 차이가 있을 수 있음
자료: Sensortower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 라인망가는 1Q까지 거래액 상승세가 둔화: 분기 거래액



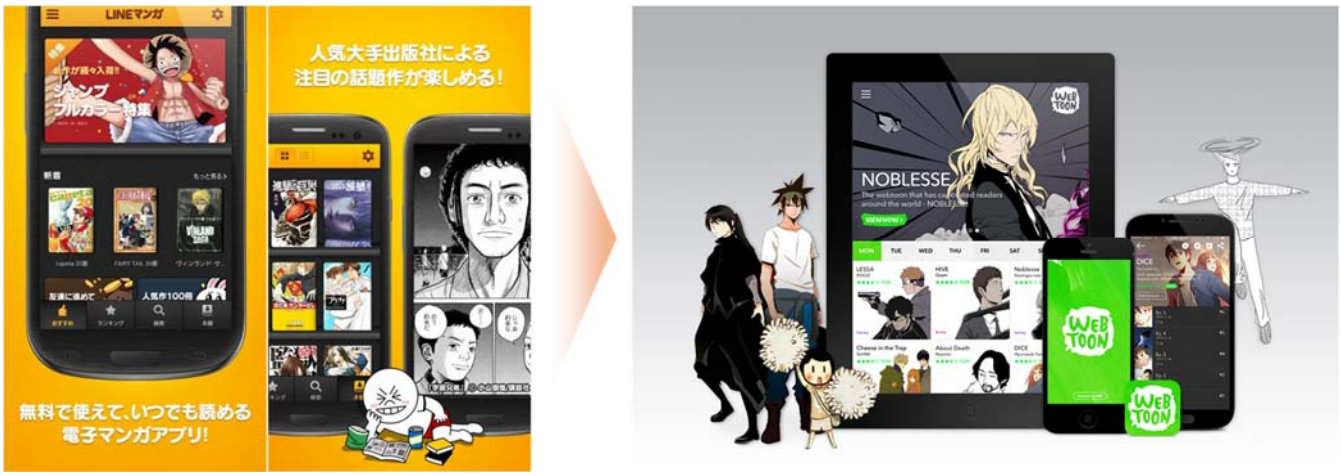
자료: LINE, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 라인망가는 1Q까지 거래액 상승세가 둔화: 월 거래액



주: 거래액은 Sensortower 추정치를 참고, 실제 수치와 차이가 있을 수 있음
자료: Sensortower, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 기존 라인망가는 단행본 위주: 경영통합 이후 연재 콘텐츠 증가 시 M/S 상승과 원가율 개선 기대



자료: 미래에셋대우 리서치센터

2. Webtoon Ent.는 미국 베이스 글로벌 엔터 플랫폼, 적정 가치로 10조 부여

적정 멀티플: PSR (거래액 기준) 8배 적용

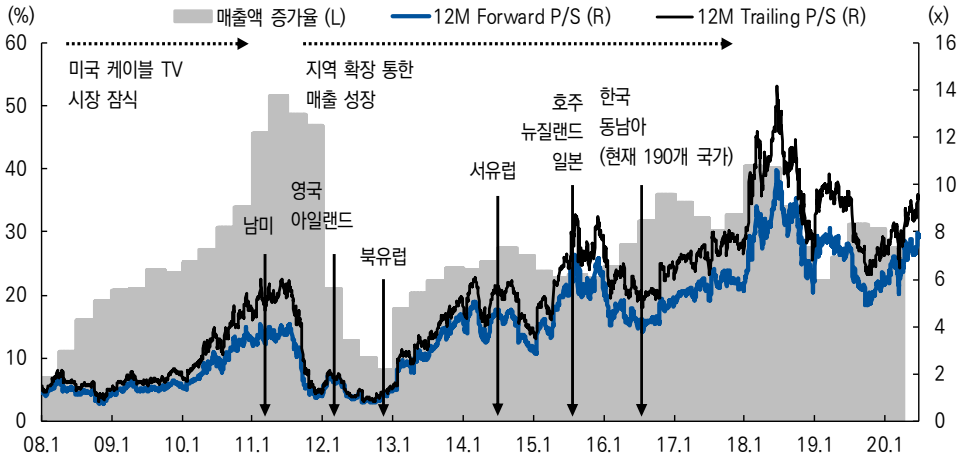
Webtoon Entertainment의 전체 적정 가치를 10조원으로 평가한다. 21년 추정 거래액 1.25조원에 목표 멀티플로 PSR(거래액 기준) 8배를 적용했다. 동사에 대한 NAVER의 실질 지배력은 77.5% 수준이다. 직접 보유 지분율 66.6%(+@)과 라인을 통한 지분율 10.9%(네이버 → 라인 지분율 32.5%, 라인 → 웹툰엔터 지분율 33.4%)을 합산한 수치다. 이에 따라 NAVER 가치에 반영될 Webtoon Entertainment의 지분 가치는 약 7.7조원으로 판단한다.

표 17. 웹툰엔터테인먼트 가치 산정 (십억원, x)

	2019	2020F	2021F	2022F	비고
웹툰엔터테인먼트 거래액	327	707	1,246	1,675	
Target PSR	30.5	14.1	8.0	5.9	
목표 시가총액	9,964	9,964	9,964	9,964	
NAVER 실질 지배력			77.5%		직접 보유 지분 66.6%
NAVER 보유 지분 가치			7,718		간접 보유 지분 10.9% (NAVER → LINE → 웹툰엔터 32.5% * 33.4%)

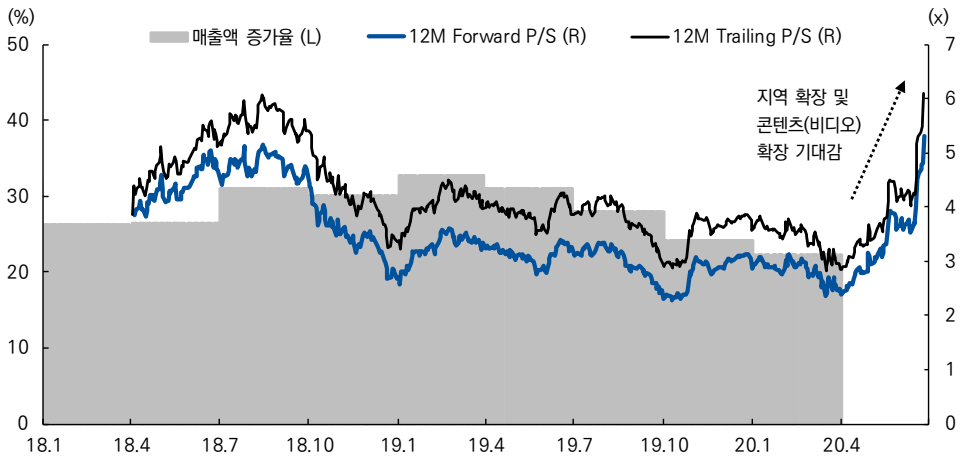
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 17. NETFLIX 매출액 증가율과 PSR: 글로벌 확장기에 매출액과 밸류에이션 동시 상승



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. SPOTIFY 매출액 증가율과 PSR: 글로벌 확장과 신규 콘텐츠 기대감으로 밸류에이션 급상승



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

글로벌 1위 플랫폼과 비교하자: 넷플릭스(동영상), 스포티파이(음원)

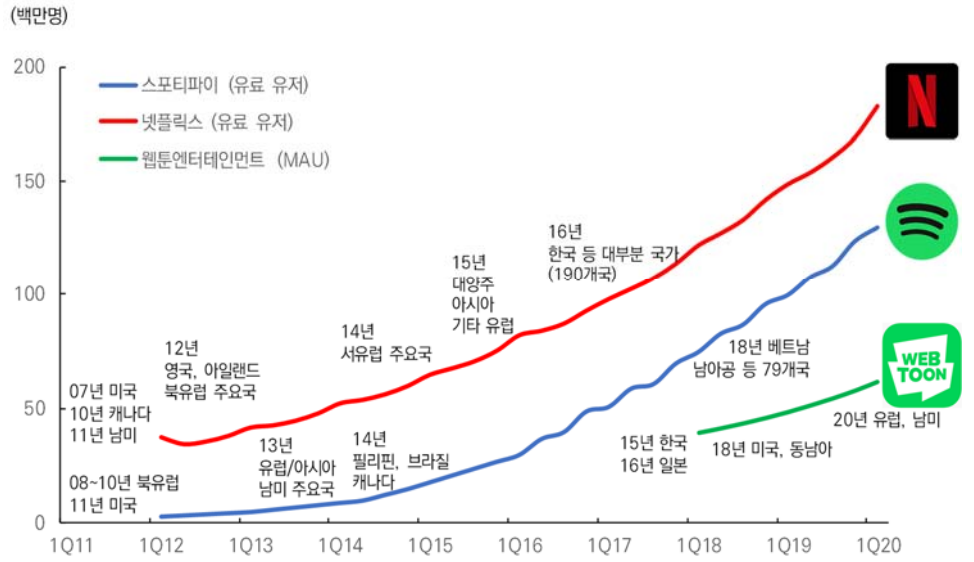
웹툰 플랫폼 적정 멀티플로 기존과 같이 PSR(거래액 기준) 8배를 적용했다. 글로벌 지배력 행사가 가능한 차세대 플랫폼이기 때문에, **앞서 디지털화를 겪은 동영상과 음원 시장 대표 플랫폼(넷플릭스, 스포티파이)이 부여 받던 밸류에이션을 참고**했다. 넷플릭스가 가입자 기반을 글로벌로 확장하고 매출이 꾸준이 성장하던 16년~20년 PSR은 중간값이 약 7~8배 수준(저점이 4배, 고점이 12배)이었다. 스포티파이 글로벌 가입자가 본격 성장하는 현 시점 PSR이 6배이고 상승 추세다.

수익화를 동반한 Webtoon Ent.의 지역 확장은 한국/일본(2015년 이후) → 미국/동남아(2018년 이후) → 유럽(2020년 이후)으로 이어지고 있다. 과거 넷플릭스가 미국(2007년 이후) → 중남미(2011년 이후) → 유럽(2012년 이후) → 아시아(2016년 이후)으로, 스포티파이가 유럽(2008년 이후) → 미국(2011년 이후) → 중동/아프리카(2018년 이후) 지역으로 확장하던 모습과 비견된다.

또한 이용자 지표 측면에서도 웹툰은 동영상, 음원과 대등하다. 웹툰 종주국인 한국에서 유저들의 이용 행태를 분석하면, 웹툰 순이용자, 이용 시간, 이용 일수(빈도), 이용자 리텐션(유지율) 등 모든 지표에서 웹툰의 우위가 나타난다.

Webtoon Ent.는 무료에 가깝게 운영되다가 1) 최근 글로벌 수익화에 접어든 시점이고, 2) 콘텐츠 수급 생태계가 형성되어 가는 엔터테인먼트 플랫폼이다. 콘텐츠 거래의 양적, 질적 발전이 글로벌 시장에서도 한국과 같은 모습으로 펼쳐질 잠재력이 있어 동영상/음원 플랫폼과 비교가 가능하다.

그림 19. 동영상, 음원에 이어 웹툰에서도 억대 유저 보유 플랫폼 출현 가능 (지역별 수익화, 출시 정리)



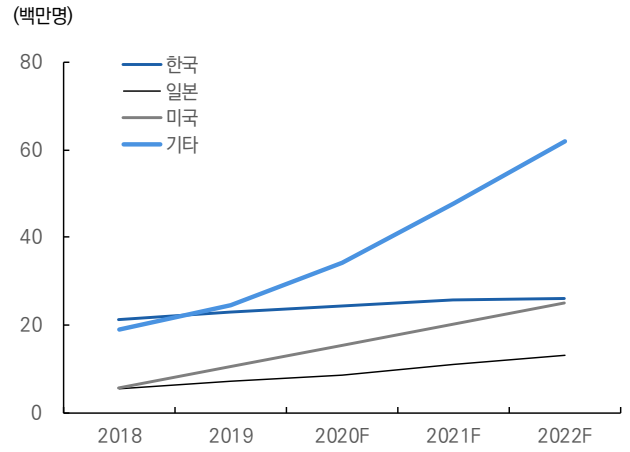
자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

표 18. 국내 주요 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 2020년 6월 월간, 6월 3주차 주간

	월간				주간			
	순이용자 (명)	평균 이용 시간 (분)	평균 이용 주수 (주)	이용자 유지율 (%)	순이용자 (명)	평균 이용 시간 (분)	평균 이용 일수 (일)	이용자 유지율 (%)
네이버웹툰	5,000,081	445.2	3.65	70.3	4,438,552	126.4	4.32	91.4
카카오페이지	4,405,492	961.6	3.34	78.5	3,266,394	281.4	4.90	87.4
멜론	4,169,368	134.8	2.99	82.2	2,612,285	50.8	3.54	81.5
넷플릭스	3,963,806	418.7	2.82	76.0	2,209,767	124.6	2.62	73.3

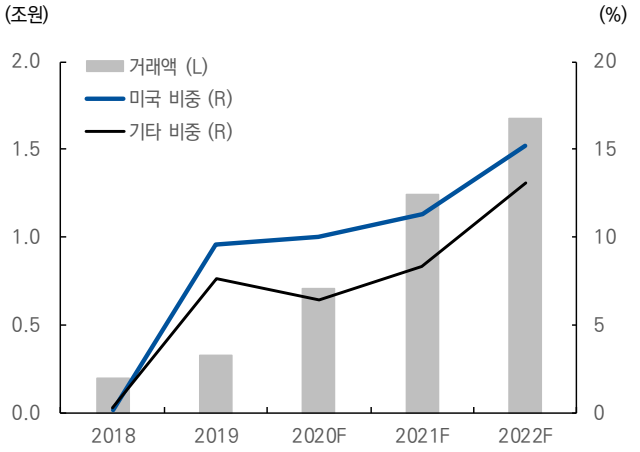
주: 모바일 안드로이드앱 기준
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. 웹툰엔터테인먼트(네이버웹툰) 지역별 MAU: 해외 증가 예상



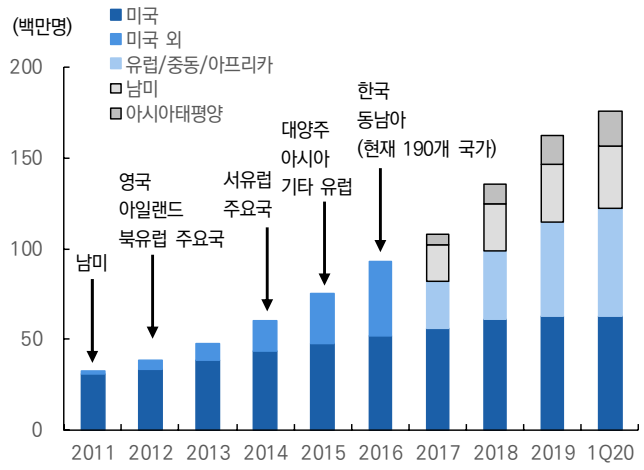
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 21. 웹툰엔터테인먼트(네이버웹툰) 지역별 거래액: 미국/기타 고성장



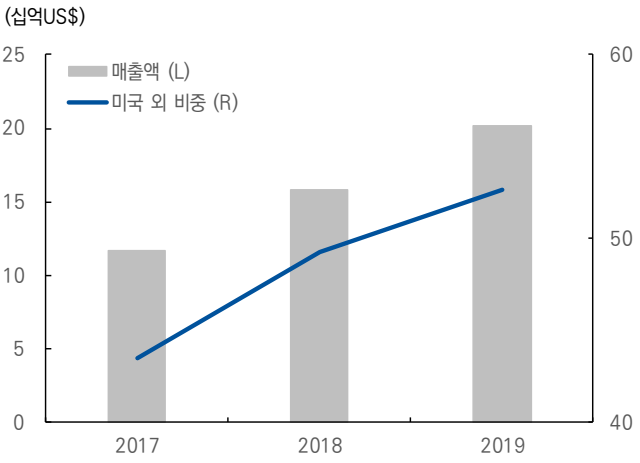
자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 넷플릭스 지역별 가입자: 미국 외 비중 증가



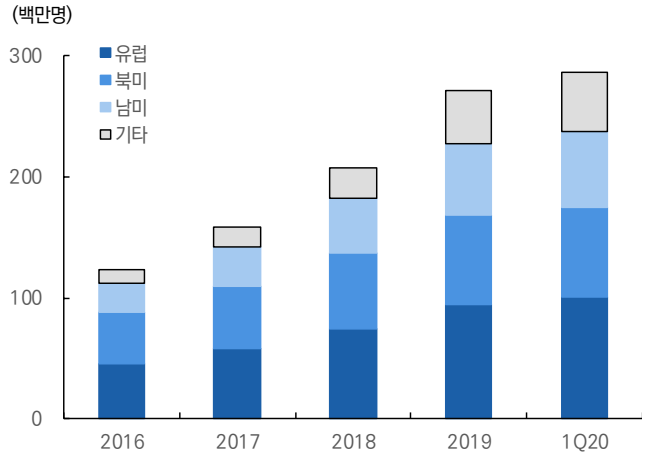
자료: Netflix, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. 넷플릭스 매출액: 미국 외 비중 증가



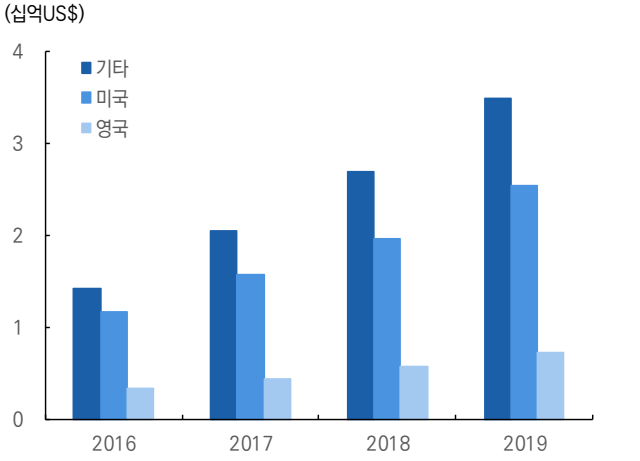
자료: Netflix, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 스포티파이 지역별 가입자: 글로벌 전 지역에서 고른 증가



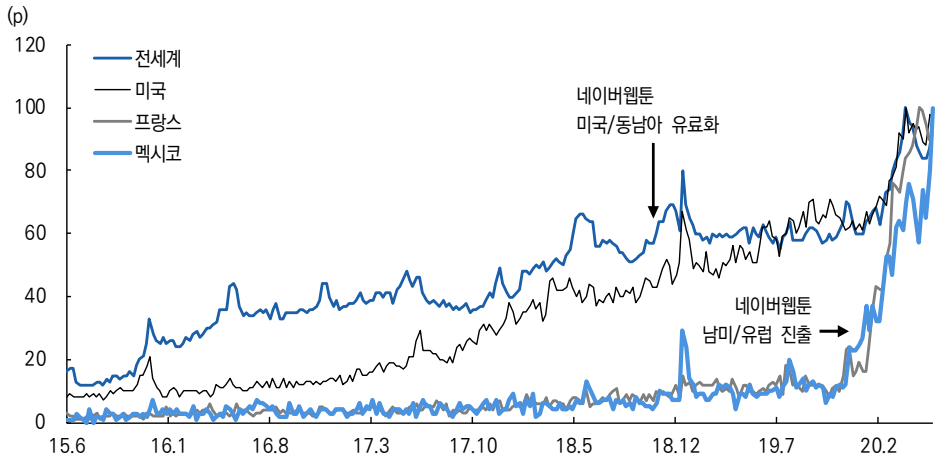
자료: Spotify, 미래에셋대우 리서치센터

그림 25. 스포티파이 매출액: 글로벌 전 지역에서 고른 증가



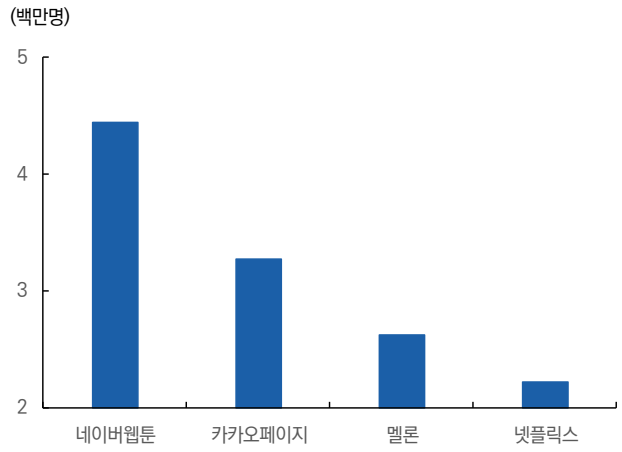
자료: Spotify, 미래에셋대우 리서치센터

그림 26. 'webtoon' 구글 트렌드: 남미/유럽 진출 후 관심도 급증



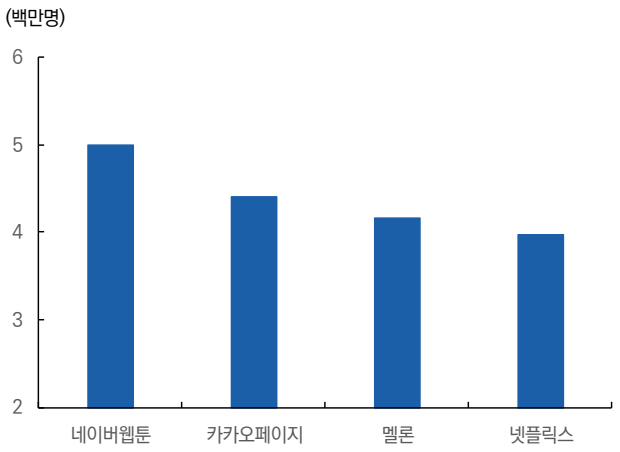
자료: Google, 미래에셋대우 리서치센터

그림 27. 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 주간 이용자 수



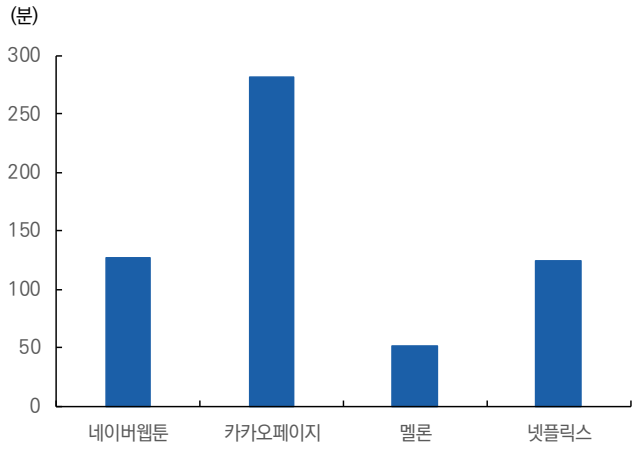
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 28. 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 월간 이용자 수



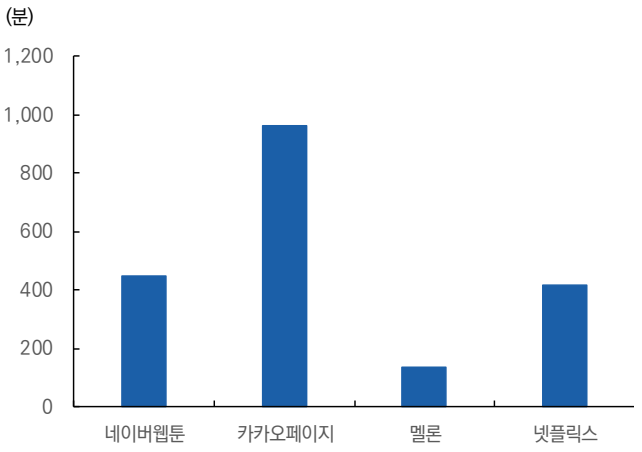
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 29. 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 주간 이용 시간



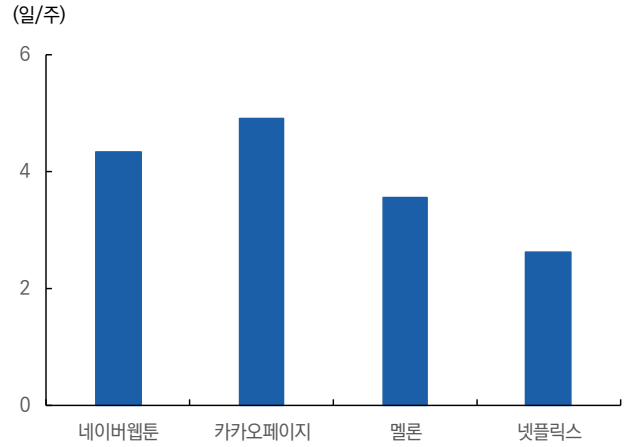
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 30. 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 월간 이용 시간



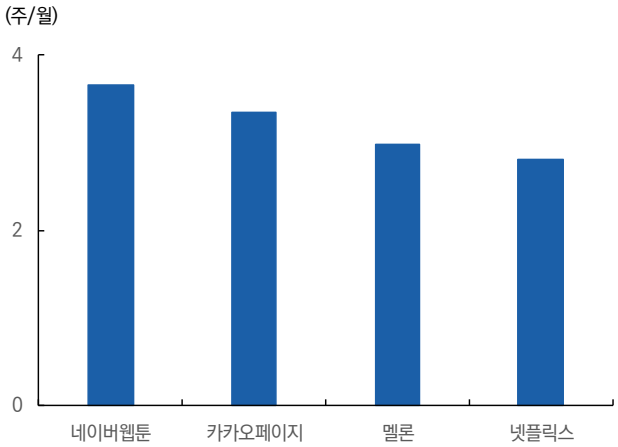
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 31. 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 주간 이용 빈도



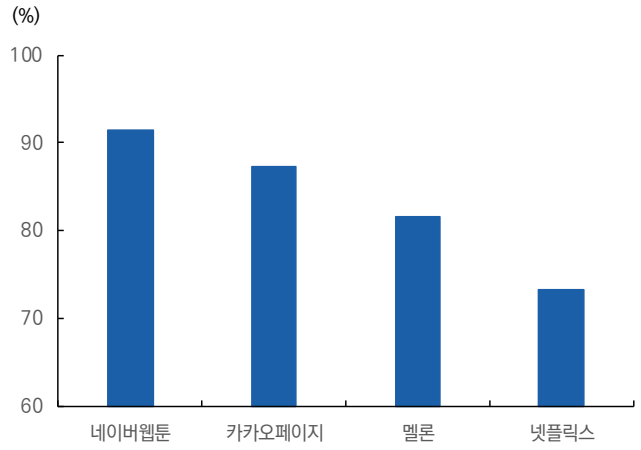
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 32. 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 월간 이용 빈도



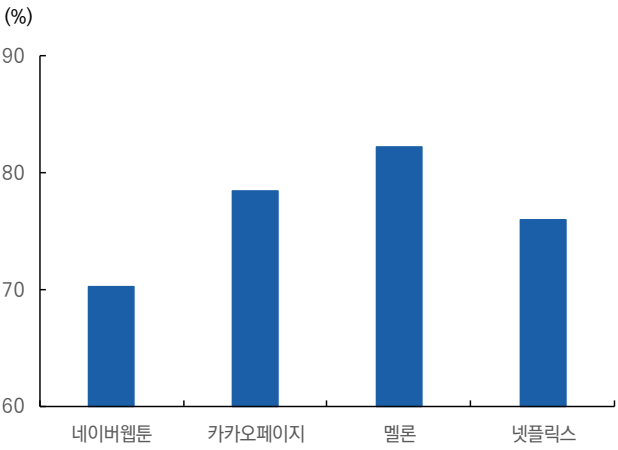
자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 33. 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 주간 이용자 유지율



자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

그림 34. 모바일 콘텐츠 앱 이용자 지표: 월간 이용자 유지율



자료: Koreanclick, 미래에셋대우 리서치센터

표 19. 글로벌 주요 콘텐츠 플랫폼 밸류에이션 (십억원, %, x)

회사명	시가총액	매출액			영업이익			영업이익률			PER			ROE			EPSG		
		19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F	19	20F	21F
종합 플랫폼																			
NAVER	43,940	6,593	7,463	8,539	710	1,025	1,454	10.8	13.7	17.0	61.0	55.3	37.6	10.7	12.5	15.8	-8.4	36.7	47.0
카카오	23,838	3,070	3,818	4,544	207	423	600	6.7	11.1	13.2	-	70.2	51.2	-4.7	5.9	7.7	-	208.7	37.2
웹툰 플랫폼/콘텐츠																			
디앤씨미디어	363	42	56	71	8	13	17	18.8	22.7	23.4	38.1	34.0	26.2	18.5	22.8	23.5	36.9	118.4	30.1
키다리스튜디오	110	27	-	-	1	-	-	2.6	-	-	39.2	-	-	14.6	-	-	826.7	-	-
미스터블루	314	64	80	82	14	19	21	21.7	23.6	24.9	24.2	4.9	18.0	33.8	30.0	27.3	338.1	425.3	-72.8
CHINA LITERATURE	8,388	1,408	1,590	1,793	175	252	297	12.4	15.8	16.6	44.4	36.8	31.7	5.8	6.4	7.1	8.9	10.1	16.4
음원/영상 스트리밍																			
NETFLIX	234,364	23,496	29,981	35,436	3,036	4,936	6,672	12.9	16.5	18.8	89.8	64.8	48.5	31.6	29.5	27.9	53.2	41.3	33.7
SPOTIFY	59,154	8,825	10,842	13,106	-95	-242	-61	-1.1	-2.2	-0.5	-	-	-	-3.6	-9.0	-2.0	-134.1	14.5	95.5
복합 플랫폼																			
ALPHABET	1,116,660	188,674	165,689	200,168	39,903	38,521	50,593	21.1	23.2	25.3	28.0	25.9	20.4	17.8	14.8	16.3	12.1	16.2	26.5
FACEBOOK	740,455	82,410	92,953	116,081	27,960	29,894	40,299	33.9	32.2	34.7	26.2	26.1	20.0	21.9	18.7	20.5	-15.3	-15.5	30.5
TENCENT	718,503	63,651	80,540	98,113	18,788	24,544	29,480	29.5	30.5	30.0	44.2	35.8	29.0	23.1	22.3	22.1	18.2	27.1	23.7
평균								14.2	16.2	18.1	41.9	37.8	30.5	12.4	-0.7	1.9	46.9	53.8	25.1

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

실적 전망: 21F 거래액 1.25조원 전망, 장기 마진은 거래액 대비 30% 이상

웹툰엔터테인먼트의 실적으로 20F 거래액 7,065억원(+116.2%), 매출액 3,124억원(+94.0%), 영업손실 -261억원(OPM -8.4%)을 전망한다. 21F에는 거래액 1.25조원(+76.3%), 매출액 5,573억원(+78.3%), 영업이익 194억원(OPM 3.5%)을 예상한다.

웹툰은 한국과 일본에서는 이미 성공적으로 안착해 안정적인 성장세를 이어가고 있다. 반면 성장 잠재력이 높은 미국, 유럽, 남미 등 지역은 최근부터 인지도가 생기면서 이용량이 급증하는 단계다. 따라서 정확한 외형 성장을 가늠하기는 어렵지만, 1) 자체 집계 중인(Sensortower) 거래액 데이터의 견조한 상승세, 2) 마케팅 집행 때마다 탄력적으로 증가하는 신규 유저(다운로드), 3) 콘텐츠 글로벌화에 따른 크로스보더 수급 지속 등을 근거로 거래액 추정치를 산출했다.

연간 실적 추정 중 금번 지배 구조 변경을 통한 Line Digital Frontier(라인망가) 편입 효과는 3Q20부터 반영했다. LDF는 19년에 이미 순이익이 발생한 법인이기 때문에 연결 시부터 전체 손익이 개선되는 효과가 있다. 동 법인은 18년 영업수익과 당기순손실 각각 230억원, -37억원, 19년 영업수익과 당기순이익으로 각각 659억원, 172억원을 기록했다.

당사 **추정 흑자 전환 시점은 21년**이다. 가파른 외형 성장과 마케팅비 증가가 핵심 변수다. 미국/유럽/남미 지역 선점을 위해 향후 최소 2~3년간 공격적인 마케팅을 펼칠 것이고, 기존에는 마케팅 활동이 제한적이었던 일본에서도 서비스 개편(연재형 콘텐츠 확대)과 점유율 확대를 위한 마케팅비 증액이 전망된다. 당사의 광고선전비 가정치는 20년 900억원, 21년 1,346억원이다.

표 20. Webtoon Entertainment 연간 손익 추정 **(십억원, 백만명, %, 원)**

	2017	2018	2019	2020F	2021F
매출액	34	72	161	312	557
콘텐츠 (웹툰+시리즈)		60	128	269	510
한국		60	92	132	168
일본(3Q20부터 합산)		40	66	105	182
미국		0	20	46	92
기타		0	16	29	68
광고/IP/기타		12	33	43	48
영업비용	72	126	182	338	538
지급수수료	30	55	82	182	317
마케팅비	29	43	55	90	135
인건비	11	24	38	56	73
기타	2	4	7	10	13
영업이익	-38	-54	-21	-26	19
영업이익률 (%)	-111.7	-74.9	-12.9	-8.4	3.5
주요 가정					
거래액	0	200	327	707	1,246
거래액 YoY		0.0	63.7	116.2	76.3
MAU	0	46	58	83	104
유료 결제율	0.0	12.1	14.1	16.8	18.8
월 ARPPU	0	2,997	3,318	4,237	5,276

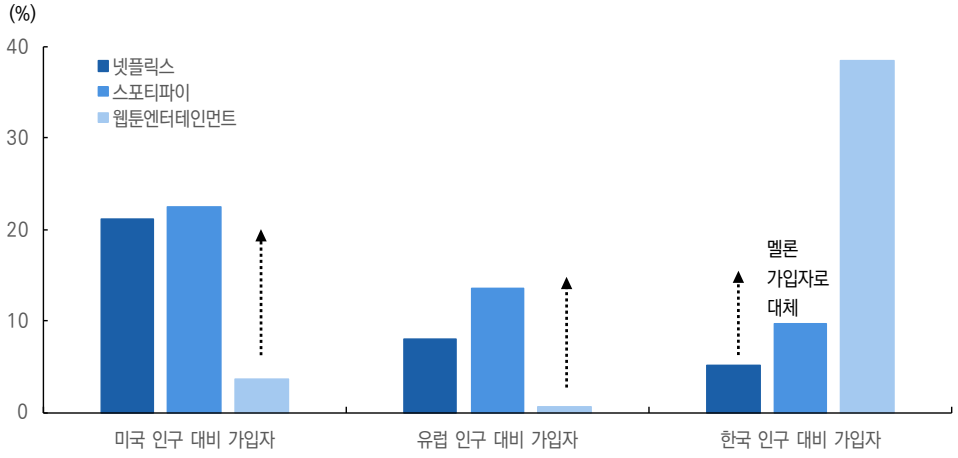
주: 연간 매출액과 영업이익을 제외한 모든 수치는 당사의 추정치, 일본 LDF 실적은 3Q20부터 반영
자료: 미래에셋대우 리서치센터

장기 달성 가능한 타겟 마진은 거래액 대비 30% 이상이다. 웹툰은 거래액 중에 1) 결제가 발생한 플랫폼에 지급하는 수수료(해외는 앱스토어/안드로이드 마켓, 한국/일본은 네이버/라인페이)와 2) 작가/CP사 배분을 제외한 부분이 플랫폼 몫이 된다. 이외의 고정성 비용(마케팅비, 인건비, 서버비 등) 비중이 감소하는 시점까지 거래액 증가에 따른 레버리지가 지속적으로 발생하는 구조다.

앞서 비교 대상으로 제시한 동영상/음원 서비스의 경우 기존부터 존재했던 콘텐츠 양식을 디지털 스트리밍화해 시장을 키웠고 규모의 경제를 누리기 시작했다. 1Q20 기준 각 콘텐츠 1위 플랫폼 MAU는 프리미엄 비디오 1.8억명(넷플릭스), 음원(스포티파이 2.9억명), 웹툰(웹툰엔터 6,200만명)이다. 넷플릭스는 미국 인구의 20%, 스포티파이는 유럽 인구의 13.5%, 웹툰은 한국 인구 38%가 사용하는 만큼 기존 주력 지역에서 이용률이 높은데, 서비스 지역 확장 이후 신규 출시 국가에서도 인구 대비 이용률이 상승하는 추세다.

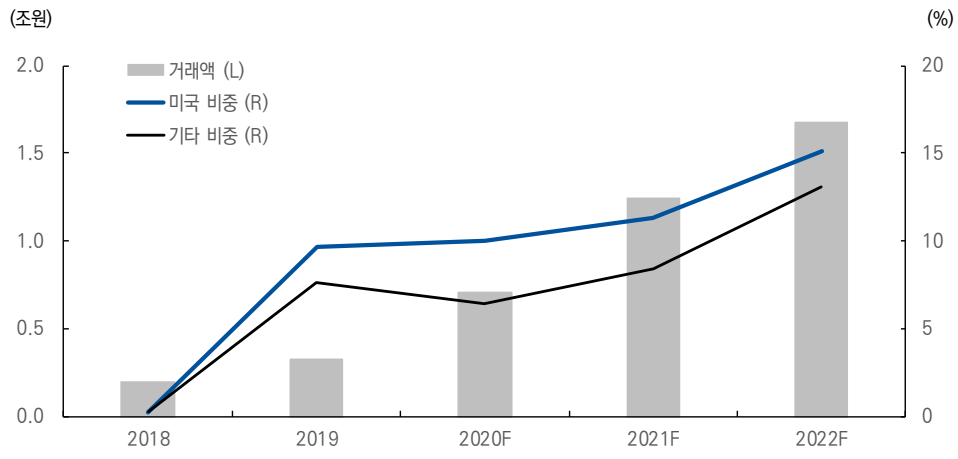
이에 비춰 볼 때 웹툰 또한 이용 문화 확산과 함께 해외 매출액 증가 가능성이 높다. 만화 → 웹툰 디지털 스트리밍 시장의 대안 없는 1위 후보로서 1) 콘텐츠 특성을 잘 살린 부분 유료화 모델(ARPPU 증가 가능성), 2) 높은 이용자 관여도(국내 이용자 지표), 3) 콘텐츠 퀄리티 상승과 이용자 유입의 선순환(Q 증가) 등 잠재력에 주목이 필요하다.

그림 35. 각 서비스의 인구 대비 가입자 비중: 기존 주력 국가 → 신규 진출 국가 비중 확대



자료: 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

그림 36. 웹툰엔터테인먼트 거래액 전망: 해외 비중 꾸준히 증가



자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 21. 기존 네이버웹툰 연간 손익 정리 (백만원)

	2017	2018	2019
영업수익	34,097	72,201	161,024
영업비용	72,181	126,313	181,764
지급수수료	30,331	54,862	82,209
광고선전비	29,022	43,469	55,436
인건비	10,501	23,551	37,574
여비교통비	468	578	1,123
유무형자산상각비	99	312	2,967
지급임차료	570	1,108	138
대손상각비	80	396	23
기타	1,111	2,037	2,295
영업손실	-38,084	-54,112	-20,740
기타수익	79	194	2,190
기타비용	122	10,074	-16,159
금융수익	146	556	514
금융비용	0	91	-2,265
법인세비용차감전순손실	-37,981	-63,528	-36,460
법인세수익	1,452	780	2,967
당기순손실	-36,529	-62,748	-33,493
기타포괄손익	104	-2,181	-1,704
총포괄손실	-36,425	-64,930	-35,197

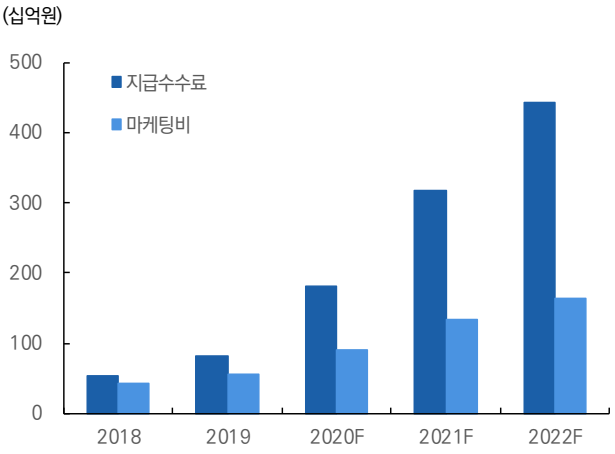
자료: 네이버웹툰, 미래에셋대우 리서치센터

표 22. Line Digital Frontier 연간 손익 (백만원)

	2018	2019
영업수익	22,992	65,941
당기순이익	-3,686	17,197
총포괄손익	-2,851	21,642

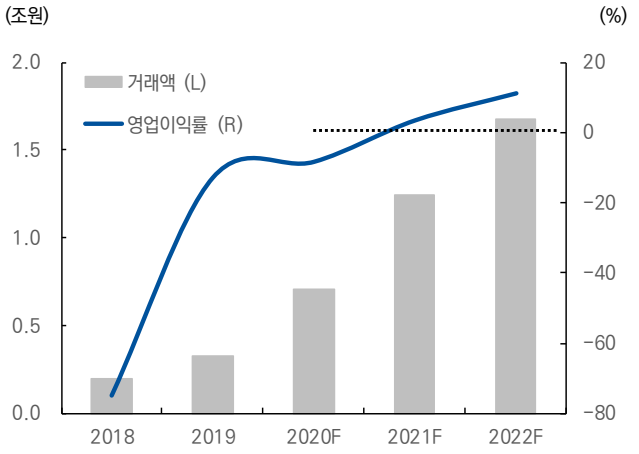
자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

그림 37. 지급수수료(외형 연동)와 마케팅비(트래픽 확보 목적) 증가 예상



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 38. 흑자 전환 시점은 21년으로 전망



자료: 미래에셋대우 리서치센터

3. 동영상, 음악 다음은 웹툰: 스트리밍의 장기 집권이 시작됐다

웹툰의 정체성은 1) 모바일에 최적화된 새로운 엔터테인먼트 포맷, 혹은 2) 출판 만화의 온라인 버전 두 가지 시각으로 바라볼 수 있다. 1)의 관점은 이용 매체, 이용 방식 등 유저 행동과 콘텐츠 형식에, 2)는 콘텐츠 포맷의 본래 특성에 각각 중점을 둔 것이다. 당사는 웹툰과 종이 만화를 구분 짓는 1)의 관점을 선호하지만 기존의 동영상과 음악 포맷에 디지털화가 미친 영향이 웹툰 산업에 힌트가 될 수 있다고 판단해 여기서 2)의 관점으로 변화 방향에 대해 짚어보고자 한다.

스트리밍은 Q(유료 이용자)를 증가시킨다

만화, 비디오, 음악은 기술 발전에 따라 콘텐츠 매체가 시대별로 진화했다는 공통점이 있다. 각각 여러 번 변화를 거친 현재의 유통 표준은 스트리밍이다. 플랫폼에 접속해 콘텐츠를 실시간으로 다운로드하고 재생하는 이 방식은 향후 상당 기간 주도적인 서비스 형태로 자리잡을 것이다.

과거 콘텐츠 매체의 시대별 변화 원인은 기술 발전이었다. 매번 더 나은 편의성과 품질을 제공하는 매체로 주도권은 이동했다. 우리 기억 속의 동영상 매체(VHS → DVD → OTT/VOD), 음악 매체(바이닐 → 카세트 → CD → MP3) 진화 또한 품질 개선과 편의성 향상이 목적이었다. 반면 현재 시장을 주도하는 스트리밍은 매체 형태가 바뀌지 않아도 이 부분을 자체 개선할 수 있다. 따라서 같은 시장 내에서의 사업자 간 경쟁만 제외하면 스트리밍의 장기 집권은 가능하다.

향후 상당 기간 콘텐츠 산업을 책임질 스트리밍이 기존 매체에 비해 가지는 확실한 장점은 보급력이다. 동시 접속이 무한대로 가능하기 때문이다. 과거 시대별 주도 매체는 각 시장 규모를 변화 시키는 힘이 있었다. CD로 흥하고 MP3로 망한 뒤 스트리밍으로 부활하고 있는 음악 시장이 좋은 예다. 스트리밍 환경에서는 기존보다 Q 증가(유료 이용자) 잠재력이 높기 때문에 시장 성장에 유리하다. 객단가 영향은 콘텐츠별로 상이할 가능성이 있다.

그림 39. 콘텐츠 유통의 종착지는 스트리밍

자료: 미래에셋대우 리서치센터

음악 시장은 감소 후 회복 중: CD/LP → 음원 스트리밍 과정에서 Q 증가 지속

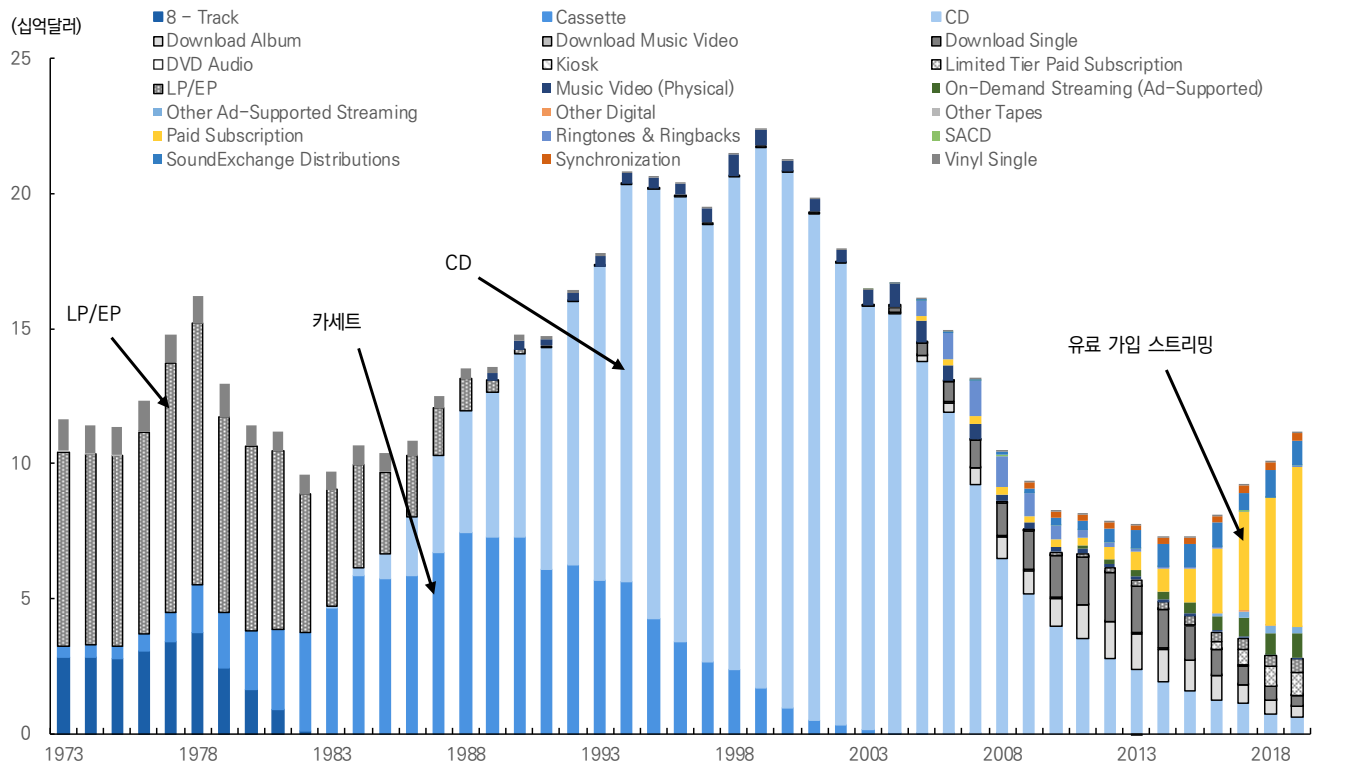
미국 기준으로 1세대인 바이닐(LP)은 1978년 97억 US$ 규모(전체 recorded music은 162억 US$ 의 59.9%)의 시장을 이뤘다. 2세대는 카세트로 1988년 73억 US$(전체 135억 US$의 54.1%)까지 성장했다. 3세대 CD 시대는 음악의 전성기였다. 1995년 CD 시장 규모는 197억 US$(전체 224억 US$의 87.9%)에 달했다. 2000년대 초반부터는 MP3에 의한 시장 충격으로 시장이 급감했다. 이에 따라 2014년 전체 시장이 72억 US$까지 줄었다. 2015년 이후로는 스트리밍이 본격 성장하면서 시장이 회복되기 시작했다. 2019년 스트리밍은 59억 US$(전체 111억 US$의 53.4%)이다. 스트리밍의 최근 5개년 평균 성장률은 48%, 3개년은 34.9%다.

돌아보면 음악은 CD 위주의 시장 구성이 유리했다. 이 시장은 높은 객단가(P)와 정확한 숫자의 유료 이용자(Q)가 모두 탄탄한 근거를 가졌다. 동영상과 달리 음악은 대여 문화가 없었기 때문에 이용자 대다수가 콘텐츠를 실제로 구매했다. 이 현상은 독특한 팬덤 문화를 형성하면서 CD 앨범의 소장 가치가 부각됐고 높은 객단가가 정당화됐다.

음악 저장매체들에 비해 음원 스트리밍은 이용자(Q) 성장 여력이 높다. 글로벌 앱이기 때문에 실물 음반보다 유통이 쉽고 도달 범위도 넓다. 반면 객단가(P)는 기존보다 낮아질 가능성이 크다. 팬덤 문화에 중요 부분인 소장 가치가 제거되고 실제 콘텐츠 이용 가치만 남기 때문이다.

음악 시장이 아직 25년 전 CD 전성기의 규모를 회복하지 못한 것은 CD 대비 P 감소가 급격히 반영되었지만 Q 성장은 이제 막 시작되었기 때문이다. 글로벌 스트리밍 서비스의 커버리지가 지속 확대되면서 이용자 성장 잠재력은 차차 실현될 것이다. 이에 따라 음악 시장도 과거의 시장 규모에 보다 가까워질 가능성이 높다.

그림 40. 미국 음악 시장은 주도 매체가 시장 규모를 바꿨다: LP → CD → 카세트 → MP3 → 스트리밍



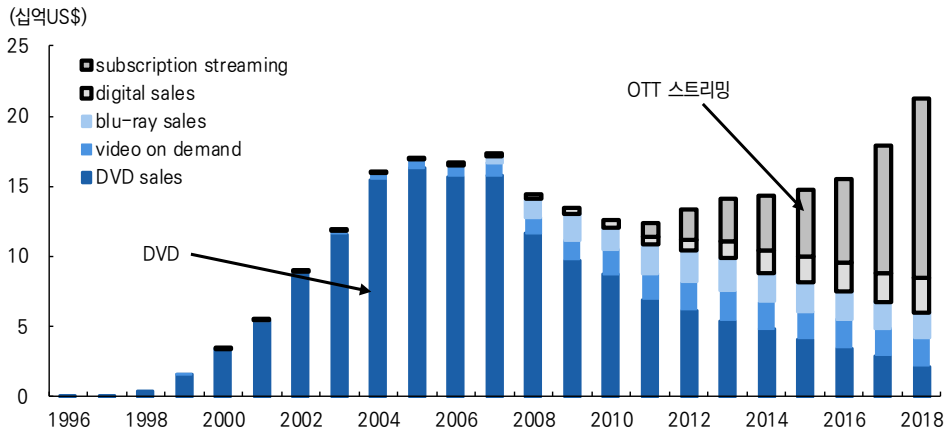
주: 2019년 가격 기준으로 인플레이션 효과 반영
자료: 미래에셋대우 리서치센터

홈비디오 시장은 기존보다 확대: DVD → OTT 과정에서 Q 증가

미국 기준으로 DVD가 주도했던 2005년 홈비디오 매체 시장 규모는 171억 US$였다. DVD는 이 중 95%를 차지할 만큼 막강한 매체였다. 이후 DVD 렌탈을 대체하는 글로벌 베이스 OTT 서비스가 출현했고 시장은 스트리밍 모델로 빠르게 변화했다. 2018년 시장은 기존 DVD 주도의 시장 고점을 넘는 213억 US$를 기록했다. 최근 3년간 연평균 39.1%로 빠르게 성장한 스트리밍에 힘입은 시장 확대가 지속되고 있다.

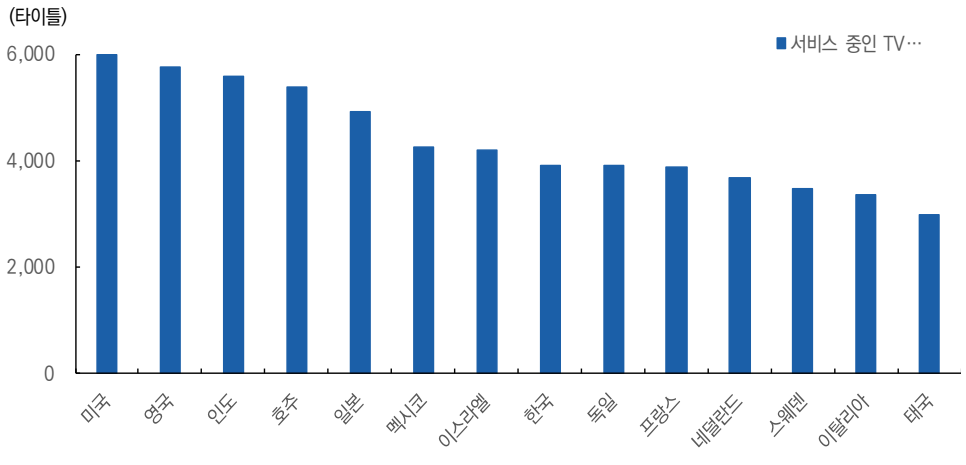
스트리밍 시대에 동영상 시장이 더욱 커진 이유는 과거에 비해 Q가 급증했기 때문이다. DVD(비디오테이프)는 개인이 구매하기도 했지만 대여점을 통해 빌려 이용하는 경우가 국내외에서 모두 많았다. 실제 이용자에 비해 구매자 수는 적을 수밖에 없어 Q의 과소 평가가 불가피한 형태였다. 반면 스트리밍을 통해 디지털화된 동영상 시장은 인당/건당 이용료가 과금되는 형태로 변했다. DVD(비디오테이프) 구매와 비교한 스트리밍 객단가(P) 변화는 케이스마다 다르겠으나, 모든 소비자(Q)에 정확한 과금이 가능해지면서 시장 규모는 빠르게 확대될 수 있었다.

그림 41. 미국 홈비디오 시장 구성 변화: DVD → OTT



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 42. 글로벌 OTT는 월 정액 1만원의 글로벌 베이스 DVD 대여 체인과 같다



자료: 미래에셋대우 리서치센터

만화(출판 → 웹툰 스트리밍)은 시장이 커질 것: Q 폭증

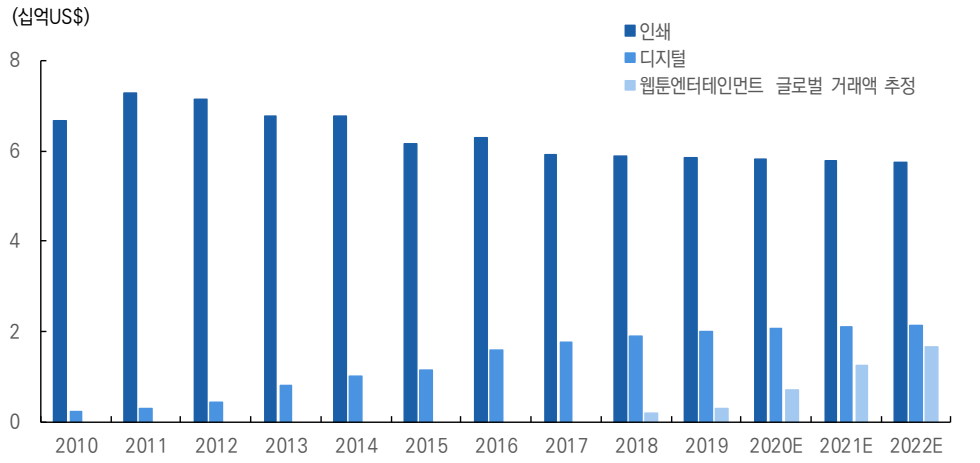
글로벌 만화 시장은 2018년 78억 US$ 규모다. 대체 콘텐츠 다양화로 인쇄 만화책은 특별한 방향성 없이 마니아 중심으로 유지되는 모습이다. 이 시장은 동영상처럼 대여점에서 빌려 이용하는 경우가 많으면서도, 음악처럼 팬덤에 기반한 '소장' 가치도 부분적으로 인정되는 특징을 가졌다.

과거 동영상과 음악 시장에서 얻을 수 있는 힌트는 **스트리밍이 Q 상승 여력을 만들어낸다**는 것이다. 기존 만화 시장 참여자의 경우 1) 대여해서 이용하던 만화가 스트리밍화되면 실제 이용자 식별이 가능해져서 Q(유료 이용자)가 단기간에 커지는 효과가 있다. 2) 기존 구매 이용자는 기존에 유통되지 않던 콘텐츠 이용을 위해 스트리밍을 새롭게 이용할 수 있다. 한편 3) 기존에 만화를 보지 않던 사람들은 모바일 편의성에 맞춘 새로운 엔터테인먼트의 한 장르로 웹툰에 접근할 수 있게 된다.

글로벌 단위 플랫폼이 지배력을 행사하는 시점부터 지역 확장에 따른 Q 상승은 가파를 것으로 판단한다. 웹툰엔터테인먼트는 글로벌 출시/수익화 이후 거래액 증가, 크로스보더 콘텐츠 수급 등이 시작됐다. 홈비디오와 음악 시장이 과거 경험한 변화가 웹툰에서 재현될 가능성에 주목해야 한다.

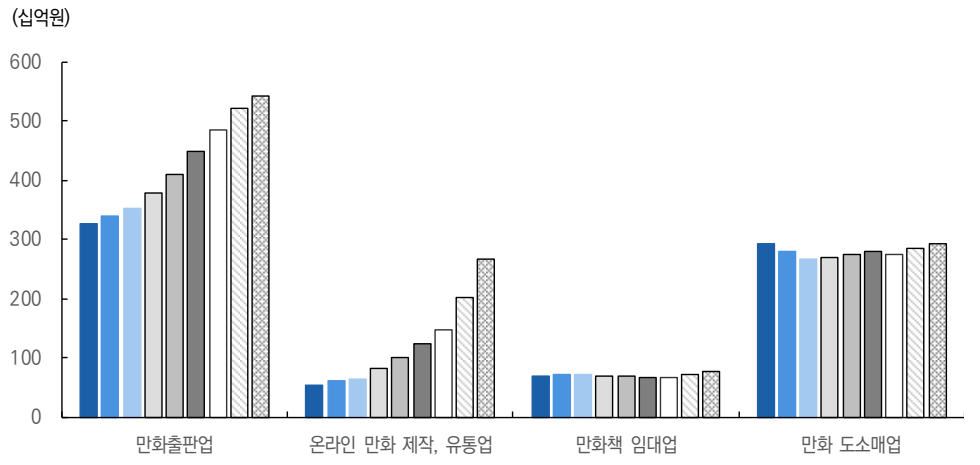
참고로 한국 만화책 시장은 2018년 약 1조원 규모로 파악되는데, 19년 네이버와 카카오에서만 웹툰/웹소설이 4천억원 이상 거래됐다. 잘 다듬어진 웹툰 콘텐츠와 플랫폼이 글로벌 모바일 엔터 포맷으로 자리잡는 미래에는 기존 글로벌 만화 시장 약 10조원을 크게 뛰어넘을 가능성이 있다.

그림 43. 만화 콘텐츠도 스트리밍이 표준이 된다면 시장 규모 월등히 증가할 것



자료: ICv2, PwC, SNE, 미래에셋대우 리서치센터

그림 44. 최근 10개년 한국 만화 시장: 웹툰/온라인만화가 성장을 주도



자료: KOCCA, 미래에셋대우 리서치센터

III. 네이버파이낸셜: 10조 +α로 가는 길

1. 금융플랫폼 어떻게 평가할 것인가?

국가와 플랫폼

국가와 플랫폼의 유사성
= 낮은 할인율 적용 가능

2020년을 기점으로 네이버파이낸셜과 카카오페이증권 등 금융플랫폼이 본격적으로 영업을 시작하면서 그 파급과 Valuation에 대한 관심이 고조되고 있다. 더불어 코로나19 사태를 계기로 확산되는 언택트 문화의 확산과 소비 채널의 변화는 금융업의 Digitalization을 촉진하는 좋은 토양을 제공하고 있다.

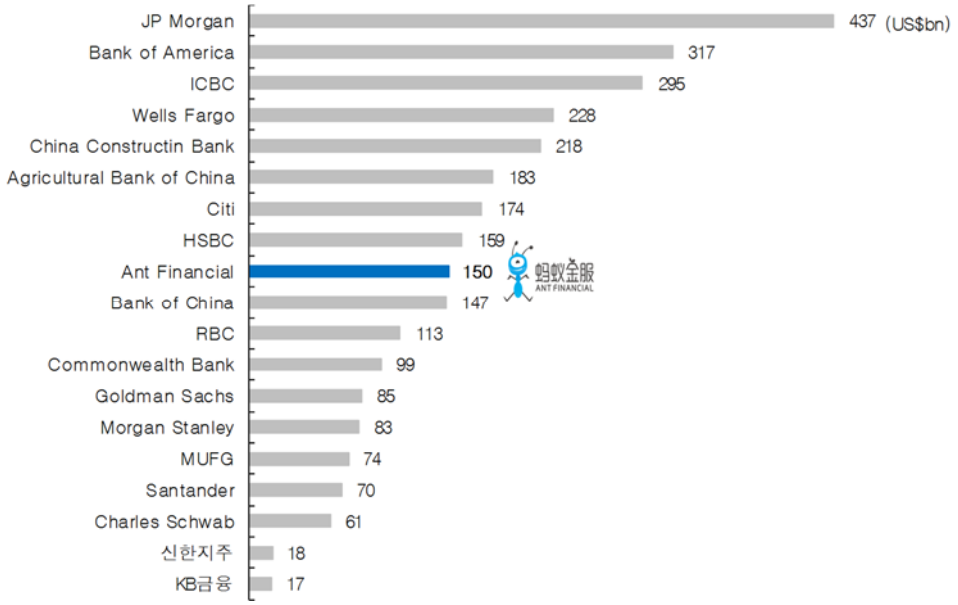
대표적인 금융플랫폼인 알리바바의 자회사인 '앤트파이낸셜'의 경우 2018년 펀딩에서 1,500억 달러의 가치를 평가 받았다. 유수의 중국은행들뿐 아니라, 글로벌 금융기관들의 시총에 버금가는 수준이다. 중국의 가장 크고 성공적인 모델로 평가 받고 있는 'WeBank' 역시 2018년 말 소수지분 매각 당시 PBR 12배의 높은 평가를 받은 바 있다.

IPO를 진행하는 미국의 P2P 보험사인 'Lemonade'는 적자 상태이지만, 2조 원의 가치가 최근 언급된다. 이는 매출(수입보험료)의 3배 수준이다.

하지만 이러한 소수의 성공적인 장외 평가를 국내의 금융플랫폼에 대입하기에는 한계도 엄존한다. 이미 많은 금융기관들이 촘촘히 경쟁하고 있어 잉여 마진이 적고, 규제 환경이 엄격하며, 로컬 시장의 확장성 한계 등 환경은 매우 다르다.

새로운 대상과 현상을 평가하는데 있어 혼란을 줄이는 지름길은 '기준'을 정립하는 것이다. 우리는 지난 해부터 'Financial Platform 어떻게 평가할 것인가'라는 화두로 이러한 기준을 공유하고 있다.

그림 45. Ant Financial 펀딩 가치와 주요 금융주 시가총액

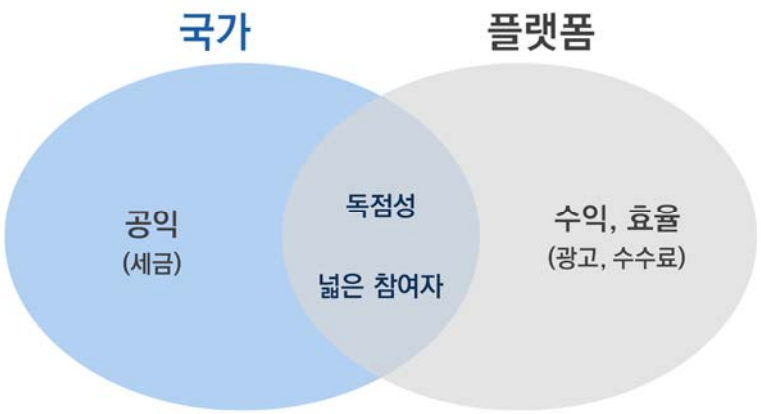


주: 주요 금융주 시가총액은 19년 말 기준
자료: Bloomberg, CB Insights, 미래에셋대우 리서치센터

복기해 보면 다음과 같다.

플랫폼과 국가는 독점성과 넓은 참여자를 대상으로 한다는 공통점을 가지고 있다. 공익을 추구하기 위해 세금을 징수하는 독점권을 가지고 있는 국가의 채권은 모든 금융자산을 평가하는 할인율의 출발점이다. 공익이 아닌 수익을 추구하지만 독점성을 지니며 넓은 사용자 층으로부터 직간접적으로 수익(수수료, 광고)을 거둘 수 있는 플랫폼이라면 Valuation에 있어 극단적으로는 국채의 할인율을 적용할 수 있다.

그림 46. 국가와 플랫폼



자료: 미래에셋대우 리서치센터

다만 일반적인 플랫폼과 달리 금융업의 속성이 부가된다면 극도로 낮은 할인율을 적용하기에는 한계가 있다. 금융업이 수반하는 고유 리스크를 반영해야 하기 때문이다.

단순하게 보면 금융업의 수익원 중 수수료처럼 위험이 수반되지 않는 영역을 금융 플랫폼이 잠식하면 높은 Valuation을 받을 수 있을 것이고, 반대로 기존의 금융사와 유사한 모델을 추구한다면 금융업의 낮은 Valuation을 적용할 수 밖에 없다는 것이다.

Joint Venture 형태로 각 금융회사들과 손잡은 금융플랫폼을 평가하는데 있어 높은 Valuation을 받을 수 있는 전제 요건은 다음과 같다. 1) 독점적이고 넓은 사용자 층을 확보하고, 2) 중개형 모델로 금융 고유의 위험을 낮추면서, 3) 높은 재무적 성과(ROE)를 시현해야 한다.

표 23. 핀테크 진출 현황

핀테크사	주요 현황
네이버	- 네이버페이 사업 부문 분할해 별도 법인인 네이버파이낸셜 설립 (19.1) - 비대면 CMA 네이버통장 출시 (20.6) - 보험 서비스 출시 예정 (20.下)
카카오	[카카오뱅크] - 최근 신용카드 발급에 따른 수수료 수입으로 수수료 부문 개선 (제휴 신용카드 신청 10일만에 10만 명 기록) - IPO 절차 하반기부터 본격화 예정 [카카오페이증권] - 바로투자증권 인수 후 사명 변경하고 핀테크 기업 최초 증권업 진출 (20.2) - 계좌 출시 100일만에 계좌 수 125만 개 돌파 [디지털 손보사] - 카카오-삼성화재 디지털 손보사 출범 합의 철회(20.5)하고 독자 손보사 설립 위해 올 9월 예비인가 신청 계획
토스	- 간편 송금서비스와 더불어 은행 신용대출 상품 비교서비스 등 제공 - 국내외 보험사와 제휴 맺고 보험 상품 판매하는 미니보험 서비스 출시 (19.1) - 금융투자업 예비인가 받고(20.3) 증권업 진출 예정 (20.下) - 토스뱅크 출범 예정 (21.上)
케이뱅크	- BC카드를 필두로 5,949억 원 규모의 유상증자 결정하고 새 입출금통장 출시 예정 (20.7)
캐롯손해보험	- SK텔레콤, 현대자동차, 한화손해보험이 투자해 설립한 국내 첫 디지털 손보사 (20.1) - 주행거리에 따라 보험료를 후불로 낼 수 있는 '퍼마일 자동차보험' 등 경쟁사에 없는 신개념 상품 출시로 차별화
SK텔레콤	- DGB대구은행, KDB산업은행과 고금리 적금 상품 출시 - 11번가, 현대캐피탈, 현대카드 등과 소상공인 대상 금융 서비스 개발
하나금융그룹	- 더케이손해보험 인수(20.5)하고 하나손해보험 출범 (20.6) - 디지털 손보사로 전환 추진

자료: 각 사, 언론보도, 미래에셋대우 리서치센터

낯설지만 새롭지 않은 Valuation의 선례

이미 일부 금융주는 플랫폼의 특질 → 높은 Valuation

전술한 기준에 입각하면 오히려 미국의 금융주에서 Valuation의 길잡이를 발견할 수 있다. 이미 플랫폼과 금융의 특질을 겸비한 많은 금융업 및 관련주가 있기 때문이다.

〈그림 47〉은 미국의 금융주를 유형별로 분류하고 PBR의 최저, 최고, 중간 값을 표현한 차트이다. 〈그림 48〉은 이를 바탕으로 리스크 노출의 수준과 독점의 강도에 따라 비즈니스 모델을 범주화한 것이다.

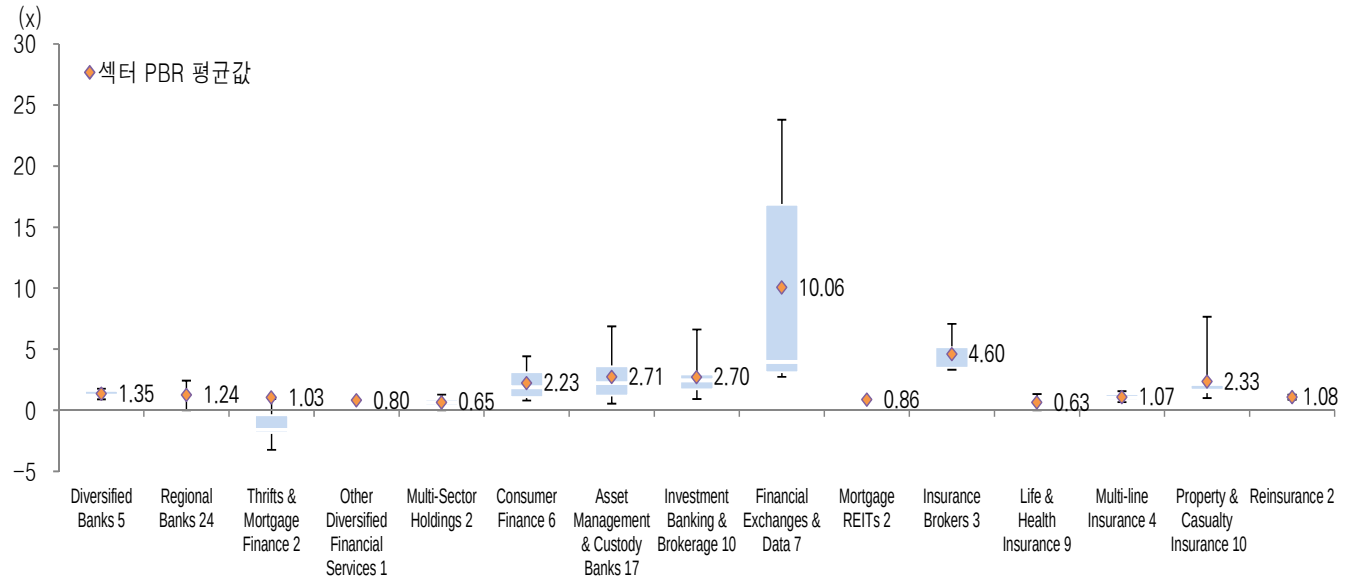
가장 높은 평가를 받는 영역은 '거래소 및 금융데이터 서비스'가 압도적이고, 그 다음은 '보험 브로커', '자산운용사 및 Custody'가 뒤를 잇고 있다.

거래소 및 금융데이터 서비스의 특징은 매우 독점적이고 많은 참여자들이 동시에 빈번하게 활용한다는 측면에서 플랫폼과 닮아있다. 팬데믹의 위기 상황에서도 미국 금융주 중 연초부터 가장 높은 수익률을 보이고 있는 금융주는 MarketAxess이다. 채권 거래에 특화된 플랫폼인데 1분기 ROE는 전년 보다 약 30% 상승한 38.2%에 이른다. 금리가 급락하면서 채권 가격의 상승과 변동성이 커지는데 아무런 비용 수반 없이 수수료를 얻을 수 있는 수익 구조가 발휘된 결과이다. 각국의 주요 증권거래소 역시 코로나 사태 이후 주가 반등의 과정에서도 회복 탄력성이 높다는 점을 알 수 있다.(그림 49 참조)

보험 브로커 및 자산운용업의 경우 순수하게 위험이 없는 수수료를 통해 수익을 창출하고, 금융회사이지만 대규모 자본이 필요하지 않기 때문에 자본비용이 크게 부과되지 않는다.

이들의 특징을 조합하면 독점적이고, 수수료를 중심으로 수익을 창출하고, 자본이 크게 필요하지 않다고 요약할 수 있다. 새롭게 출현하고 있는 금융플랫폼도 이러한 특질을 확보한다면 높은 Valuation을 받을 수 있는 것은 기정사실이다.

그림 47. 미국 금융주 유형별 Valuation Band



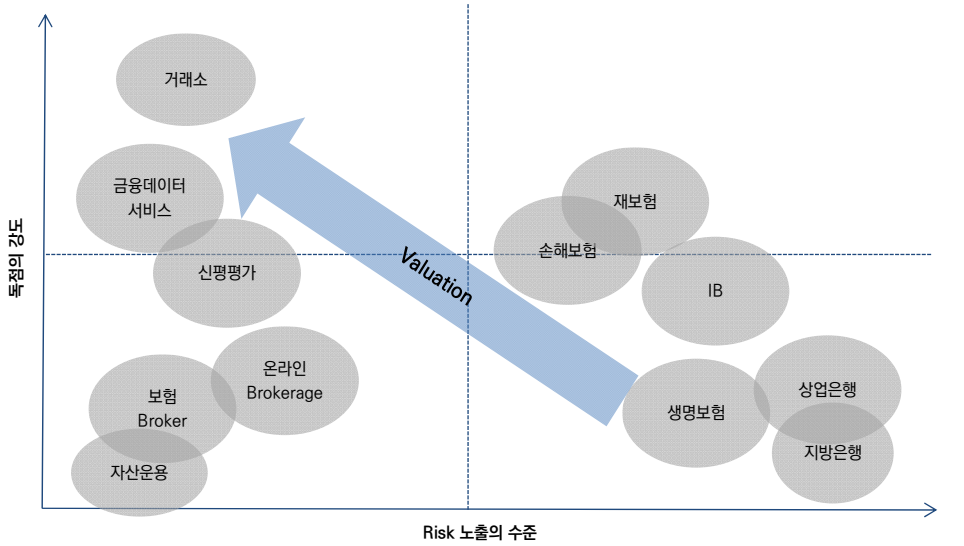
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

무엇이든 명징하게 보기 위해서는 반증의 과정을 거치는 것이 효과적이다.

반대의 극단은 주로 신용리스크를 수반하는 대출과 관련된 상업은행 및 모기지 업체, 금리 위험과 제반 옵션위험에 노출된 생명보험업 등이 PBR 1.0배에 미치지 못하는 낮은 평가를 받고 있다.

이러한 차이는 자본시장의 위기 국면에서 두드러지게 나타난다. 독점적이고 수수료 중심의 비즈니스모델을 가진 금융사는 최근 팬데믹 위기 속에서도 매우 견조한 주가 흐름과 회복 탄력성을 보이고 있다. 일반적인 금융 고유의 리스크를 지니는 금융사들은 현저하게 언더퍼폼하고 있다.

그림 48. 금융업 유형별 Matrix (Risk 노출 수준과 독점성에 따른)



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 49. 주요 증권 거래소 주가 추이

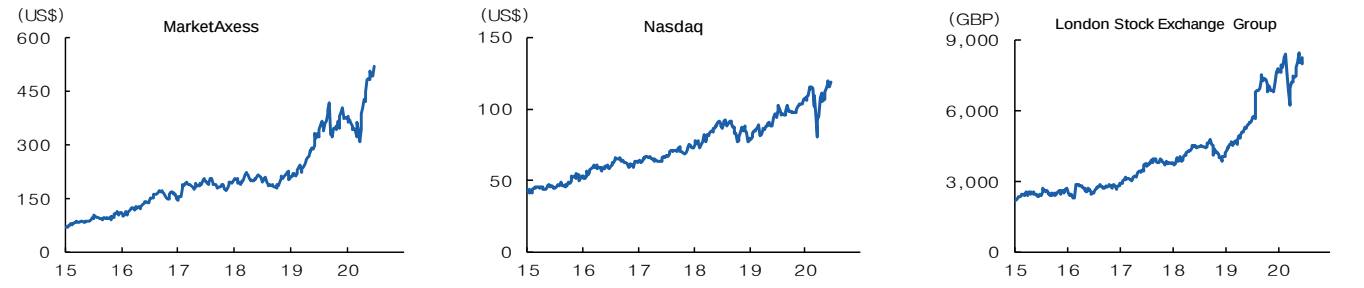


그림 50. 주요 금융 데이터 서비스 주가 추이

그림 51. 주요 금융 ETF 주가 추이

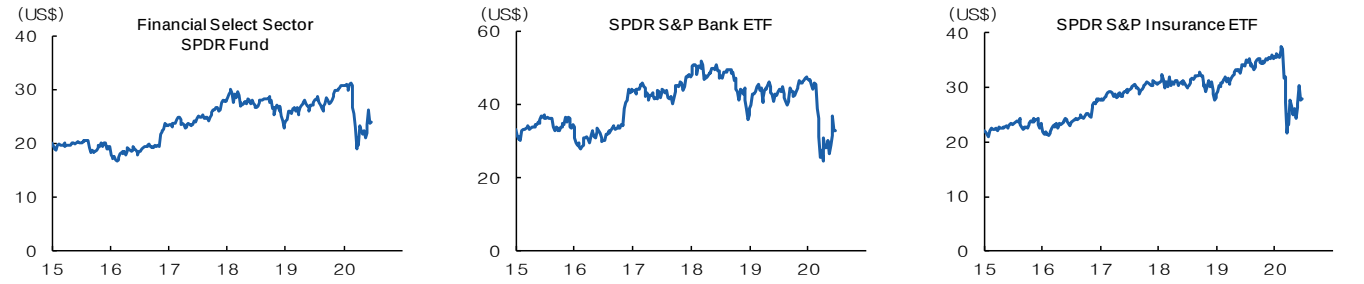
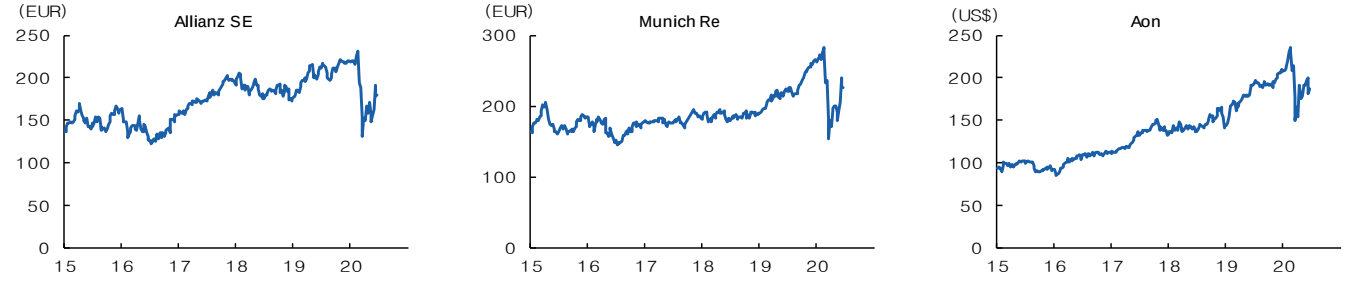


그림 52. 주요 상업 은행 및 IB 주가 추이

그림 53. 주요 보험사 주가 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

멀지 않은 곳의 사례

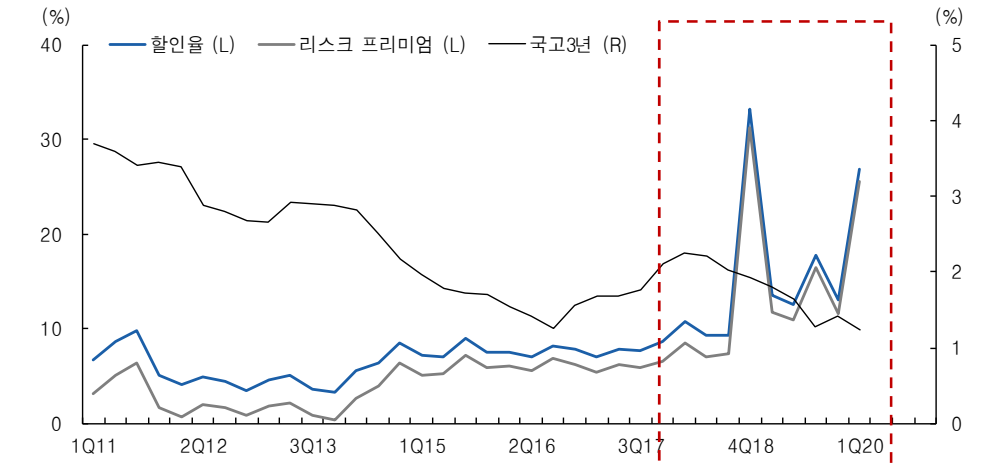
원조 핀테크 키움증권: 플랫폼이 변이하면서 높아진 할인율

과거 키움증권의 성장과 변화 과정은 금융플랫폼 Valuation에 있어 좋은 아이디어를 제공한다. 어찌 보면 원조 핀테크 기업이고, 가장 단순한 Brokerage 사업으로 온라인 플랫폼의 형태로 구축하면서 기존 시장을 잠식한 매우 유사한 사례이기 때문이다.

12년부터 본격적으로 회사가 성장하게 되는데 당시에는 자본도 작고 규제로 인해 수수료와 무위험 이자수익(신용)으로만 돈을 벌게 된다. 이 때 Valuation을 분해해 보면 할인율이 평균 6.0%이다. 국고3년 대비 리스크프리미엄은 3.6%p에 불과하였다.

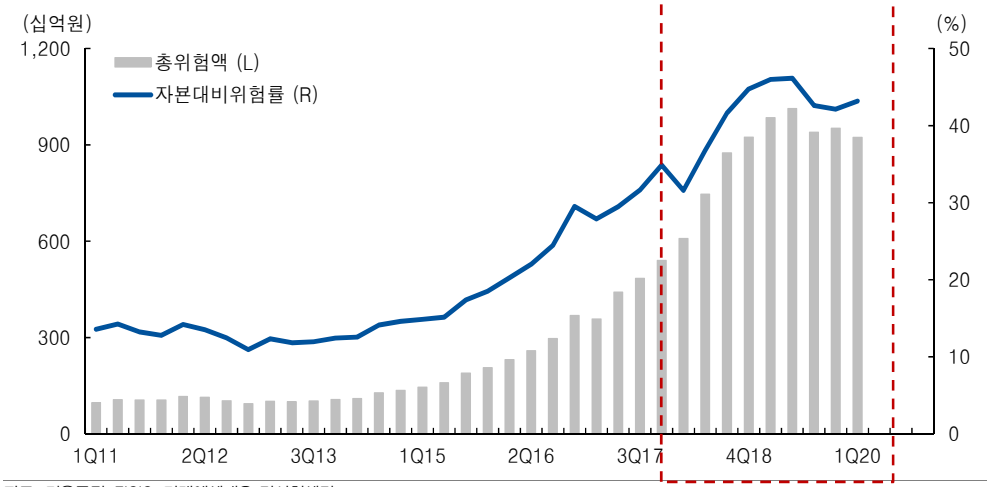
하지만 17년부터 잉여가 쌓이고, 전환사채 발행을 통해 확대된 자본력을 다른 영역에 투하하게 된다. 일반적인 대형IB 들이 주력하던 부동산PF 등의 신용 공여 및 위험자산 투자 등이 그것이다. 자본 대비 10% 이하이던 위험액의 비중은 이 때부터 급격히 증가하여 현재는 40%를 상회한다. 이 때부터 회사의 이익 변동성은 커졌고, 그에 궤를 같이하여 주가의 할인율이 크게 상승하는 점을 확인할 수 있다. 17년 이후부터 평균적인 할인율은 12%를 넘는다. 이전 보다 두 배 이상 상승한 것이다.

그림 54. 키움증권 할인율, 리스크 프리미엄



자료: 키움증권, Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 55. 키움증권 총 위험액 및 자본 대비 비중



자료: 키움증권, FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

2. 10조 +α로 가는 길

금융플랫폼 ≠ 플랫폼

어떤 시장을 대체하느냐에 따라 달라지는 접근법

금융 플랫폼을 분석하는데 있어 근본적인 차이점은 금융상품을 대상으로 삼는다는 점에서 시장의 속성이 일반적인 상품과 다르다는 점이다.

금융산업의 수익성 = f(금융자산의 규모, 회전율, Margin)으로 단순화 할 수 있다.

플랫폼이 금융업에 진입한다고 해서 시중의 금융자산이 늘거나 줄어들지는 않는다. 금융상품의 경우 추가적인 소비(자산 회전율)가 일어나지 않는다. 일반적으로 물건을 구매하는 경우는 이를 소비하면서 필요, 욕구가 충족되고 재구매 및 반복소비가 일어날 수 있다. 하지만 금융상품을 반복구매하거나 구매의 편의성이 높아진다고 해서 소비가 늘어난다고 보기는 어렵다.

결국 Margin을 늘려야 하는데 이는 기존 시장을 잠식하거나, Margin에 내포된 비용을 줄이는 형태가 될 수 밖에 없다.

즉 플랫폼이 진입한다고 해도 기존 시장을 대체하는 것이지 새롭게 시장을 넓히거나 재창조하기 어려운 한계를 지닌다. 특히 한국과 같이 국내 금융업의 시장 포화도가 높은 곳에서는 더욱 그러하다. 따라서 금융플랫폼을 평가하는데 있어 대상으로 삼아야 하는 시장과 이익의 크기는 이미 기존 금융사들이 형성한 영역으로부터 출발할 수 밖에 없다.

그림 56. Valuation Band를 설정하는 Frame

자료: 미래에셋대우 리서치센터

'금융'이되 '플랫폼'의 특성 모두를 반영해야 하기 때문에 극단적인 이분법을 통해 Valuation의 밴드를 정해보려 한다. 그 기준은 '잠식'의 형태가 된다. 극단의 한 끝(보완적 중개 모델)은 수수료 시장을 대체하는 강도에 달려있고, 반대편의 극단(마찰적 경쟁 모델)은 기존 금융사의 수익 영역 전반으로 확장해 나가는 것이다. 전술한 관점에서 보면 양자의 Valuation의 차이는 매우 클 수 밖에 없다.

'보완적 중개 모델'의 Valuation

수수료 등 중개 비용 대체한다면 높은 Valuation 가능

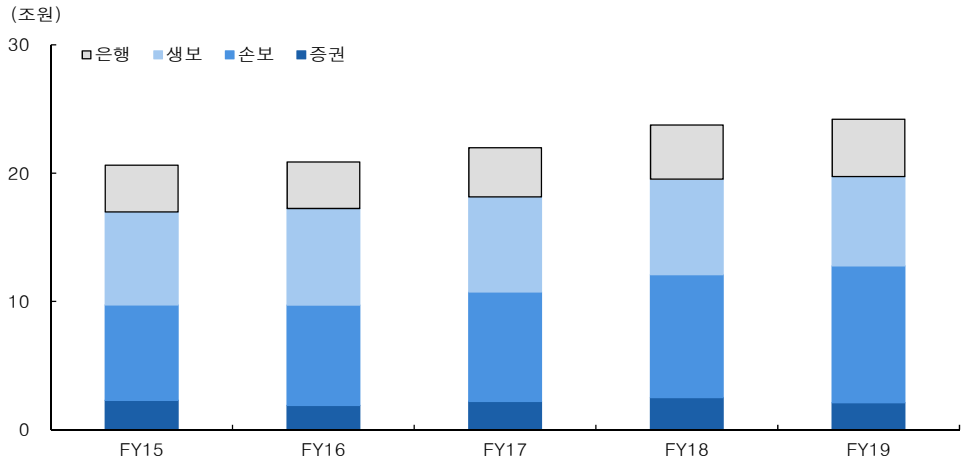
먼저 가장 높은 Valuation을 받을 수 있는 모델은 다음과 같다. 금융업에서 가장 위험이 적은 영역인 수수료, 그 중에서도 판매 채널을 통한 중개수수료를 대체하는 강도에 따른 접근이다.

금융업은 전통적으로 오프라인 채널을 통해 예금, 대출, 보험, 펀드, 위탁중개에 대한 수수료를 비즈니스의 출발로 삼는다. 금융사가 얻는 수수료 수익이라기 보다는 궁극적으로 고객이 부담해야 하는 비용으로 정의 하는 것이 바람직하다. 그래야 플랫폼이라는 중개 Tool이 대체할 수 있는 시장의 크기가 명확해 진다.

아래 그림은 이러한 대체가능한 수익(명시적인 수수료 및 고객이 부담하는 중개 비용)의 규모를 나타낸다.

전체 규모는 연간 24조 원 이다. 보험의 경우 신계약비 및 상각비, 증권은 위탁중개 수수료 및 펀드 판매수수료, 은행은 방카슈랑스 및 펀드 판매수수료와 함께 핵심 수익인 순이자수익 중 일정 비중을 가정하였다.

그림 57. 주요 금융업종의 금융상품 중개 수익 추정 [1]



자료: FISIS, 미래에셋대우 리서치센터

이러한 시장의 대체강도에 따라 매출이 결정될 텐데 5% 수준으로 가정하면 1.2조 원, 10% 라면 2.5조 원이다. 플랫폼의 특성상 마케팅비용 이외의 고정성 비용은 크지 않을 것이기 때문에 50% 수준의 비용률을 감안하면 6,000억 원의 영업이익, 순이익은 4,600억 원에 이를 수 있다

[1] 대체 시장 가정
- 증권사의 수수료 수익은 위탁중개 수수료(기관 및 외국인 제외)+펀드판매보수+자산관리 수수료
- 보험사는 판매비(이연 및 상각 반영한 신계약비+대리점 수수료)에서 은행 대상 방카수수료는 제외
- 은행은 방카슈랑스 및 펀드 판매보수에 더해 가계여신에서 창출되는 이자수익의 일정 수준(10%를 가정)을 대체시장으로 가정, 가계여신 대비 35bp 수준으로 여타 금융상품의 판매보수를 고려하면 낮게 설정

5% 대체 + 50% 비용률
5% 할인율 적용하면
9조 원 시총

평가의 대상 이익이 결정되었으니, 이제 어떤 할인율을 대입하는지 여부만 Valuation의 변수가 된다.

이는 앞서 언급한 접근법을 따르면 된다. 즉 금융 고유의 위험을 수반하지 않고, 순수하게 중개의 형태로만 수익을 내는 모델이라면 플랫폼의 특징을 가급적 많이 반영하여, 낮은 할인율을 합리화할 수 있다. 5% 수준의 할인율을 적용하면 9조 원의 시가총액이 산출되고, 극단적으로 국채 수준의 할인율을 적용한다면 45조 원에 이르게 된다.

표 24. 영업비용률과 시장대체율에 따른 순이익 Matrix (십억원)

		시장 대체율									
		1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
영업비용률	30%	127	254	381	508	635	762	889	1,016	1,144	1,271
	35%	118	236	354	472	590	708	826	944	1,062	1,180
	40%	109	218	327	436	545	653	762	871	980	1,089
	45%	100	200	299	399	499	599	699	799	898	998
	50%	91	182	272	363	454	545	635	726	817	908
	55%	82	163	245	327	408	490	572	653	735	817
	60%	73	145	218	290	363	436	508	581	653	726
	65%	64	127	191	254	318	381	445	508	572	635
	70%	54	109	163	218	272	327	381	436	490	545

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 25. 시장대체율, 할인율에 따른 Valuation Matrix (조원)

		시장 대체율									
		1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%
할인율	1%	9.1	18.2	27.2	36.3	45.4	54.5	63.5	72.6	81.7	90.8
	2%	4.5	9.1	13.6	18.2	22.7	27.2	31.8	36.3	40.8	45.4
	3%	3.0	6.1	9.1	12.1	15.1	18.2	21.2	24.2	27.2	30.3
	4%	2.3	4.5	6.8	9.1	11.3	13.6	15.9	18.2	20.4	22.7
	5%	1.8	3.6	5.4	7.3	9.1	10.9	12.7	14.5	16.3	18.2
	6%	1.5	3.0	4.5	6.1	7.6	9.1	10.6	12.1	13.6	15.1
	7%	1.3	2.6	3.9	5.2	6.5	7.8	9.1	10.4	11.7	13.0
	8%	1.1	2.3	3.4	4.5	5.7	6.8	7.9	9.1	10.2	11.3
	9%	1.0	2.0	3.0	4.0	5.0	6.1	7.1	8.1	9.1	10.1

자료: 미래에셋대우 리서치센터

'마찰적 경쟁 모델'의 Valuation

기존 금융사와 같은 모델이면 자본비용의 부담

5% 대체해도 5조 원 이하 시총

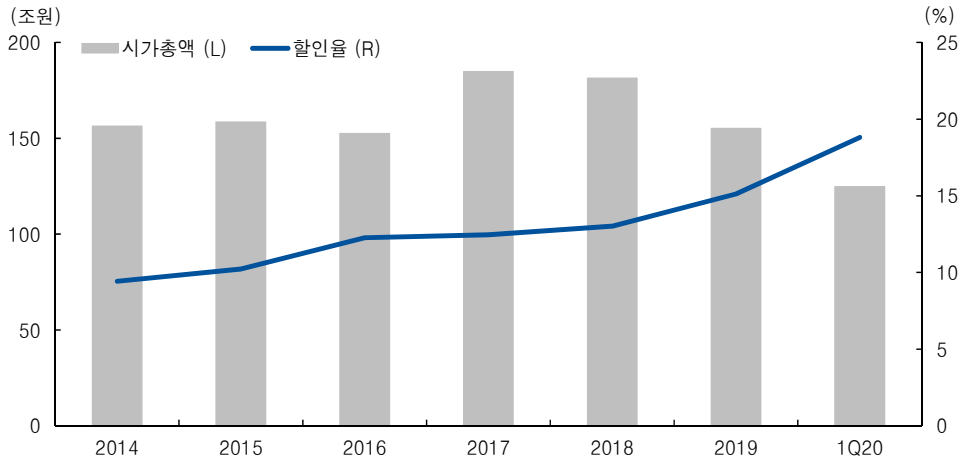
앞서 기술한 단순한 중개 수수료 시장의 경우 금융업의 수익에서 차지하는 비중은 크게 늘어나지 않는 추세이다. 전체 금융자산의 성장이 둔화되고 금리가 하락하는 상황이므로 수수료의 근거가 되는 금융자산의 회전율도 저하되었기 때문이다. 반면 08년 글로벌 금융위기를 거치면서 보강된 자본력은 점진적으로 위험자산에 대한 투자로 전환되고 있다.

반대편에 있는 극단적인 모델은 일반적인 유통산업의 사례에서처럼 금융산업의 전반적인 수익성을 잠식하는 경우이다. 즉 금융 고유의 위험(신용 및 시장리스크 등)을 수반하면서 금융기관과 직접적으로 경쟁하는 형태를 의미한다.

이 경우 Valuation은 매우 간단하다. 이미 금융업은 상장되어 있고 오랜 기간 시장에서 평가받고 있다. 따라서 잠식하는 수준만큼 시가총액이 이전한다고 가정하는 것이다.

현재 금융업(상장된 은행지주, 보험, 카드)의 시가총액은 125조 원이다. 이 중에서 삼성생명과 같이 보유 유가증권(삼성전자)의 왜곡을 보정해 주면 100조 원 남짓이다. 5%를 잠식하면 5조 원, 10%를 잠식하면 10조 원으로 단순히 셈할 수 있다. 하지만 이 경우 기존 금융사 및 경쟁을 촉발하는 금융플랫폼 모두 경쟁 심화에 따른 추가적인 할인을 피할 수 없을 것이다.

그림 58. 금융업종 시가총액과 할인율 추이

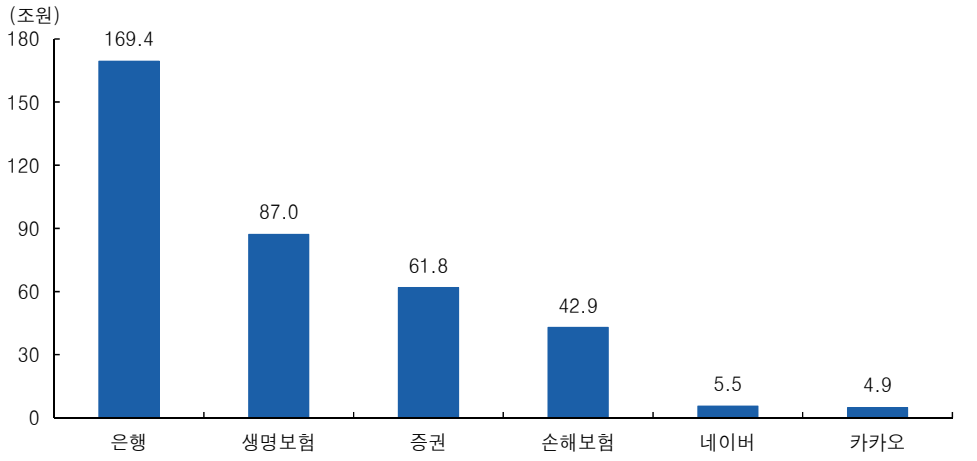


자료: Quantiwise, 미래에셋대우 리서치센터

대출을 위시로 한 금융업 고유의 수익을 잠식하기 위해서는 자본력이 전제되어야 한다. 카카오뱅크 역시 빠르게 고객 기반을 늘리고 있지만, 동일한 속도로 증자를 지속해야 하는 이유이다.

Big Tech의 자본력은 현재 금융회사의 그것과는 필적하기 어렵다. 금융업의 경우 자본이 큰 점이 영업의 최대 경쟁력이지만, Valuation의 할인 요인이기도 하다. 현재 Big Tech의 자본력으로는 '마찰적 경쟁 모델'을 지속하기 어렵고, 잠식할 수 있는 시장도 당연히 미미할 수 밖에 없다.

그림 59. 자기자본 비교(개별 기준)



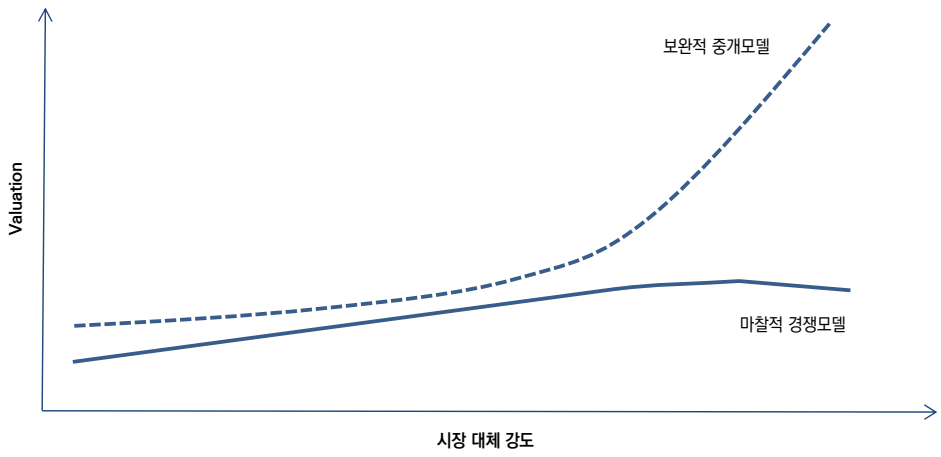
자료: FISIS, 각 사, 미래에셋대우 리서치센터

잠식이 높아질수록 두 모델간 극단성은 더욱 커질 것

해당 시장의 대체 강도가 높아질수록 자연스럽게 수익도 늘어나고, 두 모델 모두 Valuation(시총)이 커질 것이다. 개념적으로 그려보면 〈그림 60〉과 같다. '보완적 중개 모델'의 경우 위험 없는 시장을 대체하면 할수록 규모의 경제 효과가 크게 작용하고 수반되는 자본이 작기 때문에 할인율이 빠르게 하락하게 된다. 이에 따라 어느 임계점을 지나면서부터는 매우 급격하게 Valuation이 상승하게 될 것이다.

'마찰적 경쟁 모델'의 경우 시장을 잠식한다고 해도 수반되는 자본도 상응하게 필요하고, 이는 기존 금융회사와 경쟁이 심화된다는 것을 의미하므로 일정 수준 이상에서는 오히려 Valuation이 하락할 개연성이 크다.

그림 60. 시장 대체 강도에 따른 모델별 Valuation 개념



자료: 미래에셋대우 리서치센터

3. 비즈니스모델이 먼저다

제3의 모델일 수도…

수익성 보다 Big Tech의 가치를 높이는 보완적 모델을 지향할 수도…

전술한 모델들은 어찌보면 금융업의 관점에서 경쟁자를 해석하는 방식일 수 있다.

이외에도 Big Tech 플랫폼은 다른 방식으로 금융플랫폼 사업 모델을 지향할 수 있다. 금융상품의 중개 수익은 부수적이고, 상위 플랫폼의 경쟁력을 강화하는 방식이 여기 해당한다. 금융상품과 서비스를 매개로 사용자를 더욱 플랫폼에 Lock-in시키고 네트워크 효과를 증폭시키게 된다.

이 경우에는 금융플랫폼 자체의 가치 보다 상위 플랫폼의 가치를 상승시키는 정도를 평가해야 한다. 이는 상위 플랫폼에 적용되는 할인율을 좀더 무위험수익률(국채 할인율)을 낮추는 방식이 된다.

그림 61. 비즈니스모델과 Valuation

주 : 모델별로 해당 시장 5% 잠식한다는 가정, 본문 내용 참조
자료: 미래에셋대우 리서치센터

일본의 인터넷뱅크는 이러한 모델이 보편화되어 있다.

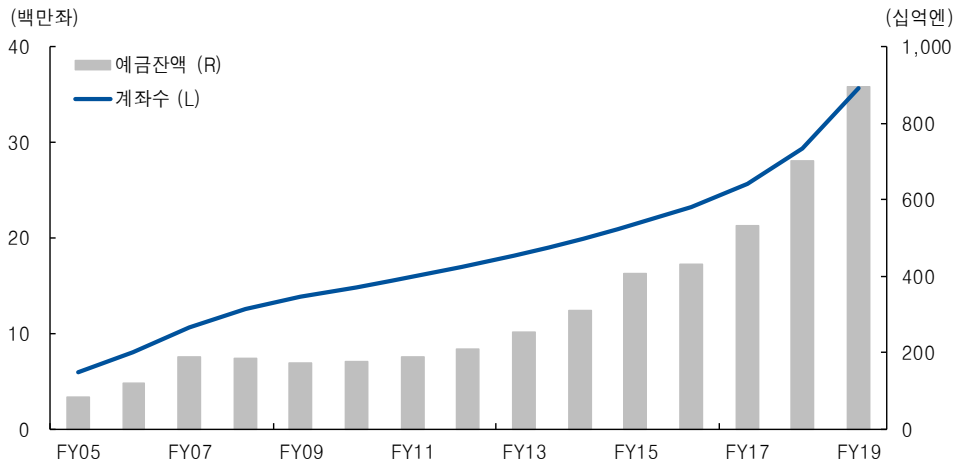
대형 쇼핑몰인 라쿠텐뱅크의 사업모델도 같은 맥락이다. 2000년 1월 ebank라는 이름으로 설립된 가장 오래된 인터넷은행이다. 처음에는 '뱅킹 서비스'를 중심으로 고객의 편의성을 제공(9시~3시 전통 은행의 업무시간 제약을 해소하기 위한)하려는 단순한 목표에서 출발하여, 결제 및 대출 등으로 진화하는 과정을 거쳤다.

ROE는 14% 수준을 지속적으로 유지하고 있고, 예금 규모의 성장도 빠르다. 특이한 점은 수신된 예금의 운용 대상인데 대출은 자산의 29%에 불과하고, 채권 및 현금성 자산에 운용한다.

오히려 라쿠텐쇼핑몰과의 시너지에 주력한다. 라쿠텐뱅크 계좌의 쓰임새가 다양하다. 라쿠텐쇼핑몰에서 결제를 하면 수수료도 싸고 별도의 번거로운 절차가 생략된다. 포인트도 자동으로 적립된다. 또한 '머니 브리지'라고 불리는 라쿠텐증권 연계계좌를 활용하여 우대금리를 적용받게 된다.

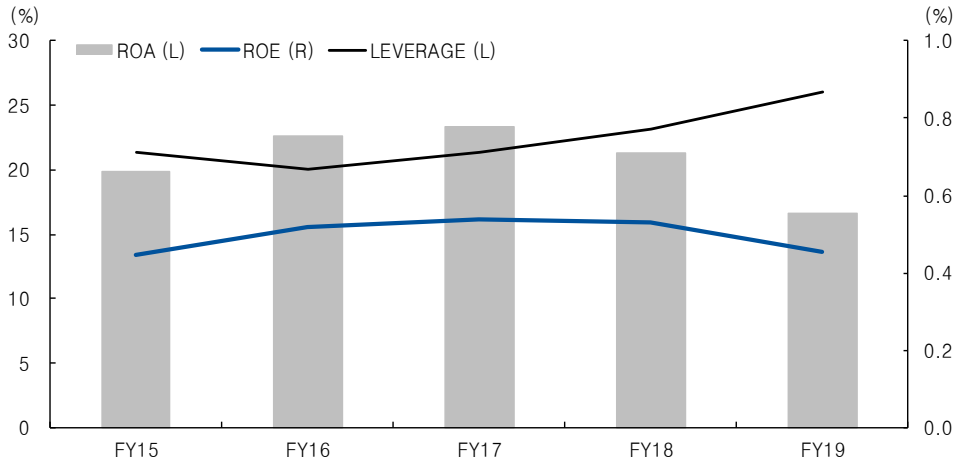
모회사인 Rakuten.com의 핵심사업인 전자상거래업의 지원과 확장 관점에서 은행이 기능하기 때문이다. 자칭 라쿠텐쇼핑몰의 '슈퍼포인트'를 통해 금융서비스의 결제(송금수수료 등)와 적립이 가능하게 하는 점이 가장 큰 경쟁력이라고 내부적으로 판단하고 있다. 따라서 다른 인터넷은행에 비해 수신금리도 낮은 편이다. 즉 모회사 사업 확장과 고객의 retention이 가장 중요한 은행의 역할이다.

그림 62. 라쿠텐뱅크 예금잔액과 계좌 수 추이



자료: 라쿠텐뱅크, 미래에셋대우 리서치센터

그림 63. 라쿠텐뱅크 실적 추이



자료: 라쿠텐뱅크, 미래에셋대우 리서치센터

MyData : 제3의 모델로 가는 관문

MyData 서비스는 새로운 모델을 만드는 전기

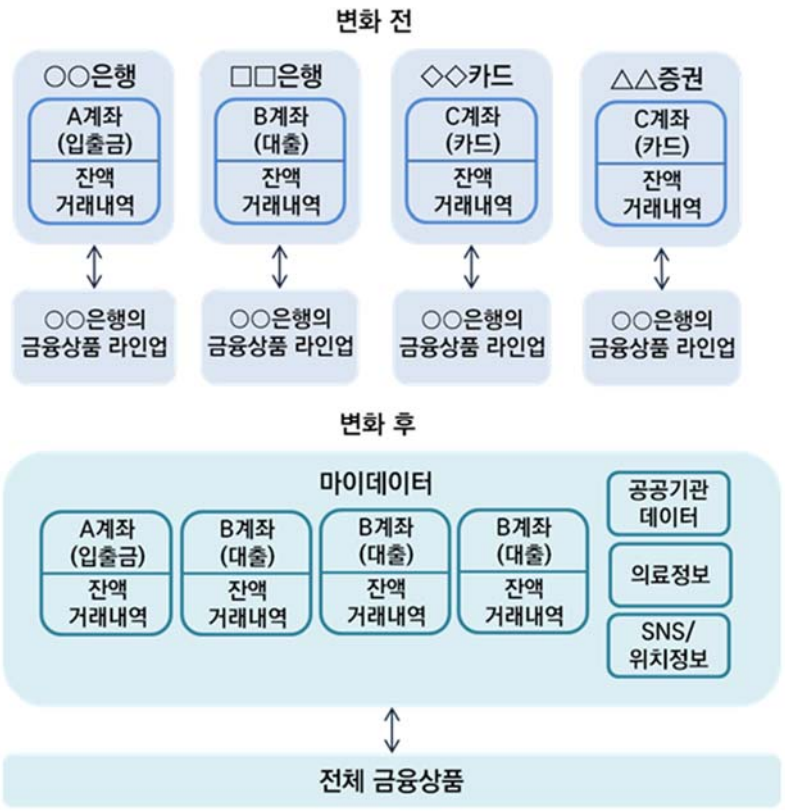
결국 플랫폼이 집적된 사용자 기반과 다양한 서비스 공급자가 생태계를 이루고 여기서 파생되는 여러 데이터를 활용하는 것이 최대의 경쟁력이자 존립 기반이다.

MyData 사업자로 잘 포지셔닝한다면 이러한 네트워크 효과가 한결 강화되는 효과를 누릴 수 있고, 금융상품의 중개 기회도 얻게 될 것이다.

MyData 개념의 핵심은 다음과 같다. 정보 주체인 개인에게 '금융기관 → 제3자'로의 데이터 전송 요구권을 법적으로 보장하고, 데이터 전송이 안전하고 효율적으로 이루어지도록 금융기관에게 API 개발 및 공개 의무를 부여하는 것이다. 그리고 이러한 데이터를 활용하여 본인 신용정보의 체계적 관리를 지원하고, 개인의 신용관리 및 자산관리를 비롯한 다양한 부수적인 서비스를 제공할 수 있게 된다.

고객 입장에서는 여러 금융기관에 분산된 본인의 정보를 일일히 접속하지 않고 마이데이터 사업자의 서비스를 통해 쉽게 파악할 수 있을 뿐 아니라, 종합적으로 재무관리를 할 수 있는 편의성을 갖게 되는 것이다.

그림 64. MyData의 개념



자료: 자본시장연구원, 미래에셋대우 리서치센터

산업적인 측면에서 현실적인 의미는 금융 Data를 Big Tech이 가지고 있는 행동 특성(소비, 다양한 성향 등)과 결합하여 실질적인 자산관리와 맞춤형 상품 등에 활용할 수 있는 전기가 마련되는 것이다. 개별 금융기관 내에 머무는 제한적인 정보, 즉 금융자산 잔고, 대출, 거래 내역 등이 이종의 Data와 결합되고, 다른 금융기관의 정보와 유기적으로 통합되어 활용도가 크게 제고되는 것이다.

금융상품의 경우 표준화가 어렵고 구조가 복잡하고 공급자가 많기 때문에 이를 개인이 일일이 비교분석 하기에는 현실적으로 어려움이 따르는데 이러한 현실적인 제약이 사라지게 된다. Big Tech들이 MyData 사업자가 되면 금융기관들이 힘들게 직접 보호하고 있는 고객 정보에 대한 활용 여지가 크게 줄어들 수 있다.

보험상품, 특히 손해보험사가 취급하는 상품이야 말로 MyData 서비스와 온라인 판매 채널이 결합되기 쉬운 영역이다.

먼저 보험상품을 설계하기 위한 전제인 많은 모집단으로부터 예측 가능한 위험 측정과 규모의 경제를 확보하는데 적합하기 때문이다. MyData를 통해 집적된 데이터를 사용자의 생활 방식, 취향 등 에 접목하면 다양한 판매 기회를 얻을 수 있을 것이다.

예를 들면 최근 스쿨존이나 음주운전에 의한 교통사고에 대한 법적 처벌이 강화되면서 '운전자 보험'의 판매가 급증하고 있는데, 금융데이터(기존 운전자 보험 가입 유무 등)와 생활 특성(운전습관 및 운전 시간의 많고 적음 등)을 조합하면 타겟 고객을 선별하기가 쉬울 것이다. 사용하는 플랫폼에 적립된 포인트를 활용하여 가입의 편의성을 높일 수도 있다. 이외에도 특정한 생활 리스크가 출현했을 때 사용자의 반응도에 따라 보험을 개발하고 상품화할 수도 있다.

또한 보험산업은 Fat margin이 가장 큰 영역 중 하나이기 때문이다. 보험상품의 판매 채널에 투여되는 비용이 매우 높아 절감의 유인이 클 뿐만 아니라, 클레임 처리 등에서 자동화 및 온라인화가 더딘 영역으로 고정비 부담 역시 크다.

보험의 경우 채널 비용이 매우 높다. 보장성 보험의 경우 월납입 보험료의 1,600% 내외의 수수료가 판매인에게 지급되고 있다. 10년 만기 기준으로 계산하면 납입보험료의 현재가치 기준으로 적어도 15% 이상이 수수료로 빠져나가는 셈이다. 연간으로 1.5%를 넘는다. 주식형펀드의 판매보수가 0.8%에도 미치지 않는다는 점을 감안하면 매우 높다고 볼 수 있다.

초기에 판매수수료가 집중적으로 지급되기 때문에 오프라인 채널에서 판매에 열을 올릴 수 밖에 없다. 상품의 가격이 높다고 해서 이를 만드는 보험회사에 돌아가는 것도 아니기 때문에 보험사 입장에서도 대체 채널이 있다면 충분히 이전시킬 유인이 있는 것이다. IFRS17이 시행되면 더욱 더 외형 경쟁보다는 수익성 중심의 판매가 정착되어야 하므로, 현재의 수수료 중심의 판매 방식을 고수하는 것은 더더욱 힘들어지게 된다.

고객을 선별하고, 상품을 적시에 제시하고, 편리하게 결제하는 제반 프로세스를 현재의 오프라인과는 현저히 낮은 비용으로 대체할 수 있을 것이다.

시총을 단정하기 보다 비즈니스모델을 판단해야…

시총을 단정하기 보다 어떤 모델을 만들어가는지에 대한 판단이 우선

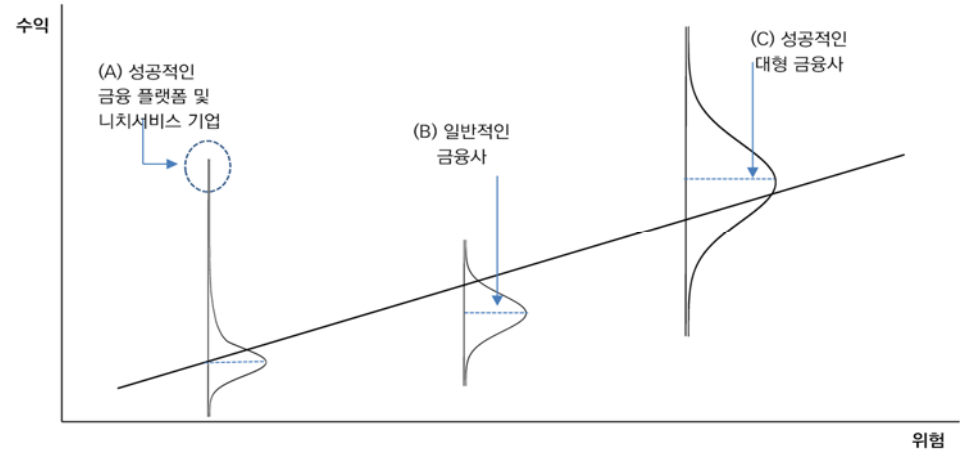
결국 금융업에 노출된 이상 성공적인 모델인지 여부는 위험 대비 보상의 관점에서 평가해야 한다.

전통적인 자본시장선은 위험의 크기와 수익성에 선형적인 관계를 지닌다. 일정한 위험은 일정한 수익을 거두는 정규분포를 띤다. 만약 동일한 위험으로 더 높은 수익성을 거둔다면 성공한 비즈니스 모델(좋은 투자 자산) 이라고 할 수 있다.

위험에 대한 노출이 작을수록 기대수익은 낮은 수준에 머물고, 이례적으로 높은 수익을 거둘 가능성이나 그 크기는 작을 수 밖에 없다. 반면 위험의 크기가 클수록 평균적으로는 수익성이 높아지고 이례적인 높은 수익이나 낮은 수익의 가능성도 커진다.

일반적인 금융사는 고정비 부담에 더해 경쟁열위를 극복하기 위한 변동성 비용(높은 우대 금리, 판매 비용 등)으로 인해 자본시장선 아래에 머물 가능성이 높다.

그림 65. 위험-수익에 따른 금융업 유형



자료: 미래에셋대우 리서치센터

성공적인 금융플랫폼은 위 그림의 A에 해당한다. 즉 위험은 낮추면서 한계 비용을 제로에 수렴시켜 높은 수익성을 거두는 매우 이례적인 경우이다. 낮은 위험 + 높은 수익 → 매우 낮은 할인율 → 높은 Valuation의 논리구조가 가능하다.

우리가 하반기에 관찰해야할 지점은 금융플랫폼에 대해 성급하게 시가총액을 단정하기 보다 어떤 비즈니스모델을 정립해 나가느냐 하는 점이다. 이에 대한 판단이 서면 Valuation에 대한 답은 쉽게 도출할 수 있을 것이다.

NAVER (035420)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
매출액	**6,593**	**7,622**	**9,260**	**10,928**
매출원가	**0**	**0**	**0**	**0**
매출총이익	**6,593**	**7,622**	**9,260**	**10,928**
판매비와관리비	**5,883**	**6,570**	**7,156**	**8,432**
조정영업이익	**710**	**1,053**	**2,103**	**2,496**
영업이익	**710**	**1,053**	**2,103**	**2,496**
비영업손익	**157**	**-28**	**13**	**4**
금융손익	-18	-27	-22	-15
관계기업등 투자손익	-64	0	0	0
세전계속사업손익	867	1,025	2,116	2,500
계속사업법인세비용	466	407	607	720
계속사업이익	400	618	1,509	1,780
중단사업이익	-4	0	0	0
당기순이익	**397**	**618**	**1,509**	**1,780**
지배주주	583	621	1,516	1,789
비지배주주	-186	-3	-7	-8
총포괄이익	**536**	**618**	**1,509**	**1,780**
지배주주	660	761	1,858	2,192
비지배주주	-124	-143	-349	-412
EBITDA	1,208	1,408	2,357	2,677
FCF	921	1,028	2,243	2,451
EBITDA 마진율 (%)	18.3	18.5	25.5	24.5
영업이익률 (%)	10.8	13.8	22.7	22.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.8	8.1	16.4	16.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
유동자산	**5,644**	**6,870**	**9,146**	**11,631**
현금 및 현금성자산	3,741	4,394	6,152	8,111
매출채권 및 기타채권	0	286	347	409
재고자산	55	64	77	91
기타유동자산	1,848	2,126	2,570	3,020
비유동자산	**6,656**	**6,547**	**6,686**	**6,905**
관계기업투자등	1,558	1,801	2,188	2,583
유형자산	1,596	1,270	1,039	875
무형자산	341	312	290	272
자산총계	**12,300**	**13,417**	**15,832**	**18,536**
유동부채	**3,773**	**4,225**	**5,022**	**5,835**
매입채무 및 기타채무	759	877	1,065	1,257
단기금융부채	729	706	747	790
기타유동부채	2,285	2,642	3,210	3,788
비유동부채	**2,022**	**2,125**	**2,288**	**2,454**
장기금융부채	1,358	1,366	1,366	1,366
기타비유동부채	664	759	922	1,088
부채총계	**5,796**	**6,349**	**7,310**	**8,289**
지배주주지분	**5,805**	**6,371**	**7,833**	**9,567**
자본금	16	16	16	16
자본잉여금	1,575	1,575	1,575	1,575
이익잉여금	5,712	6,278	7,740	9,474
비지배주주지분	**699**	**696**	**689**	**680**
자본총계	**6,504**	**7,067**	**8,522**	**10,247**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
영업활동으로 인한 현금흐름	**1,357**	**1,028**	**2,243**	**2,451**
당기순이익	397	618	1,509	1,780
비현금수익비용가감	873	768	862	895
유형자산감가상각비	460	326	231	164
무형자산상각비	38	29	23	17
기타	375	413	608	714
영업활동으로인한자산및부채의변동	567	55	480	489
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	0	0	0
재고자산 감소(증가)	0	-9	-14	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	178	0	0	0
법인세납부	-478	-407	-607	-720
투자활동으로 인한 현금흐름	**-1,078**	**-53**	**-85**	**-86**
유형자산처분(취득)	-429	0	0	0
무형자산감소(증가)	-71	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	180	-53	-85	-86
기타투자활동	-758	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	**52**	**-78**	**-13**	**-12**
장단기금융부채의 증가(감소)	925	-24	42	43
자본의 증가(감소)	34	0	0	0
배당금의 지급	-47	-55	-55	-55
기타재무활동	-860	1	0	0
현금의 증가	**418**	**654**	**1,758**	**1,958**
기초현금	3,323	3,741	4,394	6,152
기말현금	3,741	4,394	6,152	8,111

예상 주당가치 및 valuation (요약)

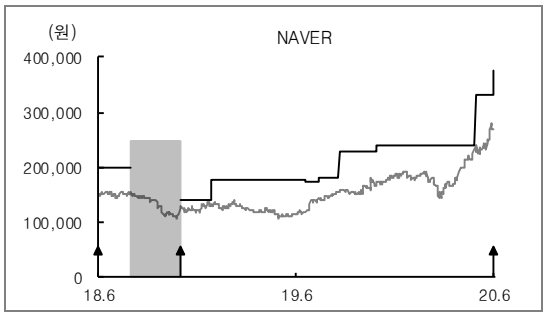
	12/19	12/20F	12/21F	12/22F
P/E (x)	52.7	69.9	28.6	24.2
P/CF (x)	24.2	31.3	18.3	16.2
P/B (x)	4.3	5.6	4.7	4.0
EV/EBITDA (x)	24.4	29.3	16.8	14.0
EPS (원)	3,538	3,779	9,229	10,889
CFPS (원)	7,702	8,434	14,432	16,289
BPS (원)	43,659	47,253	56,149	66,705
DPS (원)	376	376	376	376
배당성향 (%)	13.8	8.8	3.6	3.1
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.1	0.1
매출액증가율 (%)	18.0	15.6	21.5	18.0
EBITDA증가율 (%)	0.3	16.6	67.4	13.6
조정영업이익증가율 (%)	-24.7	48.3	99.7	18.7
EPS증가율 (%)	-10.1	6.8	144.2	18.0
매출채권 회전율 (회)	22.5	0.0	0.0	0.0
재고자산 회전율 (회)	117.2	128.3	131.2	129.5
매입채무 회전율 (회)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA (%)	3.6	4.8	10.3	10.4
ROE (%)	10.6	10.2	21.3	20.6
ROIC (%)	29.4	58.1	225.3	1,304.0
부채비율 (%)	89.1	89.8	85.8	80.9
유동비율 (%)	149.6	162.6	182.1	199.3
순차입금/자기자본 (%)	-30.3	-39.0	-53.4	-63.9
조정영업이익/금융비용 (x)	20.4	23.7	47.1	54.7

자료: NAVER, 미래에셋대우 리서치센터

NAVER
하반기 상상할 수 있는 모든 주가 모멘텀의 집합체

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
NAVER(035420)				
2020.06.29	매수	375,000	-	-
2020.05.25	매수	330,000	-25.69	-15.45
2019.11.26	매수	241,000	-24.58	-4.36
2019.09.17	매수	230,000	-30.54	-21.74
2019.08.11	매수	181,000	-18.87	-14.64
2019.07.16	매수	172,000	-22.55	-17.15
2019.01.23	매수	176,000	-30.82	-21.31
2018.11.26	매수	141,000	-10.50	-2.48
2018.08.27	분석 대상 제외		-	-
2018.04.26	매수	200,000	-27.12	-21.80



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

투자의견 분류 및 적용기준

기업

매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상
비중축소 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상

산업

비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
82.04%	12.57%	5.39%	0.00%

* 2020년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 NAVER을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.